



信用等级通知书

信评委函字[2019]G258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拟发行的“东方证券股份有限公司2019年公开发行公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；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
二零一九年四月十日

东方证券股份有限公司 2019 年公开发行公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	东方证券股份有限公司
申请规模	本次债券发行规模为不超过 49 亿元，采用分期发行方式
债券期限	不超过 10 年
债券利率	固定利率债券，票面利率由发行人与主承销商通过市场询价确定
偿还方式	到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付

概况数据

东方证券	2016	2017	2018
资产总额 (亿元)	2,124.11	2,318.60	2,268.70
所有者权益 (亿元)	409.38	535.01	522.72
净资本 (亿元)	338.90	437.32	402.35
营业收入 (亿元)	68.77	105.32	103.03
净利润 (亿元)	24.27	36.03	12.81
EBITDA (亿元)	80.14	104.33	69.68
资产负债率 (%)	76.76	73.69	73.17
摊薄的净资产收益率 (%)	5.72	6.71	2.38
净资本/净资产 (%)	87.96	87.49	83.32
EBITDA 利息倍数 (X)	1.59	1.78	1.28
总债务/EBITDA (X)	16.20	13.69	19.86
风险覆盖率 (%)	221.73	290.25	289.74
资本杠杆率 (%)	16.06	18.89	16.31
流动性覆盖率 (%)	190.68	247.63	290.43
净稳定资金率 (%)	112.44	147.55	151.97
净资本/负债 (%)	27.62	32.90	31.86
净资产/负债 (%)	31.40	37.60	38.24
自营权益类证券及其衍生品/净资本 (%)	51.26	39.97	22.18
自营非权益类证券及其衍生品/净资本 (%)	204.45	189.18	254.41

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

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“东方证券股份有限公司 2019 年公开发行公司债券”信用级别为 AAA，该级别反映了本次债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定东方证券股份有限公司（以下简称“东方证券”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，该级别反映了发行主体东方证券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。中诚信证评肯定了公司综合实力较强、合规经营状况良好，监管评级较高、主动管理能力突出等正面因素对公司信用状况的有力支撑。同时，我们也关注到宏观经济筑底，行业发展承压、行业监管全面趋严、盈利水平有所波动等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 综合实力较强。公司为全牌照综合性券商，各项业务实力均处于市场前列。根据 2017 年证券行业经营业绩排名，其总资产、净资产、净资本均位于行业前十，具有规模优势；其营业收入、净利润、资产管理业务收入分别位于行业第 12 名、第 11 名和第 1 名。
- 合规经营状况良好，监管评级较高。至 2016 年~2018 年，公司监管分类评价分别为 A 类 AA 级、A 类 A 级、A 类 AA 级，其经营合规性受到监管认可。
- 主动管理能力突出。公司资产管理业务起步较早，秉承长期价值投资理念，主动管理型产品规模达 1,971.42 亿元、长期权益类收益水平远高于行业水平，主动管理能力受行业认可。

关 注

- 宏观经济筑底，行业发展承压。目前中国经济仍处于“L”型筑底阶段，房地产调控和金融强监管背景下投资面临下行压力，证券市场信心不

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.cn）公开披露。

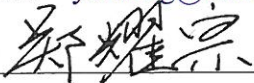
4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

分析师

郑耀宗 yzzheng@ccxr.com.cn



张茹 zhangru@ccxr.com.cn



Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年4月10日



足。2018年以来，资本市场延续降杠杆、去通道、严监管趋势，受A股行情震荡下行，市场流动性下降、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规冲击等因素的影响，证券行业业务发展承压。

- 行业监管全面趋严。近年来，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。
- 盈利水平有所波动。证券行业经纪、自营业务与市场环境相关度较高。近年来公司权益类投资收益波动大，致使公司整体业绩稳定性较弱。

公司概况

东方证券股份有限公司（以下简称“东方证券”或“公司”）前身为东方证券有限责任公司，于 1998 年 2 月 23 日经中国人民银行批准成立，系由申能（集团）有限公司、上海外滩房屋置换有限公司联合上海市财政局及 12 家大型企业集团，通过收购抚顺证券公司，受让上海浦东发展银行、上海城市合作银行（现上海银行）所属 28 家证券经营机构，并增资设立，注册地上海市，注册资本为人民币 10 亿元。2003 年，经中国证监会批准，公司改制并更名为东方证券股份有限公司，同时，由申能（集团）有限公司、上海烟草（集团）公司、文汇新民联合报业集团等 10 家新老股东增资扩股，注册资本增加至 21.40 亿元。2005 年，东方证券托管并以 3,000 多万元收购原北方证券经纪业务及所属 20 家营业部，进一步加强了其营业网点的布局。2007 年和 2011 年，通过股东增资和转增资本的形式，增加注册资本至 42.82 亿元。公司于 2015 年 3 月在上交所上市，完成 A 股发行 10 亿股，注册资本增加至 52.82 亿元。公司于 2016 年 7 月发行境外上市外资股（H 股），在香港联交所主板挂牌上市，于 8 月部分行使超额配售权，共募集 74.14 亿港元。2017 年 12 月，经中国证监会证监许可[2017]1940 号文核准，公司完成非公开发行 A 股股票 778,203,792 股。截至 2018 年末，公司的注册资本增至 69.94 亿元。公司股权较分散，无控股股东和实际控制人。

截至 2018 年末，公司共有证券营业部 153 家，期货营业部 31 家。公司直接控股上海东证期货有限公司（以下简称“东证期货”）、上海东方证券资本投资有限公司（以下简称“东证资本”）、东方金融控股（香港）有限公司（以下简称“东方香港”）、上海东方证券资产管理有限公司（以下简称“东证资管”）、上海东方证券创新投资有限公司（以下简称“东证创投”）和东方花旗证券有限公司（以下简称“东方花旗”），参股汇添富基金管理股份有限公司（以下简称“汇添富基金”）。公司目前拥有全业务牌照，全面拓展经纪、承销、自营、直投、投资咨询、财务顾问、基金、QFII 等多项证券业务。经过多年的发展和积累，公司在资产管理业务、证

券自营投资业务和投资银行等方面取得了较好的发展。

截至 2018 年末，公司总资产 2,268.70 亿元，所有者权益 522.72 亿元，净资产 402.35 亿元。2018 年公司实现营业收入 103.03 亿元，净利润 12.81 亿元，经营活动产生的现金流量净额 57.20 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	东方证券股份有限公司 2019 年公开发行公司债券
申请规模	不超过 49 亿元，分期发行
债券期限	不超过 10 年
债券利率	固定利率债券，票面利率由发行人与主承销商通过市场询价确定
偿还方式	到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付
募集资金用途	扣除发行费用后，拟用于补充公司营运资金，满足公司业务运营需要，调整公司债务结构

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

证券市场概况

证券行业与宏观经济环境高度相关。近年来在外围欧债危机、国内通胀高企和再融资等因素的影响下，上证综指震荡下跌至 2013 年 6 月的 1,849.65 点，为近 4 年来的最低点。2013 年是中国经济深化改革转型升级不断深入的一年，当年全国 GDP 达到 568,845 亿元，同比增长 7.7%。受到国内经济结构调整战略调整，境外经济局势低迷的影响，A 股市场波动较大，而且表现继续分化，截至 2013 年末，上证综指报收 2,115.98 点，同比下跌 6.75%。2014 年，股票指数和两市成交量均大幅增长，其中上证综合指数收于年内新高 3,234.68 点，较 2013 年末上涨 52.87%，深圳成份指数收于年内新高 11,014.62 点，较 2013 年末上涨 35.62%。2015 年上半年，中国资本市场在改革红利不断释放、货币政策定向宽松的宏观背景下，延续了 2014 年第四季度以来的上涨势头，主要股指屡创新高，上证综指从 3,234.68 点上升至 5,178.19 点。但进入六月中旬后，市场在融资盘去杠杆、获利回吐等因素的影响下急促回调，股市出现巨幅震荡。监管层密集出台多项措施

来稳定市场，取得初步成效，年末上证综指有所上升。截至 2015 年 12 月 31 日，上证综指为 3,539.18 点。

进入 2016 年以来，宏观经济下行压力加大，股票市场继续进入震荡下行，从 2016 年前三季度 A 股表现来看，各大指数整体均表现为下跌。但进入 10 月份以后，随着国内各金融机构资产配置压力加大以及国家对于房地产市场的连续政策调控，造成国内无风险收益率持续下滑，导致大量机构资金进入股票市场寻求高收益资产。推动股票市场指数持续上升。截至 2016 年末，上证综指收盘收于 3,103.64 点，较年内最低点 2,638.30 点上涨 17.64%，年初因熔断造成的大幅下跌的影响有所修复。2016 年底，中央经济工作会议定调，要稳中求进、去杠杆，大力发展实体经济，2017 年 A 股出现慢牛格局。2017 年全年，上证指数全年振幅 13.98%，截至 2017 年末，上证综指收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%。2018 年以来，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，上证综指震荡下跌，截至 2018 年末，上证综指收盘于 2,493.90 点，较年初下跌 24.59%。中诚信证评认为，2018 年以来受制于国内外贸易不确定性、金融去杠杆、信用环境收紧等因素的影响，证券行业发展承压。

图 1：2014~2018 年末上证综合指数变化趋势图



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

多层次资本市场体系建设方面，近年来，在大力发展资本市场的政策导向下，针对证券市场和证券公司的深层次改革陆续展开，多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。2016 年以来，IPO 审核提速，截至 2016 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,052 家，总市值下降至 50.82 万亿元。2017 年前三季度，IPO 审核提速，2017 年 10 月新一届发审委履职以来，IPO 审核通过率大幅降低，2017 年 IPO 企业数量创下历史记录。截至 2017 年末，

我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,485 家，总市值下降至 44.93 万亿元。2018 年，IPO 审核趋严，众多企业主动终止审查、放弃 IPO，同时 IPO 审核趋缓，IPO 过会企业数量大幅减少。截至 2018 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,584 家，总市值下降至 43.49 万亿元。与此同时，随着证券市场的发展，证券投资品种日趋多元化，基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展，多层次资本市场体系建设逐步深入。

表 2：2016~2018 年股票市场主要指标

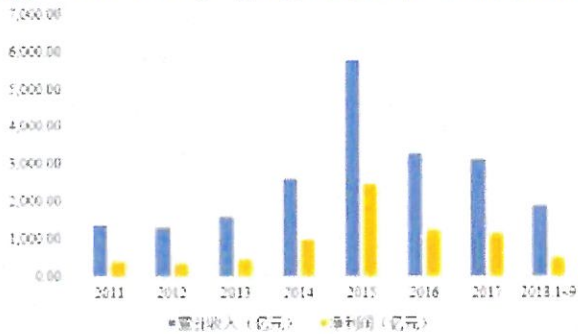
指标	单位：家、万亿元		
	2016	2017	2018
上市公司总数	3,052	3,485	3,584
总市值	50.82	44.93	43.49
总成交额	126.73	111.90	89.76

资料来源：中国证监会，中诚信证评整理

交易量方面，伴随着近几年证券市场的发展，市场交易量呈现一定的波动。2016 年，证券市场整体较为低迷，两市成交额为 126.66 万亿元，较上年大幅减少 50.21%。2017 年全年两市成交额 111.90 万亿元，同比减少 11.65%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，证券市场交易更为低迷，两市成交额 89.76 万亿元，同比减少 19.79%。

从券商业务结构来看，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看，虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势，收入结构得到优化，但从绝对占比看，仍较大程度的依赖于传统的经纪业务，因而整体的经营状况与宏观经济及证券市场景气度息息相关。随着市场景气度的提升，2013~2015 年，全行业证券公司分别实现净利润 440.21 亿元、965.54 亿元和 2,447.63 亿元，总体呈现上升态势。2016 年，证券公司整体经营情况受二级市场行情下滑影响显著，2016 年全行业证券公司实现净利润 1,234.45 亿元。受二级市场成交量及债券承销业务量下滑共同影响，2017 年证券公司实现净利润 1,129.95 亿元，同比减少 8.47%。受经济环境及监管政策影响，证券公司业绩持续承压，2018 年 1~9 月，共实现净利润 496.55 亿元，仅为 2017 年全年净利润的 43.94%。

图 2：2011~2018 年 9 月证券公司营业收入和净利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，将证券公司分为 A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起，证监会每年对证券公司进行分类评价，以确定其风险管理能力和合规管理水平。据 2015 年 7 月证监会披露的分类结果显示，在全行业 119 家证券公司中，剔除 24 家与母公司合并评价的公司外，共有 95 家证券公司参与分类评价，其中 AA 类公司 27 家，A 类公司 37 家，B 类公司 30 家，C 类公司 1 家，无 D 类及 E 类公司，全行业证券公司各项风险控制指标均已达到规定标准，且获得 AA 级和 A 级的券商数量较上年分别增加 7 家和 19 家。但伴随着 2015 年证券行业的快速发展，行业中亦出现了场外配资信息系统违规接入、两融违规操作招来的罚单，以及新三板业务中的违规行为等。为加强行业监管，证监会对多家券商进行立案调查，根据 2016 年度公布的证券公司分类结果，95 家参评券商中，58 家评级下滑、30 家评级持平、仅 7 家评级上升。2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，提出全面风险管理；新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项；提高净资本加分门槛等。在 2017 年分类评价中，有 97 家券商参评，

其中 A 类有 40 家、B 类有 48 家、C 类有 9 家，评级最高的 AA 级有 11 家。在 2018 年 7 月发布的分类评价中，共有 98 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 49 家、C 类有 8 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级有 12 家。2018 年的分类评价结果与 2017 年相比，有 24 家评级上升、24 家评级下滑、48 家评级持平，并首次出现了 D 类评级。

中诚信证评认为，证券公司分类评价体系的进一步完善有望促进证券市场健康稳定发展。同时，2018 年公布的证券公司分类评级结果较 2017 年有所改善，反映了在监管转型和行业发展的双重驱动下，证券公司风险管理能力不断提升。

经纪业务

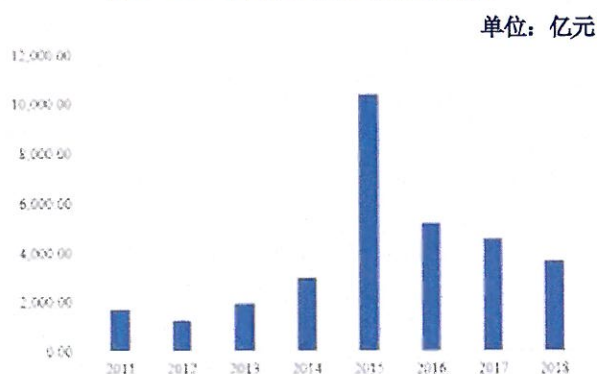
经纪业务作为证券公司的传统业务，一直以来，在证券公司收入中的占比很高。随着 2008 年 5 月券商新设营业部重新开闸，营业部网点扩展限制的放开，证券公司争相新设营业部并升级服务部，抢占经纪业务市场份额。2014 年，证券公司营业部数量达到 7,199 家，较 2013 年增长 1,414 家，其新增营业部多为轻型营业部。截至 2015 年底，我国共有证券公司营业部 8,170 家，较 2014 年增加 13.49%。轻型营业部的扩张态势仍在持续，但增速略有放缓。2016 年，证券公司已经公告获批新设的营业部数达到 723 家。2017 年二季度开始，监管部门收紧对证券营业部新设申请的管理，截至 2017 年末，证券公司营业部合计 10,089 家。受经纪业务不景气影响，券商放缓新设营业部节奏，截至 2018 年末，证券公司营业部合计 10,759 家。

受营业部数量不断增加的影响，证券经纪业务竞争日趋激烈，市场集中度呈现下降趋势。尽管证券业协会于 2010 年 10 月下发了《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》，规范行业佣金的收取，避免恶意拉低佣金率的不正当竞争，但随着证券公司经纪业务的竞争加剧，全国范围内的经纪业务佣金率持续下滑。据统计，2012 年行业平均佣金率继续下滑至 0.078%。2013 年 3 月 25 日，中国证券登记结算有限责任公司发布了《证券账户非现场开户实施暂行办法》，从公布日起，投资者就可选择非现场方式申请开立

证券账户。2014 年佣金率降为 0.066%。2015 年，受互联网冲击和一人多户政策的放开，佣金率进一步降至 0.050%。2016 年，行业平均佣金率进一步下降至 0.040%。2017 年，行业平均佣金率下降至 0.038%，下降幅度趋缓。

2015 年 A 股市场日均成交金额为 10,425 亿元，同比增长 245.74%。由于上半年牛市效应，市场活跃，成交金额的放量式增长对冲了佣金率的下降，所以总体来看，2015 年经纪业务收入仍实现了 156% 的增长。2016 年，证券市场行情在经历年初的急剧下跌后企稳回升，但整体较为低迷，市场交易规模显著收缩，A 股市场日均成交金额为 5,191 亿元，同比减少 50.21%。2017 年 A 股市场绩优蓝筹股表现抢眼，中小盘股表现低迷，市场结构分化明显，2017 年全年 A 股市场日均成交额为 4,586 亿元，同比减少 11.65%。2018 年以来，受中美贸易战、国内经济增速放缓、信用风险频发等内外部因素影响，市场避险情绪增加，成交量进一步低迷。2018 年全年 A 股市场日均成交额为 3,694 亿元，同比减少 19.45%。

图 3：2011 年以来市场日均成交额情况



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

经纪业务发展趋势方面，为提升服务附加价值，开拓盈利增长点，未来国内券商经纪业务的发展趋势是提供投资顾问服务、财富管理服务增值服务等。2011 年《证券投资顾问业务暂行规定》以及 2012 年《证券公司证券营业部信息技术指引》的颁布实施，标志着政策正加速推进证券经纪业务向财富管理职能方向转变。

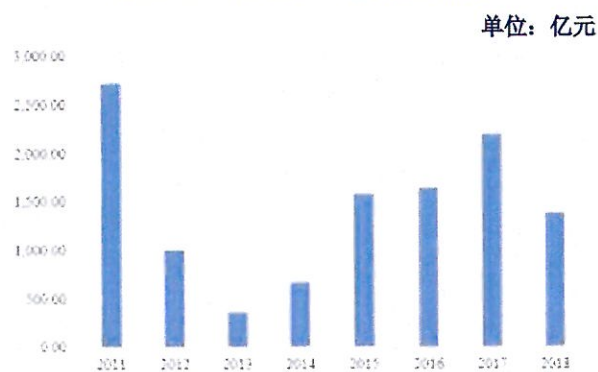
中诚信证评认为，券商经纪业务目前激烈的竞争态势必然推动该业务转型升级，未来随着证券市场环境景气度的提升，经纪业务向财富管理型转型升级

级，券商经纪业务收入亦将有所增长。

投行业务

2009 年 3 月，随着《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》的颁布，创业板正式开启，作为 A 股主板和中小板市场的重要补充，创业板的开启一度为证券公司投行业务的发展打开了新的市场空间。但随着证券市场环境景气度的降低以及估值水平的下滑，国内企业 IPO 数量及融资金额均大幅下滑，券商投行业务规模亦明显缩水，自 2012 年 10 月以来，国内证券市场经历了 A 股历史上时间最长的 IPO 寒冬。直至 2013 年末，纽威阀门等 5 家公司获得新股发行批文后，IPO 市场开始升温好转。2014 年，在新股发行重启及市场回暖的利好因素带动下，A 股市场一共发行了 453 个股权融资项目，同比增加 96.10%；融资金额为 5,206.24 亿元，比 2013 年大幅增长 60.79%。2015 年，IPO 因受二级市场异常波动影响而暂停近 4 个月，但总体而言，A 股一级市场扩容较快。全年 A 股市场一共发行了 1,082 个股权融资项目，同比增加 72.57%；融资金额为 15,350.36 亿元，同比大幅增长 101.02%；其中，IPO 发行 224 家，融资金额 1,578.29 亿元，分别增长 79.20% 和 135.96%。2016 年，A 股共计 227 家上市公司取得批文并成功发行上市，累计募集资金 1,496 亿元，同比略有减少。2017 年全年，沪深两市 IPO 首发家数合计 421 家，首发募集资金 2,186.10 亿元，同比分别增长 69.76% 和 33.82%。2018 年全年，沪深两市 IPO 首发家数合计 103 家，首发募集资金 1,374.88 亿元，同比分别减少 75.53% 和 37.11%。中诚信证评认为，随着科创板的推出，证券公司保荐业务业绩压力或将有所缓解。

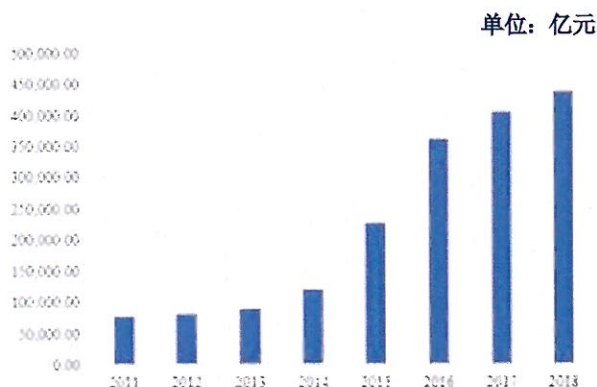
图 4：2011 年以来 IPO 募集资金情况



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

同时，国内资本市场融资品种逐步多元化，有效地平滑了证券公司投行业务的波动。近年来随着 A 股市场融资功能的逐步完善和债券市场的快速发展，上市公司对增发、配股、债务融资需求不断增加，券商投行业务已不再单纯依赖 IPO 业务。2015 年债券融资规模达到 22.75 万亿元，同比增长近一倍。二者的大幅增长为券商贡献了 394 亿元的承销保荐收入，增长了 64%。2016 年我国债券融资规模继续大幅增长，全年债券融资金额达 36.21 万亿元，同比增长 59.17%。2017 年在稳健中性的货币政策、金融监管持续趋严背景下，2017 年债券市场扩容放缓。2017 年全年，新发行债券规模 40.54 万亿元，同比增加 11.95%。2018 年，受去杠杆政策影响，债券市场扩容持续放缓。2018 年全年，新发行债券 43.76 万亿元，同比增长 7.94%。

图 5：2011 年以来债券融资规模



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

从市场集中度来看，虽然目前证券公司投行业务仍处于高度集中的状态，但以中小项目见长的中小券商的投行业务快速发展，大券商主导的市场格局有所弱化。短期内，受 IPO 市场景气度回升及债市扩容影响，投行业务的竞争将更为激烈，但总体来看，历史业绩相对稳定和承销能力相对更强的大中型券商主导的竞争格局短期内难有大的变动。

自营业务

作为证券公司的传统业务之一，近年来直至 2015 年末我国证券公司自营规模持续增长，2015 年 125 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）1,413.54 亿元，同比大幅增长 99.01%。从自营业务投资结构来看，由于前几年股票市场表现不佳，因而券商将资金配置重心逐渐由权益类转向债

券类投资，2014 年以来随着证券场景气度的提升，证券公司自营业务收入规模显著提升。2016 年受资本市场震荡、监管趋严影响，证券公司自营业务规模及收益率显著回落，截至 2016 年末，129 家券商实现证券投资收益（含公允价值变动损益，下同）568.47 亿元，同比下降 59.78%。2017 年，得益于股市结构性牛市行情，证券公司共实现投资收益 860.98 亿元，同比增长 51.46%。2018 年以来，股票市场行情大幅下跌，债券市场迎来结构性牛市，2018 年 1~9 月，证券公司共实现投资收益 526.28 亿元。

为进一步扩大证券公司证券自营业务的投资品种范围，2012 年 11 月，证监会公布《关于修改〈关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定〉的决定》，规定券商自营业务投资范围扩大至全国中小企业股份转让系统挂牌转让的证券、在境内银行间市场交易的证券（由部分扩大到全部）。此外，在新三板、区域性股权交易市场挂牌转让的股票等产品纳入券商自营业务投资范围。

中诚信证评认为，随着自营投资范围的扩大，可应用金融工具的增多以及对资产配置的有效把控，券商自营业务的良好表现有望得到延续，但同时也对券商风险管控能力提出了更高的要求。

资产管理业务

在完成综合治理后，证券公司的资产管理业务在产品的设计、投资策略与操作、营销服务等方面实现了全面转型。目前，证券公司资产管理业务已形成了涵盖集合理财、专项理财、定向理财等产品的多元化产品线。

集合理财产品的发行始于 2005 年，作为资产管理的主要产品，其产品线也扩展到股票型、债券型、货币市场型、混合型以及 FOF 型等多种系列。随着人们财富的积累，对于理财的需求也不断增长，2009 年以后券商集合理财产品规模逐年上升。受益于政府对券商资产管理政策的松绑，截至 2013 年 12 月 31 日，115 家证券公司受托管理资金本金总额为 5.2 万亿元，比 2012 年末的 1.89 万亿元增长了 1.75 倍。2014 年，证券公司托管证券市值 24.86 万亿元，受托管理资金本金总额 7.97 万亿元。2015

年券商受托管理资本金总额为 11.88 万亿元，同比增长 49.06%，增速与去年基本持平，保持较快增长。从收入占比来看，2015 年券商资管业务收入占行业总收入的 4.78%，与 2014 年保持一致，占比仍然较低。截至 2016 年末，129 家证券公司托管证券市值 33.77 万亿元，受托管理资金本金总额 17.82 万亿元，受托规模较 2015 年末继续大幅增长；同期券商资管业务收入占行业总收入的 9.04%，同比亦有较大提高。2016 年以来监管部门明确去杠杆、去通道的监管方向，资管行业迎来统一监管的供给侧改革，券商从事通道业务的成本大幅度上升，2017 年券商资管规模近年来首次负增长。截至 2017 年末，证券公司托管证券市值 40.33 万亿元，受托管理资金本金总额 17.26 万亿元，较上年末减少 3.14%。2018 年，随着券商去通道化进程推进，券商资管规模进一步下降，截至 2018 年末，131 家证券公司托管证券市值 32.62 万亿元，受托管理资金本金总额 14.11 万亿元。

图 6：2013 年以来受托管理资本金规模



资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

信用业务

证券公司信用业务主要包括融资融券业务和股票质押式回购交易业务。融资融券业务于 2010 年正式推出，近年来发展迅速。据中国证券金融股份有限公司（以下简称“证金公司”）统计数据显示，自 2010 年 3 月中国证监会批准国泰君安、国信证券、中信证券、光大证券、海通证券和广发证券六家证券公司作为融资融券业务首批试点证券公司以来，融资买入额占两市成交额的比例不断攀升。融资融券业务在 2014 年表现抢眼，全年共实现收入 446.24 亿元，占券商总收入的比例为 17%，收入

增速高达 141.71%。自 2014 年末融资融券余额迈上 1 万亿元的台阶后，2015 年上半年该项业务继续维持高速增长，两融规模最高突破 2.27 万亿元，其中第二季度单季融资融券日均余额达到了 1.95 万亿元。之后受市场大幅调整影响，两融规模回落至 9,000 亿元，随着市场企稳，年末两融余额达到了 1.17 万亿元，较 2014 年增长了 14.5%。2016 年以来 A 股市场成交量萎缩，沪深两市两融余额有所缩减，年末融资融券余额为 9,392 亿元，同比减少 20.02%。2017 年下半年 A 股市场成交量有所上升，沪深两市两融余额有所增加，年末融资融券余额为 1.03 万亿元，同比增加 9.26%。2018 年以来，股票市场大幅下跌，截至 2018 年末，沪深两市融资融券余额 0.76 万亿元，较上年减少 26.36%。

自 2013 年批准开展以来，证券公司股票质押交易规模显现出高速增长趋势，2014~2016 年末，证券公司股票质押规模存续规模分别为 0.34 万亿元、0.71 万亿元和 1.28 万亿元。2017 年 9 月，证券业协会关于就《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引（征求意见稿）》公开征求意见，同时上交所和深交所对《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）》进行修订并公开征求意见。截至 2017 年末，证券公司股票质押规模存续规模 1.62 万亿元，较上年末增长 26.56%。2017 年以来，《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》及《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》（以下合称“股票质押新规”）于 2018 年 3 月起正式实施，对资金融入方资质、资金用途、质押金额门槛、股票质押集中度、股票质押率上限及证券公司以自有资金参与股票质押业务融资规模作了限制。受国内经济增长放缓及中美贸易战影响，2018 年以来股票市场大幅下跌，部分股票质押率过高，受股票市场行情大跌等因素影响，质押股票平仓风险迅速暴露。

图 7：2011 年来证券公司信用业务规模



创新业务

私募基金管理业务方面，为规范证券公司私募基金投资基金子公司的行为，有效控制风险，中国证券业协会于 2017 年 1 月颁布《证券公司私募投资基金子公司管理规范》，对证券公司私募基金子公司的设立、业务规则、内部控制等予以规范。

证券行业关注

股票质押业务承压

2017 年，股票质押业务规模大幅增长，相应的券商股票质押业务利息收入增长；另一方面，在结构性行情中，个股的风险有所暴露。2017 年，乐视、皇氏集团等多家上市公司股票质押违约。2018 年，股市持续下跌，股票质押违约更为频繁，股票质押业务形势更为严峻。中国证券业协会发布的《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，意在规范股票质押市场、控制质押比例和质押率，加强风险控制。

通道业务受限，券商资管业务面临转型压力

受益于过去监管层对金融创新的大力支持，通道型业务迎来最佳发展机遇，券商资管业务规模迅速增长。近期，监管机构强调不得从事让渡管理责任的通道业务，2018 年 3 月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式通过，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。未来，通道业务的发展受到限制，券商资管业务规模收缩短期阵痛不可避免，中长期将倒逼通道业务向主动管理转型，对券商的投资能力、产品设计能力等带来较大的挑战。

合规经营压力持续增加

2017 年证券行业延续全面监管、从严监管，重罚各种违法违规行为，强化证券期货基金经营机构合规风控和流动性管理，发布投行、股权质押和资管新规等监管政策。预计对券商监管仍将全面从严，资质较差的券商将面临更大的经营压力。

2017 年 7 月，国务院金融稳定发展委员会成立，统筹和协调金融改革发展与监管，一行三会保持高压监管态势，证监会、银监会相继开出史上最大罚单，2017 年证监会作出行政处罚决定超 200 件，罚没款金额超 70 亿元。监管部门预计将保持高压监管态势。

2017 年，IPO 发行常态化，新一届发审委履职以来，审核更加严格，IPO 过会率大幅降低。同时，在金融强监管的背景下，近期针对资管行业、股票质押业务、委贷业务的新政也密集出台，主要在于抑制多层嵌套和通道业务，限制委贷业务，提高股票质押业务要求。

总体看来，在防控金融风险和守住不发生系统性金融风险的监管要求下，券商的合规经营压力将持续增加。

行业竞争加剧，业内整合加快

受市场环境及监管趋严等因素影响，近年来证券行业营业收入和净利润呈下降趋势，行业竞争日趋激烈。随着业务资格普及，证券公司牌照红利逐渐弱化，大型综合类证券公司在业务布局、渠道建设、风控能力等方面拥有较大优势，市场集中度呈上升趋势。未来，中小型证券公司竞争将更为激烈，推动证券行业加快整合。

总体来看，证券行业竞争将更为激烈，大型证券公司优势将进一步扩大，证券行业整合速度将有所提升。

表 3：近年来证券业主要行业政策

时间	文件	说明
2015 年 1 月	《公司债券发行与交易管理办法》	扩大发行主体范围至所有公司制法人，同时全面建立非公开发行制度，增加债权交易场所，简化发行审核流程，加强市场监管等。
2015 年 5 月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》	规范证券公司、基金管理公司子公司等相关主体开展资产证券化业务，保障投资者的合法权益。
2015 年 5 月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》	规范和指导资产证券化业务的尽职调查工作，提高尽职调查工作质量。
2015 年 7 月	《香港互认基金管理暂行规定》	规范香港互认基金在内地（指中华人民共和国的全部关税领土）的注册、销售、信息披露等活动。
2016 年 10 月	《证券公司风险控制指标管理办法》	建立以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系。
2017 年 1 月	《证券公司私募投资基金子公司管理规范》	规范证券公司私募投资基金子公司行为，有效控制风险。
2017 年 6 月 (2017 年 10 月执行)	《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》	明晰董事会、监事会、高级管理人员、合规负责人等各方职责，提高合规履职保障，加大违法违规追责力度等措施，切实提升公司合规管理有效性，不断增强公司自我约束能力，促进行业持续健康发展。
2017 年 7 月	《关于修改〈证券公司分类监管规定〉》	促进证券公司提升全面风险管理能力，鼓励证券公司做优做强主营业务。
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）》	确立资管产品的分类标准，降低影子银行风险，减少流动性风险，打破刚性兑付，控制资管产品的杠杆水平，抑制多层嵌套和通道业务，切实加强监管协调，合理设置过渡期。
2017 年 12 月	《规范债券市场参与者债券交易业务的通知（银发[2017]302 号文）》	督促各类市场参与者加强内部控制与风险管理，健全债券交易相关的各项内控制度，规范债券交易行为，并将自身杠杆操作控制在合理水平。
2018 年 1 月	《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》	加强证券公司尽职调查要求；加强对融出资金监控；细化风控指标要求。此规定于 2018 年 3 月 12 日实施。
2018 年 3 月	《证券公司股权管理规定》（征求意见稿）	第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股，股东在股权锁定期内不得质押所持证券公司相关股权。
2018 年 4 月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	廓清资管行业和资管产品本质，并对刚兑和资金池概念进行界定，为后续资管行业规范设立标准，主要对阻断监管嵌套、打破刚兑、非标处置等方面做出规定，过渡期延长至 2020 年底。
2018 年 5 月	《外商投资证券公司管理办法》	加强和完善对外商投资证券公司的监督管理，明确外商投资证券公司的设立条件和程序。
2018 年 9 月	《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构经营机构管理办法》	规范证券公司、证券投资基金管理公司在境外设立、收购子公司或者参股经营机构的行为。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

竞争实力

综合实力较强

作为国内综合型券商，公司业务资质齐全。公司旗下有 5 家一级全资子公司、1 家一级控股子公司、1 家联营公司，业务范围覆盖经纪、自营、投行、资管、期货、基金等，已经成为一家具有规模的综合性金融控股集团。

公司经营业绩较好，主要财务指标居同业前 20 位，在中国证券业协会公布的 2017 年度证券公司的业绩排名中，公司总资产、净资产和净资本均位列第 9 名。2016~2018 年公司分别获得 A 类 AA 级、A 类 A 级、A 类 AA 级的评级，整体经营业绩和风险控制能力获得监管部门的较高认可。

表 4：2015~2017 年公司财务指标和业务排名

	2015	2016	2017
总资产排名	10	9	9
净资产排名	11	12	9
净资本排名	11	12	9
营业收入排名	13	18	12
净利润排名	11	14	11
客户资产管理业务收入	5*	7	1
投行业务收入	21*	13	12

注：标“*”数据为净收入口径

资料来源：证券业协会网站，中诚信证评整理

良好的投资管理能力

公司通过东证资管和汇添富基金分别开展资产管理和基金管理业务。东证资管和汇添富基金在各自的行业中均具有较强竞争力和良好的行业评

价。

公司全资子公司东证资管是中国第一家券商系资产管理公司，提供全方位的资产管理产品和服务，其长期业绩表现优异，主动管理规模占比很高，截至 2018 年末，公司主动管理规模达 1,971.42 亿元，主动管理能力受行业认可。

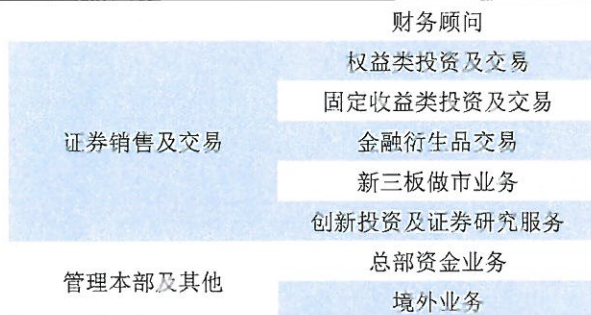
公司系汇添富基金的第一大股东，汇添富基金拥有中国证券业可开展基金管理业务的全牌照，产品类型较为丰富，其投资能力受行业认可。2018 年，汇添富基金剔除货币基金及短期理财债基后的规模人民币 1,738.78 亿元，位居行业第八。

业务运营

作为综合性券商，公司业务种类齐全，主要业务包括证券销售及交易、投资管理、经纪及证券金融和投资银行等业务。2017 年，公司投资管理能力优势显现，同时结构性行情下证券销售及交易收入增长，整体营业收入较 2016 年大幅提振。2018 年，证券销售及交易表现不佳，虽然期货子公司现货贸易业务收入大幅增长，但公司整体收入规模仍有所回落。2016~2018 年，公司营业收入分别为 68.77 亿元、105.32 亿元和 103.03 亿元。2018 年受证券二级市场行情的下跌影响，公司自营交易出现亏损，当年公司经纪及证券金融、投资管理、投资银行和证券销售及交易收入分别为 75.88 亿元、38.59 亿元、11.59 亿元和 -2.62 亿元，占营业收入的比例分别为 70.16%、35.69%、10.71%和 -2.54%，同比分别增长 65.50%、增长 36.81%、减少 23.77%和减少 106.59%。

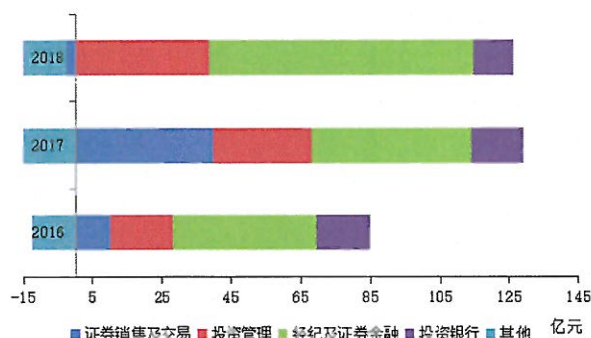
表 5：公司各业务板块对应的主要产品和服务

主营业务板块	对应产品和服务
经纪及证券金融	证券经纪业务
	期货经纪业务
	融资融券
	股票质押回购
	约定回购
投资管理	证券资产管理计划
	券商公募证券投资基金产品
	直接投资
投资银行	股票承销与保荐服务
	债券承销业务



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

图 8：2016~2018 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经纪及证券金融业务

经纪及证券金融业务是公司目前最主要的收入来源，主要包括经纪业务、融资融券、股票质押式回购等业务。2016~2018 年，公司经纪及证券金融业务收入分别为 41.54 亿元、45.85 亿元和 75.88 亿元，在营业收入中占比为 57.30%、42.6%和 70.16%。

网点建设方面，为持续推进传统经纪业务向财富管理转型，公司以客户为中心，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。为加强营业部的竞争力，公司开展了展业人员一站式服务计划并大力推进财富顾问队伍建设和营销投顾一体化制度的落实。截至 2018 年末，公司共有营业网点 153 家；其中，公司有 46 家网点分布在上海地区，区域内具有一定的地缘优势。2018 年公司获准增设 15 家分支机构，未来随着网点的铺设，公司综合金融服务能力将进一步提升。

互联网金融方面，公司持续优化互联网统一门户，实现资讯、行情、交易、理财等多个板块的综合服务，以用户投资行为周期为主线，设计开发了

一系列具有智能化特征的服务功能，初步构建了人工智能投资服务体系，实现用金融科技手段扩大用户服务覆盖面，提升用户服务效率。截至 2018 年末，公司在互联网及手机平台拥有活跃经纪客户 41 万余人，股基交易额 20,016.31 亿元。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 95.49%，线上新增开户数占同期全部开户数 95.54%；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 74.92%。

围绕业务转型、提升核心竞争力，公司提升交易执行服务的专业度和附加值，积极服务国有及地方控股平台、私募股权投资基金、上市公司、集团战略客户等机构及企业客户，发挥公司全业务链优势，拓展业务广度和深度，增强客户粘性，提升客户信任度和满意度，提升综合金融服务能力。2018 年，公司大力开拓私募业务，主经纪商业务成功落地 116 只产品，新引入管理人 55 家；推进公司内其他业务的承揽，增强非通道业务收入；加强与基金公司、各类资管公司、私募基金管理人的合作，拓展种子基金培育业务。

公司发挥资产端和客户端优势，以大类资产配置为方向，通过深入尽调和甄选优秀管理人，强化产品营销培训，强调产品多元化和丰富化，建立不同风险收益水平产品线，推进财富管理业务升级转型。2018 年公司代销金融产品收入行业排名第 11 位，达到历史最好水平。

表 6：2017~2018 年公司代销产品情况

证券种类	单位：亿元	
	2017	2018
公募基金	1,103.80	1,004.29
券商集合理财产品	51.50	9.00
信托计划	1.68	11.34
私募基金产品	12.93	5.78
其他金融产品	213.42	177.94
合计	1,383.31	1,208.35

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年，公司代理买卖证券业务净收入市占率 1.54%，行业排名第 20 位。截至 2018 年末，公司经纪业务客户 147.43 万户，托管资产总额 4,459.64 亿元；其中，高净值客户 8,109 户，包含机构客户

4,937 户，期末机构客户托管资产总额 3,439.74 亿元，占公司经纪业务客户资产总额的 77.13%。2018 年，公司实现证券经纪业务收入 13.75 亿元，同比减少 12.68%。

期货经纪业务方面，公司主要期货业务运作平台东证期货成立于 1995 年，当前注册资本 23 亿元，是上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所会员及中国金融期货交易所全面结算会员，为客户提供商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等服务。截至 2018 年末，东证期货共设有 31 家营业部，其中 2018 年新设 8 家。2018 年东证期货完成代理买卖成交量 263.36 百万手，成交金额 17.50 万亿元，其中商品期货（含商品期权）成交金额 15.89 万亿元，金融期货 1.61 万亿元。2018 年东证期货实现营业收入 43.39 亿元，同比大幅增长 375.77%，其中大部分收入为毛利率较低的现货贸易业务，全年实现净利润 1.11 亿元，利润贡献度仍较为有限。

信用业务方面，公司于 2010 年开展融资融券业务。随着参与融资融券业务的投资者持续增加，公司融资融券业务规模显现，业务模式逐渐成熟。公司融资融券业务采取“集中化”的管理模式，对业务实行集中统一管理，业务决策和主要管理职责由融资融券业务总部承担。近年来，在去杠杆、严监管、再融资新规及减持新规相继出台的背景下，公司及时调整业务策略，提出了“稳规模、控风险、清资产”的经营理念，通过调整组织架构、审慎评估项目风险、加强投后管理、妥善处理风险事件等方式，融资融券业务保持稳定发展。截至 2018 年末，公司融资融券余额 97.46 亿元，较年初下降 23.01%，市场占有率为 1.29%，较年初上升 0.06 个百分点；公司全年实现融出资金利息收入 8.95 亿元，较上年增长 4.81%。

公司于 2013 年 7 月获得上交所和深交所股票质押式回购业务资格。2018 年，全市场股票质押违约事件频频发生，业务风险加剧，公司主动顺应市场变化，以“控规模、调结构、清风险”为思路，严格落实股票质押新规的监管要求，主动排查业务风险、控制股票质押规模、提高风控要求；一方面，完善项目准入体系，强化审核、尽调、审批机制，

保证新增项目质量；另一方面，优化存量项目管理机制，密切跟踪项目动态、加强贷后跟踪，采用多种途径积极化解项目风险。受公司主动控制规模以及市场景气度下降影响，截至 2018 年末，公司股票质押业务余额 255.89 亿元，较年初下降 23.25%，未决诉讼中涉及股票质押业务的诉讼本金合计约 13 亿元，年末买入返售资产减值准备余额 8.34 亿元。

总体来看，公司营业网点已完成全国性布局，其中在上海地区有较强基础。经纪业务与市场景气度、市场交易活跃度关联较大，公司通过提供综合性服务来拓展经纪业务的收入来源，经纪业务收入处于行业较优水平。信用业务方面，近年来，行业信用业务风险有所暴露，公司适时压缩信用业务的规模，以保障资产的安全性。

证券销售及交易

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。近年来证券市场资产价格大幅震荡，导致公司投资收益波动性较大。2016~2018年，公司证券销售及交易业务分别实现营业收入 10.06 亿元、39.71 亿元和 -2.62 亿元，占营业收入比例分别为 13.88%、36.96%和 -2.54%。

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。近年来公司证券投资业务规模持续增加，2016~2018年末，公司自营业务投资规模分别为 554.82 亿元、749.52 亿元和 859.51 亿元，其中债券投资规模在投资组合中的占比维持在 70% 以上。2018 年由于股票价格大幅下跌，公司大幅缩减股票投资规模，公司股票自营规模下降至 34.52 亿元，占年末投资组合的 4.02%。

表7：2016~2018年末公司投资组合规模情况

单位：亿元			
类别	2016	2017	2018
股票自营	79.14	119.12	34.52
基金自营	27.44	41.74	30.41
债券自营	405.30	565.94	775.91
其他	42.94	22.73	18.67
合计	554.82	749.52	859.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司权益类自营业务秉承价值投资理念，在 A 股市场深入开展传统行业和个股研究。2016 年股市下跌后震荡，公司适时调整仓位，控制风险，权益类投资收益位于行业前列；2017 年，股票市场呈现低位震荡，公司加大优质白马股和港股的配置比例，投资收益保持在行业前列，股票、基金投资规模分别增长至 119.12 亿元和 41.74 亿元；2018 年股票市场持续下跌，尽管公司对投资规模加以控制、调整策略，仍然出现了较大亏损。未来公司将更加谨慎地开展投资工作，在严控风险的基础上，精选优质投资标的；做好资产全球配置工作，减少单一市场风险；开发更多的投资策略，丰富收益来源。

为平抑股票市场波动风险，增加收益的稳定性，公司加大了固定收益产品的投资比重，近三年债券类投资规模快速增长。2016~2018 年末，公司债券类投资规模分别为 405.30 亿元、565.94 亿元和 775.91 亿元。在 2017 年信用风险不断暴露的情况下，公司适当减少了信用债券持仓比例，提高资金稳定性，降低信用风险。2018 年债券市场重回牛市，公司扩大债券投资规模并调整持仓结构，投资标的以 AAA 信用债和利率债为主，其中违约债券规模约 0.5 亿元，已全额计提减值损失。2018 年，公司在银行间市场现券交易量同比增长 15%，在债券交割总量同比增长 12%，均名列证券公司前列。

2018 年公司积极丰富收入来源，开展包括股票大宗交易、场外衍生品为代表的销售交易业务和以期权做市、基金做市、场内量化投资为代表的金融衍生品业务，获得上交所 50ETF 期权主做市商资格、上交所基金主做市商资格、商品期货做市商等资格。此外，公司稳步推进 FICC 业务创新转型，快速发展大宗商品业务，持续扩大产品规模，继续积极筹备外汇业务。

新三板做市方面，2018 年，新三板做市指数累计下跌 27.65%。公司加强对存量股票的投后管理，优化股票投资组合。截至 2018 年末，公司投资新三板挂牌公司 118 家，其中 59 家进入创新层，持仓市值占公司持仓总市值 41.28%。公司为 70 家新三板企业提供做市服务，做市业务余额人民币 17.16 亿元。

创新投资方面，公司通过全资子公司东证创投开展另类投资业务。东证创投重点关注行业包括生

物医药、高端制造和教育领域；随着科创版的设立，亦积极寻找合适投资标的开展股权投资业务。2018年东证创投新增特殊资产项目19个，新投入资金12.46亿元。截至2018年末，东证创投存续项目74个，存续投资规模人民币28.46亿元。2018年，东证创投实现营业收入2.18亿元，实现净利润1.03亿元。

证券研究方面，公司证券研究业务主要服务于机构客户，努力提升市场占有率水平。截至2018年末，公司证券研究业务共有研究岗位人员78人，具备分析师资格56人，具备投顾资格21人，全年共发布各类研究报告2,244篇。2018年，公司研究所实现佣金收入2.66亿元；其中，公募佣金（含专户、社保、年金席位）收入人民币2.48亿元，市场占有率为2.87%，较上年增长0.06个百分点。

总体来看，证券销售及交易业务收入波动性偏高，虽然投资组合中债券投资占比较高，但权益投资的波动性仍然使公司投资组合的收益面临很大不确定性。2018年权益投资表现不佳，公司整体自营收益大幅下滑。未来，公司需制定更为严格的风控措施，通过优化风险偏好、加强风控措施等方式，减小收益波动性。

投资银行业务

公司投资银行业务主要包括证券承销与保荐业务，企业债、国债和金融债等承销业务，企业改制重组及兼并收购等财务顾问业务等业务。公司主要通过持股66.67%的子公司东方花旗及固定收益业务总部从事投资银行业务。2016~2018年公司投行业务收入分别为15.59亿元、15.20亿元和11.59亿元，占营业收入的比例分别为21.50%、14.14%和10.71%。

表8：2016~2018年公司承销业务

	单位：家、亿元		
	2016	2017	2018
股票主承销家数	22	16	8
股票主承销金额	187.72	234.67	71.25
债券主承销家数	67	102	88
债券主承销金额	897.89	957.11	950.72

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

股票承销和保荐方面，公司是国内最早从事投资银行业务的证券公司之一。2016年公司在巩固传

统行业客户优势基础上，把握大型国企客户新一轮国企改革业务机会，更加关注民营企业及外资企业等客户群体，提高新兴行业和有成长潜力的中小企业客户的开拓力，建立更为丰富的客户群。2016年股权承销业务较2015年明显增长。2017年，在IPO提速大背景下，公司IPO业务发行量增长；同时，再融资市场萎缩，公司再融资发行次数明显下降，但融资业务规模依然增长。2018年，股权一级市场融资速度较往年放缓，新股发行延续从严审核基调，IPO上市大幅放缓，定向增发发行规模骤减，转债募资逆势增长。2018年8月，东方花旗收到中国证监会《调查通知书》（粤证调查通字180138号）。因东方花旗在担任广东广州日报传媒股份有限公司（以下简称“粤传媒”）财务顾问期间涉嫌违反证券法律法规，中国证监会决定对东方花旗立案调查。上述事项导致东方花旗2018年部分项目延迟申报。公司投行业务报送证监会项目实现了较高的通过率，2018年上会6家并全部过会。2018年全年公司完成IPO3家，行业排名第11位，募集资金18.84亿元，较上年下降52.79%，再融资发行次数5次，募集资金52.41亿元，较上年下降73.09%。

表9：2016~2018年公司股票承销和保荐情况

		单位：次、亿元		
	项目	2016	2017	2018
IPO	主承销次数	7	9	3
	主承销金额	23.49	39.91	18.84
再融资	主承销次数	15	7	5
	主承销金额	164.24	194.75	52.41
合计	主承销次数	22	16	8
	主承销金额	187.72	234.67	71.25

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

债券承销业务方面，公司债券承销品种包括公司债、企业债、金融债、资产支持证券和非金融企业债务融资工具。2017年公司在金融债、非金融企业债务融资工具承销业务实现突破，承销次数及成效金额均大幅增长。2018年，债券市场情绪逐渐回暖，但结构化趋势仍在，利率债和高等级信用债市场环境良好，整体信用债发行量相比2017年明显恢复。面对较好的市场环境，公司继续保持利率债承销优势，记账式国债、国开债、农发债承销量位居同行业前列；公司积极参与地方债承销，承销量在

银行间市场、上交所以及深交所均排名前列。2018年，公司债券承销业务主承销金额达950.72亿元，其中，东方花旗完成债券主承销项目46个，主承销金额677.98亿元，主承销金额行业排名第20位。

表10：2017~2018年公司债券承销业务情况

项目	2017		2018	
	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	302.80	28	317.86	22
企业债券	157.65	19	79.00	8
金融债	266.24	28	223.30	20
资产支持证券	116.12	8	153.62	6
非金融企业债务融资工具	114.30	19	176.94	32
合计	957.11	102	950.72	88

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司财务顾问业务主要包括企业改制上市、并购重组、资产管理、投融资、以资产证券化为核心的结构性融资等相关财务顾问及常年财务顾问。2016年和2017年东方花旗分别完成并购重组11家和6家，交易金额分别为372.00亿元和192.28亿元。2018年，公司财务顾问业务表现优异，担任独立财务顾问的上市公司重大资产重组项目2家，规模总额为540.25亿元，其中参与“一带一路”沿线国内企业在中东欧地区进行的最大规模的跨境并购项目，重组规模为522.12亿元。

另外，东方花旗财务顾问业务实现新三板成功挂牌2家，挂牌累计股数12,205.88万股；定向发行5家，定向发行累计金额9.97亿元，新三板申请在审股票发行项目2家。

根据公司公告，公司于2018年12月16日收到花旗环球金融亚洲有限公司（以下简称“花旗亚洲”）《无意延长合资期限的通知》。根据该通知，按照公司与花旗亚洲于2011年6月1日签订的股东协议之规定，花旗亚洲希望不再延长东方花旗的合资期限，将其持有的东方花旗全部33.33%股权，以东方花旗2018年12月31日经审计净资产值乘以其出资比例的价格转让给公司。该股权转让可能导致东方花旗管理架构的变动，其业务连续性有待观察。

总体来看，近年来公司投行收入持续下降。2018年受市场环境和监管处罚影响，股票承销业务放缓，但仍保持高过会率；债券承销及财务顾问业

务延续了在金融债品种的优势，整体承销规模较稳定。另外，未来由于东方花旗股权变动，其业务连续性有待观察。

投资管理

公司的投资管理业务主要为客户提供资产管理计划、券商公募证券投资基金产品及私募股权投资业务。2016~2018年，投资管理业务分别实现营业收入17.86亿元、28.21亿元和38.59亿元，在营业收入中的占比分别为24.64%、26.25%和35.69%。

资产管理方面，公司是业内首批获得资产管理资格并从事该业务的证券公司。2010年7月，公司成立了东证资管，专门负责经营公司的资产管理业务，成为业内首家成立资产管理子公司的证券公司。2013年9月公司首家获批开展公募基金业务。东证资管产品丰富，包含大集合产品、小集合产品、资产证券化等产品，综合管理能力获得市场广泛认可。

公司拥有一支稳定、高效的资产管理团队，该管理团队由100余名各类专业人员组成，其中投资研究团队超过40人，包括在证券市场多年的资深投资专家。经历了证券市场多次波动震荡的考验，公司的资产管理团队已积累了丰富的投资经验和风险管理经验。

受托管理规模方面，公司是业内最早从事资产管理业务的公司，具有一定先发优势，同时凭借良好的投资业绩及领先的产品设计能力，建立了较高的品牌知名度。随着资管行业预期收益型产品向净值型产品转型以及大集合产品的转型，公司集合和定向管理规模有所下降，券商公募基金管理规模持续增长。截至2018年末，公司受托管理资金规模2,001.44亿元，较上年末减少6.66%，其中集合资产管理业务、定向资产管理业务、专项资产管理业务和券商公募基金规模分别为424.06亿元、592.58亿元、128.40亿元和856.40亿元，分别同比减少17.73%、减少21.47%、增加6.52%和增加13.68%。

表11：2016~2018年公司资产管理业务规模

单位：亿元

	2016	2017	2018
集合资产管理业务	292.02	515.44	424.06
定向资产管理业务	779.10	754.60	592.58
专项资产管理业务	107.23	120.54	128.40
券商公募基金	362.73	753.33	856.40
合计	1,541.08	2,143.92	2,001.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

东证资管长期以来坚持主动管理道路，经过多年的积累和实践，其主动管理能力在行业中处于领先地位，市场认可度很高。在资管行业转型的背景下，东证资管的主动管理优势更为突出。截至2018年末，公司主动管理资产规模为1,971.41亿元，在受托资产管理规模中的占比高达98.50%，处于行业领先地位。自2005年成立以来，东证资管主动管理权益类产品的平均年化回报率18.89%，远高于行业平均水平。

表12：2017~2018年公司资产管理分类规模

单位：亿元、%

	2017		2018	
	管理规模	占比	管理规模	占比
主动管理产品	2,101.46	98.02	1,971.41	98.50
非主动管理产品	42.46	1.98	30.02	1.50
合计	2,143.91	100.00	2,001.44	100.00

资料来源：公司提供，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基金管理业务。汇添富基金于2016年成功获得基本养老保险基金投资管理人资格，其旗下股票类基金最近5年主动投资管理收益率为72.06%，在公募管理规模（不含货币基金及短期理财债基）前十大基金公司中排名第一。汇添富基金管理公募基金规模人民币4,628.74亿元，较年初增长43.22%，剔除货币基金及短期理财债基后的规模人民币1,738.78亿元，位居行业第八，其中主动权益类管理规模人民币747.30亿元，位居行业第一。

私募股权投资管理业务方面，公司主要通过全资子公司东证资本从事私募股权投资管理业务，主要覆盖股权投资、并购重组、跨境投资和与股权投资相关的财务顾问等多种类型，投资行业涉及大消费、大健康、大娱乐、大金融、高端装备制造等行业。近年来，东证资本投资项目中纵横通信、春秋

电子、华宝香精等实现上市。截至2018年末，东证资本管理基金46只，管理规模人民币239.25亿元。东证资本及其管理的基金累计投资项目128个，累计投资金额人民币224.40亿元，其中共有25个项目实现退出；存续在投项目总计103个，涉及投资金额人民币113.58亿元和9,755万美元；另有储备项目8个。

总体来看，公司资产管理业务在行业内率先起步，经过多年的发展，积累了较为明显的优势。在资产管理行业“去通道”过程中，东证资管主动管理能力优势凸显；其券商公募基金规模的增长带动投资管理板块收入大幅上升。参股公司汇添富基金专业化程度较高，具有一定的规模和主动管理能力优势。近年来，投资管理对收入的贡献稳步上升，成为公司重要的业务领域。

海外业务

2010年9月，公司全资设立东方香港，当前注册资本21亿港元。东方香港通过四家全资子公司持有证券、咨询、期货和资产管理四项业务牌照，开展证券交易、融资业务、证券承销、资产管理等业务。目前东方香港为管理机构，业务由各子公司负责开展。截至2018年末，东方香港总资产180.41亿港元，净资产13.81亿港元。2018年，美元持续加息、美债收益率上行导致东方香港权益类自营业务、固定收益业务出现业绩波动；同事由于东方香港主动调控信贷业务，提升风险评估和业务合规要求，缩减其信贷业务规模，其利息收入也相应有所减少。2018年东方香港实现营业收入-2.05亿港元，净亏损4.16亿港元。

风险管理

风险管理架构

公司致力于构筑严密有效的风险管理“三道防线”。通过建立各业务部门、各分支机构、各子公司重要一线岗位的双人、双职、双责及岗位分离制衡机制，形成第一道防线；风险管理职能部门协助、指导和检查各部门、分支机构及子公司的风险管理工作，其他相关职能部门对各自职责范围内的合规与风险管理事项进行检查和督导，通过相关部门及

相关岗位的相互制衡、监督，形成第二道防线；风险监督管理部门对各业务及职能部门风险管理工作实施有效的监督，形成第三道防线。

公司按照《证券公司全面风险管理规范》的要求，结合自身的运营需求，建立五个层次的风险管理架构，其中包括：董事会；经营管理层；首席风险官及合规总监；风险管理各职能部门；及各业务部门、分支机构及子公司的风险管理职能。

市场风险管理

市场风险是指公司持有的组合因市场的不利变动而导致损失的风险。市场风险可分为证券资产价格风险、利率风险、汇率风险和商品价格风险等，分别是指由证券资产价格、利率、汇率和商品价格等波动给公司带来的风险。

公司建立覆盖全公司的资产负债配置及风险限额体系，反映公司整体市场风险偏好和风险承受能力。在公司整体业务授权框架下，各项业务实行分层级的风险限额授权，对各项业务及产品实施有效控制，确保风险水平在公司设定的风险偏好之内。公司各业务部门、各分支机构、各子公司是市场风险管理的第一道防线，公司风险管理职能部门负责统筹公司的市场风险管理工作。

公司运用逐日盯市、集中度分析及定量风险模型对规模、杠杆、风险敞口等进行管理，建立动态止损机制，通过敏感性分析寻找影响投资组合收益的关键因素，并通过情景分析、压力测试等方法评估投资组合对于极端市场波动的承受能力。

公司密切关注宏观经济指标和趋势，重大经济政策动向，评估宏观因素变化可能给投资带来的系统性风险，定期监测市场风险控制指标，对投资策略进行调整，建立重大事项处置决策、执行及责任机构，制定各种可预期极端情况下的应急预案，并根据严重程度对重大事项进行分级和管理。

信用风险管理

信用风险是指因借款人、交易对手或持仓金融头寸的发行人无法履约或信用资质恶化而带来损失的风险。公司的信用风险目前主要来自于证券金融业务中的融资方信用风险以及证券投资业务中的固定收益类投资业务中的债券发行人信用风险

以及衍生品交易等业务中交易对手方的违约风险。

从业务实践角度，公司分别建立了针对债券发行主体、交易对手方、融资融券客户的信用风险管理体系，加强了对其资质和风险的评估工作，通过合同审查及交易监控形式实现信用风险管理，重点关注交易过程中的可能违约环节，制定风险处置应急预案。在债券投资及信用风险相关的交易对手业务中，加强对债务发行主体及交易对手的基本面分析，相应地建立了公司信用风险内部评级体系，并通过信用风险管理系统实现了内部评级、统一授信管理、投资品集中度管理、违约客户管理、压力测试、监控预警及风险报告等功能，加强信用风险管控，提升信用风险管理能力；在衍生品交易中，公司对交易对手设定保证金比例和交易规则限制，通过每日盯市、追保、强制平仓等手段来控制交易对手的信用风险敞口；在证券金融业务中，建立了客户的信用等级评定、授信管理、担保品管理、监控报告等机制，并通过动态平仓机制及时处置潜在风险。

流动性风险管理

流动性风险是指证券公司虽有清偿能力，但无法及时获得充足资金或无法以合理成本及时获得充足资金以应对资产增长或支付到期债务的风险。

公司依照《证券公司流动性风险管理指引》和风控指标管理办法新规持续完善流动性风险管理系统和内部管理制度体系，设置专岗负责对公司流动性风险进行动态监控、预警、分析和报告。每年初公司审慎确定流动性风险偏好的定性原则和定量标准，年中根据市场变化和业务发展适时调整相关流动性风控指标。公司定期进行流动性压力测试和应急演练，并按监管要求每日报送流动性覆盖率、净稳定资金率等指标，以确保公司流动性需求能够及时以合理成本得到满足，将流动性风险控制在可承受的范围内。

操作风险管理

操作风险是指由不完善或有问题的内部程序、员工和信息科技系统，以及外部事件所造成损失的风险。

公司已在内控流程基础上细化梳理了操作流

程，识别了流程中的操作风险，并按照管理需要对风险进行了分类管理；根据风险的影响程度和发生可能性等建立操作风险评估模型，对识别的操作风险进行分析计量并进行等级评价，确定重点关注和优先控制的风险；建立关键风险指标监测机制，实现对重点关注操作风险的量化监测管理；建立了操作风险损失事件上报机制，实现公司内部操作风险事件上报及行业操作风险事件收集管理；完成开发操作风险管理系统，实现对操作风险的识别、评估、监测、计量和报告等管理。

总的来看，公司已建立较为完善的全面风险控制体系，覆盖业务中将出现的主要风险。同时，随着证券市场的变化、证券公司业务推陈出新，风控制度也需要不断细化和优化。

公司治理

截至 2018 年末，公司注册资本为 69.94 亿元，申能集团为公司最大股东，持股比例为 25.27%。公司股权较分散，无控股股东和实际控制人。

表 13：截至 2018 年末东方证券前十大股东

股东名称	持股比例 (%)
申能（集团）有限公司	25.27
香港中央结算（代理人）有限公司	14.68
上海海烟投资管理有限公司	4.94
上海报业集团	3.47
中国证券金融股份有限公司	2.99
浙能资本控股有限供公司	2.98
上海电气（集团）总公司	2.77
中国邮政集团公司	2.56
上海金桥出口加工区开发股份有限公司	2.13
上海建工集团股份有限公司	1.91
合计	63.70

资料来源：东方证券，中诚信证评整理

公司按照相关法律法规的要求建立了较为健全的管理架构，设立了监事会、独立董事和董事会专门委员会制度，形成了股东大会、董事会、监事会和经理层相互分离、相互制衡的公司治理结构，使各层次在各自的职责、权限范围内，各司其职，各负其责，从而确保了公司的规范经营。

根据公司章程董事会由 14 名董事组成，其中职工董事 1 名，独立董事人数不少于董事会人数的

三分之一。董事会设董事长 1 人，可以设副董事长 1 人，董事长和副董事长由公司董事担任，以全体董事的过半数选举产生和罢免。董事会下设战略发展委员会、合规与风险管理委员会、审计委员会、薪酬与提名委员会等专门委员会，向董事会负责，按照章程规定向董事会提交工作报告或会议纪要，其中薪酬与提名委员会、审计委员会的主任委员应当由独立董事担任。公司监事会由 9 名监事组成，其中职工代表的比例不低于三分之一，监事会选举产生监事会主席 1 名，监事会副主席 1 名。公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，任期三年，可以连任。总裁提请董事会聘任或者解聘公司副总裁、财务负责人、首席营运官、首席投资官、投资银行总监等高级管理人员；副总裁、财务负责人、首席营运官、首席投资官、投资银行总监等高级管理人员在总裁领导下分管相关工作，首席风险官负责公司风险管理战略和政策的具体执行等全面风险管理工作。

在管理架构方面，东方证券建立了完整的组织机构和业务体系。总部部门有清晰的前、中、后台设置，前台部门为金融衍生品业务总部、证券金融业务总部、证券研究所、财富管理业务总部、互联网金融总部、场外市场业务总部、证券投资业务总部、固定收益业务总部、托管业务总部等业务职能部门。中台部门为管理部门，包括资金管理总部、计划财务管理总部、行政管理总部、运营管理总部、系统运营总部、系统研发总部和人力资源管理总部等。后台部门为支持部门，包括北京办事处、工会办事机构、办公室、党委办公室和监察室。此外，风险管理总部和合规法务管理总部直属于董事会合规与风险管理委员会；稽核总部直属于董事会审计委员会。

总体来看，公司组织结构完整，业务条线清晰，业务范围全面。同时，公司未来业务的转型和创新将对其管理方式、资源共享、分工协同提出更高要求。

发展规划

随着证券行业改革创新的推进，证券公司创新业务快速发展，经营模式亦不断推新。公司

2018-2020 年规划期发展的战略目标是：坚持稳中求进、提质增效的工作总基调，努力实现主要经营指标全面进入行业前十名，部分优势业务和创新业务稳居行业前五名。

围绕以上战略目标，公司将遵循客户驱动、人才驱动、资本驱动、创新驱动四大战略实施原则，实施“顶层设计+四梁八柱+六大任务”式的本规划期总体战略，即：（顶层设计）以客户为中心，增强集团协同，推动数字化转型，提升综合金融服务水平；（四梁八柱）业务发展稳中求进，经营管理提质增效，党建文化凝心聚力，合规风控保驾护航；（六大任务）优势业务巩固发展、基础业务提升竞争力、增强金融科技应用、深化产融结合、提升集团协同水平、践行“党建和企业文化就是生产力”。

2019 年，公司经营管理工作总体思路是：坚持“防风险，稳增长”的工作基调，保持战略定力，提升风控能力，在确保不发生重大风险事件的基础上，提升业绩水平。公司将重点开展以下几点工作：守住防范风险的底线，加强把关，严格执行；资产配置遵循审慎原则，及时调控，优化结构；以客户为中心，做实做深财富管理转型；以科创板、注册制推出为契机，抓住机遇构建新型现代投资银行经营模式；优化大投资板块结构，增强风险抵御能力，丰富收益来源；子公司要与集团各业务板块加强协同，丰富集团产品体系，与母公司形成合力，推动集团化发展再上新台阶；研究、场外、托管等业务持续打造竞争力，发挥协同效应；提升管理服务和运营等中后台对业务发展的支持保障；保持党建和企业文化工作的优势。

中诚信证评认为，在资本市场波动、竞争日益激烈、行业风险有所暴露的背景下，公司适时提出了包括“控风险、调结构、强协同”在内的较为可行的战略目标，对公司经营思路、人才结构、内部资源整合、业务条线协同都提出了更高的要求，成效有待进一步观察。

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 2016 年、2017 年、2018 年度审计报告。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

近年来，公司自营投资规模持续增长，而股票质押式回购和两融业务在 2018 年有所收缩，2016~2018 年末，公司资产总额分别为 2,124.11 亿元、2,318.60 亿元和 2,268.70 亿元；剔除代理买卖证券款后的总资产分别为 1,761.72 亿元、2,033.76 亿元和 1,948.11 亿元。2016~2018 年末，公司所有者权益分别为 409.38 亿元、535.01 亿元和 522.72 亿元，2018 年 7 月公司分配现金股利，导致年末所有者权益有所下降。

从资产流动性来看，2018 年公司分配现金股利后，自有现金及现金等价物有所减少，而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 2018 年末，公司自有资金及现金等价物余额为 137.69 亿元，较上年减少 39.54%；持有金融资产 1,314.74 亿元，较上年增加 9.22%。从公司所持有金融资产的结构来看，在 2018 年证券市场波动较大、股票市值下跌的背景下，公司股票类投资规模和市值均有所下降，债券类资产配置规模及比例上升。截至 2018 年末，公司债券投资余额为 950.01 亿元，在金融资产中的占比由上年末的 67.54% 上升至 72.26%。

表 14：2016~2018 年末公司金融资产余额明细

		单位：亿元		
科目	分类	2016	2017	2018
交易性金融资产	股票投资	62.30	134.14	64.27
	债券投资	78.90	257.91	248.79
	基金投资	62.45	66.18	105.68
	其他	29.63	22.06	101.61
	小计	233.29	480.29	520.35
可供出售金融资产	股票投资	57.09	11.03	-
	债券投资	540.40	553.97	-
	基金投资	15.52	18.72	-
	其他投资	159.61	138.62	-
	小计	772.62	722.34	-
持有至到期投资	债券投资	2.12	1.11	-
	小计	2.12	1.11	-
债权投资	债券	-	-	79.13
其他债权投资	债券	-	-	622.09

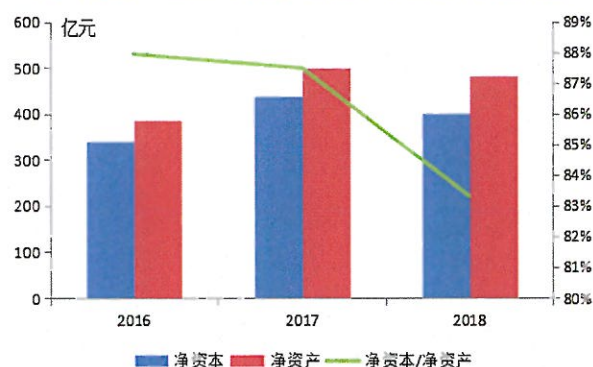
股票	-	-	15.35
其他权益工具	-	-	30.04
永续投资	-	-	47.77
其他	-	-	93.16
小计	-	-	93.16
合计	1,008.03	1,203.74	1,314.74

注：2018 年金融资产根据新金融工具准则进行了重分类。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

凭借较为稳健的经营策略和有效的资本补充渠道，公司近年来净资产（母公司口径）规模持续增长，公司资本实力稳步增强。2016~2018 年末，公司净资产分别为 385.31 亿元、499.85 亿元、482.93 亿元，净资本分别为 338.90 亿元、437.32 亿元、402.35 亿元，净资本/净资产不低于 80%，远高于 20% 的监管标准。

图 9：2016~2018 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高于证监会制定的监管标准。截至 2018 年末，公司风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率

分别为 289.74%、16.31%、290.43%、151.97%，满足监管要求，进一步反映出公司较高的资本补偿能力和较强的资产流动性。

表 15：2016~2018 年末公司各风险控制指标情况

指标名称	标准	2016	2017	2018
净资本（亿元）	-	338.90	437.32	402.35
净资产（亿元）	-	385.31	499.85	482.93
风险覆盖率（%）	≥100	221.73	290.25	289.74
资本杠杆率（%）	≤8	16.06	18.89	16.31
流动性覆盖率（%）	≥100	190.68	247.63	290.43
净稳定资金率（%）	≥100	112.44	147.55	151.97
净资本/净资产（%）	≥20	87.96	87.49	83.32
净资本/负债（%）	≥8	27.62	32.90	31.86
净资产/负债（%）	≥10	31.40	37.60	38.24
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）	≤100	51.26	39.97	22.18
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	≤500	204.45	189.18	254.41

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，资产负债水平有所降低但仍处于相对高位。2016~2018 年末，公司扣除代理买卖款后的资产负债率分别为 76.76%、73.69%和 73.17%。

总的来看，公司上市后，资本补充渠道拓宽，同时通过综合运用债权、股权融资以满足业务发展的需求，整体资产负债率偏高，但各项风控指标均远高于监管水平，资产流动性较强，对吸收非预期损失的能力较强。

表 16：2018 年末公司与同行业主要证券公司风险控制指标比较

指标名称	国泰君安	中信证券	海通证券	广发证券	华泰证券	东方证券
净资本（亿元）	963.65	867.08	752.92	585.63	467.43	402.35
净资产（亿元）	1,117.57	1,232.17	1,068.59	785.61	786.83	482.93
风险覆盖率（%）	312.79	166.31	249.31	222.75	193.75	289.74
资本杠杆率（%）	29.32	16.67	27.06	19.51	19.05	16.31
流动性覆盖率（%）	364.80	290.32	188.90	404.53	619.25	290.43
净稳定资金率（%）	137.73	122.03	135.49	139.77	130.39	151.97
净资本/净资产（%）	86.23	70.37	70.46	77.20	59.41	83.32
净资本/负债（%）	63.04	29.49	50.16	30.36	29.72	31.86
净资产/负债（%）	73.11	41.91	71.20	39.33	50.08	38.24
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）	27.92	33.23	30.78	29.35	60.50	22.18
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	82.27	124.35	57.72	240.67	108.16	254.41

数据来源：各公司年度报告，中诚信证评整理

盈利能力

目前，经纪业务收入、投资管理收入和投资收益仍然是公司收入的重要来源，加之国内证券市场避险工具的运用渠道有限，因此公司整体的盈利水平与证券市场的走势表现出较大的相关性。2016年证券市场在经历年初的大幅下跌后有所企稳，但整体行情较为低迷，公司当期收入显著回落。2017年，公司资产管理业务和证券销售及交易业务表现较优，营业收入大幅提振。2018年，公司自营业务表现不佳，但资产管理、经纪及证券金融业务收入增长，收入整体保持稳定。2016~2018年，公司分别实现营业收入68.77亿元、105.32亿元、103.03亿元。2018年公司其他业务收入大幅增长，主要为大宗商品交易收入大幅增长，但该项业务毛利率很低，盈利能力很弱，剔除此部分后，公司2016~2018年剩余的营业收入分别为68.5亿元、100.82亿元和65.04亿元。

表 17：2016~2018 年公司营业收入情况

单位：亿元

	2016	2017	2018
手续费及佣金净收入	41.94	50.06	49.89
其中：经纪业务	16.38	14.72	13.52
投资银行业务	13.64	13.23	11.36
资产管理业务	8.87	19.77	23.80
利息净收入	-8.47	-20.10	8.71
投资收益	35.75	55.28	25.93
公允价值变动收益	-4.02	16.87	-19.31
汇兑净收益	2.91	-1.30	-0.18
其他业务收入	0.26	4.50	37.99
营业收入合计	68.76	105.32	103.03

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，公司收入主要来自手续费及佣金净收入和投资收益，两者与证券市场行情相关度高，因此表现出一定的波动性。

具体来看，手续费及佣金净收入主要来源于经纪业务、投行业务及资产管理业务。2016~2018年，公司手续费及佣金净收入分别为41.94亿元、50.06亿元和49.89亿元。近年来国内股票市场经历了2016年初的快速下跌、2017年的结构性行情和2018年的震荡下行，同时行业竞争激烈、平均佣金率水平持续下降，公司经纪业务手续费及佣金收入

持续小幅减少。2016~2018年，公司证券经纪业务手续费及佣金净收入规模分别为16.38亿元、14.72亿元和13.52亿元，在营业收入中的占比分别为23.82%、13.97%、13.12%。但由于经纪业务和整个证券市场景气度的关联度较高，该部分净收入的提升还将在很大程度上依赖于中国证券市场的行情。

投行业务方面，2016和2017年，公司投行收入基本保持稳定，但2018年由于IPO放缓以及公司子公司遭到监管处罚，部分项目申报延迟，投行收入有所下降。2016~2018年，证券承销保荐业务净收入分别为14.88亿元、13.23亿元和11.36亿元。

资产管理业务方面，公司资产管理业务起步较早，公司整体强的投资管理能力和良好的过往业绩。在资管行业去通道、向主动管理转型的背景下，公司资管业务优势突出，收入持续增长。2016~2018年，公司分别实现资产管理业务手续费及佣金净收入8.87亿元、19.77亿元和23.80亿元。

除手续费及佣金净收入以外，投资收益（含公允价值变动损益）是公司营业收入的另一主要来源。投资收益与市场行情、投资策略相关度较高，近年来证券市场资产价格大幅变动，公司投资收益波动较大。2016~2018年，公司投资收益（含公允价值变动损益）分别为31.73亿元、72.15亿元和6.62亿元。2018年公司投资收益（含公允价值变动损益）大幅下降一方面由于股票投资表现不佳，另一方面由于新会计准则下新金融工具准则实施后债权投资和其他债权投资利息计入利息收入，剔除会计调整因素后，2018年投资收益（含公允价值变动损益）为33.90亿元，较上年减少53.01%。

利息净收入主要受融资规模、融资融券和同业存放等因素的影响，2017年由于公司融资规模扩大，带动利息支出上升，利息净收入转为净支出。2018年由于债务规模小幅下降，债务利息支出减少，利息净流出减少。2016~2018年，公司利息净收入（剔除会计调整影响）分别为8.47亿元、-20.10亿元和-18.57亿元。

营业成本方面，由于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，人力成本具有一定刚性。公司通过成本控制，近三年业务及管理费率保持小幅下降。2016~2018年业务及管理费率分别为55.06%、

52.25%和 48.91%。

资产减值方面，2016~2018 年公司分别计提资产减值损失（信用减值损失）2.88 亿元、4.34 亿元和 1.57 亿元，其中 2017 和 2018 年分别计提买入返

售金融资产减值损失 1.87 亿元和 1.10 亿元。2018 年由于新会计准则下无可供出售金融资产减值损失项，计提资产减值损失（信用减值损失）大幅减少。

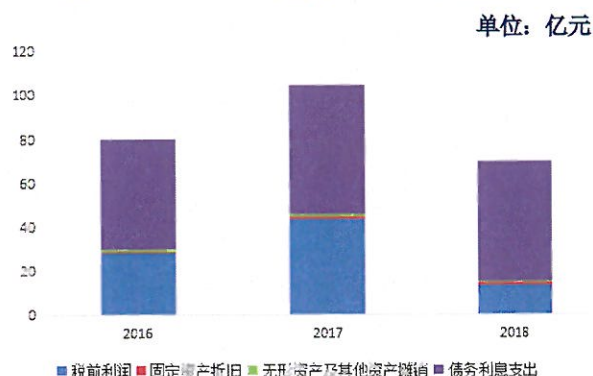
表 18：2018 年公司与同行业主要上市公司盈利能力指标比较

指标名称	中信证券	海通证券	国泰君安	广发证券	华泰证券	东方证券
营业收入（亿元）	432.92	282.22	238.04	152.70	211.09	103.03
业务及管理费（亿元）	169.93	97.55	92.64	76.21	97.50	50.39
净利润（亿元）	119.77	98.76	104.83	46.32	94.08	12.81
业务及管理费率（%）	39.25	34.67	38.92	49.91	46.19	48.91

数据来源：各公司年度报告，中诚信证评整理

受以上因素的共同影响，2016~2018 年，公司净利润分别为 24.27 亿元、36.03 亿元和 12.81 亿元。现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要来自于利润总额，2016~2018 年，公司分别实现 EBITDA80.14 亿元、104.33 亿元和 69.68 亿元，2018 年获利能力有所下降。

图 10：2016~2018 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，由于近年来 A 股行情震荡下行，公司自营交易业务的投资收益不稳定，致使整体盈利水平表现出一定的波动性。未来，公司盈利稳定性需要提升。

偿债能力

公司对外融资主要通过发行短期融资券、公司债、次级债和卖出回购证券等方式。2016~2018 年末，公司总债务分别为 1,298.37 亿元、1,428.28 亿元和 1,383.91 亿元，其中，长期债务分别为 829.82 亿元、826.74 亿元和 641.25 亿元，短期债务分别为 468.55 亿元、601.53 亿元和 742.66 亿元，长短期债务比分别为 1.77 倍、1.37 倍和 0.86 倍，债务结构有一定优化空间。

从经营性现金流看，受证券市场景气度的影响，客户资金存款规模随之变化，同时公司控制股票质押和自营业务规模，导致公司经营性现金流出减少。2016~2018 年，公司经营性净现金流分别为 -209.90 亿元、-145.61 亿元、57.20 亿元。

从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2018 年公司盈利能力下滑，导致对债务本息保障程度弱化。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 1.59 倍、1.78 倍和 1.28 倍，总债务/EBITDA 分别为 16.20 倍、13.69 倍和 19.86 倍，对债务本息的保障程度有所下降。

表 19：2016~2018 年公司偿债能力指标

单位：亿元、%			
指标	2016	2017	2018
总债务	1,298.37	1,428.28	1,383.91
资产负债率	76.76	73.69	73.17
经营活动净现金流	-209.90	-145.61	57.20
EBITDA	80.14	104.33	69.68
EBITDA 利息倍数 (X)	1.59	1.78	1.28
总债务/EBITDA (X)	16.20	13.69	19.86

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。2018 年，公司共获得 104 家银行的授信，额度合计 3,986 亿元。其中大型国有商业银行及股份制银行授信总额为人民币 1,565 亿元，城农商行授信总额为人民币 2,421 亿元，未使用授信合计 3,310 亿元，备用流动性充分。

或有事项方面，截至 2018 年末，公司无对外担保，不存在《上海证券交易所股票上市规则》中要求披露的涉案金额超过 1,000 万元且占公司最近一期经审计净资产绝对值 10%以上的重大诉讼、仲

裁事项，不存在媒体普遍质疑的事项。截至 2018 年末，公司主要未结诉讼事项包括：

表 20：2018 年末公司主要未决诉讼

起诉方	应诉方	涉及业务	涉及金额
东方证券	大连长富瑞华集团有限公司	股票质押回购	8 亿元及应付未付融资利息、罚息、违约金及其他因实现债权产生的相关费用。
东方证券	贾跃亭	股票质押回购	2 亿元及应付未付融资利息、罚息、违约金及其他因实现债权产生的相关费用。
东方证券	上海郁泰登硕投资中心（有限合伙）	股票质押回购	1.70 亿元及应付未付融资利息、罚息、违约金及其他因实现债权产生的相关费用。
东方证券	北京弘高中太投资有限公司	股票质押回购	1.10 亿元及应付未付融资利息、罚息、违约金及其他因实现债权产生的相关费用。
东方证券	上海盈方微电子技术有限公司	股票质押回购	1,900 万元及应付未付融资利息、罚息、违约金及其他因实现债权产生的相关费用。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

综合来看，近年来公司自有资本实力较强，整体资产质量较好，资产安全性高。公司盈利能力受市场行情影响有一定波动，但仍处于行业较好水平。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，中诚信证评评定东方证券主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；评定“东方证券股份有限公司 2019 年公开发行公司债券”信用级别为 AAA。

关于东方证券股份有限公司 2019年公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

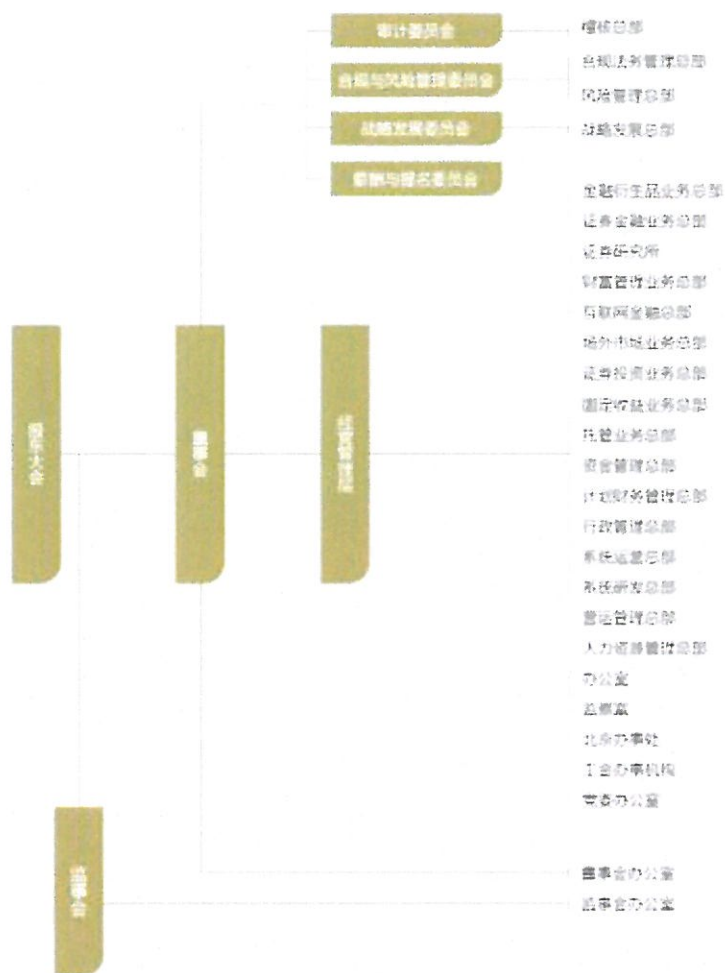
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：东方证券股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）

股东名称	持股比例（%）
申能（集团）有限公司	25.27
香港中央结算（代理人）有限公司	14.68
上海海烟投资管理有限公司	4.94
上海报业集团	3.47
中国证券金融股份有限公司	2.99
浙能资本控股有限公司	2.98
上海电气（集团）总公司	2.77
中国邮政集团公司	2.56
上海金桥出口加工区开发股份有限公司	2.13
上海建工集团股份有限公司	1.91
合计	63.70

附二：东方证券股份有限公司组织结构图（截至 2018 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）	2016	2017	2018
自有资金及现金等价物	180.05	227.75	137.69
交易性金融资产	233.29	480.29	520.35
可供出售金融资产	772.62	722.34	-
衍生金融资产	0.71	1.69	3.18
持有至到期金融资产	2.12	1.11	-
长期股权投资	35.15	40.06	40.15
债权投资	-	-	79.13
其他债权投资	-	-	622.09
其他权益工具投资	-	-	93.16
固定资产（含在建工程）	17.82	19.62	21.49
总资产	2,124.11	2,318.60	2,268.70
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）	356.52	284.84	320.59
总债务	1,298.37	1,428.28	1,383.91
所有者权益	409.38	535.01	522.72
净资本	338.90	437.32	402.35
营业收入	68.77	105.32	103.03
手续费及佣金净收入	41.94	50.06	49.89
经纪业务手续费净收入	16.38	14.72	13.52
投资银行业务手续费净收入	14.88	13.23	11.36
资产管理业务手续费净收入	8.93	19.77	23.80
利息净收入（支出）	-8.47	-20.10	8.71
投资收益	36.14	55.28	25.93
公允价值变动收益（亏损）	-4.02	16.87	-19.31
业务及管理费用	37.86	55.03	50.39
营业利润	26.03	41.05	12.58
净利润	24.27	36.03	12.81
EBITDA	80.14	104.33	69.68
经营性现金流量净额	-47.17	-145.61	57.20
财务指标	2016	2017	2018
资产负债率（%）	76.76	73.69	73.17
风险覆盖率（%）	221.73	290.25	289.74
资本杠杆率（%）	16.06	18.89	16.31
流动性覆盖率（%）	190.68	247.63	290.43
净稳定资金率（%）	112.44	147.55	151.97
净资本/净资产（%）	87.96	87.49	83.32
净资本/负债（%）	27.62	32.90	31.86
净资产/负债（%）	31.40	37.60	38.24
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）	51.26	39.97	22.18
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	204.45	189.18	254.41
业务及管理费用率（%）	55.06	52.25	48.91
摊薄的净资产收益率（%）	5.72	6.71	2.38
净资本收益率（%）	4.48	5.59	0.55
EBITDA 利息倍数（X）	1.59	1.78	1.28
总债务/EBITDA（X）	16.20	13.69	19.86
净资本/总债务（X）	0.26	0.31	0.29
经营性现金净流量/总债务（X）	-0.04	-0.10	0.04

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、代理买卖证券款为报表中代理买卖证券款与信用交易代理买卖证券款之和。

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

净资产收益率(母公司口径)=净利润/净资产

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

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司
类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
法定代表人 闫衍
注册资本 人民币 5000.0000 万元整
成立日期 1997 年 8 月 20 日
营业期限 1997 年 8 月 20 日至 2027 年 8 月 19 日
经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一支。
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2017 年 11 月 15 日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称: 中诚信证券评估有限公司

业务许可种类: 证券市场资信评级

法定代表人: 闫衍

注册地址: 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室

编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



张茹, 证件号码: 340304199001010827, 于2016年11月19日参加证券市场基本法律法规考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



2016年11月

20161131000051965520310000

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



张茹, 证件号码: 340304199001010827, 于2016年11月19日参加金融市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



2016年11月

20161131000053378460310000

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



张茹, 证件号码: 340304199001010827, 于2017年04月08日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



2017年04月

20170431000061234980310000



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郑耀宗，证件号码:310115198409263236，于2007年12月02日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20073100687301



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郑耀宗，证件号码:310115198409263236，于2008年05月25日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20083101052004

