

信用等级公告

联合[2013]027号

国元证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对国元证券股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2013 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

国元证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA

国元证券股份有限公司拟发行的 2013 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

信评委主任：李品

分析师：李品 钟晓

二零一三年四月十六日

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

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

国元证券股份有限公司

2013 年公司债券信用评级分析报告

发行人：国元证券股份有限公司

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AAA

本次发行规模：不超过 50 亿元

债券期限：品种一 3+2 年；品种二 5 年

评级时间：2013 年 4 月 16 日

主要财务数据：

发行方

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额(亿元)	249.01	225.97	228.86
自有资产(亿元)	155.49	151.77	154.17
自有负债(亿元)	5.69	3.78	4.72
总债务(亿元)	0.00	0.00	1.69
股东权益(亿元)	149.80	147.99	149.45
净资本(亿元)	117.71	104.86	89.92
净资本/净资产(%)	79.17	71.11	60.65
净资本/自有负债(%)	2,291.31	3,108.86	2,316.44
自有资产负债率(%)	3.66	2.49	3.06
净资本/各项风险准备之和(%)	1,162.41	1,638.95	1,286.62
营业收入(亿元)	22.42	17.75	15.31
净利润(亿元)	9.26	5.63	4.07
EBITDA(亿元)	12.63	8.05	6.26
营业费用率(%)	41.46	55.60	62.57
EBITDA 利息倍数	18,293.08	24,121.51	458.27
EBITDA 全部债务比(%)	--	--	369.69
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.25	0.16	0.13

注：①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。②本报告中的数据均为合并口径。③表中有关净资产和风险类数据，2012 年末数据根据中国证监会颁布的《关于调整证券公司净资产计算标准的规定（2012 年修订）》（证监会公告[2012]37 号）、《关于修改〈关于证券公司风险资本准备计算标准的规定〉的决定》（证监会公告[2012]36 号）的要求计算，2011 年末数据亦根据相同口径调整计算，2010 年末数据根据调整前口径计算。

分析师

李晶 钟月光

电话：022-58356998

传真：022-58356989

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国元证券股份有限公司（以下简称“公司”或“国元证券”）的评级反映了其作为安徽省内唯一上市综合类券商，经营合规、财务稳健，并具有较强的资本实力和风险控制能力，近年来创新业务稳步推进，发展势头较好。公司多年来立足于安徽市场拓展业务，形成了较强的区域竞争优势。联合评级同时也关注到经济周期波动、国内股票市场低迷以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

未来随着市场环境的好转以及创新业务的稳步推进，公司经营规模有望进一步扩大，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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是上市综合类券商，具有较强的资本实力和风险控制能力。
2. 公司鼓励业务创新，大力推进创新类业务发展，积极转变盈利模式。
3. 公司立足于安徽市场积极进行业务拓展，形成了较强的区域市场竞争优势。
4. 公司作为安徽省内唯一国有上市证券公司，是省内重要金融业务平台，地方政府支持力度较大。
5. 公司资产负债水平较低，资产流动性较好。

关注

1. 公司经营杠杆比率过低，资本优势不能得到完全发挥，导致部分业务品种发展较

缓。

2. 经济周期波动、国内股票市场持续低迷及相关监管政策变化等因素可能对公司业务发展和收益水平带来系统性风险。

3. 相对国内一线综合性券商，公司业务开展主要集中于安徽省，业务拓展力度有待进一步强化。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与国元证券股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与国元证券股份有限公司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，未因国元证券股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 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公司相关资料主要由国元证券股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。
- 国元证券股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

国元证券股份有限公司前身系北京化二股份有限公司。该公司是一家在深圳证券交易所上市的股份公司，股票简称：“北京化二”，股票代码：000728。

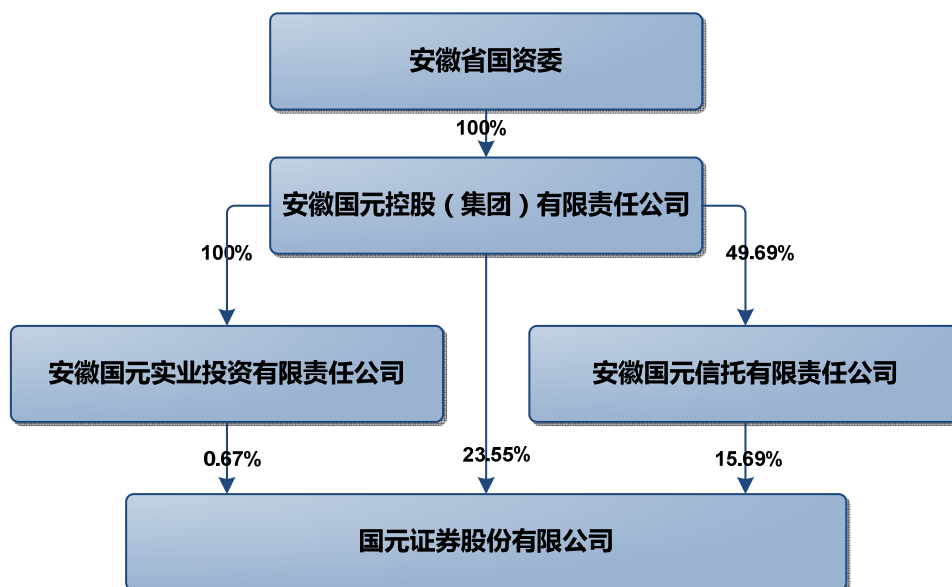
国元证券有限责任公司是经中国证监会证监机构字〔2001〕194 号文批准，由原安徽省国际信托投资公司和原安徽省信托投资公司作为主发起人，联合其他 12 家法人单位共同发起设立的综合类证券公司，于 2001 年 10 月 15 日登记注册，注册资本为 203,000 万元。

2007 年 9 月 29 日经中国证监会证监公司字[2007]165 号文核准，由北京化二股份有限公司定向回购股份、重大资产出售暨以新增股份吸收合并国元证券有限责任公司，吸收合并后存续公司注册资本变更为 146,410 万元。2007 年 10 月 25 日，北京化二股份有限公司完成了迁址、变更经营范围以及资产、业务、人员等置入、置出工作后，正式更名为国元证券股份有限公司。2007 年 10 月 30 日，公司股票在深圳证券交易所复牌，股票代码“000728”，股票简称“国元证券”。

2009 年 10 月根据国元证券股份有限公司 2008 年度股东大会决议和修改后公司章程的规定，并经中国证券监督管理委员会证监许可[2009]1099 号文核准，公司公开增发 5 亿股人民币普通股，募集资金净额 96 亿元，增发后公司的注册资本变更为人民币 196,410 万元。

截至 2012 年底，公司总股本 196,410 万元，公司实际控制人为安徽省国资委。

图 1 截至 2012 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司经营范围包括：许可经营项目：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；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品业务。

截至2012年底，公司设有营销经纪总部、投资银行总部、投资管理总部、客户资产管理总部、金融产品部、融资融券部、客户服务总部、研究中心、信息技术部、客户资金存管中心、董事会办公室、办公室、党群工作办公室、机构管理部、人力资源部、财务会计部、资金计划部、行政管理部、稽核部、风险监管部、合规管理部等业务经营与综合管理部门。目前，公司共有3家区域分公司，分别为上海分公司、深圳分公司、北京分公司。公司控股子公司和参股公司主要有：国

元证券（香港）有限公司（以下简称“国元香港”）、国元股权投资有限公司（以下简称“国元投资”）、国元期货有限公司（以下简称“国元期货”）、国元创新投资有限公司（以下简称“国元创新”）和长盛基金管理有限公司（以下简称“长盛基金”）。截至2012年末，公司在北京、上海、天津、深圳、广东、江苏、山东、浙江、辽宁、重庆、福建、湖南、湖北、河南、贵州、山西、江西以及安徽省内共设有76家证券营业部，公司（含母公司和全资子公司）共有正式员工2,892人。

截至2012年底，公司合并资产总额228.86亿元，其中客户资金存款59.45亿元，客户信用资金存款4.34亿元；负债总额79.41亿元，其中代理买卖证券款69.89亿元，信用交易代理买卖证券款4.80亿元；所有者权益149.45亿元，净资本（母公司）89.92亿元。2012年，公司实现营业收入15.31亿元，净利润4.07亿元。

公司注册地址：安徽省合肥市寿春路179号；法人代表：蔡咏。

二、本次债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“国元证券股份有限公司2013年公司债券”，本次发行规模不超过人民币50亿元（含50亿元）。本期债券票面金额100元/张，本期债券按面值发行。本期债券分为两个品种，品种一为5年期，附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权（以下简称“3+2年期品种”），初始发行规模为25亿元；品种二为5年期，初始发行规模为25亿元。两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。发行人与主承销商协商一致决定是否行使品种间回拨权，但各品种的最终发行规模合计为50亿元。本期债券为固定利率债券，采取网上与网下相结合的发行方式，票面年利率将根据网下询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。在债券存续期内固定不变（但发行人行使调整票面利率选择权调整票面利率除外），采取单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本次债券募集资金拟全部用于补充公司营运资金。

三、行业分析

1. 我国证券市场发展状况

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。经历20多年的发展，我国证券市场初步形成以股票市场、债券市场及衍生品市场为主的市场格局，证券市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。

自2005年股权分置改革以来，我国股票市场制度建设逐步完善，股票市场日趋成熟。中小板、创业板的陆续建立、三板市场的升级扩容以及酝酿之中的国际板的后续推出，都将深入地推动证券市场多层次发展。截至2012年末，我国境内上市公司数量达2,494家，股票有效账户超过1.40亿户，股票总市值达23.04万亿元，2012年全年境内股票筹资金额3,127.54亿元，全年股票成交金额31.47万亿元，证券化率（股票总市值/GDP总值）为44.37%（表1）。

表 1 2008-2012 年我国股票市场主要指标情况表

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
境内上市公司数（家）	1,625	1,718	2,063	2,342	2,494
境内股票筹资额（亿元）	2,619.71	3,894.53	8,954.90	5,073.07	3,127.54
股票市价总值（万亿元）	12.14	24.39	26.54	21.48	23.04
股票全年成交金额（万亿元）	26.71	53.60	54.56	42.16	31.47
上证综合指数（点）	1,820.81	3,277.14	2,808.08	2,199.42	2,269.13
股票有效帐户数（亿户）	1.04	1.20	1.34	1.41	1.40
证券化率（%）	35.59	71.56	66.69	45.55	44.37

资料来源：中国证监会网站

近年来我国股票市场行情波动较大，与我国宏观经济平稳较快发展的趋势有较大偏离，股票市场在发行定价机制、信息披露机制、市场退出机制以及控制内幕交易、培育机构投资者等方面仍有较大的改革和提升空间。我国证券公司的主营业务对股票市场行情依赖度大，股票市场改革进程和行情波动将对证券公司的发展产生持续的影响。近年来，股指期货的推出和融资融券业务的开展一定程度上弥补了股票市场做空机制的缺失，长期来看这有利于股票市场的价值回归，有利于丰富投资者的股票投资策略选择，但相关风险也会增加。

我国的债券市场主要由银行间债券市场和交易所市场组成。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量、成交量及托管余额均呈现较快增长（表 2）。与股票市场和债券市场相比，衍生品市场起步较晚，尚处于稳步推进发展之中。2012 年，全国债券发行总额为 8.07 万亿元，企业债、公司债、中期票据、短期融资券、资产支持证券、可转债等主流信用债发行 36,317.20 亿元，较 2011 年全年增长 13,752.30 亿元；信用债的发行比重则达到了 45.01%，较 2011 年的 35.23% 上升 9.78 个百分点。截至 2012 年底，债券托管量余额为 23.8 万亿元，其中政府债券、央行票据、政策性银行债和政府支持债券合计占比为 71%，非金融企业债务融资工具占比为 10%。

表 2 2008~2012 年我国债券市场发行额、成交额及托管余额（单位：万亿元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
债券发行总额（含央票）	7.2	8.7	9.3	7.8	8.1
债券发行总额（不含央票）	2.9	4.9	5.2	6.4	8.1
债券托管量余额	15.1	17.5	20.4	21.4	23.8
银行间债券市场现券成交量	37.1	47.3	64.0	63.6	70.8

资料来源：中国国债登记结算公司网站、中国证券登记结算公司网站。

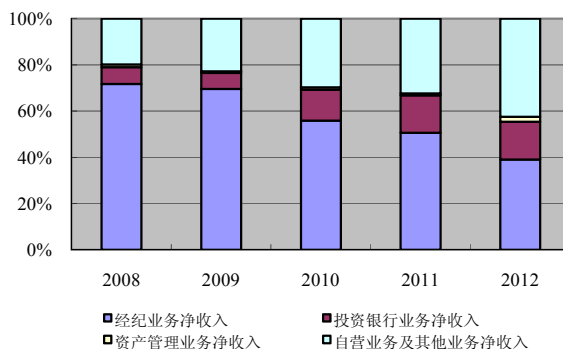
证券市场持续快速发展为国内证券公司的业务创新和发展提供了较广阔的市场空间。证券公司是证券市场重要的中介机构，与证券市场的发展相辅相成。证券公司既提供证券市场投融资及投资管理等中介服务，同时作为机构投资者也是证券市场主要的机构参与者。证券业协会披露数据显示，截至 2012 年末，我国共有 114 家证券公司，全行业资产总额 1.72 万亿元，净资产 6,943.46 亿元，净资本 4,970.99 亿元。2012 年，全行业实现营业收入 1,294.71 亿元，净利润 329.30 亿元。

2. 证券业务

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（图 2）。证券经纪业务是我国证券公司目前最主要的业务组成部分，是收入的主要来

源。近年来，投资银行业务和资产管理业务发展较快，收入持续增长，融资融券、股指期货、证券直投等创新性业务对证券公司的盈利贡献度也在不断增强。

图2 近几年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

经纪业务

由于市场竞争加剧，经纪业务市场平均佣金率由2009年的0.13%下降至2011年的0.08%。加之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。在市场竞争日趋激烈之时，证券公司的经纪业务面临新的业务发展机遇和调整。2012年8月，证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定(草案)》，并向社会公开征求意见。这预示着证券公司代销金融产品业务即将开闸，经纪业务将迎来新的发展机遇。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，这可能会改变市场竞争格局。近年来融资融券业务的发展以及现金管理型产品的推出将为经纪业务带来新的增长动力。随着经纪业务竞争的加剧，证券公司将逐步向全方位金融服务提供商转变，借助业务间的相互关联为经纪业务发展提供支持，通过为投资者提供差异化和高附加值的综合化服务来提升市场竞争力。

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。近年来，随着股票市场融资功能的逐步完善，企业对股票融资的需求不断增加，债市融资规模也快速扩大，为证券公司提供了相对稳定的承销业务来源。投资银行业务净收入整体呈上升趋势，对营业收入的贡献度逐年提高。2012年，证券公司全行业实现投资银行业务净收入212.95亿元，约占全行业营业收入的16%。

在证券市场中，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，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，导致了较高的业务集中度，2011年股票及债券承销金额中排名前十家证券公司的市场份额合计约占55%。合资证券公司依靠其全球化的网络以及人才优势，迅速抢占高端市场，与国内证券公司展开了激烈竞争。在中小项目的承销业务上，一些证券公司通过其区域性特点和差异化策略，占有一定的市场份额，逐步形成自身品牌。

未来债券市场的持续快速发展和并购重组业务的推动，将成为证券公司投资银行业务的增长点。此外随着新三板的扩容和国际板开板的临近，未来这两个领域能够持续推动证券公司投资银行业务的发展。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，也会影响证券公司的流动性。

自营业务

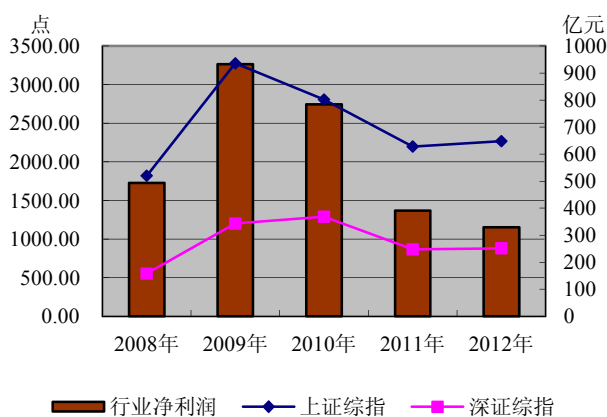
自营业务主要包括债券投资和股票投资。债券投资是证券公司投资收入的主要来源，相对股票投资而言，债券投资收益相对稳定。证券公司自营业务规模受到资本金规模的限制，风险总体可控，但股票投资与证券市场行情关联度高，收益波动性较大。2012年券商创新大会带来投资范围和方式的放开以及证券公司另类投资子公司设立，意味券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。

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。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、定向资产管理及综合资产管理等在内的产品体系。从全行业收入情况来看，资产管理业务净收入约占证券行业营业收入的1%。证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，原有的业务限制有望进一步放宽，监管和审批有望放松。这有助于推动资产管理业务从目前单一的产品销售向全面的客户资产配置转型。由于近期国内股票市场持续低迷，偏股型的理财产品亏损面较大，这影响了证券公司推出新产品的节奏和资金募集规模。

由于证券公司收益水平与证券市场行情高度正相关，近年来我国证券行业净利润呈现高波动性（图3）。

图3 近几年我国证券行业净利润情况图



资料来源：中国证券业协会网站

总体看，证券公司在国内资本市场快速发展过程中获得了良好的发展机遇，传统业务持续较快发展，新业务机会不断增多，市场竞争格局不断变化。未来几年，随着多种鼓励创新和监管放松政策的持续落实，证券公司的收入结构有望得到优化，但目前的宏观经济形势下，持续低迷的资本市场行情使证券公司短期内的盈利水平承压较大。

3. 市场竞争

由于业务种类和主要收入来源趋同，证券公司间的同质化竞争激烈。近年来，行业的加速整合使得部分行业领先的公司具备更强市场竞争力。一批优质证券公司通过增资扩股、合资合作、购并重组、发行上市、发行次级债券等方式进一步扩大资本规模、提升竞争力，行业集中度整体

提高。截至 2011 年末，资产总额、净资产、净资本、营业收入以及净利润排名前 10 家的证券公司合计占全行业的比重分别为 43.93%、47.22%、44.41%、45.29%和 63.06%。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，行业集中度可能进一步上升。

创新业务为证券公司提升竞争力提供了新的机遇，以前过分依赖经纪业务的收入结构在股票二级市场表现欠佳的情况下，证券公司收入表现得比较被动。随着融资融券业务、资产管理业务及自营业务等创新型业务的不断推出，目前其规模发展较快，在一定程度上平衡了“单边市”对券商收入的影响。目前创新业务的监管政策相对比较严格，对券商的资本金要求较高，资本实力较强的券商更具竞争优势。另外，专业化也是券商提升竞争力的手段，如平安证券在投行业务方面业务能力较强，业绩表现出色，在经纪业务低迷的时期也取得了较好的收入，从而保证了整体利润水平。

本土券商还面临来自海外市场的竞争，近年来，我国证券公司的对外开放稳步推进。外资参股证券公司包括两种方式，一是参与新设合资证券公司，二是战略入股证券公司。截至 2011 年末，共有 14 家合资证券公司获准设立。此外，根据合格境外机构投资者（QFII）管理办法，外资还可以依法通过 QFII 购买上市证券公司股权。另一方面，部分证券公司也积极实施“走出去”策略。截至 2011 年末，共有 20 家证券公司经批准通过新设或收购方式在中国香港设立证券子公司，开展跨境证券业务，其中 16 家已开业，主要在香港从事证券承销、经纪、自营、资产管理等业务。

此外，尽管我国金融业实行分业经营体制，但随着各种创新业务品种和模式的推出，商业银行、保险公司和其他非银行金融机构也在向证券公司传统业务领域渗透，证券公司面临行业竞争加剧的风险。

4. 风险因素

在 2001~2004 年期间证券公司集中爆发破产清算风险后，监管部门推行的综合整治措施和客户交易结算保证金第三方存管政策改善了证券行业发展环境，加强了风险监控力度，证券行业迎来了新的稳定发展期。目前，证券公司普遍将完善公司治理结构作为风险管理的重要组成部分，明确了不同主体在风险管理上的职能；通过制定基本风险管理制度、内部控制制度或定期制作风险评估报告，明确风险管理的具体方法；依据监管要求，各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，风险管理能力较行业综合治理之前有了明显的进步。现阶段我国证券公司面临的主要风险包括以下几个方面：

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。

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融券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。融资融券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。债券投资的信用风险管理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实施。

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、回购等手段，解决公司短期的资金需求。

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。

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政策风险主要反映在两方面，一方面我国证券市场受法律政策影响较大，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。

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. 监管与政策支持

我国金融行业实行分业经营和分业管理体制，其中证监会是证券业监督管理机构。中国证券业协会在证监会的监督指导下，制定证券业执业标准和业务规范，进行证券业自律管理。中国证券投资者保护基金有限责任公司负责证券投资者保护基金的筹集、管理和使用，并参与证券公司风险处置。借助于严格的市场准入条件控制证券公司经营牌照的发放，一定程度上降低了市场竞争度，使已有的证券公司获得了市场进入政策的保护。

经过历时 3 年的证券公司综合治理，一批问题证券公司得到处理，证券公司业务经营得到规范，风险得到有效化解。2007 年 8 月，综合治理结束后，证券行业也随之转入了常规监管阶段。此后，证监会陆续出台了多项规章制度，并逐步建立起以净资本为核心监管指标、实施证券公司

分类监管的监督管理机制，对我国证券公司整体经营业绩和风险管理能力的提升起到了积极的推动作用。

在 2012 年 5 月召开的证券公司创新大会上，证监会确定了证券公司下一个阶段发展的“路径图”，计划从 11 个方面出台措施支持行业创新，主要包括提高证券公司理财类产品创新能力、放宽业务范围和投资方式限制、扩大证券公司代销金融产品范围、推动营业部组织创新、鼓励券商积极参与场外市场建设和中小微企业私募债试点、探索证券公司长效激励机制等。这对证券公司加强业务创新、调整盈利结构、转变经营发展模式具有积极的推动作用，但相应也会使其面临更大的风险暴露。

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，资本实力、管理水平、创新能力以及人才储备等因素将对证券公司市场竞争力产生影响。

四、规模与竞争力

资本优势

2007 年 10 月公司股票在深圳证券交易所复牌，标志着公司成功完成 A 股上市，成为上市券商。通过资本市场的平台，2009 年公司成功公开增发 5 亿股人民币普通股，募集资金净额 96 亿元，极大地充实了自有资金。截至 2012 年 12 月 31 日，公司注册资本为人民币 19.64 亿元，总资产达 228.86 亿元，净资产 149.45 亿元，在上市券商中公司净资产规模排位较前。公司资本金较为充足，雄厚的资本实力有助于公司传统与创新业务的开展，有助于公司抵御各种风险，为各项业务发展奠定坚实基础。

业务优势

公司于 2001 年取得证券经营业务许可证，认定为综合类证券公司，2005 年获得创新业务试点资格。公司提供综合性金融服务，除经营传统业务外，还具备融资融券、约定购回式证券交易、IB 业务、代销金融产品、中小企业私募债券承销等创新业务，为公司发展提供巨大的空间。公司业务网点遍布全国，在主要省级行政区设有 76 家证券营业部，众多的经营网点、庞大的服务团队，为公司业务发展提供了很好的平台。公司全资拥有国元香港、国元直投、国元期货、国元创新等四家子公司，并是长盛基金第一大股东。公司具备开展综合业务的实力，拥有多元化的业务经营平台。

创新能力

公司较早获得债券质押式报价回购、股票约定购回式交易、香港 RQFII 基金、金融产品代销等多项创新业务资格，柜台交易市场（OTC）、新型网点建设、非现场开户、对冲产品设计、新三板、公募基金及支付业务等创新工作也在积极推进。2012 年，公司与深交所合作开发设计“国元皖江 30 指数”作为由券商发布的国内首个省级区域指数，为进一步扩大安徽上市公司市场影响力及更好地服务投资者发挥了重要作用；国元香港 5 亿港元额度的 RQFII 业务全额采用私募方式成功发行，在首批 21 家 RQFII 试点机构中尚属首例。

区域市场优势

公司总部位于安徽省，是省内唯一国有上市证券公司，受到了安徽省政府的大力支持，是安徽省重要的金融业务平台。公司半数证券营业部坐落于安徽省内，对于区域市场较为熟悉，公司领导多具有政企背景，人脉关系较好。公司通过多年在安徽市场精耕细作，与省内客户保持良好关系，在项目竞争上相对于非本地券商更具优势。

受益于国家中部崛起战略与皖江产业转移示范区战略，在长三角产业转移、城镇化速度加快、基础设施投资加大、企业发展加速、居民收入提高的趋势下，安徽省近年来经济发展较快，省内企业对金融服务的需求较高，为公司的业务发展带来良好契机。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等有关上市公司治理法律法规及《公司章程》的要求，建立健全了法人治理结构，股东大会、董事会和监事会运作规范，董事会下设的提名委员会、审计委员会、战略委员会、薪酬与考核委员会四个委员会专门独立、权责明确。公司与控股股东在业务、人员、财务、资产、机构等方面保持相互独立。

根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由15名成员组成，其中5名为独立董事，董事任期三年，负责制定公司经营计划、投资和利润分配方案。董事会设董事长1人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司监事会由5名监事组成，其中职工监事2名，监事会设监事会主席1名，任期三年，由全体监事过半数选举产生。监事通过召开监事会会议、列席董事会会议、定期检查公司财务等方式履行职责，对公司的依法运作、财务状况、资产收购、关联交易和董事、高级管理人员的行为进行有效监督。公司设总裁1名，由董事会聘任或解聘，总裁全面负责公司日常经营运作和控制管理，对董事会负责。

总体看，公司形成了股东大会、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，整体运行情况良好。

2. 内控与合规

公司依照中国证监会颁发的《证券公司管理办法》、《证券公司内部控制指引》、《上市公司治理准则》，深圳证券交易所制定的《上市公司内部控制工作指引》等法规，按照“健全性、合理性、制衡性、独立性”的内控原则，建立以净资本为核心指标的财务分析和评价体系。公司内部控制活动涵盖公司所有运营环节，实现了对净资本及风控指标的实时、动态监控。公司实施风险督察员制度，指挥各分支机构加强内部控制制度建设，督促贯彻落实各项风险管理制度和合规管理制度，对分支机构业务全过程实施独立的监控。在分支机构内部，副经理根据公司制定的《副经理内控职责》履行内控职责。

公司严格按照《证券法》、《证券公司监督管理条例》和《证券公司合规管理试行规定》等法律、法规、规章和规范性文件的规定，建立健全合规管理框架和制度，实现对合规风险的有效识别和管理。公司建立了与自身经营范围、组织结构和业务规模相适应的合规管理组织体系，董事会是公司合规管理的最高决策机构，负责公司合规管理基本政策的审批、评估和监督实施。经营管理层负责制定和传达具体的合规政策并监督执行，确保合规政策和程序得以遵守。合规总监和合规部门负责督导和协助经营管理层有效管理合规风险，对公司及其工作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，履行合规政策开发、审查、咨询、监督检查、培训等合规支持和合规控制职责。公司全体工作人员负责遵守并具体执行公司的合规管理政策和程序。

公司实行“统一领导、分级授权、预算控制、目标考核”的财务管理体制。公司对各分支机构和业务部门的运营资金及经费款项统一计划安排、集中管理、调拨划付，并统一计算资金的使用成本和效益，分支机构财务负责人由公司统一委派。公司实行全面预算管理，所有经营与管理活动均纳入预算之中。公司建立自有资金和客户资金管理的决策、审核、批准、监控相分离的管

理体系，自有资金由专门部门同意集中进行计划、筹集、分配、使用、监控与考核，客户的交易结算资金由专门部门负责结算和头寸管理工作，对资金的调拨、资金运用的审批事项授权批准制度，审批人在授权范围内进行审批。

公司设立稽核部，在董事长直接领导下独立开展稽核审计工作，负责检查公司所属部门及分支机构执行公司各项规章制度及内部控制情况、对公司经营管理进行事后检查等。公司稽核部每年年初围绕公司中心工作拟定稽核工作计划，并报董事长签字批准后实施。稽核审计部通过现场稽核、非现场稽核、委托稽核、联合稽核等形式开展工作。2010~2012 年，公司按照每三年至少审计一次的频率对分支机构以及分公司进行常规审计，对公司的内部控制环境、主要业务活动等进行专项检查和评价。

公司制定了较为完善的信息技术管理制度及实施方案，在系统运行、软件开发、信息安全管理等方面均设置了比较详尽的管理措施和业务流程。近年来各系统保持平稳运行。

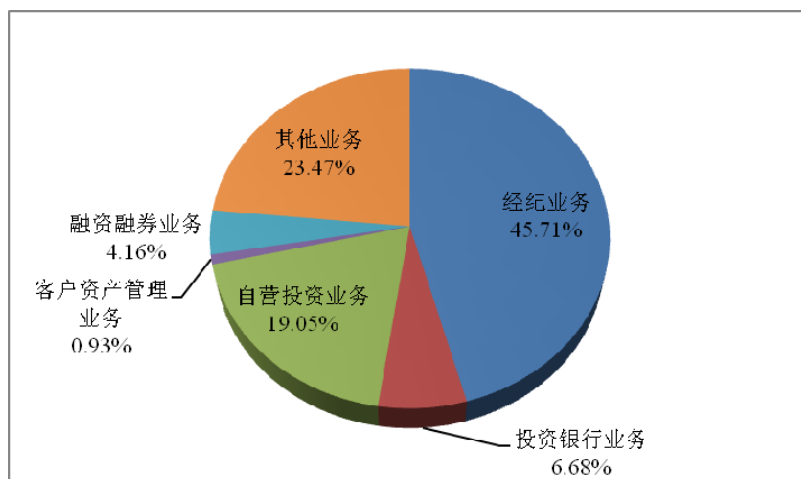
总体看，国元证券不断强化内控体系建设，健全管理制度与流程，内控管理水平良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司所经营的主要业务板块包括经纪业务、投资银行业务（证券承销、保荐及财务顾问业务）、自营投资业务、客户资产管理业务和融资融券业务等，经纪业务、投资银行业务和自营投资业务收入构成了公司经营收入的主要来源，2012年三项业务收入合计占公司总营业收入比重的71.44%。从收入的区域构成来看，由于公司半数营业部集中于安徽省，且公司本部位于省内，安徽省内收入占公司全部收入的75.46%，收入带有明显的区域性特征。

图4 公司主营业务收入构成



资料来源：公司年报、联合评级整理

注：公司其他收入（主要为长期股权投资收益和自有资金利息收入）

受市场行情影响公司经纪业务和投行业务收入出现了较大的下降，导致2012年公司主营业务收入较上年进一步减少。近三年来经纪业务收入占公司总收入的比重分别为60.75%、51.50%和45.71%，虽占比逐年下降趋势，但公司依赖经纪业务的收入结构没有根本变化，其变动对公司整体营业收入状况影响较大。近年来受股票市场行情低迷影响，二级市场股票交易量大幅下降，导致公司经纪业务收入下降较大，对公司经营收入带来一定影响。公司的投资银行业务和自营业务收入波动较大，受IPO发行节奏放缓影响，公司投资银行业务大幅下降。公司2012年自营业务表现

较好，把握债券市场的投资机会，带来自营投资业务收入的增长。融资融券业务作为创新业务收入规模占比不大，但增长势头较好，未来发展空间较大。

成本方面，公司业务成本主要由运营成本、物业及设备成本和人工成本构成，从业务条线来看，经纪业务成本占主营业务成本的82.10%，主要由于该业务从业人员较多、物业场地集合成本较高，故公司的成本具有一定的刚性。

利润构成方面，从近三年的情况来看，经纪业务是公司相对稳定的利润来源，属于公司的基础性、支柱性业务，自营业务和投行业务利润占比也较高，但受市场行情和政策性影响，导致利润波动性较大。融资融券作为创新业务，发展势头较好，逐步形成稳定的利润来源。

表3 公司主营业务收入结构变化情况（单位：万元、%）

项目	2010 年		2011 年		2012 年	
	金额	占公司总收入比重	金额	占公司总收入比重	金额	占公司总收入比重
经纪业务	136,198.92	60.75	91,397.23	51.50	69,984.36	45.71
投资银行业务	28,083.26	12.53	31,146.41	17.54	10,229.85	6.68
自营投资业务	26,204.70	11.69	5,845.46	3.29	29,175.97	19.05
客户资产管理业务	2,595.73	1.16	1,416.03	0.80	1,418.70	0.93
融资融券业务	--	--	4,702.07	2.65	6,374.12	4.16
合计	193,082.61	86.12	129,805.13	75.91	117,183.00	76.52

资料来源：公司年报、联合评级整理

总体看，公司经纪业务是公司收入和利润的主要来源，属基础性业务，创新业务目前发展较好，收入和利润稳步攀升，依赖单边市场的盈利模式有待转变，目前公司正处于收入结构的调整阶段。

2. 业务运营

经纪业务

公司的经纪业务收入包括母公司的传统经纪业务，及子公司国元香港和国元期货的经纪业务，其中 90%以上的经纪业务收入来自于母公司。公司经纪业务资格齐全，母公司的经纪业务包括向客户提供代销股票、基金、债券、权证、集合理财等基础及衍生金融产品，提供交易通道、业务办理、投资咨询、理财规划等系列服务，子公司国元香港的经纪业务为联交所批准的经纪业务，子公司国元期货的经纪业务为期货通道业务。

母公司经纪业务由营销经纪总部负责全面管理，营销经纪总部下设综合管理部、交易管理部、产品销售部和市场营销部，分别从经纪业务的后台管理、交易管理、基金和公司理财产品的销售业务和公司各分支机构的市场营销业务管理等方面实现对经纪业务的集中管理。营业部等分支机构负责具体业务，包括交易通道服务和金融产品销售服务，有条件的营业部还会向公司推荐投行项目。国元香港和国元期货的经纪业务由子公司自律管理。

公司是上海证券交易所和深圳证券交易所的发起人会员，是全国最早在上海、深圳设立证券交易营业部的证券公司之一。经过十几年的发展，公司经纪业务已经实现三大转变，即由分散、独立的管理体制向集中式管理体制转变；由粗放式经营向集约化、专业化方向转变；营业部由利润中心向营销终端和销售平台转变。

经纪业务的销售实现基本依赖于终端的营销网点，2005 年 11 月，公司成功托管了原天勤证

券，2007年10月完成了对原天勤证券13家证券营业部正式翻牌，实现了经纪业务的低成本扩张。截至2012年末，公司在北京、上海、天津、深圳、广东、江苏、山东、浙江、辽宁、重庆、福建、湖南、湖北、河南、贵州、山西、江西以及安徽省内共设有76家证券营业部，公司半数营业部集中于安徽省内。截至2012年底，公司经纪业务人员2,235人，占公司总人数的77.28%。从以上数据可以看出，公司的网点规模和团队规模均较大。

经纪业务是国元证券主要的收入来源。公司2012年实现经纪业务收入69,984.36万元。经纪业务收入包括代理买卖手续费净收入、出租席位净收入、代理销售金融产品净收入和客户保证金利差收入等，其中代理买卖手续费净收入占比接近80%，占比较大。由于股票市场整体疲弱，2012年公司代理买卖证券净收入5.48亿元，较2011年下降24.28%。零售经纪业务客户数量呈现逐年递增，2012年较2011年增加4.6万户；从客户质量来看，公司客户以中小散户为主，机构客户占比不大。由于经纪业务佣金竞争日趋激烈，证券行业经纪业务市场平均佣金率逐年下降，公司佣金率也出现了明显的下滑，2012年公司平均股基佣金率为0.081%，较2011年下降了0.004个百分点，公司的佣金水平处于行业正常水平。

表4 公司近三年经纪业务市场份额情况

项目	2010年	2011年	2012年
零售经纪业务客户数量（万户）	72.95	82.86	87.46
平均股基佣金率（%）	0.103%	0.085%	0.081%
代理买卖交易金额（亿元）	14,681.25	15,002.34	12,336.33
代理买卖交易金额市场份额（%）	1.171%	1.207%	0.904%

资料来源：公司提供、中国证券业协会、表中数据为母公司口径

为改变经纪业务对股票市场行情过度依赖的现状，近年来公司不断加强经纪业务转型力度。优化统一营销服务平台，整合各种渠道资源，营销服务能力和水平进一步提高。公司引导证券营业部依托公司总部各项业务平台，积极向财富管理模式转型，扩大经营品种，增加收入来源渠道，积极加强与信托、保险及银行等金融机构合作，拓宽代销金融产品渠道。

总体看，国元证券经纪业务发展受市场环境影响较大，随着非现场开户业务的逐步放开，证券公司经纪业务佣金率将趋于平均化，加之经纪业务转型仍处在探索阶段，未来证券公司经纪业务收入增长具有一定的不确定性。

投资银行业务

公司投资银行业务主要包括股票承销保荐业务、债券承销业务、并购重组业务以及其他创新业务。公司的投资银行业务主要由投资银行总部负责，下设综合管理部、投行业务一~八部、投行质量控制部、投行资本市场部、投行创新业务部和债券发行部，负责公司股票、债券承销从承揽到发行的一系列工作。公司设有投资银行立项委员会、内核委员会、质量控制部和风险控制部负责审核拟承销的项目，以防范和控制证券承销风险。

公司不断加强投资银行业务团队建设，2012年在原有基础上加强了债券发行业务的人员配置。截至2012年末，国元证券投资银行业务团队135余人，其中保荐代表人28人，准保荐代表人16人，保荐代表人人排全国第24位。国元证券积累了一批优质的客户，具有一定的项目储备资源，截至2012年末，公司投行有14个首发和2个再融资项目在会审核，市场一旦启动，公司投行业务可以保持持续发展。

在项目承揽、股份托管、客户资源管理、资产管理业务、直投业务等方面，公司投行已与营

销经纪总部、三个分公司、客户资产管理总部、以及直投公司等建立了有效的沟通对接渠道，实现了公司整体资源联动、效益最大化的良好局面。在省内市场，公司投行充分利用公司的地域、股东、国有优势以及省内的网点布局优势，进一步加大与各地市政府、金融办、发改委、科技厅、开发区和相关中介机构等的联系。在省外市场，公司投行推动了以服务企业为标杆、以当地营业部为营销平台的市场客户建设。

证券承销业务净收入是投资银行业务的主要收入来源，保荐业务净收入和财务顾问业务净收入的收入占比相对较低。2010~2012 年，公司投行业务收入波动较大，2012 年受 IPO 发行节奏暂缓影响，股票承销规模大幅下降，导致 2012 年公司投行业务收入较 2011 年下降 67.16%。

表5 公司近三年证券承销业务情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年
股票主承销家数	8	6	4
股票主承销家数排名	21	21	--
主承销金额（亿元）	64.00	50.09	19.44
股票主承销金额行业排名	27 位	23 位	--
债券主承销家数	---	1	3
债券主承销金额（亿元）	---	2.20	1.40
债券主承销金额行业排名	---	56 位	--
并购重组等财务顾问业务净收入（万元）	820 万元	1295 万元	2301 万元
并购重组等财务顾问业务净收入排名	32 位	27 位	---

资料来源：公司提供、中国证券业协会、业务规模数据为母公司口径

从业务数据来看，公司股票主承销家数从 2010 年的 8 家下降至 2012 年的 4 家，股票主承销金额从 64.00 亿元减至 19.44 亿元，受 IPO 发行节奏控制的政策性影响，公司股票承销规模有所下滑。债券承销方面，公司成功发行了六安华安达、宣酒集团、芜湖金牛 3 家私募债，成为省内首家私募债主承销商，2012 年公司债券主承销家数 3 家，债券主承销金额 1.40 亿元，公司债券承销规模不大。公司财务顾问业务在投行业务中收入占比较小，2012 年公司财务顾问业务收入有所增长，主要是当年担任雷鸣科化吸收合并湖南西部民爆项目的独立财务顾问，实现了较高收入。

总体看，公司证券承销业务以股票承销为主，债券承销和财务顾问业务规模不大，未来公司将继续推进业务转型，同时，充分利用分支机构的平台优势，与多部门联动，实现客户资源共享，公司在承揽安徽省内业务方面具有优势，但投资银行业务受证券市场环境和监管政策的影响较大，存在不确定性。

自营投资业务

公司自营投资业务由权益类投资、固定收益类投资和衍生品投资三部分组成。由投资管理总部负责，其下设二级管理部门固定收益部、权益投资部和研究综合部，分别承担自营权益投资业务和固定收益类投资决策、业务操作及日常管理职能。公司出台了相关业务管理制度及流程规范，明确了投资决策、操作规程、业务授权及各项风险控制措施。近年来，公司逐步建立和完善证券投资业务管理制度体系，建立了公司投资决策委员会、部门投资决策小组、投资经理和交易员的四级投资决策体系，对投资决策、投资研究、证券交易、股票池管理、风险预警和内部控制等业务环节进行管理。

2012 年 A 股市场不断创出新低，与此相反，债券市场出现了上涨行情。权益投资方面，公司秉承谨慎投资和价值投资理念，严控投资风险；固定收益投资方面，公司发挥自有资金充裕的优势，加大对债券投资的配置，获得了较好的收益；衍生品投资方面，公司加大套期保值操作，通过阶段性、集中性的套保操作，在规避市场风险的同时也获得了一定收益。2012 年公司自营投资业务实现收入 2.92 亿元，占公司营业收入的 19.05%，金额和占比均较上年同期有较大提高，但收入波动性较大。公司自营投资业务收入主要来自于母公司自营业务收入和国元香港自营业务收入。其中，母公司实现自营业务收入 24,570.31 万元，自营业务利润 22,858.88 万元；国元香港实现自营业务利润 4,605.66 万元。

表 6 公司自营投资业务资产负债表（单位：万元）

证券品种	2010年		2011年		2012年	
	期末账面价值	报告期收益	期末账面价值	期末账面价值	期末账面价值	报告期收益
股票	126,745.18	5,038.73	96,734.18	-3,420.26	55,426.90	5,150.67
基金	123,962.79	3,232.81	97,013.02	226.82	42,061.10	-904.95
债券	182,859.13	10,799.65	194,125.01	10,960.13	360,787.57	17,504.77
其他证券		1.09	34,000.38	144.58	78,045.95	2,636.71
合计	433,567.10	19,072.28	421,872.59	7,911.27	536,321.52	24,387.20

资料来源：公司年报

注：此表中数据为母公司口径。

公司自营权益类证券投资以股票为主，另有部分股票型基金；固定收益类证券投资以债券为主。2009 年以来，由于二级市场行情低迷，公司逐步降低了权益类投资比重，增加了固定收益类投资占比。截至 2012 年底，公司自营投资余额 53.63 亿元，其中股票投资余额 5.54 亿元，余额占比 10.33%，债券投资余额 36.08 亿元，余额占比 67.27%。公司整体投资规模较上年有所提高，主要是公司加大了债券投资规模，适当提高了债券投资的杠杆水平，但目前杠杆水平小于 1.5 倍，仍处于行业较低水平。2012 年末，自营权益类证券和自有固定收益类证券的投资余额分别占公司净资本的 13.22%和 43.20%，均在监管限额内。

总体来看，受制于股票市场低迷，公司权益类投资收益波动较大，公司逐步丰富投资业务策略和投资品种，有效地控制投资风险，提升投资业务盈利水平。

资产管理业务

公司资产管理业务主要包括定向资产管理业务、集合资产管理业务以及投资顾问业务，目前投资顾问业务尚未开展。资产管理业务主要由客户资产管理总部负责。

国元证券客户资产管理总部重视风险控制与合规管理，不断强化事前、事中风险控制，加强投资主办人的合规意识。在投资决策环节和交易执行环节，实行客户资产管理业务领导小组，客户资产管理总部负责人和投资主办人三级风控体系。

公司资产管理业务发展较快，2012 年受托资产规模和业务收入均较前两年有较大增长。母公司资产管理业务受托资产规模从 2010 年末的 8.45 亿元增至 2012 年末的 19.97 亿元，规模增长主要是 2012 年定向资产管理规模增加所致；2012 年公司资产管理业务收入 568.85 万元，较上年下降 16.40%，主要是由于“黄山”系列管理费收入较低，国元定增 1 号是 2012 年底发行，当期形成管理费收入较少。

表 7 近三年公司资产管理业务规模及收入情况

项 目	2010 年		2011 年		2012 年	
	资产管理规模 (亿元)	管理费收入 (万元)	资产管理规模 (亿元)	管理费收入 (万元)	资产管理规模 (亿元)	管理费收入 (万元)
集合资产管理	8.45	941.83	6.09	680.45	10.5	568.85
定向资产管理	-	-	-	-	9.47	-
合计	8.45	941.83	6.09	680.45	19.97	568.85

资料来源：公司提供

注：表中数据为母公司口径，且仅为管理费收入，并不包含该业务项下其他收入。

截至 2012 年底，公司客户资产管理总部管理 4 只集合计划产品，分别为黄山 1 号、黄山 2 号、黄山 3 号，及国元定增 1 号；定向资产管理产品主要为通道业务。2012 年公司实现资产管理业务收入 1,418.70 万元，资产管理业务利润 321.25 万元，其中：母公司实现资产管理业务利润 -312.41 万元，国元香港实现资产管理业务利润 633.66 万元。2012 年，国元香港在取得 RQFII 业务资格、获批 5 亿港元额度后，积极与境内外有关单位联系，全额采用私募方式成功发行，这在首批 21 家 RQFII 试点机构中尚属首例。

总体来看，公司资产管理业务整体规模不大，收入规模在公司总收入中的占比也不大，随着该业务板块内产品的不断完善和成熟，未来在资产管理规模和盈利能力方面将有所提高。

融资融券业务

2010 年 11 月 23 日，中国证监会下发《关于核准国元证券股份有限公司融资融券业务资格的批复》（证监许可【2010】1679 号），公司正式取得融资融券业务资格，公司于 2010 年底正式开展业务。2012 年底公司参与了转融通试点，目前已获得中国证券金融公司的批复。两融业务由公司融资融券部集中统一管理，由公司信用业务领导小组进行业务决策。公司融资融券业务自启动以来迅速增长，截至 2012 年末，国元证券累计信用账户开户 8,276 户，较前几年大幅增加。2012 年公司实现融资融券业务收入 6,374.12 万元，业务利润 5,890.21 万元，其中，母公司实现融资融券业务利润 4,734.11 万元，国元香港实现融资融券业务利润 1,156.10 万元。

表 8 近三年公司融资融券业务规模及收入情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年
年底融资融券账户数目	138	2,672	8,276
年底融出资金余额（亿元）	2.87	5.76	10.85
年底融出证券余额（万元）	-	505.79	544.01

资料来源：公司提供，上表中业务数据为合并口径。

目前公司将融资融券业务客户的参与门槛定位于资产规模在 20 万元以上的客户，在满足信用证监会相关监管政策的基础上逐步拓展业务。2012 年，公司 76 家营业部全部可以开展融资融券业务，日均融资融券规模为 5.75 亿元，为 2011 年的 165.22%。公司目前的融资融券业务以融资为主，融券规模较小。

在融资融券业务风险管理方面，公司形成了融资融券部、风险管理部和营业部三位一体的风险监控体系，营业部负责前端的客户初审，融资融券部负责日常盯市，风险管理部负责交易和总量控制。在客户征信评级方面，公司制定了《征信评级管理办法》，以打分表的形式对客户进行评级，通过客观数据和综合参考客户的各项指标确定客户级别，不超过两年对客户级别进行重新审查。在担保证券方面，公司研究中心的对融资融券标的股票的市值、流动性、波动性、财务指标、

等多项指标进行综合评价，并设定相应的折算率。融资融券业务实行逐日盯市、强行平仓等交易模式，当维持担保比率¹达到 150 时将向客户发出预警提示，该指标达到 130 时将触发强制平仓指令，公司重视对创新业务风险管理环节的控制。

总体来看，公司融资融券业务快速发展，正逐步成为公司稳定的收入来源。公司根据融资融券业务的特点和监管要求制定了较为完备的风险控制体系，基本将业务风险控制在可控范围内。融资融券作为新兴业务未来发展潜力较大，随着券商的积极参与，未来该业务的市场竞争压力也将显现，争取优质客户资源及把控风险结点将是该业务未来面临的重点。

3. 同行业比较

我国证券公司的业务范围相近，业务种类相对单一，收入主要来自经纪、发行承销和自营等传统业务，盈利模式的差异化尚不显著，其他业务尤其是创新类业务占行业总业务比重相对较低。这种业务格局导致了证券公司之间在相关业务领域的同质化竞争。传统经纪业务仍将是证券公司收入和利润的基础，该业务依赖交易量提升业绩，因此需要广泛布局网点争取客户资源；而创新业务更多的需要企业以资本金为基础，依靠强大的投资管理能力实现收益。

表 9 近三年证券业上市公司经营数据情况（单位：亿元）

公司名称	资产总额	净资产	营业收入	净利润	净资产收益率（%）
中信证券	1,685.08	866.84	116.94	43.07	4.90
海通证券	1,263.46	604.31	91.41	32.34	5.82
华泰证券	792.71	346.38	58.83	16.61	4.79
光大证券	583.58	229.1	36.52	10.33	4.60
国元证券	228.86	149.45	15.31	4.07	2.73
兴业证券	227.04	90.72	25.39	5.74	5.56
西南证券	172.57	104.05	12.68	3.42	3.37
东北证券	164.78	72.13	12	1.51	2.93
东吴证券	157.7	76.39	13.98	2.88	3.77
国金证券	126.21	63.49	15.34	2.75	5.73
国海证券	113.84	30.08	14.6	1.64	4.92

资料来源：Wind 资讯、表中数据口径为合并财务报表口径。

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，但并不影响比较结果。

从上表数据可见，公司资产和净资产规模在行业中处于较好水平，净资产收益率水平相对较低，说明公司的净资产的盈利能力较低，公司的净资本规模较大的优势未得以充分发挥。

4. 未来发展

公司将始终立足安徽，面向全国，走向境外，坚持“诚信为本，规范运作，客户至上，优质高效”的经营理念，打造持续稳健发展，业绩领先，具有国元特色经营模式，富有竞争力的现代化金融企业。结合当前所面临的竞争形势，未来三年，公司将积极创造条件，努力构建覆盖证券经纪、资产管理、投资银行、期货、基金、股权投资、境外经营等业务的全功能型的证券控股公司，争取主要业务在全行业排名进入前 20 位。

¹ 维持担保比率是指客户担保物价值与其融资融券债务之间的比例。其计算公式为：维持担保比例=（现金+信用证券账户内证券市值总和）/（融资买入金额+融券卖出证券数量×当前市价+利息及费用总和）

为实现公司远景目标，国元证券针对各业务条线制定了比较详细的实施方案：传统经纪业务要进一步发展新客户，稳定老客户，不断提高市场份额；自营投资业务要合理使用资金杠杆，扩大投资收益，实现规模和效益的双提高；投资银行业务要重点研究和拓展企业债、公司债和中小企业私募债等债权融资业务，实现多元化经营；资产管理业务要加大创新资管产品的力度，加强与银行、信托、保险等金融机构的合作，努力扩大资管业务规模。公司关注业务创新，继续申报各类创新业务资格，努力做大现有创新业务，进一步增强公司核心竞争力，逐渐形成公司新的业务和赢利模式。

总体看，公司战略目标清晰，定位明确，符合自身特点和未来发展的需要。由于近年来国内股票市场行情持续低迷，公司经纪业务收入逐年下降，股票承销和权益性资产投资也受到一定影响。公司鼓励发展创新业务，总体业务转型取得了一定成效，市场竞争力逐步增强。

七、风险管理分析

公司自成立以来，一直将风险控制与合规管理作为日常经营中的重要目标。公司风险管理组织架构由四个层次构成，分别为：公司董事会下设的风险管理委员会，经营管理层设立的风控与合规委员会，包括风险监管部、合规管理部与稽核部在内的相关风险管理职能部门，以及各业务部门内设的风险管理岗位。公司董事会是风险管理的最高决策机构，负责制定风险管理战略和风险管理政策，确定风险管理原则，根据环境的变化和业务的发展不断检验风险管理政策的有效性以使其不断完善，并将风险管理纳入整体经营发展战略。经营层下设风控与合规委员会，负责确定投资资产配置比例、风险限额等风险控制指标。风险管理职能部门包括风险监管部、合规管理部与稽核部，负责督促落实风险管理政策、推动风险管理体系建设，协助业务部门制定风险管理策略和风险控制措施，对重点业务进行风险监控，开展风险评估及压力测试工作。公司各业务部门履行直接的风险管理职责，是风险管理的第一道防线。各业务部门和风险管理部门设立风险管理岗位，在合规总监与内部监督检查部门的指导下，负责公司各项业务管理和风险管理制度的落实，监督执行各项业务操作流程，与内部监督检查部门建立直接、有效的沟通，对业务操作过程中发现的内部控制缺陷及风险点及时反馈，提出整改或完善的意见或建议，有效识别和管理本单位业务经营中面临的各种风险。

1. 市场风险管理

市场风险主要存在于公司自营、资管等业务中，目前主要通过董事会设定年度自营投资总规模和最大可承受风险限额、严格规范投资决策程序、控制仓位和集中度、对个券实行止盈止损、设定股票池，进行系统和人工监控、进行套期保值和风险对冲，控制组合的风险敞口与限额、进行压力测试分析，债券久期分析，建立多级审核机制和规模控制，测算套保有效性、市场风险预警发生时向业务部门发送风险提示函等措施来实现有效监管。

针对投资的市场风险，公司采用铭创交易与风险控制系统、金仕达投资风控系统和衡泰利率资产业务管理系统对风险进行实时监控。

2. 信用风险管理

公司信用风险主要存在于自营、两融、约定购回式交易、债券正回购等业务领域，主要管控措施如下：1、在业务开展前，公司建立了涉及各业务的风险管理制度，其中包含对信用风险的描述及控制措施。2、通过对业务充分研究和了解的基础上，建立了《信用风险矩阵结构图》，对信

用风险可能存在的表现形式进行描述，制定了防控措施，基本涵盖了公司现有业务领域。3、对信用风险涉及的主要业务领域进行核心指标监控，通过维持担保比例、履约保障比例、折算率、保证金比例对信用交易业务进行监控；通过债券评级、审批权限、持仓规模对自营业务进行监控；通过放大倍数、标准券折算率对债券正回购业务进行监控。

公司按业务类型进行了信用风险预警：对债券的信用风险监控和预警，主要根据自营业务管理办法中对债券评级的规定，监控债券评级变化情况，如果债券评级被下调至 AA-以下，风险监控部则立刻对业务部门进行风险提示，要求其制定风险预案，对债券联系人进行了解，持续跟踪；对信用业务的监控和预警，主要通过监控系统设置预警指标参数，核心指标参数包括资产负债比例，折算率，保证金比例等。目前公司已有融资融券业务监控系统，对市场、客户交易情况进行预警分析。

3. 流动性风险管理

公司资金计划部根据公司自有资金使用特点及实际情况制定流动性管理方案，优先配置安全性和流动性较强的金融产品，保持盈余流动性和多重融资渠道，合理规划外部融资期限，融资规模与公司业务发展需求相适应。

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管理措施，将市场流动性风险控制在可接受范围内。具体措施表现在：控制证券投资规模和仓位、控制单一证券品种持仓占发行流通量比例、控制债券回购放大倍数、控制单一客户开展融资融券业务的规模等。

公司建立了以净资本为核心指标的动态风险监控体系，定期开展敏感性分析和压力测试。针对影响净资本下降过快的长期股权投资、固定资产等长期资金的使用，以及承销项目包销、自营债券申购等，均须事前开展净资本等风险控制指标压力测试。

公司建立了投资业务和信用交易的实时监控系统和数量化分析模型，在分析各项数据的基础上，对投资业务和信用交易业务的流动性风险进行动态风险监控，对超过流动性警戒值和突发性风险放大情况，及时向公司管理层汇报，并采取相应措施控制风险。

4. 操作风险管理

公司明确了管理层、风险管理部及各业务部门在操作风险管理中的职责分工，采取以下措施控制操作风险：制定相关制度；合理设置流程；设置容错比例；在风控系统中建立监控要点及阈值；关键控制点操作与复核分离；员工技能与风险意识培训；案例分析与警示等。出现操作风险事件时，主要通过风险日志、风险函件、专题报告等方式进行汇报及跟踪处理。

为控制创新业务风险，公司出台了相应的业务管理办法，对创新业务的可行性分析、立项、评估、实施等过程进行规范，创新业务的实施必须经过有权部门审批，以确保实现对创新业务风险的可测、可控和可承受。

从 2011 年开始，公司以净资本等风控指标和主要财务指标为压力测试对象，按照相关性、重要性、数据可得性原则，并综合考虑证券行业面临的市场风险、信用风险、操作风险等因素，选取影响公司主要业务发展的因素作为压力测试风险因子，并设定相关参数，每年均开展一次全面综合压力测试。两年的综合压力测试结果均显示，在轻度、重度两种压力情景下，公司净资本等主要风险控制指标均满足监管要求，并有一定的安全边际。

总体看，公司建立了较为全面的风险管理制度，对各项业务开展形成有效的风险屏障。但业

务规模的快速增长及创新业务的深入开展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

公司提供了2010~2012年合并财务报表，并均已经华普天健会计师事务所有限公司审计，出具的均为标准无保留审计意见。合并报表范围方面，自2012年12月始，新增了全资子公司国元创新投资有限公司的会计报表合并。该子公司设立期限较短，数据可比性较强。公司主要会计政策、会计估计根据《金融企业会计制度》制定。以下财务分析数据无特别指出，均为合并口径。

截至2012年底，公司合并资产总额228.86亿元，其中客户资金存款59.45亿元，客户信用资金存款4.34亿元；负债总额79.41亿元，其中代理买卖证券款69.89亿元，信用交易代理买卖证券款4.80亿元；所有者权益149.45亿元，净资本（母公司）89.92亿元。2012年，公司实现营业收入15.31亿元，净利润4.07亿元。

2. 杠杆与资本充足性

近三年公司的自有负债很少，财务杠杆使用较小，直到2012年，公司开始通过卖出回购方式融入资金的方式适当提高债券投资杠杆，截至2012年底，公司卖出回购金融资产款金额0.69亿元，占自有负债的比例为14.66%。公司非自有负债主要为代理买卖证券款和信用交易代理买卖证券款，近年来由于受股票市场低迷的影响，2011年以代理买卖证券款为主的非自有负债占比下降明显。近三年公司负债情况如表10。

表10 公司负债情况表（单位：亿元）

项目	2010年	2011年	2012年
自有负债	5.69	3.78	4.72
其中：卖出回购金融资产款	0.00	0.00	0.69
非自有负债	93.52	74.20	74.69
其中：代理买卖证券款	91.59	69.96	69.89
信用交易代理买卖证券款	1.93	4.24	4.80
负债总额	99.21	77.98	79.41

资料来源：公司年报

随着自有负债中的卖出回购金融资产款的增长，公司可快速变现资产/自有负债的指标值由2011年的34.49倍下降到2012年的25.94倍，但可快速变现资产对自有负债的保护程度处于很好水平。

公司的自有资金全部来自于股东资金和自身盈利积累，2009年公司在二级市场成功进行了公开增发，募集资金净额96亿元，极大的充实了公司的资本金。近三年来公司均进行了现金分红，分红比例分别占当年净利润的63.70%、34.90%和48.29%，现金分红占比较高。

表11 近三年公司现金分红情况（单位：万元）

分红年度	现金分红金额（含税）	分红年度净利润	现金分红与当年净利润比率（%）
2010年	58,923.00	92,498.11	63.70
2011年	19,641.00	56,271.38	34.90
2012年	19,641.00	40,670.70	48.29

资料来源：公司年报

近三年公司所有者权益保持稳定，截至 2012 年底，公司股本 19.64 亿元，资本公积 96.59 亿元，资本公积占比较大主要是 2009 年发行股票的股本溢价所致。近三年，公司净资产规模基本保持稳定（表 12），净资产规模呈逐渐下降趋势，主要是增加了对其他业务子公司股权投资投资，净资产扣减比例较高所致。截至 2012 年底，公司净资产余额为 89.92 亿元，排名位于同业前列，净资产水平较高。近年来公司净资产/净资产指标呈下降趋势，2012 年底为 60.65%，较 2011 年底的 71.11%下降了 10.46 个百分点，主要是净资产下降所致。

公司近三年自有负债规模变化不大，总体负债规模处于较为稳健的水平，净资产/自有负债和净资产/自有负债指标分别从 2011 年的 3,108.86%和 4,372.18%下降到 2012 年的 2,316.44%和 3,819.56%，指标虽有所下降，但公司净资产和净资产对自有负债的覆盖程度仍保持在很高的水平，具有相当规模的负债空间。本次公司债券发行后，公司的财务杠杆水平将会有所上升。

表 12 近三年公司风险控制指标表（母公司口径）

项 目	监管标准	预警指标	2010 年	2011 年	2012 年
净资产（亿元）	≥2	≥2.4	117.71	104.86	89.92
净资产（亿元）	--	--	148.67	147.47	148.27
净资产/各项风险准备之和（%）	≥100	120	1,162.41	1,638.95	1,286.62
净资产/净资产（%）	≥40	48	79.17	71.11	60.65
净资产/自有负债（%）	≥8	9.6	2,291.31	3,108.86	2,316.44
净资产/自有负债（%）	≥20	24	2,894.09	4,372.18	3,819.56
自营权益类证券及证券衍生品/净资产（%）	≤100	80	13.09	13.68	13.22
自营固定收益类证券/净资产（%）	≤500	400	24.88	27.27	43.20
自有资产负债率(%)	--	--	3.66	2.49	3.06

资料来源：公司净资产监管报表、联合评级整理。

注：表中有关净资产和风险类数据，2012年末数据根据中国证监会颁布的《关于调整证券公司净资产计算标准的规定（2012年修订）》（证监会公告[2012]37号）、《关于修改〈关于证券公司风险资本准备计算标准的规定〉的决定》（证监会公告[2012]36号）的要求计算，2011年末数据亦根据相同口径调整计算，2010年末数据根据调整前口径计算。

2010年以来，公司经纪业务和自营业务的风险准备波动较大。受股票市场低迷的影响，客户资金大规模流出，因此2011年底的经纪业务风险准备规模大幅降低，而2012年由于客户资金变化不大，故经纪业务风险准备规模基本跟上年持平；2012年底，公司债券的持仓量较2011年底增加，使得公司自营业务风险准备规模有所增加。截至2012年底，公司净资产/各项风险准备之和指标处于较高水平，2012年末为1,286.62%。

总体看，公司净资产规模处于行业较高水平，以净资产为核心的风险控制指标均远优于监管标准。随着业务发展和市场竞争的需要，公司负债规模有增长的动力和空间，公司资本充足性很好。

3. 资产质量与流动性

公司的自有资产以可快速变现资产为主，2012 年底占比为 79.43%。近年来公司可快速变现资产规模呈现小幅下降的趋势（表 13），可供出售金融资产、自有货币资金、融出资金和买入返售金融资产是可快速变现资产的主要组成部分，2012 年该四项资产在自有资产中的占比分别为 43.41%、30.65%、8.86%和 8.88%。公司部分证券营业部的物业为公司自有物业，均以原始成本入账，账面价值远低于目前市场价值。

截至 2012 年底，公司可供出售金融资产余额为 53.16 亿元，其中 14.48%为信托产品、64.03%

为债券投资；买入返售金融资产余额为 10.87 亿元，2012 年末买入返售金融资产余额较年初增长 219.82%，主要系年末未到期的债券逆回购余额增加所致。截至 2012 年底，公司持有债券的外部评级均在 AA-以上，信用风险较小。

由于债券投资规模在自有资产规模中占比较高，同时考虑到债券较好的变现能力，公司整体资产的质量较高、流动性较好。

表 13 公司资产情况表（单位：亿元）

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
自有资产	155.49	151.77	154.17
可快速变现资产	134.53	130.30	122.46
其中：可供出售金融资产	36.13	36.17	53.16
交易性金融资产	12.19	7.18	3.53
融出资金	2.87	5.76	10.85
买入返售金融资产	0.00	3.40	10.87
其他类资产	114.48	95.67	106.40
其中：客户资金存款	75.10	56.51	59.45
客户备付金	10.95	7.38	7.17
资产总额	249.01	225.97	228.86

资料来源：公司年报

从现金流来看，公司经营活动现金净流出规模较大，2012 年底达到 27.76 亿元，而投资性现金流和筹资性现金流规模相对较小（表 14）。由于近三年股票市场持续低迷，公司经纪业务的客户不断转走资金，使得经营性现金流连续三年呈净流出的状态，此种经营现金流出不影响自有资金及自身的偿付能力。

表 14 公司现金流量情况表 （单位：亿元）

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
经营性现金流量净额	-68.93	-18.41	-27.76
投资性现金流量净额	-9.17	-3.08	-1.30
筹资性现金流量净额	-9.82	-5.89	-1.96
现金及现金等价物净增加额	-88.12	-27.69	-31.00
年末现金及现金等价物余额	169.37	141.68	110.67

资料来源：公司年报

总体看，公司的自有资产以债券投资等可快速变现资产为主，整体资产的质量较高、流动性较好；受股票市场持续低迷影响，经营性现金流连续三年呈净流出的状态。

4. 盈利能力

近年来受市场环境影响，公司营业收入呈下降状态，2010~2012年，公司分别实现营业收入 22.42亿元、17.75亿元和15.31亿元。

从营业支出来看，由于证券公司正常运营需要较大的刚性支出，所以营业收入下降对公司营业支出影响不大。从支出构成来看，2012年，公司营业支出中业务及管理费占94.19%，其中人力成本占业务及管理费的40.50%。公司近两年营业收入下降幅度较大，使得公司营业费用率由2010年的41.46%上升至2012年的62.57%。由于公司薪酬支出跟业绩挂钩，所以营业收入下降也导致薪酬支出下降，使得公司的薪酬收入比由2010年的9.08%下降至2012年的7.77%。随着市场环境的好转，公司经纪业务和投资银行业务等传统业务的规模有望扩大，以及融资融券业务等创新业务逐步开展，预计公司的营业支出将继续保持上升趋势。

从利润规模来看，近年来公司自营业务带来的营业利润呈现良好增长趋势（表15），但是受市场环境的影响，近年来公司传统的经纪业务和证券承销业务带来的营业利润出现大幅下降，从而使公司整体营业利润和净利润分别从2010年的11.88亿元和9.26亿元下降到2012年的5.14亿元和4.07亿元。

表 15 公司主要业务条线营业利润情况表

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
经纪业务（亿元）	9.05	3.76	1.75
资产管理业务（亿元）	0.18	0.05	0.03
自营业务（亿元）	2.43	0.31	2.75
证券承销业务（亿元）	1.52	1.66	0.21
融资融券业务（亿元）	--	0.43	0.59
营业利润合计（亿元）	11.88	6.97	5.14
营业利润率（%）	53.00	39.27	33.57
净利润（亿元）	9.26	5.63	4.07
平均资产收益率（%）	5.93	3.66	2.66
平均净资产收益率（%）	6.14	3.78	2.73

资料来源：公司年报，联合评级整理。

从盈利指标来看，由于近三年公司净利润下降幅度较大，使得公司平均资产收益率和平均净资产收益率分别由2010年的5.93%和6.14%下降到2012年的2.66%和2.73%。

总体看，在不利市场环境的影响下，经纪业务和投资银行业务的盈利水平出现大幅下降。未来随着 IPO 开闸等市场环境的好转以及公司创新业务的逐步开展，公司的盈利能力有望得到提高。

5. 偿债能力

近年来，公司净资本/各项风险准备之和指标保持较高水平（表16），2012年底为1,286.62%，公司资本较为充足。公司自有资产负债率指标很低，负债水平不高，整体偿债压力很小。

表 16 公司偿债能力指标情况表

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
净资本/各项风险准备之和(%)	1,162.41	1,638.95	1,286.62
净资产/自有负债(%)	2,894.09	4,372.18	3,819.56
自有资产负债率(%)	3.66	2.49	3.06
全部债务(亿元)	0.00	0.00	1.69
全部债务/自有负债(%)	0.00	0.00	35.81
EBITDA 全部债务比(%)	--	--	369.69
EBITDA 利息倍数（倍）	18,293.08	24,121.51	458.27

资料来源：公司监管报表、年报，联合评级整理

注：全部债务=短期债务+长期债务；短期债务=短期借款+卖出回购金融资产款+拆入资金

表中设计净资本的风险指标数据为母公司口径，其他为合并口径。

公司无长期债务，短期债务为拆入资金和卖出回购金融资产，截至2012年底，拆入资金和卖出回购金融资产在短期债务中的占比分别为59.10%和40.90%；短期债务在自有负债中的占比为35.84%。

公司净资产/自有负债处于很高的水平，2012年底为3,819.56%，公司净资产对自有负债的保护程度很高。截至2012年底，公司 EBITDA 全部债务比为369.69%，处于较好水平，EBITDA 对全

部债务的保障能力较强；EBITDA 利息倍数由2010年的18,293.08倍下降到2012年的458.27倍，仍处于很高的水平。

总体看，公司债务以拆入资金和卖出回购金融资产为主，整体偿债压力很小，偿债能力很强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至2012年底，公司债务总额为1.69亿元。本次拟发行公司债规模不超过50亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度很大，债务负担有较大增加。

以2012年底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为50亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为26.80%，债务指标数值仍处于较低水平。

总体看，相对于公司目前的债务规模，本期债券发行后，公司债务负担有所增加，但债务指标数值仍处于较低水平。

2. 本期债券偿债能力分析

以2012年的财务数据为基础，公司2012年 EBITDA 为6.26亿元，为本期公司债券发行额度（不超过50亿元）的0.13倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度一般。公司2012年底的可快速变现资产为126.04亿元，为本期公司债券发行额度（不超过50亿元）的2.45倍，对本期债券的覆盖程度较高。

公司正处于快速发展期，资金需求量较大，而宏观、金融调控政策的变化会增加公司资金来源的不确定性及资金使用成本。本期债券募集资金将全部用于补充营运资金，可有效满足公司中长期业务发展的资金需求。本次债券发行后，公司可以优化债务期限结构，满足不断增长的营运资金需求。同时，在保持合理资产负债率水平的情况下，通过负债融资，将提高财务杠杆比率，提高资产负债管理水平和资金运营效率。

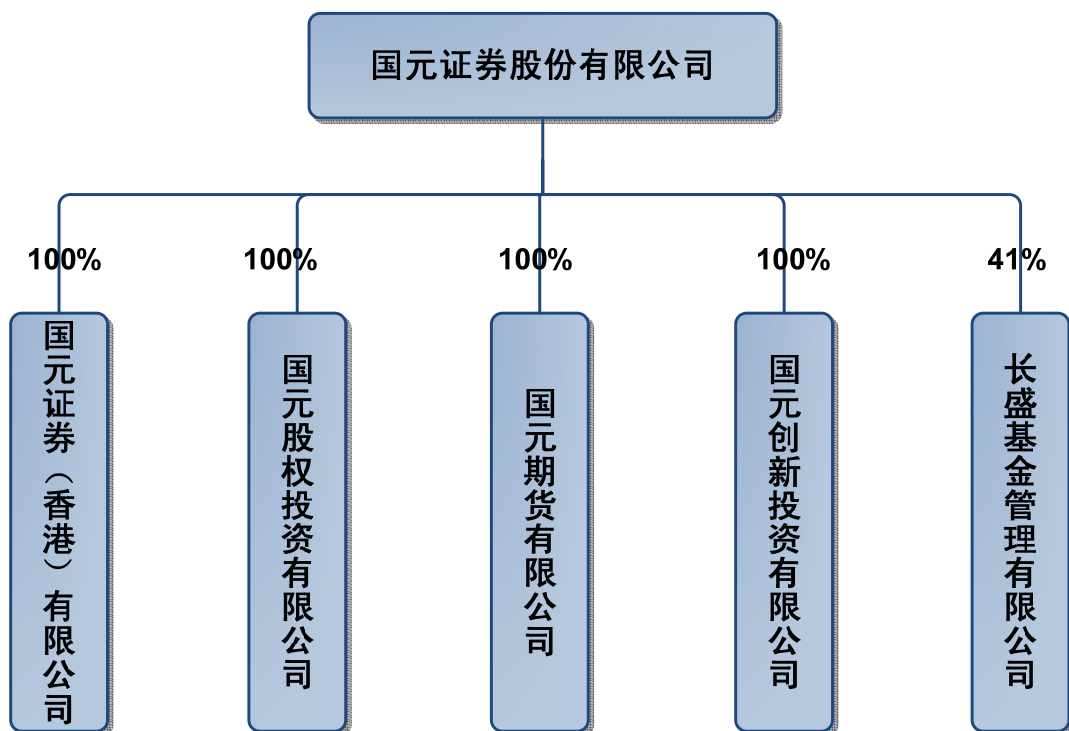
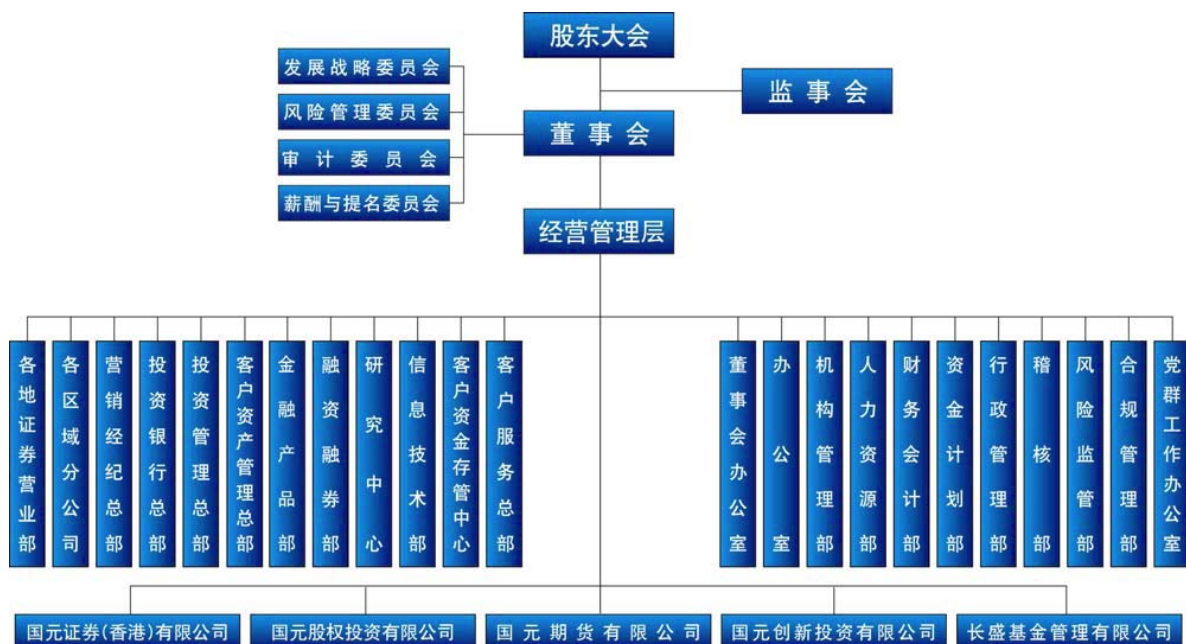
综合以上分析，并考虑到公司较高的资本金规模与较低的杠杆水平、较强的区域竞争优势及重要的地方金融业务平台背景，公司对本期债券的偿还能力极强。

十、综合评价

国元证券作为综合性上市券商，经营合规、财务稳健，并具有较强的资本实力和风险控制能力。近年来公司创新业务稳步推进，发展势头较好；公司多年来立足于安徽市场拓展业务，形成了较强的区域竞争优势；公司作为安徽省内唯一国有上市证券公司，是省内重要金融业务平台，地方政府支持力度较大；公司资产负债水平较低，资产流动性较好。联合评级同时也关注到经济周期波动、国内股票市场低迷以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。未来随着市场环境的好转以及创新业务的稳步推进，公司经营规模有望进一步扩大，整体竞争实力将进一步增强。联合信用评级有限公司给予国元证券“AAA”的主体信用等级，评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，国元证券拟发行的 50 亿元“国元证券股份有限公司 2013 年公司债券”的债券级别为“AAA”，到期不能偿还的风险极低。

附件 1 国元证券股份有限公司组织结构图



附件 2-1 国元证券股份有限公司
2010 年~2012 年合并资产负债表（资产）
（单位：人民币亿元）

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
资产				
货币资金	157.62	133.11	101.33	-19.82
其中：客户资金存款	75.10	56.51	59.45	-11.02
客户信用资金存款	4.45	7.88	4.34	-1.24
结算备付金	11.75	8.57	9.35	-10.79
其中：客户备付金	10.95	7.38	7.17	-19.07
信用备付金	0.20	0.17	1.14	138.51
融出资金	2.87	5.76	10.85	94.32
融出证券	0.00	0.05	0.06	--
交易性金融资产	12.19	7.18	3.53	-46.23
衍生金融资产				
买入返售金融资产	0.00	3.40	10.87	--
应收利息	0.40	1.05	1.19	73.07
存出保证金	2.98	2.84	3.38	6.55
可供出售金融资产	36.13	36.17	53.16	21.30
长期股权投资	8.99	8.74	9.03	0.20
投资性房地产				
固定资产	7.95	13.46	14.76	36.28
无形资产	0.18	0.22	0.21	7.49
其中：交易席位费	0.03	0.02	0.02	-26.96
递延所得税资产	0.48	1.12	1.24	60.32
其他资产	7.46	4.29	9.91	15.26
资产总计	249.01	225.97	228.86	-4.13

附件2-2 国元证券股份有限公司
 2010年～2012年合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币亿元）

负债和所有者权益	2010年	2011年	2012年	变动率(%)
负债				
短期借款				
卖出回购金融资产款	0.00	0.00	0.69	--
拆入资金	0.00	0.00	1.00	--
代理买卖证券款	91.59	69.96	69.89	-12.65
信用交易代理买卖证券款	1.93	4.24	4.80	57.87
代理承销证券款				
应付职工薪酬	2.04	1.49	1.19	-23.53
应交税费	2.68	1.08	0.78	-46.10
应付利息	0.02	0.01	0.01	-43.07
预计负债				
递延所得税负债	0.00	0.13	0.14	--
其他负债	0.95	1.07	0.91	-2.01
负债合计	99.21	77.98	79.41	-10.53
所有者权益				
实收资本	19.64	19.64	19.64	0.00
资本公积	98.48	97.24	96.59	-0.96
盈余公积	5.08	5.71	6.05	9.17
一般风险准备	5.03	5.66	6.00	9.25
交易风险准备	4.62	5.25	5.59	10.04
未分配利润	17.24	15.08	16.16	-3.19
外币报表折算差额	-0.28	-0.59	-0.58	44.59
归属于母公司的所有者权益合计	149.80	147.99	149.45	-0.12
少数股东权益				
所有者权益合计	149.80	147.99	149.45	-0.12
负债及所有者权益总计	249.01	225.97	228.86	-4.13

附件3 国元证券股份有限公司
2010年~2012年合并利润表

(单位: 人民币亿元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、营业收入	22.42	17.75	15.31	-17.36
手续费及佣金净收入	15.33	11.18	7.16	-31.67
其中: 代理买卖证券业务净收入	12.26	7.92	5.86	-30.89
证券承销业务净收入	2.49	2.77	0.68	-47.79
受托客户资产管理业务净收入	0.26	0.14	0.14	-26.07
保荐业务收入	0.24	0.21	0.11	-30.50
财务顾问业务收入	0.08	0.13	0.23	67.51
利息净收入/(支出)	3.30	5.31	4.64	18.49
投资收益	4.16	1.61	2.74	-18.84
公允价值变动损失	-0.44	-0.49	0.65	--
汇兑损失	0.00	0.00	0.02	154.28
其他业务收入	0.05	0.13	0.11	40.78
营业收入合计	22.42	17.75	15.31	-17.36
二、营业支出				
营业税金及附加	1.01	0.71	0.56	-25.87
业务及管理费	9.30	9.87	9.58	1.52
资产减值损失	0.19	0.16	0.01	-75.93
其他业务成本	0.04	0.04	0.02	-25.02
营业支出合计	10.54	10.78	10.17	-1.75
三、营业利润	11.88	6.97	5.14	-34.23
加: 营业外收入	0.15	0.11	0.02	-62.10
减: 营业外支出	0.06	0.05	0.05	-15.05
四、利润总额	11.97	7.04	5.12	-34.63
减: 所得税费用	2.71	1.41	1.05	-37.81
五、净利润	9.26	5.63	4.07	-33.72
其中: 归属于母公司所有者的净利润	9.25	5.63	4.07	-33.69
少数股东损益	0.01	0.00	0.00	-100.00

附件 4 国元证券股份有限公司
2010 年~2012 年合并现金流量表
(单位: 人民币亿元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
交易性金融资产净增加额	0.00	1.93	0.00	--
收取利息、手续费及佣金的现金	19.30	18.52	14.21	-14.22
拆入资金净增加额	0.00	0.00	1.00	--
代理买卖业务的现金净增加额	-44.91	-19.31	0.49	--
回购业务资金净增加额	0.00	-3.40	-6.78	--
收到其他与经营活动有关的现金	0.15	0.32	0.19	10.92
经营活动现金流入小计	-25.45	-1.95	9.10	--
交易性金融资产净减少额	28.04	0.00	13.70	-30.09
融出资金净增加额	2.87	2.89	5.09	--
支付利息、手续费及佣金的现金	1.01	1.09	0.62	-21.92
支付给职工以及为职工支付的现金	4.96	5.52	5.26	2.89
支付的各项税费	3.98	4.25	2.07	-27.92
支付其他与经营活动有关的现金	2.61	2.71	10.13	35.87
经营活动现金流出小计	43.48	16.46	36.86	-7.92
经营活动产生的现金流量净额	-68.93	-18.41	-27.76	-36.54
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	-2.27	0.00	0.00	-100.00
取得投资收益收到的现金	0.74	0.90	0.87	8.44
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.05	435.02
投资活动现金流入小计	-1.53	0.90	0.92	--
投资支付的现金	1.79	0.00	0.42	-51.82
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付	5.83	3.98	1.80	-44.47
支付其他与投资活动有关的现金	0.02	0.00	0.00	-100.00
投资活动现金流出小计	7.64	3.98	2.21	-46.18
投资活动产生的现金流量净额	-9.17	-3.08	-1.30	-62.38
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
发行债券所收到的现金				
筹资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00	--
偿还债务支付的现金				
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9.82	5.89	1.96	-55.28
筹资活动现金流出小计	9.82	5.89	1.96	-55.28
筹资活动产生的现金流量净额	-9.82	-5.89	-1.96	-55.28
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.20	-0.30	0.02	--
五、现金及现金等价物净增加额	-88.12	-27.69	-31.00	-40.68
加: 期初现金及现金等价物余额	257.49	169.37	141.68	-25.82
六、期末现金及现金等价物余额	169.37	141.68	110.67	-19.16

附件 5 国元证券股份有限公司
2010 年~2012 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币亿元)

补充资料	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	9.26	5.63	4.07	-33.72
加: 资产减值准备	0.19	0.16	0.01	-75.93
计提预计负债				
计提期货风险准备金				
投资性房地产折旧				
固定资产折旧	0.49	0.78	0.81	28.83
无形资产摊销	0.07	0.09	0.11	22.09
长期待摊费用摊销	0.10	0.15	0.20	43.81
处置固定资产等长期资产的损失	0.02	0.02	0.01	-21.02
汇兑损失				
公允价值变动损失	0.44	0.49	-0.65	--
投资损失	-1.28	-1.11	-0.71	-25.64
递延所得税资产减少	-0.17	-0.19	0.11	--
递延所得税负债增加	-0.10	0.00	0.01	--
交易性金融资产的减少	-30.52	2.94	-13.64	-33.15
经营性应收项目的减少	-2.70	-6.03	-19.54	169.11
经营性应付项目的增加	-44.72	-21.34	1.44	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-68.93	-18.41	-27.76	-36.54

附件 6 国元证券股份有限公司

主要财务指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
自有资产(亿元)	155.49	151.77	154.17
自有负债(亿元)	5.69	3.78	4.72
可快速变现资产(亿元)	134.53	130.30	122.46
全部债务(亿元)	0.00	0.00	1.69
净资本(亿元)	117.71	104.86	89.92
净资本/净资产(%)	79.17	71.11	60.65
净资本/自有负债(%)	2,291.31	3,108.86	2,316.44
自有资产负债率(%)	3.66	2.49	3.06
净资本/各项风险准备之和(%)	1,162.41	1,638.95	1,286.62
EBITDA(亿元)	12.63	8.05	6.26
营业利润率(%)	53.00	39.27	33.57
营业费用率(%)	41.46	55.60	62.57
平均资产收益率(%)	5.93	3.66	2.66
平均净资产收益率(%)	6.14	3.78	2.73
EBITDA 利息倍数	18,293.08	24,121.51	458.27
EBITDA 全部债务比(%)	--	--	369.69
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.25	0.16	0.13

附件 7 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-信用交易代理买卖证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款
自有资产负债率	自有负债/自有资产
营业利润率	营业利润/营业收入
营业费用率	业务及管理费/营业收入
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入
平均资产收益率	净利润/平均自有资产
平均净资产收益率	净利润/平均净资产
EBITDA	利润总额+利息支出-客户资金利息支出+固定资产折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（利息支出-客户资金利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+交易性金融资产+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-客户信用资金存款

注：全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金

长期债务=长期借款+长期债券

附件 8 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）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 国元证券股份有限公司 2013 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，联合评级将在本次债券存续期内，每年国元证券股份有限公司公告年报后 2 个月内对国元证券股份有限公司 2013 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

国元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。国元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元证券股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现国元证券股份有限公司或本次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债券的信用等级。

如国元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，直至国元证券股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站（www.lianhecreditrating.com.cn）、深圳证券交易所网站（www.szse.cn）和巨潮资讯网（www.cninfo.com.cn）予以公布并同时报送国元证券股份有限公司、监管部门、交易机构等。

