

# 信用等级公告

联合[2018]733号

国开证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟公开发行的 2018 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

**国开证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**国开证券股份有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 国开证券股份有限公司面向合格投资者 公开发行 2018 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次债券规模：25.00 亿元，分期发行，首次发行规模不低于 15.00 亿元（含）

本次债券期限：不超过 3 年（含），可以为单一年限品种，也可以为多种期限的混合品种

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2018 年 6 月 1 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	456.54	431.13	435.19
自有资产（亿元）	436.00	412.70	424.66
可快速变现资产（亿元）	332.99	299.49	294.29
所有者权益（亿元）	105.08	147.31	153.87
自有负债（亿元）	330.92	265.39	270.79
自有资产负债率（%）	75.90	64.31	63.77
营业收入（亿元）	20.07	17.66	17.34
净利润（亿元）	9.81	7.51	8.28
营业利润率（%）	64.28	55.38	63.85
平均净资产收益率（%）	9.91	5.95	5.50
净资本（亿元）	100.22	191.74	198.09
风险覆盖率（%）	177.00	252.43	288.35
资本杠杆率（%）	30.38	39.86	35.60
短期债务（亿元）	270.62	145.39	158.37
全部债务（亿元）	270.62	209.38	253.35
EBITDA（亿元）	24.18	22.14	21.99
EBITDA 利息倍数（倍）	2.28	1.88	2.11
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.11	0.09
EBITDA/本次债券（倍）	0.97	0.89	0.88

注：1、本报告中涉及净资本、净资产指标均为母公司口径，且 2015 年数据按 2016 年证监会新修订的《证券公司风险控制指标管理办法》进行了追溯。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

## 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国开证券股份有限公司（以下简称“公司”或“国开证券”）的评级反映了公司控股股东国家开发银行（以下简称“国开行”）具有雄厚实力和丰富资源，能够对公司发展提供有力支持。公司作为全国性综合类证券公司之一，各项业务牌照齐全，经营规模处于行业中上游水平，具有较强综合实力；随着公司持续推动业务转型，公司各项业务实现较好发展，业务结构持续优化，公司债券承销业务和固定收益类证券投资保持较好的竞争优势，资管业务和信用业务增长较快，多元化经营格局持续完善。2016 年 12 月公司引入两家战略投资者，共增资 36.58 亿元；2017 年完成股份制改造，资本实力进一步提升，资本充足性好。

联合评级也关注到，公司主营业务易受经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响；公司短期债务占比较大，需加强流动性管理。

未来随着资本市场的持续发展和公司战略的稳步推进，公司收入结构有望进一步优化；同时，随着国开行在业务资源上持续给予支持，以及公司与新股东的战略合作，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

## 优势

1. 公司是全国性综合类证券公司，多元化业务格局逐步完善，经营规模处于行业中上游水平，债券承销业务和固定收益类证券

投资保持较好的竞争优势，公司整体具有较强的综合实力。

2. 公司控股股东国开行是大型金融央企，实力雄厚，业务资源丰富，对公司支持力度较强；同时，2016年12月引入两家实力较强的战略投资者，与两家战略投资者的战略合作有望扩展公司业务规模和盈利水平。

3. 近年来，公司各项业务快速发展，多元化业务格局进一步完善；同时，公司经纪业务占比很小、以固定收益业务为主的业务结构抗市场波动风险能力相对同业较强，2016年以来收入和利润规模下降幅度明显低于行业平均水平。

4. 公司资产变现能力较强、流动性较好，负债杠杆水平适中，融资渠道畅通，偿债能力极强；经过2016年增资和2017年改制后，公司资本实力进一步提升。

#### 关注

1. 公司主要业务易受经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素的影响，可能导致公司未来收入仍具有波动性。

2. 由于行业业务特点导致公司短期债务占比较大，需对公司流动性管理保持关注。

3. 近年来公司业务规模较快扩张，创新业务不断开展，对公司内在风险管理、内控合规管理水平提出了更高要求。

#### 分析师

张 祎

电话：010-8517 2818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

贾一晗

电话：010-8517 2818

邮箱：jiayh@unitedratings.com.cn

传真：010-8517 1273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
PICC大厦1201室（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

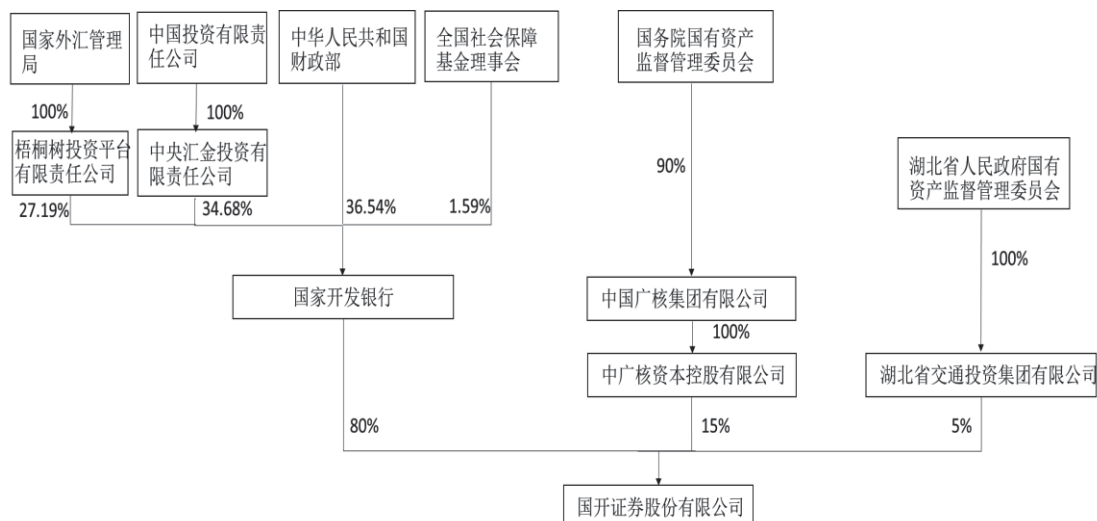


联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

国开证券股份有限公司（以下简称“公司”或“国开证券”）的前身是成立于 2003 年的航空证券有限责任公司，初始注册资本 5.20 亿元；2010 年，国家开发银行（以下简称“国开行”）在全额收购航空证券有限责任公司的基础上通过增资、更名设立了国开证券有限责任公司。经股东多次增资后，2016 年 12 月，公司引入两家战略投资者，中广核资本控股有限公司（简称“中广核资本”）和湖北省交通投资集团有限公司（简称“湖北交投”）通过现金增资共计 36.58 亿元，其中增加实收资本 18.43 亿元、增加资本公积 18.15 亿元，增资后公司注册资本为 92.13 亿元。2017 年 8 月，公司整体变更为股份制公司并更为现名，以 2016 年末的净资产为基础折合股本 95.00 亿股（均为普通股），改制前后各股东持股比例不变。截至 2017 年末，公司注册资本 95.00 亿元，其中国开行持股 80.00%、中广核资本持股 15.00%、湖北交投持股 5.00%，国开行是公司的控股股东。

图1 截至2017年末公司股权结构



资料来源：公司提供。

公司主要经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券的自营；证券资产管理；融资融券业务；证券投资基金销售；代销金融产品。

截至 2017 年末，公司设有信用交易部、资产管理部、经纪业务部、销售交易部、投资银行部等 22 个业务和职能部门；公司总部设于北京，并在全国 20 个省/直辖市设立了 20 家分公司，覆盖华北、东北、西北、东南、西南等地的大部分省市，在北京、上海、深圳、天津、河北 5 省/市共设立了 8 家证券营业部；公司拥有 1 家控股子公司国开泰富基金管理有限责任公司（以下简称“国开泰富”）；公司合并口径员工人数合计为 711 人。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 435.19 亿元，其中客户资金存款 7.12 亿元，客户备付金 4.23 亿元；负债总额 281.32 亿元，其中代理买卖证券款 10.53 亿元；所有者权益合计 153.87 亿元（含少数股东权益 1.12 亿元）；母公司口径净资产 198.09 亿元。2017 年，公司实现营业收入 17.34 亿元，净利润 8.28 亿元，其中归属于母公司的净利润 8.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.24 亿元，现金及现金等价物净增加额-15.21 亿元。

公司注册地址：北京市西城区阜成门外大街 29 号 1-9 层；法定代表人：张宝荣。

## 二、本次债券概况

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“国开证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券”，发行规模为 25.00 亿元，采用分期发行的方式，首次发行规模不低于 15.00 亿元（含）；本次债券期限不超过 3 年（含），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种；本次公司债券票面金额为 100 元，按面值平价发行；本次债券为固定利率，具体票面利率由发行人和簿记管理人参照市场利率与合格投资者协商确定，采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次债券的募集资金扣发行费用后不超过 20.00 亿元资金用于置换公司债券，剩余资金用于补充公司营运资金等。

## 三、行业分析

### 1. 证券行业概况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。我国证券市场经过逾 20 年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。

#### （1）证券市场发展概况

##### 证券市场的规模不断扩大，市场活跃度不断提升

股票市场方面，根据交易所公布的数据，截至 2017 年末，上交所和深交所上市的公司合计 3,485 家，股票市场总市值为 63.18 万亿元，较 2016 年末增加 13.33%，平均市盈率为 19.51 倍，较 2016 年减少 1.90 个倍数；2017 年全部 A 股成交额为 111.76 万亿元，日均成交额为 0.46 万亿元，同比减少均为 11.66%。融资融券业务规模较 2016 年有所增加。截至 2017 年末，市场融资融券余额为 1.03 万亿元，其中融资余额占比为 99.56%，融券余额占比为 0.44%。股票一级市场发行方面，2017 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.54 万亿元，同比减少 24.42%，共完成 IPO 为 438 家、增发 540 家、配股 7 家、优先股 1 家。

债券市场方面，根据 Wind 资讯统计数据，截至 2017 年末，债券余额为 74.69 万亿元，较 2016 年末增加 16.25%。债券发行方面，2017 年国内共发行各类债券 3.73 万只，发行额达 40.80 万亿元。2017 年国内债券交易总金额为 1,052.59 万亿元，其中，现券交易成交金额为 99.26 万亿元，回购交易成交金额为 874.39 万亿元，同业拆借 78.93 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2017 年全国期货市场累计成交额为 187.90 万亿元，同比下降 3.95%；其中，中国金融期货交易所的交易金额为 24.59 万亿元，占全国市场份额 13.09%，同比增长 34.98%。

##### 多层次资本市场已初步建立并不断完善

中小板和创业板分别于 2004 年和 2009 年设立；新三板自 2012 年开始启动扩容并于 2013

年扩大至全国。截至 2017 年末，挂牌企业数量达 11,630 家，较 2016 年末增加 14.43%；区域性股权交易市场建设也在持续推进中。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（以下简称“建议”）也对构建多层次资本市场提出了新的要求，《建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”、“支持战略性新兴产业发展”等要求。未来对构建多层次资本市场可以预期的方向包括区域股权市场和新三板市场合作对接机制的设立、新三板分层制度的完善、转板制度的出台、上交所战略新兴板的建立、区域股权市场创新（如科创板的完善）等。

### 金融创新产品和服务不断推出

在证券市场持续发展和监管政策推动下，金融创新产品和服务不断推出。在债券市场方面，推出了如非公开发行公司债、中小企业可交换债、绿色债券、永续期债和熊猫债等品种，丰富了债券种类，提升了审批效率；在股票市场方面，优先股、融资融券、约定购回式证券交易、股权激励行权融资、股票质押式回购、RQFII 等相继推出，进一步丰富了投资工具；在衍生品市场方面，近年来推出了股指期货、国债期货、上证 50ETF 期权和原油期货等投资品种，为投资者提供了更加多元化的风险对冲工具。

#### （2）证券公司发展概况

近年来，随着资本市场建设力度的加大以及整体市场环境的逐步好转，证券公司的数量呈稳步增长态势，同时总资产、净资产规模逐年扩大，杠杆水平有所提高，盈利能力显著提升。一方面，证券市场整体业务规模的扩张和监管政策的推动使证券公司资本规模不断得到补充，这也在一定程度上提升了证券公司的抗风险能力；另一方面，创新类业务的发展进一步丰富了证券公司的收入来源。随着证券公司对创新类业务的重视和推进，以及自身资本规模增长带动业务杠杆效应的显现，证券公司的盈利能力得到提升，逐步形成了传统业务和创新业务相互促进的稳定格局。但从目前收入结构来看，仍以传统的经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主。

表 1 证券行业概况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
证券公司家数(家)	115	120	125	129	131
盈利家数(家)	104	119	124	124	120
盈利家数占比(%)	90.43	99.17	99.20	96.12	91.60
营业收入(亿元)	1,592.41	2,602.84	5,751.55	3,279.94	3,113.28
净利润(亿元)	440.21	965.54	2,447.63	1,234.45	1,129.95
总资产(万亿元)	2.08	4.09	6.42	5.79	6.14
净资产(万亿元)	0.75	0.92	1.45	1.64	1.85
净资本(万亿元)	0.52	0.68	1.25	1.47	1.58

数据来源：中国证券业协会

2017 年以来，证券行业在监管趋严和市场震荡性行情环境下，业绩分化有所加深，风险事件逐步得到控制。一方面，证券市场呈现结构性行情，绩优股涨幅较大，中小盘股连续下跌，指数处于震荡并小幅上升趋势。2018 年初，受美股大幅下跌拖累，证券市场有所下跌，但整体来看，受美联储加息和我国经济形势向好的双向影响，市场维持震荡性行情。从业务表现看，

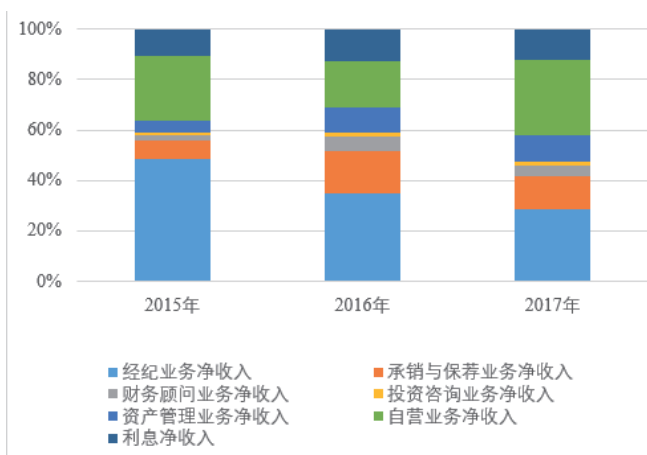
2017年证券公司收入水平延续下降趋势，业务结构同质化较为严重，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力；在市场活跃度提升和IPO发行常态化的驱动下，证券公司全年业绩降幅收窄。2017年，证券公司经纪业务和投行收入占比有一定下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升。另一方面，行业监管思路明确为依法监管、从严监管、全面监管，在投行业务、股票质押业务、再融资业务以及资产管理业务等方面相继出台政策法规，并加大违规事件的惩处力度；此外，证监会修订并发布了《证券公司分类监管规定》，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，对证券行业整体信用能力的提升是利好。未来，在监管政策和行业转型的推动下，证券公司肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥，中国资本市场的持续发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

截至2017年末，131家证券公司总资产为6.14万亿元，较2016年末增加6.04%；净资产为1.85万亿元，净资本为1.58万亿元，较2016年末分别增加12.80%和7.48%，资本实力有所提升。2017年，131家证券公司中，120家公司实现盈利，全年实现营业收入3,113.28亿元，全年实现净利润1,129.95亿元，分别同比减少5.08%和8.47%，经营业绩有所下滑。

## 2. 业务分析

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。证券经纪业务是我国证券公司最主要的业务组成部分，是收入的主要来源，证券经纪业务收入占比虽不断下降，但收入占比仍保持在28%以上。近年来，证券公司各项业务板块持续发展，但受市场行情影响较大。2015年，受益于证券整体成交量的持续增加，行业经纪业务、自营业务均实现大幅增长，2016年，整体行情较为低迷，经纪业务和自营业务收入下滑较大，但受益于债券市场的繁荣，承销与保荐业务收入增长较快。2017年以来，经纪业务和投行收入占比有一定下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小。

图2 我国证券行业业务收入结构图

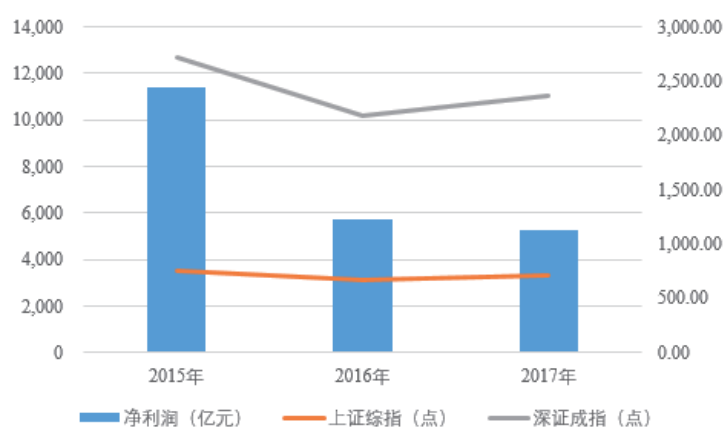


资料来源：中国证券业协会网站

由于证券公司的收益水平与证券市场交易量及市场指数正相关，2016年我国证券行业净利润随着市场指数回落而大幅下降；2017年，市场指数小幅上升，证券公司由于竞争加剧，净利润水平仍小幅下降。



图3 证券行业净利润情况图



资料来源：中国证券业协会网站

### （1）经纪业务

由于市场竞争加剧、互联网金融的兴起，经纪业务市场平均佣金率不断下滑。金融危机后，股票市场交易量持续萎缩，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降，也导致了证券公司盈利水平的大幅下滑。直到2012年11月，证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定》，意味着证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”，经纪业务迎来新的发展机遇。同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战，证券公司的经纪业务即将进入转型期，轻型营业部应运而生。2014年下半年以来，国内股票市场经历较长时间的熊市迎来牛市行情，市场交易量明显上涨，证券公司的经纪业务面临新的业务发展机遇和调整。同时，随着融资融券业务的发展以及现金管理型产品的推出，都为经纪业务带来新的增长动力。

近年来随着经纪业务竞争的加剧，经纪业务也从传统的股票交易业务，增加了财富管理的理念，开展多金融产品交叉营销，券商逐渐完成了传统经纪业务的转型。但经纪业务与股票场景气度呈强相关性，具有较大的波动性风险。2015年6月中旬股市开始持续下跌，两市市值大幅下降、成交量下滑；成交量的下降也影响了经纪业务收入。2016年，股票市场行情景气度不高，证券公司实现代理买卖证券业务净收入1,052.95亿元，仅为2015年收入的39.13%。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。

### （2）投资银行业务

目前证券公司的投资银行业务仍以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

2017年，131家证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入384.24亿元，同比下降26.11%，占全行业营业收入的13.32%，较2016年下降了3.81个百分点。一方面，2017年IPO发行常态化，IPO发行规模大幅提升，国内沪深两市累计IPO家数为438家，较2016年增加211家，首发募集资金2301.09亿元，同比增加53.81%；受再融资新规影响，增发规模有所下降，2017年增发家数为540家，较2016年减少274家，增发募集资金1.27万亿元，较2016年减少24.90%。另一方面，受到去杠杆政策和资金成本上升影响，我国债券市场步入低迷，发行规模增速放缓，2017年国内债券市场合计发行债券（含同业存单）37,289只，发行额40.79

万亿元，较 2016 年分别大幅增加 27.47% 和 12.18%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，表现出该业务集中度较高。2017 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额由 2016 年的 37.07% 提升至 46.50%，瓜分近半市场；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额由 33.60% 提升至 39.33%；可见，无论股市还是债市，大证券公司市场地位均进一步巩固。

但值得注意的是，在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司资金的流动性。同时，股票承销业务受监管审批政策的影响较大，IPO 政策的变化对承销与保荐业务具有较大影响。

### （3）自营业务

自营业务随着证券公司资金规模的扩大和监管的放松，近年来在各家券商业务中发展较快，主要包括权益类投资和固定收益类投资。2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。自营资产以固定收益投资为主，2014 及 2015 年股票市场大幅上涨，各证券公司加大了股票、基金和其它证券产品的投资比重。2016 年以来，随着股票市场趋冷，权益类资产占比有所下降。2016 年，证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)568.47 亿元，同比减少 59.78%。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，131 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）860.98 亿元，同比增长 51.46%。自营业务受市场风险影响较大，收入实现存在一定不确定性。

### （4）资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小，但是各券商未来业务发展的一大重点。目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。近年来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2017 年 11 月，监管部门发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿），控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。截至 2016 年末，证券公司行业受托的资产管理规模约为 17.58 万亿元，较年初增长 47.86%。2016 年，证券公司实现资产管理业务净收入 296.46 亿元，同比增长 7.85%。截至 2017 年末，证券公司资产管理业务规模为 17.26 万亿元，较年初小幅下降 1.82%。2017 年，证券公司实现资产管理业务净收入 310.21 亿元，同比小幅增长 4.64%。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品规模仍是主要部分，但其占比有所下降，通道转主动型资管产品将是趋势。目前，券商受人力等多方面限制，每个项目都做到实地尽职调查的可行性不高，导致对项目实际情况及风险不能完全把控。

### （5）其他业务

2012 年以来，证券公司其他业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的其他业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务、股票质押式回购业务等。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，融资融券相关业务发展迅速，为券商业绩的增长

贡献较大。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2015 年 6 月 18 日，沪深两市融资融券余额达到峰值 22,730.35 亿元，为 2014 年末的 2.22 倍。自 2015 年 6 月中旬股市开始暴跌，两融业务规模大幅下降。截至 2015 年末，沪深两市融资融券余额为 11,742.67 亿元。2015 年 7 月 1 日，证监会正式发布《证券公司融资融券业务管理办法》（下称《办法》）规定，鼓励券商在保证资金安全的前提下，有序开展此项业务。2016 年以来，受股票市场成交量下降影响，截至 2016 年末，市场融资融券余额为 9,392.49 亿元，较 2015 年末有所下降，其中融资余额占比 99.63%，融券余额占比 0.37%；另一方面，股票质押式回购业务等业务也得到较快发展。根据沪深交易所股票质押式回购交易业务月报显示，截至 2016 年末，沪深两市股票质押回购待购回初始交易金额达 1.93 万亿元，取得了较快发展。截至 2017 年末，两融余额 1.03 万亿元，较 2016 年末增长 9.26%；股票质押业务交易规模有所下降，但业务余额大幅上升；2017 年股票质押交易参考市值约为 3.67 万亿元，较 2016 年末减少 22.56%，其中未解押交易参考市值 3.31 万亿元，较 2016 年末增加 71.27%；证券公司在股票质押业务中全部交易参考市值占比提升至 58.67%，已取代银行成为最大质押方。2018 年 1 月，中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，要求分类评价结果为 A 类的证券公司，自有资金参与股票质押回购交易余额不得超过公司净资本的 150%；分类评价结果为 B 类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 100%；分类评价结果为 C 类及以下的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 50%，同时要求证券公司对坏账计提减值准备。同期，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》，对融入方资格、初始交易金额、质押集中度以及资金用途都做出了限制，同时增加了融入方担保物范围。上述规定将引导股票质押业务聚焦实体经济，降低融资风险，也对证券公司风险控制能力提出了更高的要求；但在一定程度上影响了证券公司参与股票质押式回购交易规模，尤其是对中小证券公司影响较大。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。

### 3. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力，例如华泰证券收购联合证券，宏源与申万合并，方正证券收购民族证券，中信证券收购万通证券；2014 年末以来，国内证券公司上市的有：国泰君安、东兴证券、东方证券、国信证券以及恒泰证券港股上市、安信证券并入国投安信等，也有证券公司登陆新三板如联讯证券、湘财证券、国都证券等，另外还有多家证券公司如华西证券完成了股改并筹备上市。也有部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

CEPA 协议（内地与香港和澳门关于建立更紧密经贸关系的安排）下合资券商设立进程加速；2018 年 4 月，中国证监会正式发布《外商投资证券公司管理办法》，符合条件的境外投资者可根据上述办法和服务指南的要求，向证监会提交变更公司实际控制人或者设立合资证券公司的申请材料，这意味着，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于金融行业整体优化。此外，民营资本进入到证券行业的步伐也逐渐加大，政策宽松环境下券商牌照或将逐步放开，导致行业竞争程度加剧。大型券商依靠先发优

势在竞争和转型中继续保持优势，而小型券商在细分市场也扩大了市场份额，排名中游的券商将面临大券商、小型券商以及新进入证券公司的全方位竞争。

同时，随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2017 年证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计 1,949.94 亿元，净利润 719.60 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 62.63% 和 63.68%；截至 2017 年末，前十大证券公司资产总额为 3.51 万亿元，占全行业总资产的 57.14%，前十大证券公司以上指标占比均超过 50%，行业集中度较高。

表 2 2017 年主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1,531.43	6,255.75	432.92	119.77
2	国泰君安	1,336.95	4,316.48	238.04	104.83
3	海通证券	1,296.94	5,347.06	282.22	98.76
4	广发证券	886.26	3,569.05	215.76	90.83
5	华泰证券	885.90	3,814.83	211.09	94.08
6	招商证券	793.34	2,856.44	133.53	58.05
7	中国银河	648.86	2,548.15	113.44	40.19
8	东方证券	535.01	2,318.60	105.32	36.03
9	国信证券	521.43	1,996.38	119.24	45.79
10	光大证券	500.23	2,058.64	98.38	31.27
合计		<b>8,936.35</b>	<b>35,081.38</b>	<b>1,949.94</b>	<b>719.60</b>

数据来源：wind 资讯

证券公司业务收入来源集中和盈利模式单一雷同，导致证券公司间竞争激烈的同时伴有不正当竞争现象。如 IB 业务市场资源有限，个别券商在投资者合规方面放水并因此被证监会立案调查；同时，为大力开展业务，多数券商在创新业务的风险控制上都滞后于产品设计。随着监管的日益加强，整个行业发展分化也日益明显，违规者将受到监管层的严肃处理，规范者且竞争力强的公司则会取得相应发展。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验、业务规范和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势，行业集中度将进一步上升。

#### 4. 风险因素

证券业务是与市场呈强周期关系的，具体风险主要体现如下：

##### （1）市场风险

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。2015 年以来，股票市场从火热到大幅下跌，走势波动较大，市场风险加剧，对自营业务影响较大，但也对证券公司应对市场风险的策略和技术提出了更高要求。

## （2）信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。目前，宏观经济下行，实体经济经营困难，企业信用风险逐渐暴露，在一定程度上增加了债券投资类业务风险；同时，2016年以来，债券市场违约事件频发，波动较大，证券公司投资类业务面临信用风险加大。

## （3）流动性风险

在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。近年来，随着创新业务的发展和深化，证券公司经营和资产负债结构日趋复杂化，流动性风险体现三种新趋势，一是资产流动性下降和负债杠杆率提高；二是表外业务膨胀发展隐含着表外负债的增长，未来以结构性投融资、资产证券化、部分资管产品为载体的表外业务在创新活动中也将迅速增长；三是资本性承诺的潜在冲击，新股发行市场化定价使得投行业务的包销风险不断加大，单个项目包销金额明显上升，低等级债券市场的扩大也将对证券公司以包销模式发展债券销售业务提供操作空间。

## （4）操作风险

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作流程来控制人为失误；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。近年来，证券公司在制度和内控上不断加强和完善业务合规性，控制人为失误；2015年以来，中国证监会也在强化以常规方式打击证券期货市场违法违规的同时组织了相关领域的专项执法活动；2016年，证监会行政处罚力度进一步加大，根据2016年分类评价结果，包括7家公司分别因经纪业务、两融业务和新股发行保荐业务涉嫌违法违规被证监会立案调查。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

## （5）法律政策风险

法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面，一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场的波动影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响

证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。近年来，国家对证券市场的政策监管不断调整，证券公司在业务开展上机遇与挑战并存；同时，证券公司创新业务蓬勃发展，须关注创新业务合规性与否所带来的法律政策风险。

从我国实际情况看，证券公司在风险管理方面普遍面临着一些问题和挑战：第一，我国证券公司开展风险管理的时间还不长，由于产品和业务种类并不完善，风险复杂程度与国际同行业相比仍然较低，全面风险管理的理念未在行业内得到普遍重视。第二，随着全面风险管理理念的提出，证券公司面临着将已有的证券交易、结算、财务管理等不同信息系统进行整合的重要任务，基础数据和信息系统框架的整合成为制约证券公司风险管理水平提升的瓶颈。第三，受国内金融市场成熟度的限制，证券公司普遍缺乏风险对冲的工具，市场创设对冲产品的机制不足，市场风险管理工具的应用仍然有限。第四，证券公司对于操作风险基本处于定性管理阶段，缺乏量化管理的工具和手段。第五，由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，证券公司在创新活动中可能面临因管理水平、技术水平、风险控制能力、配套设施和相关制度等方面不能与创新业务相适应而导致的经营风险。

## 5. 未来动向

### (1) 风险管理水平有所提高，监管力度加强

证券公司风险主要包括市场风险、信用风险、流动性风险以及操作风险。目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。比较突出的一点是：2015年，国内股市出现了大幅震荡，各家证券公司凭借较好的风险管理能力，未受到市场的过大冲击，各项业务整体运营平稳。

2016年6月，中国证监会发布修订后的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，并于10月1日正式实施。此次修订，一方面在维持总体框架不变基础上，对不适应行业发展需要的具体规则进行调整；另一方面，结合行业发展的新形势，通过改进净资本、风险资本准备计算公式，完善杠杆率、流动性监管等指标，明确逆周期调节机制等，提升风控指标的完备性和有效性，有利于券商进一步提升风险管理能力。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2017年8月，证监会公布了2017年证券公司分类评价结果。根据结果，除去32家证券公司按规定与其母公司合并评价外，在参选的97家券商中，获评A类的有40家，获评B类的有48家，获评C类的有9家。与2016年相比（剔除2017年新增的华菁证券和申港证券），上调评级的有29家，维持评级的有37家，下调评级的有29家；其中，A类券商数量较2016年增加了4家，行业整体表现有所回升。但从券商个体来看，呈现出比较明显的分化态势，大型综合券商排名提升明显。而部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2017年11月，央行发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，针对近几年发展迅速的通道业务提出新的规范，将促使证券公司提升主动管理能力。

2018年1月，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018

年修订)》(以下简称“业务办法”),中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》(以下简称“风险管理指引”),业务办法要求作为融出方的证券公司接受单只 A 股股票质押数量不得超过该 A 股总股本 30%,作为融出方的集合和定向资管计划接受单只 A 股股票质押数量不得超过该 A 股总股本 15%;同时要求证券公司加强标的证券的风险管理,交易前通过制定渠道查询标的证券整体质押比例,不得导致单只股票整体质押比例超过 50%。风险管理指引还根据分类评价结果细化风险控制指标要求,其中分类评价结果为 A 类的证券公司,自有资金参与股票质押回购交易余额不得超过公司净资本的 150%;分类评价结果为 B 类的证券公司,自有资金融资余额不得超过公司净资本的 100%;分类评价结果为 C 类及以下的证券公司,自有资金融资余额不得超过公司净资本的 50%。上述新规从股票质押业务的交易和结算环节进一步规范,使股票质押市场回归理性;通过严控风控指标和强化业务流程管理,引导证券公司加强信用风险和流动性风险管理能力,有效控制系统性风险。

在证监会调整风控指标、修订分类监管规定等举措下,体现出监管层对证券公司风险管理能力提出了更高要求,对证券公司保持了较强的监管力度,同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

(2) 资本市场改革和行业监管持续推进,证券公司将不断推动业务转型,并在相关业务面临较好的发展机遇,同时对自身风控能力提出更高要求。

2018 年,伴随着我国经济增速和结构的调整,资本市场将在强监管的背景下持续深化改革,并逐渐回归资源有效配置的本质功能。“十九大”报告明确提出“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力,提高直接融资比重”,资本市场承担着为实体经济提供必要的资金支持的重要作用,预计 2018 年证券市场将延续结构性行情, IPO 保持常态化发行趋势,同时出现系统性风险的概率较低,从而推动证券行业的业务转型,以创新能力带动直接融资市场,更好的服务实体经济,持续优化收入结构,全行业业绩将保持平稳。同时,2018 年预计强监管的态势将会进一步延续,《证券公司分类监管规定》更加强调全面风险管理,引导行业聚焦主业发展;《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(征求意见稿)将继续倒逼证券公司业务转型,未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点。

总体看,未来一段时间,证券公司将迎来业务创新和发展的良好外部机遇,同时也对自身风控能力提出了更高的要求。

#### 四、规模与竞争力

##### 公司是全国性综合类证券公司,具有独特的业务竞争优势

作为全国性综合类证券公司之一,公司各类证券业务经营资格较为齐全,可为投资者提供综合性证券金融服务;公司在全国大部分省级行政区设有 20 家分公司和 8 家营业部,覆盖全国大部分地区。根据中国证券业协会公布的 2016 年证券行业排名,公司总资产、净资产和净资本在同业分别排第 41 位、第 29 位和第 20 位,整体实力处于行业中上等水平。

依托控股股东国开行的丰富资源,公司形成了独有的业务特色。债券承销业务作为公司的传统优势业务持续居于同业前列,公司目前已经形成全面的债券承销业务线,特别是企业债承销方面公司位居龙头券商行列,多年获得金融时报“最佳企业债承销证券公司”、证券时报“中国区最佳债券承销团队”等荣誉。根据 wind 资讯统计数据,2015~2017 年,公司各类债务工具承销金额同业排名分别为第 6、第 13 和第 12 位,企业债承销金额同业排名第 1、第 9 和第 5

位。与此相应，公司的自营业务也主要投资于债券，并在固定收益类证券方面形成了较强的投资能力，可有效平抑股票市场波动的风险从而取得良好的收益，自营业务也一直是公司最大的收入来源。同时，公司在与股东单位的业务协作中积累了大量优质的机构客户，目前公司主要服务于机构客户。总体看，公司形成了以机构客户为主，以债券承销和债券投资业务为特色的核心竞争优势。

#### 公司股东实力雄厚，对公司支持力度强

2016年12月，公司通过增资方式引入两家战略投资者，增资后，国开行仍是公司的控股股东。国开行是直属国务院领导的政策性金融机构，也是全球最大的开发性金融机构，中国最大的对外投融资合作银行、中长期信贷银行和债券银行，具有雄厚的资金实力、广阔的平台与丰富的资源，旗下拥有一级子公司4家，涵盖证券、金融租赁、投资、中非发展基金等。截至2016年末，国开行资产总额14.34万亿元、净资产1.16万亿元、不良贷款率0.88%，2016年净利润1,096.67亿元。公司作为国开行旗下唯一拥有零售窗口（证券营业部）的子公司，在国开行集团内具有重要的战略地位，国开行能够为公司的发展提供包括资金、平台、渠道、资源、业务协同等方面的强有力支持。

中广核资本是中国广核集团全资子公司，业务范围涵盖金融新业务投资、核电产业链金融服务、资产经营管理等方面，具有较强的专业优势。湖北交投是湖北省政府独资设立的综合性投融资集团，投资领域涉及交通、金融、物流、科技及地产五大业务板块，区域影响力较强。除引入资金外，公司与战略投资者还建立了“资源共享、优势互补、风险共担、互惠双赢”的战略合作伙伴关系。本次引战增资有利于公司由单一股东向股权多元化迈进，同时，公司与两家战略投资者具有良好的合作基础，公司有望借助战略投资者在专业领域增强竞争优势、客户资源和品牌优势。

总体看，公司作为全国性综合类证券公司，债券承销和债券投资业务能力强，具有较强的经营实力，公司股东背景雄厚、资源丰富，对公司支持力度强。

## 五、公司治理与内控

### 1. 公司治理

公司于2017年8月改制后，依照《公司法》等相关法律法规进一步完善了公司治理，构建了“三会一层”分权与制衡的治理结构。公司独立经营，与股东或者其他关联方在业务、机构、资产、财务、办公场所等方面严格分开。

公司设股东大会，依规定行使职权，包括决议单项或在四个月内累计达到或超过公司最近一期经审计净资产5%的对外投资、收购出售资产、委托理财、资产抵押/质押事项；决议公司所有对外担保事项；决议公司与关联人发生的交易金额在10.00亿元以上（含）且占公司最近一期经审计净资产绝对值20%以上（含）的关联交易等。

公司设有董事会，对股东大会负责，并依规定行使职权，包括决议单项或在四个月内累计达到或超过公司最近一期经审计净资产1%、低于公司最近一期经审计净资产5%的对外投资、收购出售资产、委托理财、资产抵押/质押事项；审批公司与关联人发生的交易金额在5.00亿元以上（含）且占公司最近一期经审计净资产绝对值10%以上（含）的关联交易等。董事会现有9名成员，其中董事长1名、副董事长1名（兼任总裁）、独立董事3名。董事长和副董事长由全体董事的过半数选举产生。董事长负责决定单项或在四个月内累计低于公司最近一期经审计



净资产 1% 的对外投资、收购出售资产、委托理财、资产抵押/质押事项。董事会每年至少召开两次会议。董事会设立战略委员会、薪酬与提名委员会、审计委员会和风险控制委员会 4 个专门委员会，并制定了相关议事规则，专门委员会成员全部由董事组成。

公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，其中监事会主席 1 名，职工监事 3 名。股东监事由股东大会选举或更换，职工监事由职工大会民主选举，监事会主席由全体监事过半数选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会每六个月至少召开一次会议。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，总裁依规定行使职权，包括决定公司与关联人发生的交易金额在 5.00 亿元以下（不含）或占公司最近一期经审计净资产绝对值 10% 以下（不含）的关联交易等。公司目前高级管理层共有 6 人，均具备硕士及以上学历，并有丰富的金融监管或金融行业经营管理经验，负责公司的日常经营管理活动。

截至 2017 年末，公司合并口径员工人数合计为 711 人；年龄结构上，35 岁及以下占 58.09%，36~45 岁占 30.10%，46~50 岁占 7.45%，50 岁以上占 4.36%；学历结构上，博士占 4.08%，硕士占 53.31%，本科占 34.74%，大专及以下占 7.88%；公司员工结构较为合理，基本满足公司业务开展需求。

总体看，公司按照现代企业制度建立了相关制度和法人治理结构，与公司的发展相适应。

## 2. 内控与合规

机构设置方面，公司目前设有投资银行部、资产管理部、经纪业务部等业务和职能部门（详见附件 1），各部门职责划分较为明确，内部组织机构设置合理，能够满足公司当前业务发展的需要。

公司建立了较完善的内控体系。公司制订了《全面风险管理规定》《授权管理（暂行）办法》和各业务条线风险管理办法等多项内控制度，还建立了内控部门联动机制，强化对新业务新产品及分支机构的风险管控。公司实行全面风险管理体系和股东、董事会、经营层三级授权管理体系，董事会对合规管理、风险管理和内部控制体系的有效性承担最终责任。合规法律部是公司合规管理的核心职能部门，负责公司经营管理活动和员工执业行为的合规管理。公司设合规总监全面负责各项合规事宜，同时任命合规总监担任首席风险官，负责全面风险管理工作。董事长、总裁对公司全面风险管理的有效性承担主要责任。公司董事会下设风险控制委员会监督公司的总体风险管理工作，风险管理部具体履行风险管理职责。公司实行内部审计稽核制度，设立了审计稽核部，配备专职审计稽核人员，对公司财务收支和经营管理活动进行内部审计稽核监督。

资金管理方面，财务资金部负责资金预算管理和统一的头寸管理，监控公司的流动性风险，根据年度资金计划、资金使用需求和公司流动性状况，进行统一的资金调拨。公司业务资金账户实行限额管理，各业务部门、分支机构间严禁直接横向资金往来，2017 年实施了内部资金转移定价（FTP）管理机制，加强资产负债管理。公司不得为公司股东或者股东的关联人提供融资或者担保。

公司建立了符合监管要求、并与其业务发展相适应的风控体系与实施举措。近年来，公司未受到重大监管、自律措施。2015 年~2017 年，公司的分类监管评级结果分别为 AA 级、BBB 级和 A 级；目前公司总体风控合规管理处于行业较好水平。

总体看，公司机构设置较为清晰，管理机制较为有效，风险防范和应对措施较为完备，对各项业务的发展形成了支撑，内部控制整体水平较高但仍需不断完善。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司证券经营的主要业务板块包括证券自营业务、投资银行业务、经纪业务、信用交易业务、资产管理业务等。公司业务以服务机构客户为主，零售业务较少，因此，公司在全国设立了20家分公司作为开展机构业务的触手，而仅在个别地区设置了8家证券营业部作为零售业务的窗口。

近年来，证券市场行情波动较大，2015年上半年交投活跃、证券市场取得较快发展；2015年年中以来交投低迷、行情大幅震荡，证券行业整体业绩呈下滑趋势。在此市场环境下，公司近三年盈利规模随之下降；2015~2017年，公司营业收入年均复合下降7.05%，净利润年均复合下降8.13%，远低于行业同期降幅（26.43%和32.06%），系公司业务结构以自营和投行、资管业务为主，有别于同业以经纪业务为主的收入结构，因此在2015年股市牛市行情中未能取得同业相应的大幅增长，但在2016年以来的震荡行情中也规避了一定的波动风险所致。2017年，公司实现营业收入17.34亿元，实现净利润8.28亿元，同比变化率分别-1.83%和10.23%，变动幅度明显优于行业平均水平（-5.08%和-8.47%）。

表3 公司营业收入结构（单位：亿元，%）

项目	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券自营业务	10.72	53.41	6.94	39.32	5.66	32.65
资产管理业务	1.33	6.64	2.37	13.40	4.69	27.04
证券经纪及信用类业务	4.60	22.91	2.96	16.74	3.91	22.54
投资银行业务	3.28	16.35	5.19	29.36	2.79	16.07
其他（含抵消）	0.14	0.68	0.21	1.18	0.30	1.70
<b>营业收入合计</b>	<b>20.07</b>	<b>100.00</b>	<b>17.66</b>	<b>100.00</b>	<b>17.34</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从收入结构来看，近三年公司收入结构明显优化，在保持自营业务优势的同时初步形成了多元收入贡献结构。2015~2017年，公司自营业务收入随市场行情震荡和规模收缩而逐步下滑，但仍是公司第一大收入贡献来源，2017年实现自营业务收入5.66亿元，同比下降18.48%，占比降至32.65%，系债市波动所致。近三年，公司大力发展资管业务，资管业务收入年均复合增长87.50%，2017年实现资管业务收入4.69亿元，同比增长98.02%，收入占比大幅跃升至27.04%，成为公司第二大业务板块。公司证券经纪及信用类业务主要由信用类业务贡献，证券经纪业务占比很小，近三年证券经纪及信用类业务年均复合下降7.81%，系市场行情震荡、交易量下滑所致，2017年收入同比增长32.20%至3.91亿元，占比22.54%，系信用交易类业务较好发展所致。投资银行业务是公司重点发展的业务板块之一，近三年收入年均复合下降7.85%，2017年受信用债承销规模下滑及市场整体承销费率下降的影响，公司投行业务收入同比大幅下降46.27%至2.79亿元，收入占比降至16.07%。

总体看，近年来，公司积极实施业务转型，在证券市场不利行情中仍实现了相对稳健的发展，各项业务逐步向均衡发展使得收入结构得到明显优化。同时，联合评级也关注到，公司主营业务易受市场行情和监管政策变化的影响，具有一定的波动性。

## 2. 业务运营

### (1) 自营业务

自营业务是公司的优势业务，也是最大的收入来源。公司自营业务主要包括固定收益证券投资 and 股票投资，公司股票投资业务规模始终不大，2016年及以前自营业务均由销售交易部负责；2017年一季度，公司成立了证券投资部专门负责股票等权益类投资，原销售交易部改为固定收益部负责固定收益证券投资。

2015~2017年，公司自营业务规模波动下降，年均复合减少9.49%；截至2017年末，公司自营投资账面价值合计257.27亿元，较上年末增长7.78%，系公司随市场行情变化调整投资规模所致。公司自营证券主要在以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产、应收款项类投资和持有至到期投资科目核算，公司无衍生金融工具投资；其中，应收款项类投资均为公司通过发行资管计划，以自有资金持有的国开行信贷资产类资产支持证券产品的次级档，受偿顺序劣后于相关资产支持证券的税费及优先档本息。

从投资结构来看，固定收益类证券投资占自营投资的绝大部分，随着2017年成立证券投资部，权益类投资比重有所增加。截至2017年末，母公司口径自营权益类及证券衍生品/净资产指标为43.30%，较上年末增加3.64个百分点；自营非权益类及证券衍生品/净资产指标为81.17%，较上年末增加21.44个百分点，但均远优于监管标准。

从具体投资品来看，截至2017年末，公司自营投资仍以债券为主，占比为59.63%，债券占比较上年末减少4.62个百分点，系其他类别投资的规模增加所致；资产支持证券投资占比提升较快，2017年占比31.39%，较上年末基本持平，其中绝大部分为国开行信贷资产类资产支持证券的次级档，因次级档产品受偿顺序靠后，该类投资面临无法全额受偿的风险，但考虑到国开行实力雄厚、资产质量较好，该类投资风险总体可控；股票和基金投资规模持续增长，随着专门投资部门的成立，2017年占比快速提升至3.46%和3.26%；其他投资为少量资管和信托计划、银行理财。

表4 公司自营投资期末账面价值结构（单位：亿元，%）

分类	项目	2015年		2016年		2017年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
按会计科目划分	可供出售金融资产*	94.43	30.07	87.37	36.60	110.80	43.07
	应收款项类投资	65.95	21.00	74.56	31.24	76.87	29.88
	以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	153.64	48.93	76.77	32.16	37.98	14.76
	持有至到期投资	-	-	-	-	31.62	12.29
按投资品种划分	债券	240.02	76.44	153.36	64.25	153.41	59.63
	资产支持证券	69.67	22.19	76.93	32.23	80.75	31.39
	股票	0.90	0.29	1.48	0.62	8.89	3.46
	基金	3.42	1.09	4.46	1.87	8.38	3.26
	其他	0.01	0.00	2.48	1.04	5.84	2.27
合计		<b>314.02</b>	<b>100.00</b>	<b>238.70</b>	<b>100.00</b>	<b>257.27</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司财务报告、联合评级整理。

注1：公司于2015年向证金公司投入救市资金20.00亿元，2017年3月已将该资金的剩余部分全部撤回。本表2015~2016年自营投资中不含划付证金公司的救市资金，带\*标记的可供出售金融资产项目按剔除划付证金公司救市资金后的数据列示。

注2：本表自营规模包含公司资产管理业务中以自有资金出资的次级档产品的投资。

公司坚持稳健、规范的原则，固定收益类证券投资占自营投资的绝大部分，公司固定收益投资坚持授权管理、组合管理与动态管理的原则，对重大投资实行集体决策；公司债券投资以信用债为主，所投中长期信用产品的外部评级主体级别不低于 A+级或债项级别不低于 AA-，其中 AA+级及以上债券的规模占比 2017 年末约为 43.13%，自营业务风险相对可控。截至 2017 年末，公司所持债券中违约的为 1 只企业债（投资成本 0.50 亿元），2017 年 12 月已被法院立案受理，目前处在财产保全过程中，公司已于 2016 年对该笔投资以及公司持有的同一发行人发行但尚未逾期的另 1 只企业债（投资成本 1.16 亿元）均计提了减值准备，共计 1.50 亿元，计提比例 90.00%，计提相对充分。

从自营业务收益情况来看，受债券市场行情波动、公司自营规模总体减少、持有债券违约等影响，2015~2017 年，公司自营业务收入逐年下降，年均复合下降 25.33%，2017 年实现自营业务收入 5.66 亿元，同比下降 18.48%。

总体看，公司自营投资以固定收益类为主，投资品种逐步丰富，投资风险总体可控；联合评级也关注到，自营投资收入易受市场行情波动影响，同时违约事件等信用风险增加，未来收入仍有较强波动性。

## （2）资产管理业务

公司于 2011 年 11 月取得资产管理业务资格，2012 年 1 月正式开展业务，由资产管理部具体运营。公司近几年大力发展资产管理业务，2015 年制定了以“机构客户”为主的业务发展思路，近年来持续推进转型，业务规模实现了快速扩张，收入贡献也跃升第二大业务板块；2015~2017 年，公司资管业务收入年均复合增长 87.50%，2017 年实现资管业务收入 4.69 亿元，同比增长 98.02%，收入占比大幅升至 27.04%。

2015~2017 年，公司资产管理业务产品数量和受托规模快速增长，受托规模年均复合增长 15.64%。截至 2017 年末，公司受托资产管理产品数量 107 只，净值规模达 1,906.49 亿元，较上年末增长 18.60%；其中，定向资管产品 86 只、规模占比 95.19%；专项资管产品 18 只、规模占比小幅降至 4.46%；集合资产管理在 2016 年取得零突破的基础上，产品数量增至 3 只、规模升占比 0.35%。公司持续推进创新，2017 年完成了国内首个跨流域生态补偿绿色发展基金、行业首单扶贫资管计划等产品的设立，公司近年获得《证券时报》2016 年“最佳固收类投资团队”奖、中债“2017 年度优秀资产管理机构奖”、“2017 中国券商十大创新资管产品君鼎奖”等。从业务类型来看，公司资管产品仍以通道业务为主，主要资金来源仍为银行理财资金，截至 2017 年末主动管理类产品规模仅 24.94 亿元，2017 年 11 月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》的出台，将对公司资管产品的资金募集和运作产生一定不利影响；未来公司拟积极拓展融资类项目的主动管理业务，支持国家大型基础设施建设，如机场建设、地铁 PPP 项目建设、文化旅游基金建设、棚户区改造等；同时积极发挥公司在债券领域的优势，大力发展债券主动管理业务。

表 5 公司资产管理业务情况（单位：只，亿元）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	存续数量	受托规模	净收入	存续数量	受托规模	净收入	存续数量	受托规模	净收入
定向资管	18	1,372.30	0.95	35	1,508.65	1.90	86	1,814.83	4.03
专项资管	3	53.45	0.03	22	98.03	0.19	18	85.03	0.28
集合资管	-	-	-	1	0.84	0.00	3	6.64	0.01
合计	21	1,425.75	0.98	58	1,607.52	2.09	107	1,906.49	4.32

资料来源：公司财务报告、公司提供。

总体看，近三年，公司资产管理业务取得快速发展并逐步转型，业务种类逐步丰富，收入贡献持续增长；同时，联合评级关注到，公司主动管理能力仍然偏弱，且资管新规出台对公司业务影响较大，未来业务发展需持续关注。

### （3）证券经纪及信用类业务

公司证券经纪及信用类业务主要由信用类业务贡献，证券经纪业务占比很小。由于信用交易业务和经纪业务之间协同效应较强，2017年公司将原经纪业务部和信用交易部合并为新的经纪业务部，统筹管理经纪及信用类业务。2015~2017年，受市场行情震荡、证券交易量萎缩影响，公司证券经纪及信用类业务净收入年均复合下降7.81%；2017年，受益于股票质押业务的较好开展，公司取得证券经纪及信用类业务净收入3.91亿元，同比增长32.20%。

#### 信用交易业务

公司于2013年先后获得融资融券、约定购回和股票质押式回购业务资格。公司信用交易业务确立了“以融资融券为基础、以股票质押为主营、以创新业务为重要补充”的业务布局，目前仅有融资融券和股票质押回购业务，以股票质押业务为主。近三年，公司信用交易业务总规模持续增长，年均复合增长15.88%，2017年末达93.58亿元，较上年末增长29.36%。2015~2017年末，公司信用业务杠杆率分别为66.29%、48.88%和60.42%，呈波动下降趋势，系股东增资所致，信用业务仍有较大扩张空间。

股票质押业务方面，2015年公司自主创新了股票质押小额贷“宜开宝”，业务最低额度仅10万元，2016年末已实现线上通行。截至2017年末，公司股票质押业务规模82.66亿元，较上年末增长30.09%；2017年实现股票质押利息收入4.54亿元，同比增长13.15%。随着2018年3月《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》的实施，未来公司股票质押业务增速可能放缓。

融资融券业务方面，公司目前仅有融资业务，未开展过融券业务；2016年新增转融通业务资格，但尚未开展业务。公司融资融券业务规模随市场整体行情变化，截至2017年末，公司融资业务规模10.92亿元，较上年末增长24.03%；2017年实现融资业务利息收入0.65亿元，同比增长5.11%。

表 6 公司信用交易业务情况（单位：亿元）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	余额	收入	余额	收入	余额	收入
股票质押式回购	56.46	3.14	63.54	4.02	82.66	4.54
融资融券	13.20	1.11	8.81	0.62	10.92	0.65
合计	69.66	4.25	72.34	4.64	93.58	5.20

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司在信用业务中加强主动风险管理，自主研发了风险管理工具“股票质押健康度分析模型”，每月检测股票质押动态风险状况，指导主营业务降低风险。公司信用业务截至2016年末连续14个季度未出现风险损失，但2017年出现了逾期业务，公司于当年开展了债权类资产质量分类管理；截至2017年末，公司股票质押有2笔逾期业务（系同一客户、同一标的券），公司提起诉讼，目前正在审理中，剩余逾期本金1.85亿元，剩余逾期金额占同期股票质押业务余额的1.54%，公司已于2017年对该笔业务计提减值准备0.19亿元，计提比例约10.41%。

#### 证券经纪业务

公司经纪业务原主要定位于完善业务板块，公司的证券营业部作为国开行体系内唯一的零

售窗口而存在；2017年公司重新将网点建设定位于为公司总体业务发展提供战略支撑和基础保障，经纪业务确立了以机构业务为核心、财富管理为重点、传统零售经纪业务为补充的战略方向，按照最低限度原则，以“分公司+营业部”为主要模式，实现经纪业务与分公司业务的融合发展。公司近年无新增营业部，截至2017年末，公司仍保持8家证券营业部的规模，2017年新设2家分公司，在全国的分公司数量达20家；目前公司已制定了营业部建设三年规划，未来将适当新设营业部，提升经纪业务的利润贡献度。

公司经纪业务主要为代理买卖证券业务，2015~2017年，公司代理买卖证券业务净收入年均复合下降55.85%；2017年代理买卖证券业务净收入0.50亿元，同比下降37.26%。2015~2017年，公司代理买卖各类证券的交易总额有所波动，年均复合增长0.06%；2017年代理买卖各类证券的交易总额为5,246.34亿元，同比增长25.33%；市场份额近三年分别为0.08%、0.06%和0.07%；公司代理买卖证券2015年以股票交易为主，2016年以来转为以债券为主，2017年债券交易额占比69.88%。此外，公司代销金融产品业务2017年取得了快速发展，2017年代销金融产品净收入大幅增长10.82倍达0.05亿元，但收入贡献仍然很小。

总体看，公司信用业务规模增长较快，业务风险总体可控；经纪业务的营业网点少，业务规模较小。随着市场需求上升和融资渠道拓宽，公司信用交易业务有望保持向好的发展趋势，但需关注市场行情变化和信用风险上升的不利影响。

#### （4）投资银行业务

公司投资银行业务主要包括债券承销、股票承销保荐、财务顾问等，以债券承销业务为重点和特色，债券承销由债券融资一部、债券融资二部负责，其他投行业务由投资银行部负责运营。2015~2017年，公司投行业务收入波动下降，年均复合下降7.85%，主要系政策变动所致；2017年投行业务净收入2.79亿元，同比大幅下降46.27%，主要系信用债承销规模受政策影响而下滑，以及市场整体承销费率下降所致。

债券承销是公司的强项和特色业务，依托母公司国开行丰富的业务和客户资源，公司逐步在债券承销领域积累了全面的业务资格和丰富的业务经验，业务规模位居行业前列。2015~2017年，公司债券承销金额波动增加，2017年完成债券承销项目共92个，承销金额766.31亿元，同比下降2.89%；取得承销收入4.34亿元，同比下降10.36%。2017年，公司完成全国首只利用境内人民币债券市场融资支持“一带一路”沿线项目建设的企业债（浙江恒逸债）的发行，还开展了公司债券存续期信用风险排查工作，获得《证券时报》“2017中国区债券投行君鼎奖”及“2017中国区十大创新项目君鼎奖”，以及中央国债登记公司颁发的“2017年优秀承销机构奖”。

表7 公司投资银行业务情况表（单位：个，亿元）

项目	2015年			2016年			2017年		
	承销数量	承销金额	承销收入	承销数量	承销金额	承销收入	承销数量	承销金额	承销收入
债券承销	50	460.10	2.37	88	789.15	4.84	92	766.31	4.34
股票承销	2	39.25	0.42	1	6.17	0.00	4	78.42	0.24
资产支持证券承销	90	604.12	0.68	19	417.20	0.40	44	447.99	0.58
<b>合计</b>	<b>142</b>	<b>1,103.47</b>	<b>3.47</b>	<b>108</b>	<b>1,212.52</b>	<b>5.24</b>	<b>140</b>	<b>1,292.72</b>	<b>5.16</b>

资料来源：公司提供。

其他证券承销方面，公司于2012年7月获得股票保荐业务资格，经过几年的准备和积累，

公司于 2015 年首次完成 2 项股票承销业务，2016 年完成 1 项，2017 年完成 4 项，2017 年还完成公司首单独立保荐项目，实现保荐业务的零突破，但股票承销保荐的业务量和收入仍然很少。截至 2017 年末，公司共有 9 名保荐代表人、7 名准保荐人，基本能够满足公司业务发展的需要。此外，公司资产证券化产品承销规模相对较大，但收入贡献不大，2017 年实现资产支持证券发行 44 个共 447.99 亿元，收入 0.58 亿元，同比增长 45.73%。

财务顾问业务主要是国际投行业务海外并购等顾问服务收入以及新三板业务收入。2015~2017 年，公司财务顾问净收入波动增长，年均复合增长 26.58%；2017 年实现财务顾问净收入共 0.30 亿元，同比下降 9.87%。公司于 2017 年 7 月成立了国际业务部，主要服务于“一带一路”建设中重大项目及境内（外）企业在境外（内）市场融资和海外并购等业务，目前正在进行香港子公司设立与境外牌照申请工作，未来国际业务将有进一步发展。新三板业务方面，公司于 2013 年 6 月获得“新三板”主办券商业务资格，2017 年推荐挂牌企业 2 家、同比减少 2 家，截至 2017 年末历史累计推荐挂牌 9 家。

总体看，公司强项业务债券承销发展良好，其他投行业务逐步跟进；但投行业务受市场环境和政策监管的影响较大，未来收入的增长仍存在不确定性。

#### （5）其他业务

##### 基金业务

公司基金业务由子公司国开泰富具体运营。国开泰富成立于 2013 年，初始注册资金 2.00 亿元；2017 年 9 月原股东同比例增资 1.60 亿元，截至 2017 年末国开泰富注册资本 3.60 亿元，其中公司持股 66.70%。国开泰富经营范围包括基金募集和销售、资产管理等。近年来，国开泰富延续了快速发展势头，目前管理的产品有债券型、货币型和混合型共 4 只基金，截至 2017 年末管理资产总额 74.43 亿元，其中公募基金管理规模 7.50 亿元，专户业务管理规模 22.80 亿元。截至 2017 年末，国开泰富资产总额 3.54 亿元、净资产 3.36 亿元，较上年末分别增长 13.37% 和 96.35%；2017 年，国开泰富实现营业收入 0.58 亿元、同比增长 32.73%，实现净利润 0.05 亿元、同比扭亏为盈。

##### 研究业务

公司研究部目前的研究范围主要包括资本市场研究、业务创新与协同研究、公司战略研究等。公司继续推进卖方研究，确立了以“专家+研究”模式作为推动转型探索的重要方向，2017 年研究团队共完成研究与信息报告 483 篇，覆盖宏观、固收、策略、金融工程等 7 个行业，同时公司积极开展国开金融、中非基金等受托研究业务，加强与万得、同花顺及东方财富等机构的合作，实现研究报告公开发布，2017 年对外发布的研报数量同比实现翻番。研究部还研究推出开元成长 50 指数、中证国开成长 50 指数等。

总体看，公司研究业务仍处于起步阶段，子公司国开泰富仍处于发展期，目前对公司收入贡献均不大，但发展趋势良好。

### 3. 重大事项

2017 年 12 月，公司股东大会通过申请首次公开发行 A 股股票并上市的议案，本次发行拟不超过 11.00 亿股，且不超过本次发行后总股本的 10.38%，所募集资金在扣除发行费用后，拟用于增加公司资本金，补充公司营运资金，用于公司各项业务的发展。目前公司正在接受中信证券股份有限公司的上市辅导。

联合评级将持续关注公司首次公开发行股票并上市的进展。

#### 4. 未来发展

公司的总体发展目标是围绕“成为机构客户首选的一流投资银行”的战略定位，坚持通过资本市场工具服务实体经济发展、服务国家战略，不断完善业务布局、客户布局和市场布局；打造专业团队，提升创新能力，培育核心竞争力，加强合规风控，为客户提供优质的一体化综合金融服务，增强对股东的贡献度，逐步成为具有特色、业绩优良、不断创新、竞争力突出的优秀证券公司。

具体来看，巩固以债券承销、资产证券化业务为代表的投资银行业务优势；继续加强证券自营业务投资能力；持续推动经纪业务转型发展，形成大经纪业务模式，做到“支撑机构业务发展、带动零售业务提升”；拓宽资金渠道，完善产品体系，提升资产管理业务创收能力；拓展业务范围，加大创新力度，特别是在国际业务和研究业务领域有所发展；加强分公司建设，完善营业部职能，推动设立私募投资基金管理子公司，打造全面业务网络；健全风险内控体制，确保公司合规经营；充实专业人才队伍，完善激励约束机制。

总体看，公司战略目标清晰、定位明确，发展路径符合自身特点和未来发展需要。

#### 七、风险管理分析

公司在日常经营活动中面临的风险主要包括市场风险、流动性风险、信用风险和操作风险等。公司风险管理的目标是在风险和收益之间取得适当的平衡，将风险对公司经营业绩的负面影响降低到最低水平，使股东利益最大化。

公司实行“董事会——经营管理层——中后台管理职能部门——各级部门及其内设风险管理岗”的四级风险管理组织体系；其中，风险管理部、合规法律部、财务资金部、审计稽核部是公司风险管理的主要中后台管理部门。风险管理部是公司中后台管理职能部门中负责风险管理的核心部门，履行综合性的风险管理职能，风险管理部在各部门及分支机构设风险管理岗实行双线管理。合规法律部分管合规风险、法律风险。财务资金部分管流动性风险。审计稽核部负责对公司各级部门的风险管理、内部控制及经营管理绩效进行独立、客观地检查、监督、评价，并督促其改进。各级组织和人员需在授权范围内履行风险管理的职责，超过权限需报上一级风险管理组织和人员决策。公司董事长、总裁对公司全面风险管理的有效性承担主要责任，并指定合规总监担任首席风险官，负责全面风险管理工作。公司与股东国开行实行风险联动机制，可共享国开行的预警名单。

##### 市场风险管理

公司的市场风险主要来源于市场风险因素（如股票价格、指数、利率水平等）的变动对公司的资产、负债或收入可能产生的不利影响。公司涉及市场风险的业务主要包括：自营投资、用于流动性管理的证券投资、新三板做市等。对此，公司业务部门按照部门总经理、分管领导、专业业务委员会的分级授权采取相应的市场风险控制措施，对业务相关风险控制指标实施动态监控并实行严格的止损机制，对触及监控标准的情况及时处置；风险管理部负责对自营头寸和交易情况实施独立再监控，并采用定性和定量相结合的方法评估市场风险，采用外购系统来计量风险价值，合理选择和调整模型技术，对所承担的市场风险进行计量、评估和限额监控，即时进行风险预警；同时，公司通过加强投资决策程序的规范化、风险管理的制度化、资产配置和投资风格的多元化，通过坚持谨慎投资策略和提高市场把控能力，来控制 and 分散市场风险。公司利用敏感性分析作为监控利率风险的主要工具；公司自营证券主要为固定收益类投资，主



要通过配置投资组合的久期、凸性等来降低组合的利率风险，风险管理部每日对固定收益自营投资业务进行市值重估；经纪业务的利率敏感性资产和负债的币种与期限结构基本匹配，利率风险可控。

### 信用风险管理

公司信用风险主要来自于融资融券、股票质押、约定购回和固定收益类金融资产。为此，公司制定了严格的风险管理制度，建立健全了多级风险管理组织体系，通过采取全面有效的措施对信用风险进行有效识别、评估和管控。这些措施包括：

固定收益业务方面，主要借助限额管理手段，由风险管理部负责风险指标和限额的日常监控工作；市场交易部具体进行交易，主要选择投资风险较低的国债、金融债，以及信用评级为A级（含）以上的企业债券，将未评级的企业债及次级资产支持证券控制在较小比例，同时采用有利于公司的交易结算方式，对交易对手亦进行甄别，选择信誉可靠和抵押物足值的机构，通过风险敞口管理债券的违约风险，并定期对所持仓债券进行信用跟踪评级。截至2017年末，公司固定收益组合除信用风险很低的国债、金融债外，企业债券中除2只已违约债券外，没有相关的负面消息表明发行人会违约。

融出资金方面，公司建立了融资融券业务事前、事中、事后的全过程风险控制体系，采取客户征信内部评级、授信额度控制、客户动态监控、交易系统前端控制、持仓集中度管理、系统操作留痕、逐日盯市制度、预警通知制度、强制平仓制度、内部稽核制度、风险集中监控系统、应急处理预案等风险控制措施，根据客户信用交易风险状况设置维持担保比例警戒线（150%）和平仓线（130%）等，确保担保资产充足。

股票质押式回购业务方面，公司建立了股票质押回购业务的实时监控体系，实时监控预警指标体系，确定重点账户和重点证券并进行监控管理，及时反馈、汇报盯市过程中发现的风险和异常情形，并制定了履约保障比例预警线（160%）和强制平仓线（140%）以及相应的风险管控措施。

### 流动性风险管理

流动性是指资产在不受价值损失的前提下是否具有迅速变现的能力，资金的流动性影响公司偿还到期债务的能力。此外，资产负债结构不匹配、资产周转速度过低、投资银行业务大额包销、自营业务投资规模过大、长期资产比例过高等因素，都会导致公司资金周转不畅、流动性出现困难。

针对流动性风险，公司采取的措施包括：公司由财务资金部负责公司整体的流动性管理，由证券投资部和信用交易部负责业务层面的流动性管理。对于金融工具的变现风险，公司主要采取集中度控制、交易限额控制以及监测所持有金融工具的市场流动性状况等来管理。公司按照相关监管要求，制订并严格执行《公司风险控制指标监控管理办法》，建立了以净资本为核心指标的动态风险监控体系、定期敏感性分析和压力测试机制，严格控制资金流动性风险。公司依据极端情况下一定时期内公司面临的流动性风险敞口，并考虑筹资能力、业务模式、风险指标等因素，建立了一定的流动性资产储备。

截至2017年末，公司流动性覆盖率为570.78%、净稳定资金率为194.49%，流动性指标持续优于监管预警标准（均为不低于120%），且弹性很大。

### 操作风险管理

操作风险通常包括因公司内部人为操作失误、内部流程不完善、信息系统故障或不完善、交易故障等原因而导致的风险。为此，公司通过严格实行股东、董事会、经营层三级授权管理

体系，建立和完善制度、机制、流程、系统等，对业务进行实时监控和风险预警，加强内部控制，加大对员工的业务培训和道德教育工作，构建依法合规经营的企业文化，防范操作风险。公司设有合规部门对公司及人员的经营管理和执业行为的合规性进行审查、监督和检查。风险管理部门定期整理风险损失事件数据、关键风险指标的监测情况，并按规定向董事会与经营管理层进行汇报。

总体看，公司建立了较为完善的风险监控体系和全面的风险管理制度，有效支撑了各项业务稳步运行。但随着业务规模增长及创新业务的推出，要求公司进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2015年合并财务报表经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016年和2017年合并财务报表均经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年财务报表均被出具了无保留审计意见。本报告的2015年财务数据取自2015年审计报告，2016年财务数据取自2017年审计报告的比较数据。

公司主要会计政策、会计估计根据《企业会计准则》制定。2016年，公司发生了重要会计估计变更事项，公司调整了对所持应收款项类投资（资产支持证券次级档）预计未来现金流量的估计金额，按《企业会计准则》要求调增应收款项类投资账面价值4.33亿元，并计入投资收益。2017年，公司根据财政部修订的关于政府补助和财务报表格式的新要求编制2017年度财务报表。以上变更事项采用未来适用法处理，且对前期财务数据的影响金额不大。

合并范围方面，公司合并子公司近三年无变化，系一家控股子公司；纳入合并的结构化主体数量，2015年为8项，2016年为9项（2016年末资产总额82.85亿元），2017年为6项（2017年末资产总额17.96亿元）；合并范围变动对财务数据的影响有限。

综上，公司财务数据可比性较强。

截至2017年末，公司合并资产总额435.19亿元，其中客户资金存款7.12亿元，客户备付金4.23亿元；负债总额281.32亿元，其中代理买卖证券款10.53亿元；所有者权益合计153.87亿元（含少数股东权益1.12亿元）；母公司口径净资产198.09亿元。2017年，公司实现营业收入17.34亿元，净利润8.28亿元，其中归属于母公司的净利润8.26亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.24亿元，现金及现金等价物净增加额-15.21亿元。

### 2. 资产质量与流动性

2015~2017年，公司资产规模波动下降，年均复合下降2.37%，系受证券市场不利行情影响导致公司自营投资规模和客户货币资金减少所致；截至2017年末，公司资产总额435.19亿元，较上年末小幅增长0.94%，主要系信用业务规模增加导致买入返售金融资产增加所致。公司资产以自有资产为主，近三年自有资产占资产总额的比重持续小幅提升，由2015年末的95.50%提升至2017年末的97.58%；截至2017年末，公司自有资产424.66亿元，较上年末小幅增长2.90%。公司自有资产仍以可快速变现资产为主，近三年末，可快速变现资产占自有资产的比重分别为76.37%、72.57%和69.30%。截至2017年末，公司可快速变现资产为294.29亿元，较上年末小幅下降1.73%，系自有货币资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的

金融资产减少所致；可快速变现资产以买入返售金融资产（占比 42.10%）、可快速变现的可供出售金融资产（占比 35.40%）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 12.44%）为主，其余为自有货币资金、自有备付金和融出资金。

表8 公司资产情况（单位：亿元）

项目	2015年	2016年	2017年
<b>自有资产</b>	<b>436.00</b>	<b>412.70</b>	<b>424.66</b>
<b>可快速变现资产</b>	<b>332.99</b>	<b>299.49</b>	<b>294.29</b>
其中：自有货币资金	4.67	19.85	14.09
自有结算备付金	7.82	6.79	4.65
融出资金	13.20	8.79	10.90
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产*	151.64	74.79	36.60
买入返售金融资产	62.96	104.77	123.89
可供出售金融资产*	92.70	84.50	104.17
<b>非自有资产</b>	<b>20.54</b>	<b>18.44</b>	<b>10.53</b>
其中：客户货币资金	17.82	13.94	7.12
客户备付金	2.60	4.71	4.23
<b>资产总额</b>	<b>456.54</b>	<b>431.13</b>	<b>435.19</b>

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

注：本表中可快速变现资产及所含各项目均按剔除信托、理财类投资等不能快速变现资产后的数据列示，带\*标记的项目与财务报表数据存在差异。

2015~2017 年末，公司货币资金年均复合下降 2.89%，系经纪业务交易量下滑、客户资金减少所致。截至 2017 年末，公司货币资金 21.21 亿元，较上年末下降 37.23%，系客户资金减少，以及自有货币资金（2016 年末收到的增资款）随着逐步使用而减少所致；公司自有货币资金 14.09 亿元，较上年末下降 28.99%，其中使用受限的货币资金为 0.37 亿元，主要系子公司国开泰富存放于银行独立专户核算的一般风险准备金存款。

2015~2017 年末，公司融出资金年均复合下降 9.15%，系公司融资融券业务规模随市场整体行情波动所致。截至 2017 年末，公司融出资金账面价值 10.90 亿元，较上年末增长 24.03%，其中期限在 3 个月以内的占比 54.71%，3~6 个月的占比 19.28%，6 个月以上的占比 26.01%；融出资金共计提减值准备 0.02 亿元、计提比例 0.20%；期末担保物公允价值是相应融出资金账面价值的 2.72 倍。

2015~2017 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产逐年大幅下降，年均复合下降 50.28%，主要系公司自营投资规模和合并结构化主体投资规模逐年减少所致。截至 2017 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产账面价值 37.98 亿元，较上年末下降 50.53%；其中债券投资占比 64.72%，股票投资占比 23.42%，基金占比 8.23%，其余为少量资产支持证券和银行理财。

2015~2017 年末，公司买入返售金融资产逐年较快增长，年均复合增长 40.28%，系回购类业务规模增长所致。截至 2017 年末，公司买入返售金融资产 123.89 亿元，较上年末增长 18.25%，系公司股票质押业务规模增长所致；买入返售金融资产标的物以股票为主（占比 66.24%），其余均为债券（主要是金融债券和政府债券）；资产剩余期限在 3 个月以内的占比 41.94%，3~12 个月的占比 39.74%，1 年以上的占比 16.98%；已逾期资产的账面价值共 1.66 亿元，占 1.34%；截至年末公司为买入返售金融资产共计提了 0.60 亿元减值准备，均系对股票质押式回购在综合考虑抵押品公允价值后计提的减值准备，总计提比例 0.48%，计提充足性一般；2017 年末抵押

物公允价值是买入返售金融资产账面价值的 2.09 倍。

2015~2017 年末，公司可供出售金融资产相对稳定，年均复合下降 1.68%。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产账面价值 110.80 亿元，较上年末增长 3.04%，其中债券占比 89.27%、基金占比 4.68%，其他为资管计划、银行理财等；扣除资管计划、理财等无法快速变现的资产后，可快速变现的可供出售金融资产账面价值 104.10 亿元，较上年末增长 23.19%，主要系自营债券投资增加、划付证券公司救市资金部分收回所致；公司对可供出售金融资产计提了 1.50 亿元减值准备，系持有的 1 笔 2016 年已逾期的企业债（投资成本 0.50 亿元，计提减值 0.45 亿元）和 1 笔同一发行人发行但尚未逾期企业债（投资成本 1.16 亿元，计提减值 1.05 亿元），计提较充足。

此外，公司持有较大规模应收款项类投资，2015~2017 年末，应收款项类投资逐年增加，年均复合增长 7.96%。截至 2017 年末，公司应收款项类投资 76.87 亿元，较上年末增长 3.10%，均为公司购买的以国开行信贷资产为标的而发行的资产支持证券产品的次级档，法定到期日集中于 2018~2024 年。

总体看，近三年，公司资产总额和自有资产波动下降，自有资产以可快速变现资产为主，整体资产流动性和质量较好。

### 3. 负债及杠杆水平

2015~2017 年末，公司负债规模持续下降，年均复合减少 10.53%，系近年证券市场行情低迷，以及股东增资后公司债务融资需求减少等原因综合影响，公司负债总额收缩所致；截至 2017 年末负债总额 281.32 亿元，较上年末微幅下降 0.88%。公司负债总额以自有负债为主，自有负债占负债总额比重高且相对稳定，2017 年末为 96.26%，较上年末增加 2.75 个百分点；非自有负债仅为经纪业务产生的少量代理买卖证券款。2015~2017 年末，公司自有负债波动下降，年均复合减少 9.54%；截至 2017 年末，公司自有负债 270.79 亿元，较上年末小幅增长 2.04%，主要系拆入资金和发行债券规模增加所致；近三年，公司综合运用各种融资手段，自有负债结构各年变化较大（参见下表），截至 2017 年末，自有负债中占比较大的项目为拆入资金（占比 14.03%）、卖出回购金融资产款（占比 42.61%）和应付债券（占比 33.23%）。

表 9 公司负债情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
<b>负债总额</b>	<b>351.46</b>	<b>283.82</b>	<b>281.32</b>
<b>自有负债</b>	<b>330.92</b>	<b>265.39</b>	<b>270.79</b>
其中：短期借款	--	16.50	5.00
应付短期融资款	20.00	--	--
拆入资金	15.00	3.00	38.00
卖出回购金融资产款	235.62	125.89	115.37
应付款项	54.92	51.78	11.79
长期借款	--	14.00	5.00
应付债券	--	50.00	89.97
<b>非自有负债</b>	<b>20.54</b>	<b>18.44</b>	<b>10.53</b>
其中：代理买卖证券款	20.54	18.44	10.53
<b>全部债务</b>	<b>270.62</b>	<b>209.38</b>	<b>253.35</b>
其中：短期债务	270.62	145.39	163.37
长期债务	--	64.00	89.97

自有资产负债率	75.90	64.31	63.77
净资本/负债（母公司口径）	45.29	95.16	76.60
净资产/负债（母公司口径）	47.31	72.92	59.13

资料来源：公司财务报告、监管报表，联合评级整理。

2015~2017年末，公司拆入资金波动增长，年均复合增长59.16%。截至2017年末，公司拆入资金38.00亿元，均为向银行拆借的资金。

2015~2017年末，公司卖出回购金融资产款持续减少，年均复合下降30.02%。截至2017年末，公司卖出回购金融资产款为115.37亿元，较上年末下降8.35%；按标的物来看，主要为债券（占比67.50%）、债权收益权（占比12.13%）和资产支持证券收益权（占比20.37%）；按剩余期限来看，均在一年以内，且以1个月以内为主（占比66.98%）。

2015年末，公司无应付债券；2016~2017年末，公司应付债券增长79.96%，系公司发行次级债券、公司债券和收益凭证所致，截至2017年末应付债券余额为89.97亿元，为1只次级债券（50.00亿元）、1只公司债（24.98亿元）和3只收益凭证（合计15.00亿元）。

从债务来看，2015~2017年末，公司全部债务波动下降，年均复合下降3.24%。截至2017年末，公司全部债务规模253.35亿元，较上年末增长21.00%，长短期债务均有所增加；其中短期债务占64.49%、长期债务占35.51%，债务结构以短期为主，较上年末变动不大。从全部债务偿还期分布来看，截至2017年末，公司债务偿还期主要集中在2018年，符合行业业务特点，但需持续加强流动性管理。

表 10 截至 2017 年末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元，%）

到期期限	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及之后	合计
金额	178.37	24.98	--	50.00	178.37
占比	70.41	9.86	--	19.73	70.41

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2015~2017年末，公司自有资产负债率随着自有负债减少和股东增资而逐步回落，分别为75.90%、64.31%和63.77%，杠杆水平处于正常区间。在新净资本监管要求下，截至2017年末，母公司口径的净资本/负债指标为76.60%，净资产/负债指标为59.13%，均较上年末有所下降，但仍优于监管要求。

总体看，近三年，公司负债规模持续下降，整体杠杆水平适中；公司债务主要集中在短期偿还，需对公司流动性管理保持关注。

#### 4. 资本充足性

2015~2017年末，公司所有者权益逐年增加，年均复合增长21.01%，主要系2016年股东增资所致。截至2017年末，公司所有者权益合计153.87亿元，较上年末增长4.46%，系利润滚存所致；其中，归属于母公司所有者权益152.75亿元，少数股东权益1.12亿元。截至2017年末，归属于母公司所有者权益中，实收资本占比62.19%、资本公积占比28.20%、一般风险准备占比5.79%、未分配利润占比3.86%；公司2017年改制时，以2016年末的净资产为基础将未折合股本的部分分别计入了一般风险准备、其他综合收益和资本公积，改制后实收资本和资本公积占比较大，公司所有者权益的稳定性较好。公司2015~2017年均未进行利润分配，利润留存较大，2017年改制时将24.32亿元未分配利润用于转增股本，年末剩余未分配利润大幅

减少至 5.89 亿元。

近三年，公司主要通过股东增资、发行次级债券和利润留存等方式补充净资本，确保了各项风险控制指标持续优于监管预警指标，吸收损失和抵御风险的能力稳步提升。证监会自 2016 年 10 月 1 日起实施新的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，改进了净资本、风险资本准备计算公式，公司对 2015 年末风险控制指标进行了追溯。2015~2017 年末，母公司口径（下同）的净资本和净资产规模逐年增长，年均复合增速分别为 40.59% 和 20.85%，主要系 2016 年引入战略投资者和发行次级证券所致；截至 2017 年末，净资本和净资产规模分别为 198.09 亿元和 152.91 亿元，分别较上年末增长 3.32% 和 4.07%。从主要风控指标来看，公司风险覆盖率指标逐年提升，截至 2017 年末为 288.35%，系净资本增加、各项风险资本准备之和减少所致；资本杠杆率和净资本/净资产指标波动提升；各项风控指标均持续优于各项监管预警标准。

表11 母公司口径风险控制指标（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	监管标准	预警指标
核心净资本	100.22	141.74	148.09	--	--
附属净资本	--	50.00	50.00	--	--
净资本	100.22	191.74	198.09	≥2	≥2.4
净资产	104.70	146.93	152.91	--	--
各项风险资本准备之和	56.62	75.96	68.70	--	--
风险覆盖率	177.00	252.43	288.35	≥100	≥120
资本杠杆率	30.38	39.86	35.60	≥8	≥9.6
净资本/净资产	95.72	130.49	129.55	≥20	≥24

资料来源：公司监管报表，联合评级整理。

注：2016年，证监会修改了《证券公司风险控制指标管理办法》，自2016年10月1日起正式实施；公司对2015年末风险控制指标进行了追溯。

总体看，近年来，随着股东增资和利润留存，公司所有者权益持续增长且保持较强稳定性；主要风险控制指标均优于监管要求，资本充足性较好。

## 5. 盈利能力

近三年，随着证券市场波动发展以及公司经营战略的实施，公司整体经营稳健发展。2015~2017 年，公司营业收入随着证券行业整体波动而逐年下降，年均复合下降 7.05%；2017 年，公司实现营业收入 17.34 亿元，同比下降 1.83%，主要系投资收益减少所致。营业收入中，投资收益为公司最主要收入来源，2015~2017 年投资收益占营业收入的比重分别为 85.06%、101.76% 和 81.14%，公司收入高度依赖投资收益；手续费及佣金净收入是重要的收入来源，2017 年贡献了 47.20% 的营业收入；近三年利息净流出规模持续较大，主要系卖出回购业务支出利息规模大所致；公允价值变动损益 2017 年仍为净损失状态，但损失同比收窄。

表 12 公司盈利能力情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	20.07	17.66	17.34
其中：手续费及佣金净收入	7.23	8.32	8.18
利息净收入	-5.52	-6.22	-3.92
投资收益	17.07	17.97	14.07
公允价值变动损益	1.25	-2.45	-1.03

营业支出	7.17	7.88	6.27
其中：业务及管理费	5.58	5.78	5.78
资产减值损失	0.31	1.53	0.28
营业利润	12.90	9.78	11.07
净利润	9.81	7.51	8.28
营业费用率	27.82	32.71	33.35
薪酬收入比	15.40	19.76	21.57
营业利润率	64.28	55.38	63.85
平均自有资产收益率	2.77	1.77	1.98
平均净资产收益率	9.91	5.95	5.50

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

从营业支出来看，2015~2017年，公司营业支出波动下降，年均复合下降6.50%；2017年，公司营业支出6.27亿元，同比减少20.47%，主要系2016年发生了自营投资所持债券违约、计提资产减值损失1.50亿元，2017年预提资产减值损失减少所致。业务及管理费是营业支出的主要构成，2017年业务及管理费5.78亿元，同比变化不大，业务及管理费占营业支出的比重2017年为92.25%；业务及管理费中，2017年人力成本占比64.67%，同比增加4.27个百分点。公司费用指标逐年上升，2017年营业费用率升至33.35%、薪酬收入比升至21.57%，公司成本控制能力有待加强。

从利润规模来看，公司利润主要由营业利润贡献。2015~2017年，受证券市场波动影响，公司盈利规模波动下降，营业利润年均复合下降7.36%，净利润年均复合下降8.13%。2017年，公司实现营业利润、利润总额和净利润分别为11.07亿元、11.08亿元和8.28亿元，同比分别增长13.18%、12.18%和10.23%，系2017年营业支出减少所致。

从盈利指标来看，因公司业务结构异于同业、易受市场行情波动的经纪业务等占比小的影响，在2015年快速提升的市场行情下，公司盈利能力指标增长远低于同业；但2016年以来行情震荡的情况下，公司业务结构也体现出良好的抗风险性，盈利能力指标波动远优于同业。2015~2017年，公司营业利润率由2015年的64.28%波动下降至2017年的63.85%，但仍属较高水平，利润创造能力强；公司平均自有资产收益率波动下降，分别为2.77%、1.77%和1.98%；公司平均净资产收益率逐年下降，分别为9.91%、5.95%和5.50%。根据中国证券业协会披露的排名数据，公司2015~2016年的平均净资产收益率排名分别为第115位和35位；根据Wind资讯数据，与发行过债券并已披露的60家证券公司相比，公司2017年的平均净资产收益率约在第38名左右，整体行业排名中游。

总体看，公司收入规模趋稳，利润规模稳中有增，收入高度依赖投资收益，未来证券市场和政策环境的变化仍对公司盈利水平影响较大。

## 6. 现金流

从经营活动来看，2015~2017年，公司经营性现金流净额大幅波动，主要系公司通过资产质押进行的融资活动及其偿付全部计入经营活动现金流，回购业务规模随市场行情波动变化较大所致；2017年经营活动现金净流出3.24亿元。

从投资活动来看，2015~2017年，公司投资性现金流净额波动较大，主要系公司为与其控股股东保持会计政策一致，将部分自营业务（可供出售金融资产）全部计入投资活动，导致投资活动波动频繁所致；2017年投资活动现金净流出29.63亿元。

从筹资活动来看，2015~2017年，公司筹资活动频繁，通过股东增资、发行债务融资工具和取得借款等方式保持较大净流入额；2017年筹资活动现金净流入17.67亿元。

表13 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2015年	2016年	2017年
经营性现金流量净额	51.57	-86.48	-3.24
投资性现金流量净额	-58.98	3.82	-29.63
筹资性现金流量净额	19.90	95.00	17.67
现金及现金等价物净增加额	12.49	12.36	-15.21
期末现金及现金等价物余额	32.92	45.27	30.05

资料来源：公司财务报告。

总体看，公司主要业务受市场行情影响较大，近三年经营性现金流和投资性现金流随之波动频繁；考虑到公司融资渠道通畅，筹资能力较强，整体现金流状况处于较好水平。

#### 7. 偿债能力

从资产对负债的保障程度来看，近三年，公司合并口径可快速变现资产/自有负债指标波动提升，2017年为1.09倍；母公司口径的净资产/负债指标2017年为59.13%，较上年有所下降但仍保持良好；资产对负债的覆盖程度较好。

从盈利对债务的保障程度来看，近三年，公司EBITDA指标随盈利规模减少而持续下降，年均复合下降4.78%；2017年，公司EBITDA同比下降0.70%至21.99亿元，其中利润总额占比50.40%、利息支出占比47.39%。2015~2017年，公司EBITDA全部债务比有所波动，2017年为0.09倍，EBITDA对全部债务保障程度低；EBITDA利息倍数波动下降至2017年的2.11倍，EBITDA对利息支出仍能够形成良好保障。

表14 公司偿债能力指标

项目	2015年	2016年	2017年
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.01	1.13	1.09
净资产/负债（母公司口径）（%）	47.31	72.92	59.13
EBITDA（亿元）	24.18	22.14	21.99
EBITDA全部债务比（倍）	0.09	0.11	0.09
EBITDA利息倍数（倍）	2.28	1.88	2.11

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

截至2017年末，公司已获得各家银行各类授信额度622.20亿元，其中尚未使用的额度为549.70亿元，间接融资渠道通畅。

截至2017年末，公司无对外担保；有未决诉讼3起，主要系公司就股票质押违约客户和自营持有债券违约对手方提起的2起诉讼，涉及金额合计约2.80亿元。

根据人民银行征信报告，截至2018年3月23日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司整体偿债压力在合理范围，资产对负债的保护程度较好，盈利对负债的保障程度一般；考虑到公司拥有较强的间接融资能力和雄厚的股东背景，公司整体偿债能力极强。



## 九、本次债券偿债能力分析

### 1. 本次债券发行对公司目前负债的影响

截至2017年末，公司负债总额281.32亿元，自有负债270.79亿元，全部债务253.35亿元，自有资产负债率63.77%。

本次拟发行公司债券规模为25.00亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发行额度尚可。以2017年末财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为25.00亿元，在其他因素不变的情况下，本次债券发行后，公司自有负债规模将较发债前增长9.23%，债务负担将有所增加；发债后自有资产负债率为65.78%，较发债前增加2.01个百分点，债务水平将有所上升，但结合公司所处的证券行业来看，仍将处于合理水平，且债务偿还集中度将有所下降。

总体看，相对于公司目前的债务规模，本次债券发行后，公司债务负担有所增加，但负债水平仍将处于合理水平，债务偿还结构将有所优化。

### 2. 本次债券偿债能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行 25.00 亿元公司债券估算相关指标对本次债券本金的保障倍数（见下表），除经营活动现金流指标波动较大外，其他各项偿付能力指标良好。

表 15 本次债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2017 年
可快速变现资产/本次债券本金	11.77
净资产/本次债券本金（母公司口径）	6.12
EBITDA/本次债券本金	0.88
净利润/本次债券本金	0.33
经营活动现金净流量/本次债券本金	-0.13

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

公司持有较大规模的可快速变现资产，该类资产可对债务形成良好保障；公司 EBITDA 可对本次债券本金形成较好覆盖。考虑到本次发行债券所募集的资金主要用于补充流动资金和置换有息债务，增加的营运资金将用于主营业务相关领域，以支持公司的长期发展及核心竞争力的培育；置换出高成本债务将有助于公司减轻利息支出压力，更好地保障业务开展，未来公司的经营规模和盈利能力有望进一步增强。此外，公司股东背景和实力雄厚，且拥有较通畅的融资渠道，能够为本次债券提供较强的现金流保障。

综合以上分析，并考虑到公司作为全国性综合类证券公司，各项业务良好发展，股东实力强大、对公司支持力度大等因素，联合评级认为公司对本次债券的偿还能力极强。

## 十、综合评价

联合评级对于国开证券的评级反映了公司控股股东国开行具有雄厚实力和丰富资源，能够对公司发展提供有力支持。公司作为全国性综合类证券公司之一，各项业务牌照齐全，经营规模处于行业中上游水平，具有较强综合实力；随着公司持续推动业务转型，公司各项业务实现较好发展，业务结构持续优化，公司债券承销业务和固定收益类证券投资保持较好的竞争优势，资管业务和信用业务增长较快，多元化经营格局持续完善。2016 年 12 月公司引入两家战略投

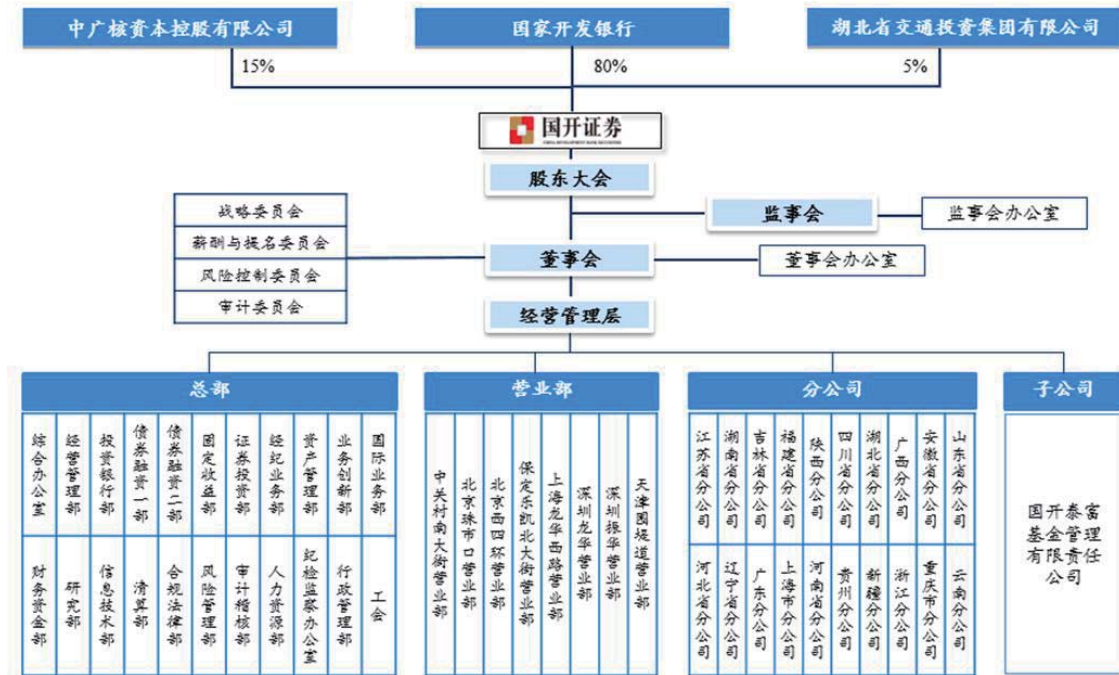
资者，共增资 36.58 亿元；2017 年完成股份制改造，资本实力进一步提升，资本充足性好。

联合评级也关注到，公司主营业务易受经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响；公司短期债务占比较大，需加强流动性管理。

未来随着资本市场的持续发展和公司战略的稳步推进，公司收入结构有望进一步优化；同时，随着国开行在业务资源上持续给予支持，以及公司与新股东的战略合作，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

## 附件 1 国开证券股份有限公司 组织结构图



## 附件 2 国开证券股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	456.54	431.13	435.19
自有资产 (亿元)	436.00	412.70	424.66
可快速变现资产 (亿元)	332.99	299.49	294.29
所有者权益 (亿元)	105.08	147.31	153.87
自有负债 (亿元)	330.92	265.39	270.79
自有资产负债率 (%)	75.90	64.31	63.77
可快速变现资产/自有负债 (倍)	1.01	1.13	1.09
营业收入 (亿元)	20.07	17.66	17.34
净利润 (亿元)	9.81	7.51	8.28
营业利润率 (%)	64.28	55.38	63.85
营业费用率 (%)	27.82	32.71	33.35
薪酬收入比 (%)	15.40	19.76	21.57
平均自有资产收益率 (%)	2.77	1.77	1.98
平均净资产收益率 (%)	9.91	5.95	5.50
净资本 (亿元)	100.22	191.74	198.09
风险覆盖率 (%)	177.00	252.43	288.35
资本杠杆率 (%)	30.38	39.86	35.60
流动性覆盖率 (%)	127.90	1,104.27	570.78
净稳定资金率 (%)	125.48	183.26	194.49
短期债务 (亿元)	270.62	145.39	158.37
长期债务 (亿元)	--	64.00	94.97
全部债务 (亿元)	270.62	209.38	253.35
EBITDA (亿元)	24.18	22.14	21.99
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.28	1.88	2.11
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.11	0.09
EBITDA/本次债券本金 (倍)	0.97	0.89	0.88

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
年均增长率	$[(\text{本期/前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有资产负债率	自有负债/自有资产 $\times 100\%$
营业利润率	营业利润/营业收入 $\times 100\%$
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入 $\times 100\%$
营业费用率	业务及管理费/营业收入 $\times 100\%$
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产 $\times 100\%$
平均净资产收益率	净利润/平均净资产 $\times 100\%$
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益 $\times 100\%$
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+融出资金+买入返售金融资产+可供出售金融资产-客户资金存款-客户备付金-不能快速变现的投资资产

注：全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+卖出回购金融资产

长期债务=长期借款+应付债券

EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表。

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券、次级债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司

### 关于国开证券股份有限公司面向合格投资者 公开发行 2018 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年国开证券股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

国开证券股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。国开证券股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注国开证券股份有限公司的相关状况，如发现国开证券股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如国开证券股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至国开证券股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送国开证券股份有限公司、监管部门等。



仅限评级业务使用  
复印无效



中华人民共和国

# 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司  
业务许可种类：证券市场资信评级  
法定代表人：李信宏



中国证券监督管理委员会(公章)

注册地址：天津滨海新区水上公园北道38号爱偃园公寓508

2017年7月7日

编号：ZPJ005





仅限评级业务使用  
复印无效

# 营业执照

统一社会信用代码(副本) 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司

类型 有限责任公司(法人独资)

住所 天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508

法定代表人 李信宏

注册资本 叁仟万元人民币

成立日期 二00二年五月十日

营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

经营范围 从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关



2017年06月06日

每年1月1日至6月30日 应登录公示系统报送年度报告,逾期列入...  
经营异常名录

# 中国证券业执业证书



姓名：张祎

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：联合信用评级有限公司

编号：R0040216070001

执业注册记录

证书取得日期 2016-07-18

证书有效截止日期 2018-12-31

仅限评级业务使用  
复印无效



2018年03月07日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

# 中国证券业执业证书



姓名: 贾一晗

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040216120001

## 执业注册记录

证书取得日期 2016-12-04

证书有效截止日期 2018-12-31

仅限评级业务使用  
复印无效



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。