



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪064号

东方证券股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“东方证券股份有限公司公开发行2015年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定，维持本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年四月二十七日

东方证券股份有限公司 公开发行 2015 年公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	东方证券股份有限公司		
债券简称和代码	15 东证债 136061		
发行规模	人民币 120 亿元		
存续期限	2015/11/26-2020/11/26		
偿还方式	每年付息一次，最后一年的利息随本金一起支付		
上次评级时间	2017/4/27		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

概况数据

东方证券	2015	2016	2017
资产总额（亿元）	2,078.98	2,124.11	2,318.60
所有者权益（亿元）	353.76	409.38	535.01
净资本（亿元）	310.19	338.90	437.32
营业收入（亿元）	154.35	68.77	105.32
净利润（亿元）	73.74	24.27	36.03
EBITDA（亿元）	140.88	80.14	104.33
资产负债率（%）	78.52	76.76	73.69
摊薄的净资产收益率（%）	20.95	5.72	6.71
净资本/净资产（%）	91.57	87.96	87.49
EBITDA 利息倍数（X）	3.18	1.59	1.78
总债务/EBITDA（X）	8.69	16.20	13.69
风险覆盖率（%）	228.20	221.73	290.25
资本杠杆率（%）	15.54	16.06	18.89
流动性覆盖率（%）	179.62	190.68	247.63
净稳定资金率（%）	141.34	112.44	147.55
净资本/负债（%）	25.89	27.62	32.90
净资产/负债（%）	28.28	31.40	37.60
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）	60.23	51.26	39.97
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	206.59	204.45	189.18

注：1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径；
2、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款、信用交易代理买卖证券款和代理承销证券款。

基本观点

2017 年，国内证券市场行情出现了明显的结构化分化，整体成交量有所收缩。同时监管机构对于证券公司的合规管理要求不断提高，证券公司投资银行业务、资产管理业务都受到不同程度的影响，证券行业整体业绩出现一定幅度下滑。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了东方证券股份有限公司（以下简称“东方证券”或“公司”）收入和利润大幅提振、自有资本实力进一步增强、资产管理业务主动管理能力强等正面因素。同时，我们也关注到券商自营业务收益稳定性需持续观察、行业监管全面趋严、股票质押式回购业务风险有所暴露等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持东方证券主体信用级别 AAA，评级展望稳定，维持“东方证券股份有限公司公开发行 2015 年公司债券”信用级别为 AAA。

正 面

- 收入和利润大幅提振。2017 年公司把握结构性行情，投资规模和资管规模大幅增加，投资收益和资产管理收入大幅增长，全年实现营业收入 105.32 亿元，同比增长 53.16%；净利润 36.03 亿元，同比增长 48.48%。
- 非公开发行 A 股，自有资本实力进一步增强。公司于 2017 年 12 月成功非公开发行 A 股，实收资本增加至 69.94 亿元，所有者权益增长至 2017 年末的 535.01 亿元，自有资本进一步增加。
- 资产管理业务主动管理能力强。上海东方证券资产管理有限公司（以下简称“东证资管”）资产管理规模继续大幅提升，且主动管理规模占比达到 98%，远高于行业平均水平。

关 注

- 券商自营业务收益稳定性需持续观察。券商自

分 析 师

郑耀宗 yzzheng@ccxr.com.cn

张 茹 zhangru@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年4月27日

营业务与市场表现关联性较大，近年来自营收益表现出较大的波动，2017年券商自营业务有较大提振，但其持续性和稳定性仍需持续观察。

- 行业监管全面趋严。2017年以来，监管层提出防范化解系统性金融风险，对同业、理财、表外业务三个领域进行重点监管；同时《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》已实施。金融强监管背景下，证券公司的合规、风控和经营适应能力将受到考验。
- 股票质押式回购业务风险有所暴露。2017年股票质押业务风险频发，个别标的股票价格出现大幅波动，质押人回款不利，行业业务风险有所暴露。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

重大事项

为了进一步壮大公司的资本实力，夯实发展基础，公司成功完成 A 股增发。截至 2017 年 12 月 31 日，公司已完成非公开发行人民币普通股(A 股)股票计 778,203,792 股。本次非公开发行股票每股面值为人民币 1.00 元，发行价格为人民币 14.21 元/股，计入股本人民币 778,203,792.00 元。其中，申能(集团)有限公司实际认购公司 230,000,000 股 A 股，认购总金额为人民币 3,268,300,000.00 元；上海海烟投资管理有限公司实际认购公司 59,215,263 股 A 股，认购总金额为人民币 841,448,887.23 元。

基本情况

2017 年全年证券公司收入小幅下降，其中经纪业务、投行业务收入下滑明显，自营业务收入反弹，收入贡献度跃居首位，资管业务运营相对平稳；公司营业收入大幅增长，收入结构调整，分类评价调至 A 类 A 级。

根据证券业协会数据，截至 2017 年末，中国证券行业的总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产、净资产和净资本分别为 6.14 万亿元、5.08 万亿元、1.85 万亿元和 1.47 万亿元。其中，总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产较年初分别上升 6.04% 和 16.78%；净资产、净资本较年初分别增长 12.80% 和 7.48%，证券行业财务杠杆倍数(扣除客户交易结算资金后的总资产/净资产)由上年末的 2.65 倍上升至 2.75 倍。2017 年，证券行业营业收入、净利润双双下滑，营业收入和净利润分别为 3,113.28 亿元和 1,129.95 亿元，同比分别减少 5.08% 和 8.47%。

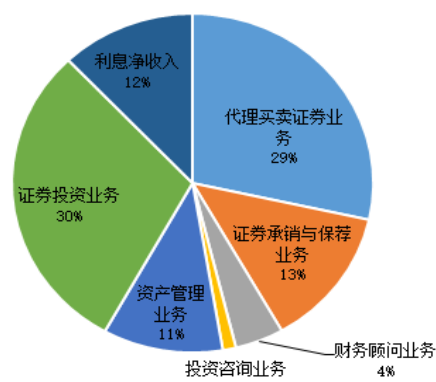
图 1：2008~2017 年证券公司营业收入和利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

分业务板块来看，2017 年证券行业分别实现代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)820.92 亿元、证券承销与保荐业务净收入 384.24 亿元、财务顾问业务净收入 125.37 亿元、投资咨询业务净收入 33.96 亿元、资产管理业务净收入 310.21 亿元、证券投资收益(含公允价值变动)860.98 亿元和利息净收入 348.09 亿元。其中，资产管理业务和证券投资收益业务分别实现同比增长 4.64% 和 51.46%，代理买卖证券业务净收入、证券承销与保荐业务、财务顾问业务、投资咨询业务和利息净收入同比分别减少 22.04%、26.11%、23.63%、32.81% 和 8.83%。2017 年以来，二级市场整体交投清淡，证券公司以经纪、自营收入为主的传统业务结构进一步调整。一方面，传统经纪业务收入对证券公司的贡献度下降，另一方面，在结构性行情下，自营业务收入反弹，收入贡献度超过经纪业务成为第一大收入来源。因此，股票市场波动对证券公司收入水平和收入结构的影响依然较大。

图 2：2017 年证券行业收入结构

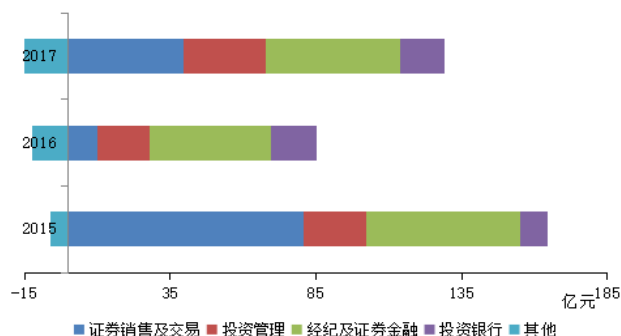


资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

2017 年公司实现营业收入 105.32 亿元，同比增长 53.16%；净利润 36.03 亿元，同比增长 48.48%。分业务板块来看，公司证券销售及交易业务实现营业收入 39.72 亿元，同比大幅增长 294.81%，投资管理业务实现营业收入 28.22 亿元，同比增长 57.99%，经纪及证券金融业务实现营业收入 45.85 亿元，同比增长 10.38%，投行业务实现营业收入 15.20 亿元，同比小幅下降 2.49%。全年证券销售及交易业务、投资管理业务、经纪及证券金融业务和投行业务占公司营业收入的比重分别为 36.96%、26.26%、42.67% 和 14.14%，其占比较上年分别提

高 23.08 个百分点、1.62 个百分点、下降 14.63 个百分点和下降 7.36 个百分点。

图 3：2015~2017 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从证券公司分类结果及业绩排名情况来看，2017 年公司证监会券商分类评价由 A 类 AA 级调整为 A 类 A 级，其整体经营业绩和风险控制能力仍处于行业较强水平。在 2016 年度证券公司的经营业绩排名中，公司净资产、净资产、总资产、营业收入及净利润均排前 20，稳居行业前列，其中总资产、净资产和净资产等指标排名均在前 10 位左右。

表 1：2014~2016 年公司经营业绩排名

	2014	2015	2016
总资产排名	12	10	9
净资产排名	12	11	12
净资产排名	15	11	12
营业收入排名	15	13	18
净利润排名	11	11	14

注：2016 年总资产、净资产、净资产、净利润采用专项合并口径；营业收入采用合并口径。

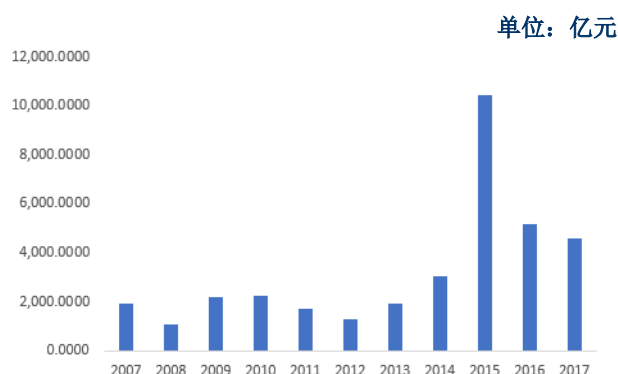
资料来源：证券业协会网站，中诚信证评整理

2017 年，证券市场行情继续调整，股市交易量收缩；同期证券经纪业务行业竞争充分，佣金率持续下行。公司经纪业务向财富管理转型，营业部数量继续增加。代理买卖证券交易规模及占有率上升，但经纪业务收入水平下降；对股票质押式回购业务的风险暴露应予以关注。

2017 年，证券市场行情在经历 2015 年的异常波动后继续 2016 年以来的调整，上证综指年末收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%；A 股市场日均成交额为 4,582.08 亿元，同比减少 11.63%。同时，证券经纪业务市场维持高度竞争态势，行业佣金费率持续下滑至约 0.034%。受交易量下跌影响，

2017 年证券行业代理买卖证券业务净收入同比减少 22.04%。

图 4：2007~2017 年证券市场日均交易金额



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

公司继续坚持以客户为中心，通过低成本、高效率的“轻型化”营业网点扩张和线上服务平台的拓展，围绕客户需求提供差异化及个性化的增值服务，着力打造“全业务链”多元化综合金融服务平台，推进传统经纪业务向财富管理转型。2017 年公司新设 31 家证券营业部，年末证券营业部总数达到 153 家，覆盖 76 个城市，31 个省自治区直辖市；期货营业部 24 家，与上年持平。同时，公司不断完善线上交易平台，大力推进互联网证券业务创新。2017 年，通过互联网和手机平台的股票及基金经纪交易额占当期公司股票及基金经纪交易总额的 81.49%；通过互联网及手机移动终端进行交易的客户数占公司股票及基金经纪客户的 94.73%，线上开户数分别占同期全部开户数的 89.09%。2017 年公司经纪及证券金融业务实现营业收入 45.85 亿元，同比增长 10.38%，占营业收入比为 42.67%；其中证券金融业务实现收入 23.04 亿元，同比增长 16.35%；经纪业务手续费收入为 15.74 亿元，同比减少 11.80%。

证券经纪业务方面，2017 年公司代理买卖证券交易规模继续扩大，市场占有率及排名均上升。公司全年代理股票、基金交易总额为人民币 3.76 万亿元，同比增长 5.94%，市场份额为 1.55%，较上年增加 0.29 个百分点，行业排名由第 21 位上升至第 18 位；平均股票基金经纪佣金率为万分之 3.34，与行业基本持平。公司全年代理债券 13.80 万亿元，同比增长 32.31%。全年代理买卖证券交易额 17.56

万亿元，同比增长 25.61%，市场占有率 2.29%，较上年增加 0.44 个百分点，行业排名由第 16 位上升至第 14 位。

同时，公司以大类资产配置为方向，大力发展机构业务，强化综合金融服务能力。2017 年，公司 PB 业务成功落地 225 只产品，新引入管理人 93 家；年末，公司经纪业务客户 137.98 万户，托管资产总额 5,520.47 亿元；其中，机构客户 4,875 户，增加 670 户，托管资产总额 3,170.26 亿元，占公司经纪业务客户资产总额的 57.43%，同比提升 2.8 个百分点。

表 2：2016~2017 年公司代理买卖证券交易金额

	2016 年 交易额（万亿元）	2017 年 交易额（万亿元）
股票及基金	3.55	3.76
债券	10.43	13.80
合计	13.98	17.56

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

代销金融产品方面，公司通过广泛的证券营业部网络和互联网平台代销理财产品，进一步提升公司代理销售金融产品业务能力。2017 年，受证券市场行交投低迷，公司代销金融产品规模继续小幅下滑。公司全年代销金融产品人民币 1,383.31 亿元，同比减少 1.73%。

期货经纪业务方面，受商品价格剧烈震荡，市场交投活跃度降温等影响，期货经纪业务有所下滑。根据中国期货业协会数据，2017 年，期货市场累计成交量 30.76 亿手（单边），同比下降 21.66%；累计成交金额 187.90 万亿元（单边），同比下降 4.95%。公司主要通过下属全资子公司上海东证期货有限公司（以下简称“东证期货”）开展期货业务。2017 年，东证期货实现代理成交量 201.21 百万手，同比下降 13.57%，成交金额 12.97 万亿元。同比增长 11.89%，其中商品期货（含商品期权）11.30 万亿元，金融期货 1.67 万亿元。

公司证券金融业务包含融资融券、股票质押式回购和约定回购业务，截至 2017 年末，证券金融业务余额总规模为 460.17 亿元，较年初增长 1.78%。融资融券业务方面，在股市结构性分化行情下，截至 2017 年末市场融资融券余额为 10,262.64 亿元，

较年初增长 9.26%。公司融资融券余额为人民币 126.59 亿元，较年初增长 22.81%，市场占有率 1.23%，较上年提高 0.13 个百分点，行业排名第 20，与上年持平。截至 2017 年末，沪深两市股票质押式回购交易业务余额 15,602.08 亿元，较年初增长 27.23%。公司股票质押式回购交易业务余额为 333.40 亿元，较上年下降 4.36%，市场占有率 2.14%，较上年下降 0.66 个百分点。公司约定购回式证券交易业务规模 0.18 亿元。值得注意的是，股票质押式回购业务中，个别标的股票（如乐视）价格大幅波动，借款人回款不利，导致公司资产质量下降，带来损失，公司已对贾跃亭、贾跃民提起诉讼，法院依法轮候冻结了贾跃亭质押给公司的股票，以及部分银行账户、非上市股权、房产等，目前已获得质押标的证券的首封权。2017 年公司针对股票质押式回购计提减值损失 1.87 亿元，需关注借出资金后续回收情况。

柜台市场方面，公司已搭建场外柜台交易系统、交易撮合系统、登记结算系统、场外金融产品管理系统、做市商交易系统等 5 大核心系统，成为业内首家部署独立的柜台交易系统和做市商系统的券商。2017 年，公司柜台市场总业务规模 300.30 亿元，同比增长 37.40%；产品发行规模（含认购与申购）共 257.98 亿元，同比增长 37.52%。

总体来看，随着营业部数量的增长，2017 年公司经纪业务市场份额及交易规模均有所上升，但在市场竞争激烈、交易活跃度不高的背景下，代理买卖业务手续费及佣金收入有所下滑。同时随着公司经纪业务向财富管理转型，经纪业务与其他业务的协同作用越来越突出，营业部的增加为公司提供了更多的储备客户。证券金融业务整体发展较好，收入规模有所提升，但其中的股票质押业务风险有所暴露，需关注乐视股票质押等案件后续处置情况。

2017 年 A 股 IPO 融资规模继续保持高速增长，再融资市场大幅萎缩；受金融去杠杆以及金融强监管持续影响，债券扩容减缓。公司股票和债券承销规模进一步增长，收入规模略有下降。

2017 年以来，A 股市场 IPO 审核与发行提速，

IPO 市场大幅扩容，但受再融资和减持新规影响，再融资市场规模大幅萎缩。根据东方财富统计，2017 年，沪深两市股权融资金额共计 15,050 亿元，同比下降 21.23%。具体来看，A 股 IPO 发行数量和募集金额分别达 421 家和 2,186.10 亿元，同比分别增长 69.76% 和 33.82%；沪深两市再融资发行数量和再融资金额分别为 549 家和 12,863.64 亿元，分别同比下降 32.47% 和 26.38%。2017 年，受资金面紧张影响，债券市场扩容放缓，但资产证券化产品依然保持快速增长。2017 年新发行债券规模为 40.8 万亿元，较 2016 年增加约 11%。地方政府债发行量大幅回落，由 2016 年的 6 万亿元缩减至 4.36 万亿元；信用债发行量的收缩趋势也较为明显，全年共发行 7.26 万亿元，较 2016 年缩减近 25%。

公司主要通过持股 66.67% 的子公司东方花旗证券有限公司（以下简称“东方花旗”）及固定收益业务总部从事投资银行业务。2017 年，投资银行业务实现营业收入 15.20 亿元，同比下降 2.49%，占营业收入比为 14.14%。

股票承销与保荐方面，在 IPO 提速大背景下，公司 IPO 业务发行量继续增长；在再融资市场萎缩的情况下，公司再融资业务规模依然增长，但发行次数明显下降。公司全年完成股权融资项目 16 个，主承销金额为 234.67 亿元，较上年同期增长 25.00%。其中，IPO 主承销项目 9 单，较上年增加 2 单，主承销金额人民币 39.91 亿元，同比大幅增加 69.93%；再融资主承销项目 7 单，较上年减少 8 单，主承销金额人民币 194.75 亿元，同比增加 18.58%。

表 3：2016~2017 年公司股权承销业务情况

项目	2016 年		2017 年	
	主承销金额 (亿元)	发行 数量	主承销金额 (亿元)	发行 数量
首次公开发行	23.49	7	39.91	9
再融资发行	164.24	15	194.75	7
合计	187.72	22	234.67	16

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债券承销方面，公司保持较强的竞争力。2017 年公司完成公司债券、企业债券、金融债、资产支持证券和非金融企业债务融资工具主承销项目合计 102 单，较上年增加 35 单；主承销金额人民币

957.11 亿元，同比增加 6.60%，金融债和非金融企业债务融资工具承销金额和数量均有大幅提升，资产支持证券业务量和金额呈现明显的萎缩。2017 年，子公司东方花旗债券承销次数位于行业第 19 名，在合资券商中位列第一。

表 4：2016~2017 年公司债权承销业务情况

项目	2016		2017	
	主承销金额 (亿元)	发行 次数	主承销金额 (亿元)	发行 次数
公司债券	348.60	27	302.80	28
企业债券	189.20	15	157.65	19
金融债	121.30	2	266.24	28
资产支持证券	200.82	14	116.12	8
非金融企业债务 融资工具	37.97	9	114.30	19
合计	897.89	67	957.11	102

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务顾问业务方面，东方花旗连续三年获得上市公司并购重组财务顾问业务 A 类评价。2017 年，东方花旗完成并购重组项目 6 家，较上年减少 5 家，交易金额 192.28 亿元，较上年减少 48.31%。其中，担任独立财务顾问的上市公司重大资产重组项目 3 家（按通过中国证监会并购重组委家数统计），较上年减少 4 家。新三板业务方面，东方花旗全年完成推荐挂牌项目 9 家，较上年减少 12 家，挂牌股数 9.40 亿股，完成挂牌企业的 19 次股票定向发行，较上年减少 11 次，累计金额 20.07 亿元。

总体来看，公司股票和债券承销规模进一步增长，但收入规模略有下降。东方花旗投行业务竞争力较强，业务规模处于行业前列。

2017 年，在我国股市震荡波动、债市整体走势较弱的市场环境下，行业自营业务收入逆势增长。证券销售及交易业务依托公司投资风格，获得较好收益，收入大幅增长；新三板作市业务有所萎缩。

2017 年，股票市场呈现结构化行情而债券市场受市场利率上升影响整体较为低迷。2017 年上证综指上涨 6.56%，上证 50 上涨 25.08%，创业板下跌 10.67%；中债总全价指数下跌 4.26%。2017 年券商自营业务收入 860.98 亿元，较上年增长 51%。

公司的证券销售及交易业务以自有资金开展，

包括自营交易（权益类交易、固定收益类自营交易、衍生品交易）、新三板做市、创新投资及证券研究服务。2017 年，证券销售及交易业务实现营业收入 39.72 亿元，同比增长 294.81%，占比由 13.88% 上升至 36.96%。自营交易方面，公司主要投资于股票、债券、基金和资产管理计划以及财富管理产品。公司通过对市场的深入分析，适时调整规模和权益类与债券类投资的比例。2017 年，公司进一步加大对债券的投资，截至 2017 年末公司自营总规模较上年增加 35.09%，其中债券投资余额占比为 75.51%；股票投资余额占比为 15.89%；基金投资余额占比为 5.57%，投资结构与上年基本一致。

表 5：2016~2017 年公司自营交易余额情况

单位：亿元、%

	2016 年		2017 年		同比变动
	余额	占比	余额	占比	
股票	79.14	14.26	119.12	15.89	50.51
基金	27.43	4.94	41.74	5.57	52.13
债券	405.30	73.05	565.94	75.51	39.64
其他	42.95	7.74	22.73	3.03	-47.07
总计	554.82	100.00	749.52	100.00	35.09

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司权益类自营业务秉承价值投资理念，公司秉承追求绝对收益的目标，贯彻价值投资、主动管理风险的投资文化，继续扎根 A 股市场深入开展传统行业和个股研究。2017 年增加了优质白马股和港股的配置比例，整体投资组合的净值增长率在 50 亿规模以上股票型基金产品中相对收益排名位于前 10%。股票交易余额由 79.14 亿元增长至 119.12 亿元，基金交易余额由 27.43 亿元增长至 41.74 亿元。同时公司开拓国际化投资业务，进行全球资产配置，分享市场红利。

固定收益类自营业务方面，公司调整投资策略，通过套利和量化方法来提高投资的安全性，同时降低了信用债持仓比例，降低信用风险。2017 年公司在银行间市场完成现券交割量 3.63 万亿元，同比增长 5.66%，债券交割总量 5.30 万亿元，同比增长 13.01%，在券商中排名前列。

同时，公司积极丰富收入来源。公司衍生品交易业务从传统的 alpha 策略投资向期权、国债期货、商品期货多品种的场内交易以及场外衍生品销售

与交易转型。以场外衍生品业务为代表的销售交易业务成为公司衍生业务的主要收入来源，同时大宗交易、场外个股期权等业务使得收益逐步多元化。

新三板做市方面，2017 年，新三板做市指数累计下跌了 10.65%。公司对存量作市股票围绕“去库存、调结构、建设核心投研能力”优化股票投资组合；对增量股票更加精细挑选，注重企业成长潜力、行业空间、估值安全边际等因素。截至 2017 年末，公司投资新三板挂牌公司 155 家，较上年减少 30 家，其中 101 家进入创新层，持仓市值占公司持仓总市值 70.9%。公司为 84 家新三板企业提供做市服务，较上年减少 56 家，做市业务余额 33.64 亿元。

在另类投资领域，公司通过全资子公司上海东方证券创新投资有限公司（以下简称“东证创投”）开展业务。2017 年，东证创投推进不良资产包收购与处置业务。截至 2017 年末，东证创投存续项目 76 个，较年初增加 2 个，累计投资规模 28.86 亿元，与去年持平。

证券研究方面，公司努力提升市场占有率水平和增加客户覆盖，并积极开拓非公募客户。2017 年研究所实现佣金收入 2.74 亿元，市场占有率 2.81%。

总的来看，2017 年，公司依托自身投资风格，获得了较好的投资回报。新三板做市业务有所萎缩，但仍保持行业领先地位；另类投资和证券研究发展良好。

资管新规出台，通道业务规模压缩，主动管理能力重要性凸显，行业受托管理资金本金规模首度下降。公司坚持主动管理路线，管理规模大幅增长；基金管理业务整体平稳发展，业绩居行业前列，同期公司私募股权管理规模上升。

资产管理业务方面，2017 年，券商资产管理产品仍以定向资产管理计划为主。近期，监管机构强调不得从事让渡管理责任的通道业务，2017 年 11 月，一行三会共同参与制定《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称“资管新规”），提出消除多层嵌套、强化资本约束和风险准备金计提等要求。在资管新规影响下，券商资管业务的主动管理能力将成为重要的竞争

力来源。截至 2017 年末，证券公司受托管理资金本金规模 17.26 万亿元，较 2016 年末减少 0.56 万亿元，规模首次下降。

公司主要通过全资子公司东证资管开展资产管理业务。东证资管一直注重主动管理能力，其产品以主动管理产品为主，与监管提倡的回归本源相契合，因此在资管行业转型过程中，将处于更为有利地位。2017 年，东证资管主动管理权益类产品的平均年化回报率为 56.25%，同期沪深 300 指数回报率为 21.78%。

截至 2017 年末，东证资管集合资管计划和券商公募基金管理规模大幅增长，受托资产管理规模 2,143.92 亿元，同比增长 39.12%。其中主动管理资产规模 2,101.46 亿元，在受托资产管理规模中的占比高达 98.02%，较 2016 年的 92.66% 进一步提升。东证资管受托资产管理业务净收入行业排名第一位。

表6：2016~2017年公司资产管理业务规模

单位：亿元

业务	2016	2017
集合资产管理业务	292.02	515.44
定向资产管理业务	779.10	754.60
专项资产管理业务	107.23	120.54
券商公募基金	362.73	753.33
合计	1,541.08	2,143.92

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表7：2016~2017年公司资产管理分类规模

单位：亿元、%

	2016		2017	
	管理规模	占比	管理规模	占比
主动管理产品	1,427.99	92.66	2,101.46	98.02
非主动管理产品	113.10	7.34	42.46	1.98
合计	1,541.08	100.00	2,143.91	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

基金管理业务方面，公司主要通过联营企业汇添富基金开展。汇添富基金旗下股票类基金主动投资管理收益率最近五年、最近三年分别高达 184.98%、89.86%，均位居前 10 大基金公司首位；客户数从 4,000 多万增加至 6,000 多万户。截至 2017 年末，汇添富基金公募基金规模 3,225 亿元，较年初增长 17.59%，专户及社保规模近 2,000 亿元，较年初增长 33.78%。

公司主要通过全资子公司上海东方证券资本投资有限公司（以下简称“东证资本”）从事私募股权投资管理业务。2017 年，东证资本及其管理的基金资产管理规模 243.43 亿元，同比增长 8.53%；累计投资项目 96 个，较去年增加 30 个，累计投资金额为 110.01 亿元和 10.79 亿美元。

总体来看，2017 年公司资产管理业务保持较好增长。资管子公司东证资管实力雄厚，以主动管理为主的风格与资管行业政策导向相契合，转型压力较同行业小。下属子公司、联营公司东方花旗和汇添富基金在各自领域品牌实力强劲。

财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2015 年和 2016 年度审计报告，以及德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）出具的标准无保留意见的 2017 年审计报告。本报告中对净资产、净资本、净资本/负债等风险控制指标的描述和分析均采用母公司口径数据。

资产质量

2017 年证券市场交投低迷，公司客户存款规模进一步下滑；2017 年 12 月，公司完成了非公开 A 股的发行，有效补充资本实力，资产规模继续增长。截至 2017 年末，公司资产总额 2,318.60 亿元，同比上升 9.16%。剔除代理买卖证券款后，公司总资产为 2,033.76 亿元，同比上升 15.44%。同时，得益于非公开发行 A 股和留存收益的积累，公司所有者权益亦实现大幅度增长，截至 2017 年末为 535.01 亿元，较上年增加 30.69%。

从公司资产流动性来看，2017 年证券市场整体投资交易低迷，公司持有客户资金存款有所减少，由于非公开发行 A 股，自有现金及现金等价物规模有所回升，同期其持有金融资产持续增长，整体资产流动性保持较好水平。截至 2017 年末，公司自有资金及现金等价物余额为 227.75 亿元，较上年增长 26.49%，仍然保持较高的流动性。从公司所持有金融资产的结构来看，在坚持以债券为最主要配置产品的基础上，股票及债券配置规模均有所增加，截至 2017 年末，公司金融资产总额 1,203.74 亿元，

较上年增加 19.42%，其中债券投资余额占比为 67.54%，较上年增长 5.95 个百分点。

表8：2015~2017年末公司金融资产余额明细

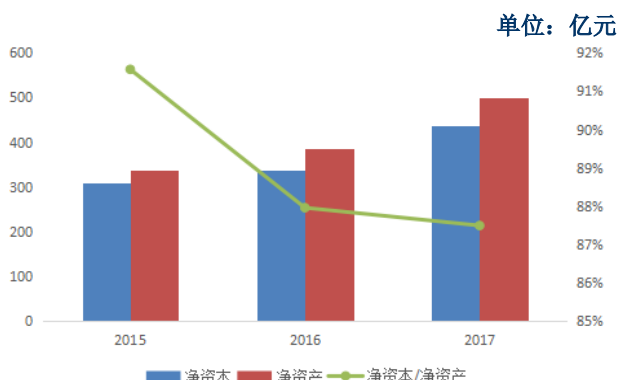
单位：亿元

科目	分类	2015	2016	2017
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	股票投资	76.29	62.30	134.14
	债券投资	76.18	78.90	257.91
	基金投资	162.25	62.45	66.18
	其他	3.99	29.63	22.06
	小计	318.71	233.29	480.29
可供出售金融资产	股票投资	60.67	57.09	11.03
	债券投资	345.69	540.40	553.97
	基金投资	14.16	15.52	18.72
	其他投资	178.25	159.61	138.62
	小计	598.77	772.62	722.34
持有至到期投资	债券投资	12.14	2.12	1.11
	小计	12.14	2.12	1.11
合计		929.62	1,008.94	1,203.74

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

凭借较为有效的资本补充渠道，公司近年来净资产（母公司口径，下同）规模持续增长，截至 2017 年末，母公司净资产为 499.85 亿元，较上年增长 29.73%，净资本（母公司口径，下同）为 437.32 亿元，较上年增长 29.04%，近三年净资本/净资产的比率分别为 91.57%、87.96%和 87.49%，远高于 20%的监管标准。

图 5：2015~2017 年末公司净资产和净资本变化情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，从公司各项风险控制指标看，公司以净资本和流动性为核心的各项风险指标均远高于证监会制定的监管标准。其中，公司资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率分别为 18.89%、247.63%、147.55%，满足监管要求，进一步反映出

公司较高的资产质量和安全性。

表9：2015~2017年末公司各风险控制指标情况

指标名称	标准	2015	2016	2017
净资本（亿元）	-	310.19	338.90	437.32
净资产（亿元）	-	338.75	385.31	499.85
风险覆盖率（%）	≥ 100	228.2	221.73	290.25
资本杠杆率（%）	≥ 8	15.54	16.06	18.89
流动性覆盖率（%）	≥ 100	179.62	190.68	247.63
净稳定资金率（%）	≥ 100	141.34	112.44	147.55
净资本/净资产（%）	≥ 20	91.57	87.96	87.49
净资本/负债（%）	≥ 8	25.89	27.62	32.90
净资产/负债（%）	≥ 10	28.28	31.40	37.60
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）	≤ 100	60.23	51.26	39.97
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	≤ 500	206.59	204.45	189.18

注：公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

目前公司各项风险控制指标均处于合理水平，公司主要通过债务满足融资需求，负债水平偏高。2017 年公司非公开发行 A 股后，其自有资本实力有所提升，截至 2017 年末，公司剔除代理买卖证券款（含代理买卖证券款、代理承销证券款和信用交易代理买卖证券款）后资产负债率为 73.69%，较上年下降 3.07 个百分点。

表 10：2017 年末公司与同行业主要上市公司风险控制指标比较

指标名称	国泰君安	海通证券	广发证券	招商证券	光大证券	东方证券	兴业证券
净资本（亿元）	963.65	752.92	636.65	541.81	326.84	437.32	345.16
净资产（亿元）	1,117.57	1,068.59	759.80	751.77	484.22	499.85	308.94
风险覆盖率（%）	312.79	249.31	248.78	300.01	267.89	290.25	206.30
净资本/净资产（%）	86.23	70.46	83.79	72.07	67.50	87.49	111.72
净资本/负债（%）	63.04	50.16	38.95	38.10	37.47	32.90	42.32
净资产/负债（%）	73.11	71.20	46.48	52.87	55.52	37.60	37.88
资本杠杆率（%）	29.32	27.06	22.49	18.57	25.38	18.89	21.13
流动性覆盖率（%）	364.8	188.90	155.59	392.17	233.05	247.63	780.17
净稳定资金率（%）	137.73	135.49	134.47	132.69	140.19	147.55	140.19
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）	27.92	30.78	35.07	30.77	28.90	39.97	22.11
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	82.27	57.72	155.11	148.89	158.82	189.18	131.05

数据来源：各公司年度报告，中诚信证评整理

盈利能力

2017 年，得益于资产管理业务和证券销售及交易业务的大幅增长，公司全年实现营业收入 105.32 亿元，同比增长 52.30%；实现净利润 36.03 亿元，同比增长 48.48%。

表 11：2015~2017 年公司营业收入情况

单位：亿元

	2015	2016	2017
手续费及佣金净收入	58.30	41.94	50.06
其中：经纪业务	34.65	16.38	14.72
投资银行业务	8.95	13.64	13.23
资产管理业务	13.96	8.87	19.77
利息净收入	-2.59	-8.47	-20.10
投资收益	95.07	35.75	55.28
公允价值变动收益	2.71	-4.02	16.87
汇兑净收益	0.70	2.91	-1.30
其他业务收入	0.16	0.26	4.50
营业收入合计	154.35	68.76	105.32

注：其他业务收入包含资产处置收益

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业收入的构成来看，手续费及佣金收入以及投资收益是公司的主要收入来源。2017 年公司实现手续费及佣金净收入 50.06 亿元，同比增长 19.38%；在营业收入中的占比为 47.54%，较上年下降 13.45 个百分点。从手续费及佣金收入的构成来看，资产管理业务收入超越经纪业务成为第一大手续费及佣金来源，而经纪业务手续费及佣金业务在 16 年的大幅下滑后，继续减速下降。2017 年，公司实现经纪业务手续费净收入 14.72 亿元，同比

减少 10.17%，在营业收入中的占比由 2016 年的 23.82%降至 13.97%。

投资银行业务方面，2017 年公司实现投资银行业务手续费及佣金净收入 13.23 亿元，同比小幅下降 3.04%；在营业收入中占比为 12.56%，较上年下降 7.28 个百分点。

资产管理业务方面，2017 年公司主动管理规模大幅增长，在结构性行情中取得较好收益。公司全年实现资产管理业务手续费净收入 19.77 亿元，较上年大幅增长 123.00%；在营业收入中占比 18.77%，较上年提高 5.78 个百分点。

利息净收入方面，2017 年受客户资金存款及股票质押回购利息收入减少，同时融资规模增加导致利息支出上升，利息净收入大幅下降。2017 年公司实现利息净收入-20.10 亿元，同比下降 137.44%。

投资收益方面，2017 年公司抓住结构性行情下，自营业务收入大幅提升，对公司收入的贡献度超越手续费及佣金收入，成为公司第一大收入来源。公司全年实现投资净收益（含公允价值变动损益）72.15 亿元，同比增加 127.39%；在营业收入中的占比为 68.51%，较上年上升 22.37 个百分点。

在营业支出方面，由于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，人力成本在公司营业支出中占比相对较高，2017 年职工薪酬较上年增长 49.53%，当期业务及管理费用率为 52.25%，较上年下降 2.81 个百分点，业务及管理费用率偏高。

表 12：2017 年公司与同行业主要上市公司盈利能力指标比较

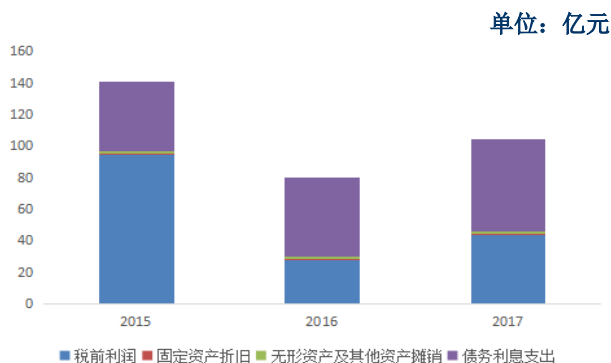
指标名称	中信证券	国泰君安	广发证券	招商证券	东方证券	光大证券	兴业证券
营业收入（亿元）	432.92	238.04	215.76	133.53	105.32	98.38	88.19
业务及管理费（亿元）	169.93	92.64	94.61	61.12	55.03	52.34	52.49
净利润（亿元）	119.77	104.83	90.83	58.05	36.03	31.27	26.35
业务及管理费用率（%）	39.25	38.92	43.85	45.77	52.25	53.20	59.52

数据来源：各公司年度报告，中诚信证评整理

资产减值方面，公司 2017 年计提资产减值损失 4.34 亿元，同比增长 50.62%，其中针对股票质押式回购业务计提 1.87 亿元并导致资产减值损失金额增加。

EBITDA 获取能力方面，公司 EBITDA 主要来自于税前利润和利息支出。伴随营业收入及利润规模的回升，2017 年公司实现 EBITDA 104.33 亿元，同比增长 30.18%，获现能力有所恢复。

图 6：2015~2017 年公司 EBITDA 构成情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2017 年投资收益和资产管理业务的反弹带动了营业收入及净利润的大幅增长，公司投行业务收入相对稳定，经纪业务收入在佣金率竞争及交易活跃度持续走低下继续缓慢下降，其收入结构有所变化。同时我们也将持续关注证券市场走势对公司盈利的影响以及投资收益增长的可持续性。

偿债能力

2017 年为了支持自营投资规模的增长，公司一方面加大债务规模，另一方面通过非公开发行 A 股扩充资本实力。截至 2017 年末，公司总债务为 1,428.28 亿元，较上年末增长 10.01%。

从经营性现金流看，2017 年受公司加大对金融资产的投资影响，经营性现金流净流出进一步扩大。2017 年经营性现金净流量为-145.61 亿元。

从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2017 年公司债务继续增长，同时 EBITDA 获现能

力有所增强，EBITDA 对债务本息的覆盖程度提升。2017 年公司 EBITDA 利息倍数为 1.78 倍，较上年上升 0.19 倍；总债务/EBITDA 为 13.69 倍，较上年下降 2.51 倍。

表 13：2015~2017 年公司偿债能力指标

单位：亿元、%

指标	2015	2016	2017
总债务	1,223.55	1,298.37	1,428.28
资产负债率	78.52	76.76	73.69
经营活动净现金流	-137.55	-47.17	-145.61
EBITDA	140.88	80.14	104.33
EBITDA 利息倍数 (X)	3.18	1.59	1.78
总债务/EBITDA (X)	8.69	16.20	13.69

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

授信方面，公司与国内主要银行保持着长期合作伙伴关系。2017 年末，公司共获得 107 家银行的授信，额度合计 4,038 亿元，较上年末增加 1,053.35 亿元授信，备用流动性充足。

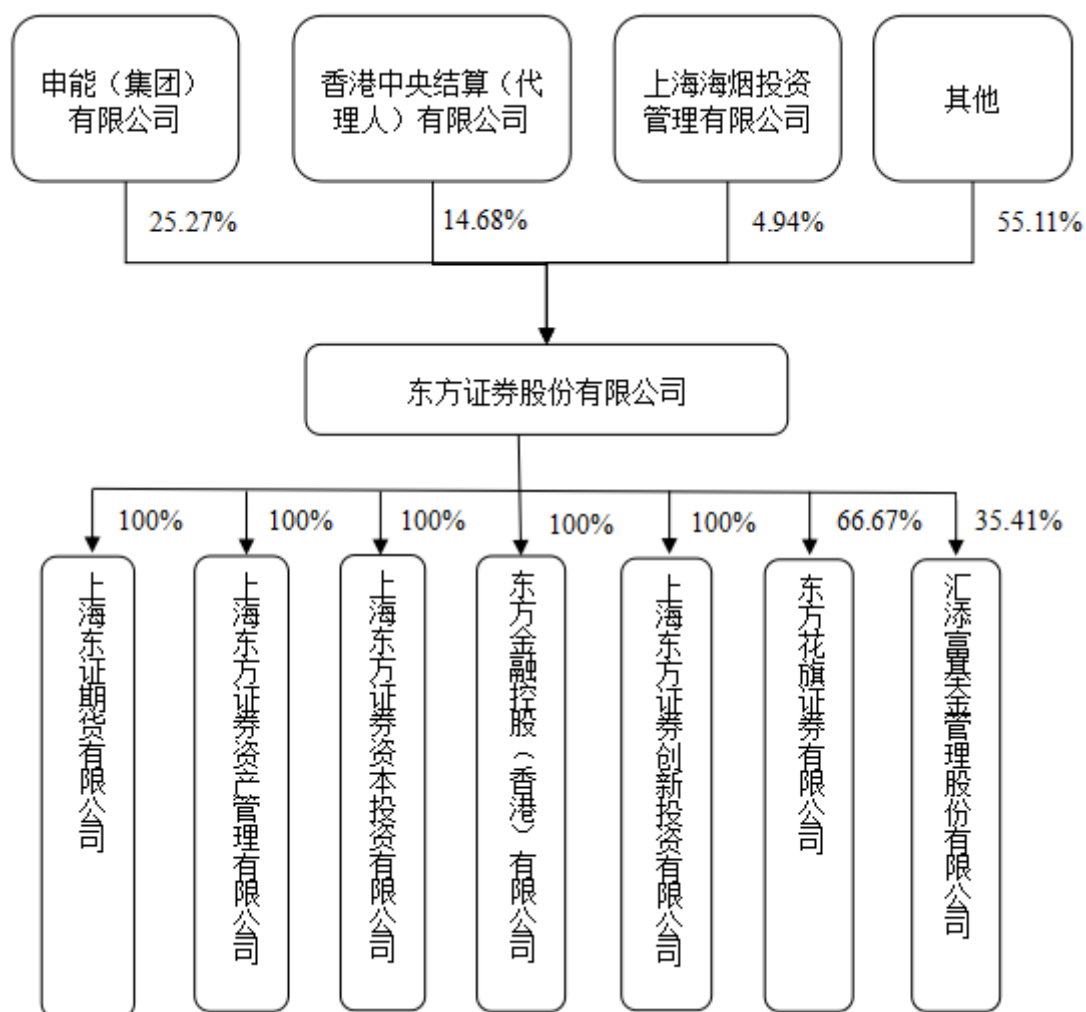
或有事项方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司没有对外担保。公司股票质押业务涉及若干诉讼事项，公司均为起诉方，涉诉标的股票包含 ST 大控、皇氏集团、乐视网和盈方微，主要案件涉案金额总计 19.29 亿元。

总体来看，2017 年公司资产剔除代理买卖证券款的资产总额大幅上升，同期自有资本实力显著增强，财务杠杆率稳中稍降，整体资产质量较好，资产安全性高。受 2017 年投资收益及资产管理业务收入均大幅提升，公司当期业绩大幅改善，盈利能力增强。就各项业务开展规模及负债规模而言，目前公司资本充足水平高，综合实力和抗风险能力极强。

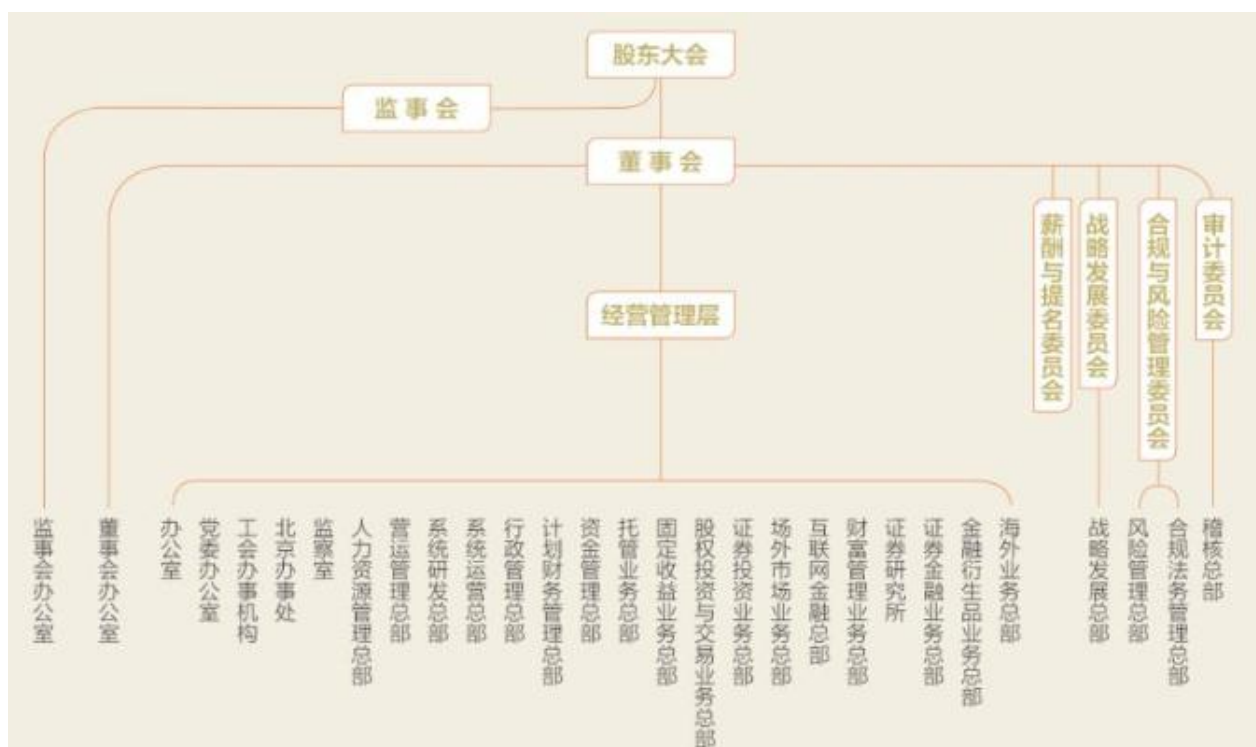
结 论

综上，中诚信证评维持东方证券主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，维持“东方证券股份有限公司公开发行 2015 年公司债券”信用等级为 AAA。

附一：东方证券股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：东方证券股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附三：东方证券股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：亿元）	2015	2016	2017
自有资金及现金等价物	184.41	180.05	227.75
交易性金融资产	318.71	233.29	480.29
可供出售金融资产	598.77	772.62	722.34
衍生金融资产	0.77	0.71	1.69
持有至到期金融资产	12.14	2.12	1.11
长期股权投资	19.09	35.15	40.06
固定资产（含在建工程）	16.44	17.82	19.62
总资产	2,078.98	2,124.11	2,318.60
代理买卖证券款（含信用交易代理买卖证券款和代理承销证券款）	431.93	356.52	284.84
总债务	1,223.55	1,298.37	1,428.28
所有者权益	353.76	409.38	535.01
净资本	310.19	338.90	437.32
营业收入	154.35	68.77	105.32
手续费及佣金净收入	58.30	41.94	50.06
证券经纪业务净收入	34.65	16.38	14.72
证券承销业务净收入	8.95	14.88	13.23
资产管理业务净收入	13.96	8.93	19.77
利息净收入（支出）	-2.59	-8.47	-20.10
投资收益	95.07	36.14	55.28
公允价值变动收益（亏损）	2.71	-4.02	16.87
业务及管理费用	52.22	37.86	55.03
营业利润	93.94	26.03	41.05
净利润	73.74	24.27	36.03
EBITDA	140.88	80.14	104.33
经营性现金流量净额	-137.55	-47.17	-145.61
财务指标	2015	2016	2017
资产负债率（%）	78.52	76.76	73.69
风险覆盖率（%）	228.20	221.73	290.25
资本杠杆率（%）	15.54	16.06	18.89
流动性覆盖率（%）	179.62	190.68	247.63
净稳定资金率（%）	141.34	112.44	147.55
净资本/净资产（%）（注）	91.57	87.96	87.49
净资本/负债（%）（注）	25.89	27.62	32.90
净资产/负债（%）（注）	28.28	31.40	37.60
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）（注）	60.23	51.26	39.97
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）（注）	206.59	204.45	189.18
业务及管理费用率（%）	33.84	55.06	52.25
摊薄的净资产收益率（%）	20.95	5.72	6.71
净资本收益率（%）（注）	21.98	4.48	5.59
EBITDA 利息倍数（X）	3.18	1.59	1.78
总债务/EBITDA（X）	8.69	16.20	13.69
净资本/总债务（X）	0.25	0.26	0.31
经营性现金净流量/总债务（X）	-0.11	-0.04	-0.10

注：1、风险监管指标和净资本收益率为母公司报表口径；

2、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款、信用交易代理买卖证券款和代理承销证券款。

附四：基本财务指标的计算公式

自有资金及现金等价物=货币资金-客户资金存款+结算备付金-客户备付金

资产负债率=（负债合计-代理买卖证券款）/（总资产-代理买卖证券款）

净资产负债率=（负债合计-代理买卖证券款）/所有者权益（含少数股东权益）

EBIT（息税前盈余）=利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

业务及管理费用率=业务及管理费/营业收入

摊薄的净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/归属于母公司的所有者权益

净资本收益率（母公司口径）=净利润/净资本

总债务=期末短期借款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付债券+期末应付短期融资款+长期借款

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。