

跟踪评级公告

联合[2016]435 号

华融证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“14 华融 G1”债券进行跟踪评级，确定：

华融证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA+, 评级展望为“稳定”

华融证券股份有限公司发行的“14 华融 G1”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：

二零一六年五月十四日

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

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

华融证券股份有限公司 公司债 2016 年跟踪评级报告

发行人主体长期信用等级

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 华融 G1	20 亿元	AAA	AAA	2014 年 9 月 18 日

担保方式：不可撤销连带责任担保

担保方：中债信用增进投资股份有限公司

跟踪评级时间：2016 年 5 月 24 日

发行人主要财务数据：

项 目	2014 年	2015 年
自有资产(亿元)	213.72	404.21
自有负债(亿元)	140.69	314.58
所有者权益(亿元)	73.03	89.63
自有资产负债率(%)	65.83	77.83
可快速变现资产(亿元)	170.41	321.34
可快速变现资产/自有负债(倍)	1.21	1.02
营业收入(亿元)	31.74	60.58
净利润(亿元)	8.65	18.18
营业利润率(%)	35.65	40.15
营业费用率(%)	33.04	24.06
薪酬收入比(倍)	0.19	0.12
净资产(亿元)	65.19	87.25
净资产/净资产(%)	95.42	101.38
净资产/负债(%)	51.42	47.00
净资产/各项风险资本准备之和(%)	741.51	591.53
平均自有资产收益率(%)	4.13	5.88
平均净资产收益率(%)	13.64	22.36
短期债务(亿元)	74.65	116.60
长期债务(亿元)	20.30	47.63
总债务(亿元)	94.95	164.22
EBITDA(亿元)	16.36	38.34
EBITDA 利息倍数(倍)	3.53	4.44
EBITDA 全部债务比(倍)	0.17	0.23

担保方：中债信用增进投资股份有限公司

项目	2014 年	2015 年
所有者权益合计(亿元)	72.43	74.84
营业收入(亿元)	12.36	13.95
净利润(亿元)	3.59	3.13
经营性净现金流(亿元)	2.47	1.90
资产总额(亿元)	118.46	160.85

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，净资产、净资本、净资产/净资产、净资产/负债、净资产/各项风险准备之和均为母公司口径，其他各项指标为合并口径。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对华融证券有限责任公司（以下简称“公司”或“华融证券”）的跟踪评级反映了其作为全国综合类券商，股东实力较强，2015 年整体二级市场交易量大幅增长，公司抓住市场机会，积极拓展各项业务，营业收入水平有所提升，同时，2015 年公司在券商分类评级中，评级结果提升至 A 类 AA 级，体现公司运营合规性及资本实力较进一步增强。联合评级同时也关注到经济周期波动、股市行情跌宕起伏及相关监管政策的变化对公司带来的不利影响，作为公司营业收入主要来源的自营业务收入受市场行情等因素影响较大，未来收益增长存在一定的不确定性。2015 年公司发行债券及新增借款，财务杠杆水平大幅上升，但从公司所处证券行业来看，整体杠杆水平适中。但也需对公司未来偿债能力及流动性仍需保持关注。

本次债券的担保方中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增信”）在跟踪期内虽然盈利水平有所下降、负债水平大幅增加，但股东背景和资本实力依旧强大，并继续保持了很强的代偿能力。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“14 华融 G1”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 股东实力较强，外部支持力度较大。
2. 2015 年，证券二级市场波动较大，但整体发展情况较好，公司积极发展各项业务，各项业务收入水平均有所提升，盈利能力进一步增强。
3. 2015 年，公司在券商分类评级中，评级结果由 A 级 A 调整为 A 级 AA 类，体现出公司

合规经营、财务稳健，资本实力和风险控制能力进一步增强。

4. 在资本实力得到进一步加强的同时，公司整体的经营效率也保持上升态势。

5. 中债增背景和资本实力较强，跟踪期内，虽负债水平大幅增加，仍保持较强的代偿能力。

关注

1. 经济周期波动、国内证券市场持续波动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。

2. 作为公司收入主要来源的自营业务收入受市场环境及经济周期影响较大，未来该业务收入的稳定性仍需关注。

3. 2015 年，公司大规模发行债券和增加借款，财务杠杆大幅上升，但从公司所处证券行业来看，整体杠杆水平适中；但仍需对公司未来的短期偿债能力和流动性保持关注。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

陈凝

电话：010-85172818

邮箱：chenn@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：

  陈毅

联合信用评级有限公司

一、主体概况

华融证券股份有限公司是经中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）批准筹建，于2007年9月正式注册成立的证券类公司，公司注册资本151,000.00万元，其中：中国华融资产管理公司出资150,000.00万元，占比99.34%，中国葛洲坝集团公司出资1,000.00万元，占比0.66%。

2010年11月，经证监会批准，并经国家工商行政管理总局核准，公司注册资本增加至240,267.33万元，其中，中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”，前身为中国华融资产管理公司）出资239,060.26万元，占比99.5%，中国葛洲坝集团公司出资1,207.07万元，占比0.5%。

2011年8月，经证监会批准，并经国家工商行政管理总局核准，公司注册资本变更为300,267.33万元。2013年9月，经证监会批准，中国华融等11名股东对公司增资17,486.31万元，增资后注册资本为317,753.65万元，其中中国华融出资253,122.63万元，占公司总股本的79.66%。

根据公司2014年12月30日第三次股东大会会议决议，中国华融等五名股东对公司增资5.77亿元，增资后注册资本为37.55亿元，其中中国华融出资30.63亿元，占公司总股本的81.56%。2015年，公司股东大会会议决议通过公司以未分配利润派发股票股利9.19亿元的利润分配方案，增加注册资本9.19亿元，截至2015年底，公司注册资本为46.74亿元，中国华融为公司的控股股东，持股81.56%，为公司的实际控制人。

表1 截至2015年底公司前五大股东明细(单位：%)

股东名称	所占比例
中国华融资产管理股份有限公司	81.56
中国葛洲坝集团股份有限公司	4.61
深圳市科铭实业有限公司	2.72
北京纽森特投资有限公司	2.24
九江和汇进出口有限公司	1.69
合计	92.82

资料来源：公司2015年年报

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；证券自营业务、证券资产管理；融资融券；代销金融产品业务；公开募集投资基金管理业务（有效期至2016年11月19日）。

截至2015年底，公司共设有63家证券营业部、14家分公司和3家控股子公司，员工总数2,123人。公司下设3家控股子公司，分别为华融期货有限责任公司（以下简称“华融期货”）、华融天泽投资有限公司（以下简称“华融天泽”）和华融瑞泽投资管理有限公司（以下简称“华融瑞泽”）。

截至2015年底，公司合并资产总额758.28亿元，其中客户资金存款86.20亿元；负债总额668.65亿元，其中代理买卖证券款87.85亿元；所有者权益合计89.63亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计87.98亿元；母公司净资本88.14亿元。2015年，公司实现营业收入60.58亿元，净利润18.18亿元，其中归属于母公司所有者的净利润18.00亿元。

公司注册地址：北京市西城区金融大街8号；法定代表人：祝献忠。

二、债券概况

“14 华融 G1”

“华融证券股份有限公司 2014 年公司债券”，发行规模 20 亿元，期限为 3 年，债券票面利率为固定利率，由中债信用增进投资股份有限公司为本期债券提供担保。本期债券已于 2015 年 4 月 10 日发行结束，发行票面利率为 4.90%，每年付息一次，到期还本，起息日为 2015 年 4 月 10 日。本期公司债券已于 2015 年 4 月 23 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“14 华融 G1”，证券代码“122360”，已于 2016 年 4 月按期支付利息。

三、经营管理分析

1. 管理与内控分析

2015 年，公司管理层有所变更，自 2015 年起，童玲、樊平、白俊杰、付巍和杨铭海任职公司董事，白国红、王小波、冉晓明、罗农平、陈玫 6 人由于工作原因不再担任董事，樊平和杨铭海任职公司副总经理，陈玫由于个人原因离职。

2015 年，公司已根据行业监管要求和公司实际情况，遵循“健全性、合理性、制衡性、独立性”原则，建立了权责明确、逐级授权、相互制衡、严格监督的内部控制体系，覆盖了各项业务、各个部门和分支机构及各个岗位，贯穿了决策、执行、监督等环节。公司现有的内部控制能够适应法律法规和经营管理的要求，能够较好的实现内部控制目标，对编制真实、完整、公允的财务报表，控制和防范经营管理风险，保护投资者的合法权益，促进公司长期、稳定、规范、健康发展提供了有效保障。根据公司内控报告显示，截至 2015 年 12 月 31 日，公司内部控制未发生重大违规事件。

2015 年，公司继续完善风险控制体系，进一步加大对新业务及产品的风险管控力度，实现风险管理全过程、风险责任全过程和风险管理全员参与，确保实现以质量和效益为中心的快速健康发展。为确保公司日常流动性安全，公司进一步拓宽融资渠道，积极推进短期融资券、公司债、次级债的发行工作，加强现金流管理，根据“期限匹配原则”合理安排资产负债结构。通过多元化的融资方式和资金的精细化管理，既保证了公司的资产负债结构及期限相匹配，又符合公司风险监控指标的合规管理要求，为创新转型和快速发展提供有利保障。

总体看，跟踪期内，公司管理层有所变更，但整体管理层基本保持稳定，对公司经营管理影响较小，随着创新业务的不断推进，公司加强内控及风险管理的监管。

2. 经营分析

经营环境

从证券市场的整体环境来看，2015 年我国股票市场波动较大，2015 年 1 月至 6 月中旬，股市大幅上涨；2015 年 6 月中旬受证监会控制场外配资的影响以及前期杠杆泡沫吹大带来的风险，股市开始持续暴跌，震荡幅度较大。2015 年 1 月 15 日，证监会发布修订后的《公司债券发行与交易管理办法》，主要内容涵盖了扩大发行主体范围、丰富债券发行方式、增加债券交易场所、简化发行审核流程、实施投资者分类管理、加强债券市场监管以及强化持有人权益保护等七个方面，公司债的改革促使公司债发行迅猛增长。受益于 2015 年上半年股票市场行情较好和债券市场扩容，证券公司经纪业务、资产管理业务和投资银行业务均较上年有较大增长且收入结构进一步优化。同时，中国经济着力推进供给侧结构性改革，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，为

资本市场长期健康稳定发展奠定了坚实基础。在这一转型路径下，证券行业的监管机构以关键制度改革、多层次资本市场建设、资本市场内外开放、提升投融资功能、强化事中事后监管等为主要抓手，不仅在新股发行制度、优先股试点、国企改革、沪港通、再融资审核机制、并购重组配套融资政策、公司债券市场化改革等方面取得了进展，还加强了法治建设和稽查执法，营造了良好的市场环境，持续为证券行业注入发展活力，进一步拓宽了创新发展空间。

根据中国证券业协会公布的经营数据，证券公司未经审计财务报表显示，2015 年，125 家证券公司实现营业收入、净利润分别为 5,751.55 亿元和 2,447.63 亿元，同比分别增长 120.97% 和 153.50%。截至 2015 年底，125 家证券公司总资产 6.42 万亿元、净资产 1.45 万亿元。由此，证券行业在 2015 年实现了较好发展，证券公司的资产规模、经营业绩实现了较大幅度的提升，收入结构也有所调整。

2016 年，我国宏观经济将保持中高速增长。改革发展的推动，经济金融总量持续扩大，经济结构调整持续深化，为资本市场发展提供了广阔的空间。随着国家政策和监管部门的大力支持，“十三五”规划明确提出积极培育多层次资本市场、推进股债发行交易制度改革，提高直接融资比重。目前科创板已启动并挂牌，股转系统已出分层意见，深港通、注册制也正在循序渐进，这都将有利于资本市场的发展，也将提高证券公司各项业务收入。但市场竞争也将加剧，尤其是资本需求压力和加杠杆及其所带来的流动性风险防范要求也将日益提升。

同时，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。另外，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，并且市场行情的波动等情况都可能使证券公司面临一定的经营风险。

总体看，跟踪期内，证券行业快速发展，绝大多数的证券公司处于盈利状态；未来证券公司在资产证券化的推行、股票发行注册制改革、深港通开通和新三板分层等方面面临着较大的发展机会。

经营概况

2015 年，公司围绕“五做强、五做大”中心任务，紧抓市场机遇，积极实现业务的转型与突破。公司业务范围进一步扩大，2015 年 3 月，获得互联网证券业务资格和资金消费支付业务资格。2015 年，公司新设上海、深圳 2 家业务总部，8 家分公司以及 6 家营业部，营销渠道进一步拓展。公司新设华融瑞泽子公司，进一步开展基金直投业务，使得公司市场影响力和竞争力不断增强。

2015 年，受证券市场整体发展较好及公司发展战略和经营计划得以有效实施影响，多项业务取得较好发展。2015 年，公司实现营业收入 60.58 亿元，同比增长 90.86%。其中，证券经纪业务净收入 10.24 亿元，增幅 155.02%；2015 年公司不断转型创新，投资银行业务净收入 9.53 亿元，增幅 119.26%；受股市行情大好影响，公司把握机会，证券自营业务净收入 31.14 亿元，增幅 41.67%；2015 年，公司资产管理业务快速发展，实现手续费及佣金净收入 2.05 亿元，较 2014 年增长 111.34%。2015 年，公司实现净利润 18.18 亿元，同比增长 110.29%。

收入结构方面，证券自营业务净收入占比达 51.43%，较 2014 年下降 17.81 个百分点，但仍为营业收入的主要来源。公司手续费及佣金净收入占比仍较大，且占比有所增长，2015 年手续费及佣金净收入占营业收入比重为 39.32%，较 2014 年上升 8.91 个百分点，主要由证券经纪业务和投行业务净收入构成，占营业收入比重分别为 16.90% 和 15.73%。此外，投资咨询业务净收入和资产管理业务净收入占营业收入的比重分别为 2.63% 和 3.38%，较 2014 年分别上升 2.22 个百分点和

0.32 个百分点。

表 2 2014~2015 年公司营业收入及占比情况（单位：亿元，%）

项 目	2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	9.65	30.41	23.82	39.32
其中：证券经纪业务净收入	4.02	12.65	10.24	16.90
投资银行业务净收入	4.35	13.69	9.53	15.73
投资咨询业务净收入	0.13	0.41	1.59	2.63
资产管理业务净收入	0.97	3.06	2.05	3.38
证券自营业务净收入	21.98	69.24	31.14	51.43
利息净收入	0.11	0.35	5.55	9.15
汇兑损益	0.00	0.00	0.02	0.03
其他业务收入	0.00	0.00	0.04	0.06
营业收入合计	31.74	100.00	60.58	100.00

资料来源：公司年报

总体看，2015 年，受益于证券市场整体发展较好，公司盈利水平大幅提升，证券经纪业务、投资银行业务和资产管理业务发展较快，证券自营业务仍为公司收入的主要来源；同时，联合评级业务关注到公司收入中证券自营业务收入占比较高，自营业务收入情况受市场行情影响较大，收入稳定性存在不确定性。

3. 业务运营

经纪业务

公司经纪业务产品种类不断丰富，2015 年公司获得互联网证券业务和资金消费支付业务资格，业务品种更加齐全。2015 年新设营业部 8 家，分布于北京、湖南、新疆江西等地，新设分公司 8 家，分别位于山西、山西、湖北等地。截至 2015 年底，公司共有证券营业部 63 家，分布在全国 25 个省、自治区、直辖市，实现了对空白区域的渗透，分公司 14 家，其中 9 家实现盈利。截至 2015 年底，公司经纪业务人员 1,208 人。

2015 年，受益于二级市场交易量大增，公司经纪业务实现收入水平大幅提升，实现证券经纪业务实现手续费及佣金净收入 10.24 亿元，较 2014 年增长 154.73%，经纪业务收入明显上升，对营业收入的贡献度由 2014 年的 12.65% 上升至 2015 年 16.90%，贡献度有所上升。2015 年，公司综合佣金费率 0.623‰，较 2014 年有所下降，但仍高于行业平均水平。从代理买卖证券情况来看，2015 年公司代理股基交易额 1.62 万亿元，较 2014 年增长 305.00%，股基市场份额提升至 0.3054%，市场排名提升 7 名至第 62 名，债券交易额 0.45 万亿元，较 2014 年增长 50.00%。

表 3 近两年代理买卖证券情况（单位：万亿元，%）

种类	2014 年		2015 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股基	0.40	0.2573	1.62	0.3054
债券	0.30	--	0.45	--
合计	0.70	--	2.07	--

资料来源：公司提供

总体看，2015 年公司获得互联网证券业务和资金消费支付业务资格，不断丰富经纪业务产品品种，受益于 2015 年二级市场整体发展较好，公司经纪业务收入水平大幅提升。

信用交易业务

截至 2015 年底，公司融资融券业务规模 40.99 亿元，较 2014 年底的 37.40 亿元增长 9.60%，其中融资业务占比 99.40%，融券业务占比 0.60%。2015 年 6 月 18 日，公司融资融券业务规模最高升至 81.50 亿元，在股灾时公司加强与客户之间的沟通，进行投资者教育，根据监管要求进行客户集中度控制，从剩余期限结构来看，1~3 个月的融出资金占比 13.31%，3~6 个月的同出资金占比 86.69%，融出资金期限较短。截至 2015 年底，公司客户数达 22,088 户，2015 年新增信用客户数 3,911 户，新增融资授信额度 189.50 亿元，实现利息收入 4.35 亿元，较 2014 年增长 156.80%，占营业收入中利息收入比重为 78.38%。

2015 年公司股票质押式回购业务进一步发展，截至 2015 年底，股票质押回购业务规模 254.80 亿元，较 2014 年底的 80.90 亿元大幅增长 215.00%；从客户集中度来看，单一最大客户为 25.70 亿元，占比 10.08%，公司较好的规避了集中度风险，此外公司设置限售股平仓线和预警线分别为 140.00%和 160.00%，流通股平仓线和预警线分别为 130%和 150%，对标的股票进行风险监控。2015 年实现利息收入 7.23 亿元，较 2014 年增长 242.65%，

表 4 公司融资融券业务情况表(单位：户，亿元)

项目	2014 年底	2015 年底
融资融券账户数目	18,177	22,088
融资融券账户余额	37.40	40.99

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司信用交易业务稳定增长，其中股票质押式回购业务取得较快发展，业务规模大幅增长。

投资银行业务

中国华融在资金、业务、营销等方面给予公司较多支持。在资金上，中国华融作为控股股东，除向公司注入资本金外，还多次向公司出借资金（次级债务），极大促进了公司的发展；在业务上，中国华融和遍布全国的 32 家分公司（营业部）及下属的华融金融租赁股份有限公司、华融国际信托有限责任公司、华融湘江银行股份有限公司等多家平台公司均给公司提供业务机会。中国华融是众多企业尤其是大型国有企业的股东（例如：中国中车股份有限公司、重庆建工集团股份有限公司、杭州杭氧股份有限公司等），公司为上述企业提供股票主承销及财务顾问等服务，并先后帮助中国北车、杭氧股份成功登陆中国资本市场。

2015 年，公司适时调整业务模式，一方面加强股权业务执行力度，建设大客户服务理念；另一方面继续贯彻“全产品覆盖”业务策略，加大对创新业务的开发力度，发展海外并购业务及可转债业务，全面提升公司投资银行业务的行业竞争力和品牌影响力。同时，公司进一步加强业务风险合规的管理与控制，提高业务人员的风险责任意识，加强项目风险监控力度，使投资银行业务各项工作平稳推进。

2015 年，全年完成股票承销项目 4 单，其中，IPO 项目 1 单，主承销金额人民币 10.02 亿元，较 2014 年增长 100.00%；再融资项目 3 单，主承销金额人民币 36.05 亿元；公司完成企业债、公司债、金融债及资产支持证券主承销项目 26 单，主承销金额人民币 322.65 亿元，较 2014 年增长

136.27%。并购重组财务顾问方面，首次作为独立财务顾问完成了珠海艾派克公司现金收购美国 SCC 公司 100% 股权的跨境并购项目，首次实现了投行海外并购业务。

2015 年，公司新三板业务以成长型企业为主要服务对象，全面提升一体化、综合化的服务能力和水平，已初步形成具有华融证券特色的业务发展模式。截至 2015 年底，完成 38 家企业挂牌，累计成功挂牌 43 家，较 2014 年增加 33 家，储备项目 150 余家；股权融资方面，为 19 家挂牌企业完成股票非公开发行 27 次，累计募集资金 9.63 亿元，较 2014 年增长 213.00%；做市业务方面，为 79 只股票提供做市服务，2015 年总交易金额 32.75 亿元，较 2014 年增长 15,791.00%，行业排名前 10，平均单只股票交易金额为 4,145 万元，行业排名第 7 名，较 2014 年提升 13 位。

2015 年，公司投资银行业务实现手续费及佣金净收入 9.53 亿元，较 2014 年增长 119.08%，其中，证券承销业务、保荐业务和财务顾问业务分别实现收入 3.80 亿元、0.14 亿元和 5.99 亿元，证券承销业务和财务顾问业务收入占投行业务净收入比重分别为 60.32% 和 38.27%，较 2014 年分别增长 195.71% 和 94.41%，保荐业务收入较 2014 年减少 24.62%。财务顾问收入和证券承销业务收入仍为投行业务收入的主要来源。

总体看，2015 年，在市场行情发展较好影响下，公司投行业务加大创新，收入实现翻番，其中证券承销收入增长显著。

自营业务

公司自营业务主要包括权益类自营业务和债券自营业务。截至 2015 年底，公司股票和基金投资规模上升，债券和集合理财产品投资规模有所下降。截至 2015 年 12 月末，公司自营证券投资余额 157.95 亿元（如下表所示），较 2014 年底增长 56.09%，其中股票、债券、基金和集合资产管理计划投资余额的占比分别为 11.61%、56.90%、3.99% 和 27.49%，公司仍以债券投资为主，所投资债券外部评级均在 AA~AAA 范围内，债券投资比例较 2014 年底有所下降，主要系债券到期而未进行及时补仓所致。2015 年上半年股票市场行情较好，公司加大股票投资规模，截至 2015 年底，公司股票投资占投资总额的 11.61%，较 2014 年底上升 4.27 个百分点，公司集合理财产品投资占比达 27.49%，较 2014 年下降 4.89 个百分点。

2015 年，固定收益投资业务不断加强市场研究，以 FICC 大固定收益投资模式作为发展基调，不断优化现券投资策略，大力开拓客户资源群体，着重发展创新衍生业务。截至 2015 年底，公司实现净投资收益 5.98 亿元，较 2014 年增长 1.87%，投资收益率 44.26%，较 2014 年降低 3.92%，在银行间债券市场上，2015 年公司继续加大对固定收益类产品的投资，市场交易规模不断扩大，投资收益率位居债券型公募基金市场前列，市场活跃度排名的 36 名，债券投资主要集中在城投类债券、房地产和地方政府债券。

股票自营业务方面，2015 年，A 股市场出现了巨幅波动，公司证券投资部在 2015 年上半年把握有利形势，重仓一批优质标的，取得了显著收益。2015 年，实现投资收益 3.26 亿元，较 2014 年增长 1,063.00%，投资收益率 32.61%。

集合理财产品方面，2015 年，公司集合理财产品投资 43.42 亿元，占比为 27.49%，较 2014 年增长 32.50%。

表 5 自营证券投资结构（单位：亿元，%）

项目	2014 年末	占比	2015 年末	占比
股票	7.43	7.34	18.34	11.61
债券	60.78	60.07	89.88	56.90
基金	0.21	0.21	6.31	3.99
集合理财产品	32.77	32.38	43.42	27.49
合计	101.19	100.00	157.95	100.00

资料来源：公司提供

此外，可供出售金融资产中包括公司对中国证券金融股份有限公司(以下简称“证金公司”)专户的投资。根据公司与证金公司签订的相关合同，公司于 2015 年 9 月 1 日出资人民币 15.90 亿元投入该专户。该专户由证金公司进行统一运作与投资管理，由公司与其他投资该专户的证券公司按投资比例分担投资风险分享投资收益。截至 2015 年底，该部分可供出售金融资产账面价值为 16.05 亿元。

总体看，公司自营业务仍保持以债券投资为主，2015 年，受市场行情较好影响，公司股票投资规模有所增长，投资收益大幅增长，同时联合评级也关注到作为公司营业收入主要来源的自营业务收入受市场环境等因素影响较大，收入稳定性仍需保持关注。

资产管理业务

2015 年，资产管理业务条线积极践行以非标业务为基石，推动产品创新，结合新三板等二级市场业务的业务发展思路积极推动规模、产品及专业能力的提升。

在经营业绩方面，资产管理规模呈现快速增长态势，截至 2015 年底，公司资产管理总规模 1,728.40 亿元，同比增长 118.27%，产品总数达 270 只，新增产品 45 只，清算产品 9 只，开放期持续营销产品 58 只，其中，集合资管计划 102 只，规模 359.46 亿元，占比 20.80%；定向资管计划 168 只，规模 1,368.94 亿元，占比 79.20%。在中国证券投资基金业协会公布的 2015 年排名中，集合计划管理规模第 12 名，集合计划管理数量第 7 名。

表 6 资产管理业务规模和收入（单位：亿元）

项 目	2014 年		2015 年	
	规模	管理费收入	规模	管理费收入
定向资产管理业务	559.84	0.68	1,368.94	1.15
集合资产管理业务	232.01	4.07	359.46	6.13
合计	791.85	4.75	1,728.40	7.29

资料来源：公司提供

2015 年，公司集合资产管理规模和定向资产管理规模持续增加，受托资产管理业务收入较上年有所上升。截至 2015 年底，公司定向资产管理受托资金规模 1,368.94 亿元，较 2014 年底增长 144.52%，实现管理费收入 1.15 亿元，较 2014 年增长 69.12%；集合资产管理业务规模 359.46 亿元，较 2014 年底增长 54.93%，实现管理费收入 6.13 亿元，较 2014 年增长 50.61%。

总体看，2015 年，公司集合资产管理业务规模大幅增长，集合资产管理业务和定向资产管理业务收入稳定增长。

子公司业务

2015年，华融期货有限责任公司（以下简称“华融期货”）经营管理稳步增长，收入结构日趋合理，实现营业收入7,909.57万元，同比增长37.55%。华融期货全年实现利润总额2,876.45万元，税后净利润2,107.17万元，同比增长41.13%，完成全年任务的131.70%。行业内利润排名56位，提升了9位。2015年新增客户1,642户，新增客户权益28,898.00万元，经纪业务实现收入为3,425.87万元，占营业收入的43.31%。

2015年，华融天泽投资有限公司（以下简称“华融天泽”）利润较2014年实现翻番。截至2015年末，华融天泽资产总额为99.24亿元，较2014年增长6.04倍，2015年实现营业收入1.97亿元，较2014年增长了185.00%。实现拨备前利润为1.19亿元，较2014年增长了131.00%，拨备后利润总额1.10亿元，较2014年增长了115.00%，税后净利润为8,127.23万元，较2014年增长了101.00%，税后合并净利润（不含华融前海）为8,426.23万元，管理基金18支，管理基金规模52.97亿元。

2015年11月公司投资设立华融瑞泽投资管理有限公司（以下简称“华融瑞泽”），通过私有化股权投资，华融瑞泽与奇虎360公司建立了良好的合作关系，在投资者渠道上，华融瑞泽与湖南广电传媒股份有限公司等涵盖上市公司，专业投资机构的投资者建立良好的合作关系，并逐步建立起高端净值投资者管理与维护体系。2015年，华融瑞泽运行良好，未有风险事件发生。

总体看，2015年，华融期货经营稳步增长，华融天泽实现收入水平大幅提升，新成立子公司华融瑞泽，尚处于起步阶段，目前对公司收入贡献较小。

4. 未来发展

公司定位于“创新领先、特色鲜明”的多元化、综合化、国际化的一流投资银行。经营方面，到2018年实现总资产、净资产、净利润比2015年翻一番，管理水平和风控能力方面，公司治理、风控能力、创新能力、协同效应、内部控制、信息科技等各项工作进一步加强。

公司将立足资本市场，实现创新业务对公司发展的引领和支持作用，从外延式增长转变为内涵式发展。投资银行业务方面，公司适时调整业务策略，一方面加强股权业务执行力度，建设大客户服务理念；另一方面继续贯彻“全产品覆盖”业务策略，加大对创新业务的开发力度，分步骤、有重点推进投行各项业务发展，加强营销与创新，高效保障项目落地，全面提升公司投资银行业务的行业竞争力和品牌影响力，努力提升综合竞争能力。同时，公司进一步加强业务风险合规的管理与控制，注重提高业务人员的风险责任意识，加强项目风险监控力度，使投资银行业务各项工作平稳推进。在资产管理业务方面协同发展，充分利用公司内外部资源，一方面与华融系统的分子公司协同合作非标、短融、股票质押、通道等投资业务，充分利用双方公司的业务专长打好组合拳，探索地产并购基金等新型业务合作模式。另一方面与华融证券投资银行、财富管理等其他业务条线协同践行公司“大投行+大资管+大财富管理”的经营方针，与分支机构在产品销售、项目推荐、投后管理以及客户维护等方面实现了协同共赢的合作模式。

总体看，公司根据中国华融的指引，不断创新和多元化发展，在业务发展的同时严格控制风险，实现国际化一流投行的目标。

四、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2014~2015年合并财务报表，其中2014年财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙人）审计，2015年财务报表已经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具标

准无保留的审计意见。新纳入合并范围子公司华融瑞泽1家，由于起步较晚，未形成营业收入，对经营状况影响较小。

截至 2015 年底，公司资产总额 758.28 亿元，其中客户资金存款 86.20 亿元、客户备付金 17.07 亿元；负债总额 668.65 亿元，其中代理买卖证券款 87.85 亿元；所有者权益合计 89.63 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 87.99 亿元；母公司口径下净资产 88.14 亿元。2015 年，公司实现营业收入 60.58 亿元，净利润 18.18 亿元。

2. 资产质量与流动性

受益于 2015 年上半年股市行情大好影响及股票质押式回购业务快速发展，公司自有资产增长 89.13%，可快速变现资产大幅增长 88.57%。截至 2015 年底，公司自有资产为 321.34 亿元，仍以可快速变现资产为主，占比为 79.50%，较年初下降 0.24 个百分点。可供出售金融资产（已剔除不可快速变现资产支持证券、收益互换产品、股权投资、资产资产管理计划和理财产品）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（已剔除不可快速变现金融子公司收购的不良债券、资产管理产品和资产管理计划）、融出资金和买入返售金融资产仍是可快速变现资产的主要组成部分，其余为自有货币资金和结算备付金，截至 2015 年底，该四项资产在可快速变现资产中的占比分别为 16.23%、18.42%、12.55%和 42.08%。跟踪期内，公司可快速变现资产结构有所变化，可供出售金融资产和买入返售金融资产占比大幅上升。

表 7 截至 2015 年末公司资产情况表（单位：亿元）

项 目	2014 年	2015 年
自有资产	213.72	404.21
可快速变现资产	170.41	321.34
其中：货币资金	10.21	26.59
结算备付金	5.38	7.85
可供出售金融资产	21.86	52.15
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	44.43	59.19
融出资金	37.16	40.34
买入返售金融资产	51.36	135.21
资产总额	429.88	758.28

资料来源：公司年报，联合评级整理。

注：自有资产中已剔除应付合并结构性主体权益持有者款项。

截至 2015 年底，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为 142.79 亿元，较年增长 192.50%，以债券资产为主，占比为 75.59%；截至 2015 年底，公司买入返售金融资产余额为 135.21 亿元，较年初增加 163.24%，主要系股票质押回购业务规模增加所致，其中股票质押式回购融出资金余额占比 94.44%，期限主要分布在 3 个月至 1 年；截至 2015 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 73.92 亿元，较年初增长 195.51%，主要系 2015 年股市行情大好，公司加大股票投资所致。截至 2015 年底，公司融出资金账面余额为 40.34 亿元，较年初增长了 8.55%，其中期限在 3~6 个月的融出资金占比 86.69%。

从现金流来看，2015 年，由于公司大力发展股票质押式回购业务，导致回购业务净减少额大幅增加，使得经营性现金流由净流入转为净流出，2015 年经营性现金净流出 28.14 亿元，较 2014 年减少 74.34 亿元；2015 年投资性现金流 11.90 亿元，由 2014 年净流出转为净流入，主要系投资自营业务规模扩大导致现金流出量增长；2015 年公司筹资性现金流量净额为 79.35 亿元，同比增

加 4.71%。整体看，公司融资渠道较为畅通，整体现金流状况处于较好水平。

表 8 2015 年末公司现金流量情况表（单位：亿元）

项 目	2014 年	2015 年
经营性现金流量净额	46.20	-28.14
投资性现金流量净额	-84.52	11.90
筹资性现金流量净额	75.78	79.35
现金及现金等价物净增加额	37.46	63.13
年末现金及现金等价物余额	74.59	137.71

资料来源：公司年报

总体看，2015 年，公司变现能力较强的债券投资及融出资金在一年以内的买入返售金融资产占比较高，整体资产变现能力较强，流动性较好，公司融资渠道畅通，整体现金流状况处于较好水平。

3. 负债及杠杆水平

2015 年，受公司大规模发行公司债、次级债及新增短期借款影响，公司自有负债大幅增长，截至 2015 年底，公司自有负债 314.58 亿元，较年初增长 123.60%，其中卖出回购金融资产占比 25.14%，较年初增长 23.50%；应付债券占比 12.28%，次级债占比 16.85%，短期借款占比 10.01%。

表 9 截至 2015 年末公司负债情况表（单位：亿元，%）

项 目	2014 年	2015 年
自有负债	140.69	314.58
其中：卖出回购金融资产款	64.05	79.10
短期借款	1.00	31.50
拆入资金	9.50	6.00
长期借款	0.00	9.00
应付债券	20.30	38.63
其他负债	14.48	86.82
次级债	24.00	53.00
非自有负债	216.17	354.07
其中：代理买卖证券款	46.10	87.85
信用交易代理买卖证券款	3.68	8.33
应付合并结构性主体权益持有者款项	166.39	257.89
负债合计	356.85	668.65
自有资产负债率	65.83	77.83

资料来源：公司年报

注：自有负债中已剔除应付合并结构性主体权益持有者款项。

截至 2015 年底，公司卖出回购金融资产款为 79.10 亿元，较年初大增加 23.48%，按标的物来看，主要为债券和债权收益权，占比分别为 77.24%和 22.76%。截至 2015 年底，公司应付债券 38.63 亿元，较年初增加 18.33 亿元，主要系 2015 年新发行多期公司债、短期融资券等债券所致。截至 2015 年底，公司次级债 53.00 亿元，主要系发行 30 亿次级债所致。截至 2015 年底，公司短期借款 31.50 亿元，较年初增加 30.50 亿元，主要是由于子公司业务规模扩大，流动性资金需求增加所致。截至 2015 年底，公司其他负债 86.82 亿元，较 2014 年底增长 499.59%，主要系子公司收购不

良债权所致。截至 2015 年底，公司拆入资金 6.00 亿元，较 2014 年底减少 36.84%，主要系拆入资金到期归还所致。截至 2015 年底，公司新增长期借款 9.00 亿元，主要是由于子公司业务规模扩大，流动性资金需求增加所致。

由于公司自有负债规模的大幅上升，2015 年公司的自有资产负债率为 77.83%，较年初大幅上升 12.00 个百分点，结合行业来看，公司整体杠杆水平处于正常水平。

总体看，2015 年，受公司大规模发行次级债、公司债及短期借款增加影响，公司杠杆水平大幅上升，但从公司所处证券行业来看，整体杠杆水平适中。

4. 资本充足性

公司主要通过利润留存、发行次级债券等途径补充资本。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 89.63 亿元，较年初增加 22.73%。跟踪期内，公司由未分配利润转增注册资本，使得注册资本增加 9.19 亿元，达 46.74 亿元，增幅 24.48%，资本公积不变，其他综合收益、盈余公积、未分配利润分别增长 104.64%、70.48%和 40.92%，其中股本占 53.13%、资本公积占 15.62%、未分配利润占 15.68%、一般风险准备 4.40%、盈余公积占 4.40%。公司股本和资本公积占比较大，公司股东权益的稳定性较好。2015 年，公司未进行现金分红，利润留存力度较大，对公司净资本形成一定补充。

截至 2015 年底，公司净资本和净资产规模分别为 88.14 亿元和 86.06 亿元，其中净资本增加 22.95 亿元，净资产增加 17.73 亿元，增幅分别为 35.20%和 25.95%，2015 年次级债对净资本补充较大，在现有资本金规模下，再次发行次级债对净资本补充效力较低。

从主要风控指标来看，2015 年，受公司大规模发行次级债影响，公司净资本/净资产指标由 2014 年底的 95.42%上升至 2015 年底的 101.38%；由于公司业务规模的快速增长，各项风险准备之和增加幅度较大，公司净资本/各项风险准备之和指标由 2014 年底的 741.51%下降至 2015 年底的 591.53%。

表 10 2014~2015 年公司风险控制指标表

项 目	监管标准	预警指标	2014 年	2015 年
净资本（亿元）	--	--	65.19	87.25
净资产（亿元）	--	--	68.33	86.06
净资本/各项风险准备之和（%）	>100	>120	741.51	591.53
净资本/净资产（%）	>40	>48	95.42	101.38
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	<100	<80	62.96	90.26
自营固定收益类证券/净资本（%）	<500	<400	93.24	103.63

资料来源：公司净资本监管报表（母公司口径），联合评级整理。

总体看，2015 年，公司主要通过发行次级债补充净资本，所有者权益稳定性较强，公司各项风险控制指标处于行业较高水平，资本充足性较好。

5. 盈利能力

受益于 2015 年证券二级市场交易量大幅增长，收入水平大幅提升。2015 年，公司实现营业收入 60.58 亿元，同比增长 90.86%，实现净利润 18.18 亿元，同比增长 110.29%。

从营业支出来看，跟踪期内，公司进行了较好的业务成本管理，营业支出增幅低于营业收入的增长幅度。2015 年公司营业支出 36.26 亿元，同比增加 77.50%。从支出构成来看，2015 年，公

司营业支出中业务及管理费占 40.20%，其中职工工资占比 49.99%，其他业务成本占 37.32%，其他业务成本占比达 99.99%，主要系支付给资产计划持有人所得收益，该部分收入已计入资产管理计划所得收益，营业费用率由 2014 年的 33.04% 下降至 2015 年的 24.06%；薪酬收入比 0.12 倍，较上年下降 0.07 倍，主要系营业收入大幅增长所致。

从利润规模来看，2015 年公司实现营业利润、利润总额和净利润分别为 24.33 亿元、24.35 亿元和 18.18 亿元，同比分别增加 114.98%、112.54% 和 110.29%，公司利润规模有大幅提升。

表 11 2015 年公司营业利润情况表

项 目	2014 年	2015 年
营业收入（亿元）	31.74	60.58
营业支出（亿元）	20.43	36.26
其中：业务及管理费（亿元）	10.49	14.57
营业利润（亿元）	11.32	24.33
营业利润率（%）	35.65	40.15
利润总额（亿元）	11.46	24.35
净利润（亿元）	8.65	18.18
薪酬收入比（倍）	0.19	0.12
营业费用率（%）	33.04	24.06
平均自有资产收益率（%）	4.13	5.88
平均净资产收益率（%）	13.64	22.36

资料来源：公司年报，联合评级整理。

从盈利指标来看，受益于公司利润的大幅增长，公司平均自有资产收益率和平均净资产收益率均较 2014 年明显提升，分别达 5.88% 和 22.36%，较 2014 年分别提高 1.78 和 8.72 个百分点，盈利能力得以进一步提高，整体处于较高水平。与国内同行业其他证券公司比较，公司各项主要盈利指标处于中游水平（如下表所示）。

表 12 2015 年主要证券公司盈利指标情况（单位：亿元，%）

公司名称	营业利润率	净资产收益率	净利润/营业收入
光大证券	58.81	23.67	46.75
广发证券	52.86	22.54	40.70
华融证券	40.15	22.36	30.01
东兴证券	47.20	19.45	38.15
太平洋证券	52.55	16.42	41.36

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，2015 年，公司营业收入和利润规模均增长较快，盈利能力进一步提升且保持较高水平。

6. 偿债能力

受公司发行债券和增加借款的影响，2015 年底公司总债务规模较年初增长 72.96%，截至 2015 年底，公司总债务为 164.22 亿元，其中短期债务占 71.00%，长期债务占 29.00%；自有资产负债率为 77.83%，较 2014 年上升 12.00 个百分点，债务水平明显上升。

从资产对负债的保障程度来看，由于公司债务规模的大幅增长，母公司口径的净资本/负债指

标由2014年底的51.42%大幅下降至年底的47.00%；合并报表口径的可快速变现资产/自有负债指标由2015年初的1.21倍下降至年底的1.02倍，可快速变现资产对自有负债仍具有较好的保障。

从盈利对债务的保障程度来看，公司的EBITDA全部债务比和EBITDA利息倍数分别由2014年年底的0.17倍和3.53倍分别上升至2015年底的0.23倍和4.44倍，EBITDA对全部债务保障程度一般，但对利息支出仍能够形成良好保障。

表 13 2015 年公司偿债能力指标情况表

项 目	2014 年	2015 年
自有资产负债率（%）	65.83	77.83
全部债务（亿元）	94.95	164.22
其中：短期债务（亿元）	74.65	116.60
长期债务（亿元）	20.30	47.63
净资产/负债（%）	51.42	47.00
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.21	1.02
EBITDA（亿元）	16.36	38.34
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	3.53	4.44

资料来源：公司监管报表、审计报告，联合评级整理。

总体看，2015 年，受公司大规模发行次级债影响，债务水平大幅上升，但考虑到公司资本实力较强，盈利能力增强，EBITDA 对债务覆盖程度有所增强，公司仍具备较强的偿债能力。

五、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司可快速变现资产为 321.34 亿元，为公司“14 华融 G1”本金（20 亿元）的 16.07 倍，公司可快速变现资产对债券的覆盖度高；净资产（母公司口径）88.14 亿元，为债券本金（20 亿元）的 4.41 倍，公司较大规模的可快速变现资产和净资产能够对“14 华融 G1”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 38.34 亿元，为债券本金（20 亿元）的 1.92 倍，公司 EBITDA 可以覆盖“14 华融 G1”年度利息。从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 185.82 亿元，为债券本金（20 亿元）的 9.29 倍，公司经营活动现金流入量对公司债券的覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司作为全国性综合类证券公司，在资本实力、业务规模和业务创新等方面具有优势，公司对“14 华融 G1”的偿还能力较强。

六、担保人信用分析

1. 担保条款

中债增信与公司签署了《担保服务协议》，并出具了《担保函》，中债增信为公司发行本期债券提供不可撤销连带责任保证担保。担保范围为：本期债券票面总额不超过人民币 15 亿元，以及该款项至实际支付日的所有应付利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。担保期限为：本期发行债券存续期及本期债券兑付日起二年。

2. 担保人信用分析

中债增信概况

中债增信成立于 2009 年 9 月，由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。截至 2015 年末，中债增信注册资本 60 亿元，均为货币出资，股东及持股情况见表 18。中债增信是国内首家专业债券信用增进机构，业务接受中国人民银行监管。

表 14 中债信用增进公司的股东持股情况表（单位：万元）

股东名称	出资金额	持股比例
中国石油天然气集团公司	99,000.00	16.50%
英大国际控股集团有限公司	99,000.00	16.50%
中国中化股份有限公司	99,000.00	16.50%
北京国有资本经营管理中心	99,000.00	16.50%
首钢总公司	99,000.00	16.50%
中银投资资产管理有限公司	99,000.00	16.50%
中国银行间市场交易商协会	6,000.00	1.00%
合计	600,000.00	100.00%

资料来源：公司审计报告。

中债增信经营范围：企业信用增进服务；信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资；资产受托管理；投资策划、投资咨询；经济信息咨询；人员技术培训；会议服务。中债增信注册地址：北京市西城区金融大街 4 号金益大厦 6 层。法定代表人：谢多。

规模与竞争力

中债增信注册资本 60 亿元，股东由中国银行间市场交易商协会及 6 家实力雄厚的央企组成，在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到了股东的大力支持。近年我国债券市场，尤其是银行间债券市场发行规模较大，中债增信作为国内首家专业债券信用增进机构，面临较大的市场空间。

中债增信的市场定位是立足于债券市场，成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商；债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者；债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者。根据规划，中债增信在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用级别的大型企业债务融资工具的发行提供信用增进服务。

经营概况

中债增信的经营以信用增进业务为主，主要包括对短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、企业债、定向融资工具等债券类产品以及银行理财产品、信托计划等投资类产品的增信。

从期限结构来看，截至 2015 年末，中债增信期限为 3 年以上的项目涉及金额 454.50 亿元，占增信余额 46.71%；期限为 1~3 年的项目涉及金额 293.41 亿元，占增信余额 30.15%；剩余期限均在 1 年以内（含 1 年），涉及金额 225.12 亿元，占增信余额 23.14%，增信项目期限配置较为合理。

从项目主体外部信用等级来看，截至 2015 年末，AA+及以上级别企业增信责任余额占全部增

信责任余额的 40.20%、AA 级别的占比 38.03%、AA-级别的占比 13.57%，项目主体评级总体较高，违约风险较小。

为控制增信业务风险，中债增信采取包括第三方保证担保、股票质押、股权质押、应收账款质押和房产土地抵押等风险缓释措施。

2015 年以来，随着信用增进业务规模扩大，中债增信主营业务收入有所增长。2015 年，中债增信实现增信业务收入 7.51 亿元，同比增长 0.81%。

总体看，2015 年，中债增信风险管理体系运作情况良好，随着增信业务规模持续扩大，中债增信的增信责任余额和增信业务收入均较上年有所增加。

财务概况

从资本实力来看，中债增信目前资金来源以资本金为主，并根据资金业务的需要调整负债规模。截至 2015 年末，中债增信资产总额 160.85 亿元，净资产 74.84 亿元，其中注册资本 60 亿元，资本实力强。中债增信股东承诺在其发展需要时给予补充资本。

从负债情况来看，截至 2015 年末，中债增信负债总额为 86.01 亿元，较年初大幅增加 86.85%。中债增信的资产负债率由 2014 年年末的 38.86%增长至的 53.46%，偿债压力显著增加。

从盈利水平来看，2015 年，中债增信实现净利润 3.13 亿元，较 2014 年下降 12.81%，中债增信盈利能力下降。

从代偿能力来看，中债增信面临的主要风险为信用增进业务的代偿风险。为提高风险抵御能力，保持业务稳健经营和持续发展，中债增信在 60 亿元资本金的雄厚基础上，按照董事会审议通过的《准备金计提管理办法》及时足额计提风险准备金，用于弥补信用增进对象不能按时还本付息时因履行代偿而可能发生的损失。

随着增信业务发展，中债增信信用增进规模逐步扩大。中债增信在充分考虑反担保、抵质押及针对不同业务类型进行的精细化风险分类的基础上，充分、足额地计提风险准备金。截至 2015 年末，中债增信尚在责任期内增信项目的责任余额 973.13 亿元；净资产为 74.84 亿元，净资产增信倍数（增信余额/净资产）13.00 倍，较年初增加 0.01 倍，整体代偿能力略有上升，仍属极强。

总体看，中债增信作为国内首家专业债券信用增进机构，股东背景和资本实力强大。2015 年以来，中债增信业务持续扩大，资本较为充足，虽然盈利规模明显下降，但整体担保实力依然极强。

综合以上分析，联合评级维持中债增信的主体长期信用等级为“AAA”。

3. 债权保护效果

以 2015 年底财务数据测算，本期债券发行额度（20 亿元）占中债增信资产总额 12.43%，净资产的 26.72%，占比适中。总的看，中债增信资产规模较大、资产质量较好，其担保对于本期债券的到期还本付息具有明显积极的影响。

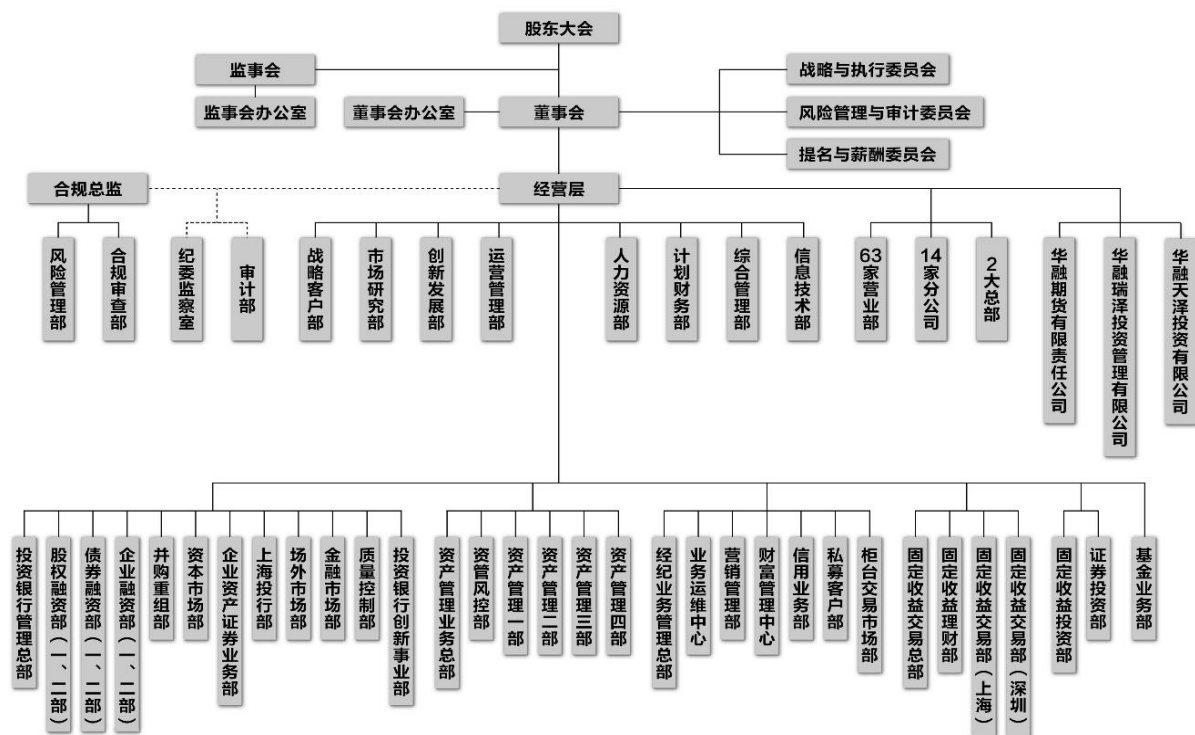
七、综合评价

公司作为国内综合性券商之一，业务网点覆盖国内主要地区，受益于 2015 年公司资本实力进一步增强及整体二级市场发展较好，公司盈利能力进一步提升且维持在较高水平，2015 年公司在证监会券商分类评级中排名提升至 A 类 AA 级，经营能力及风控能力进一步得到肯定，考虑到公司盈利水平逐渐提高，公司仍保持较强的偿债能力。同时，联合评级也关注到，经济周期波动、

国内证券市场持续波动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，作为公司收入主要来源的自营业务收入受市场行情及经济周期影响较大，未来该业务收入的稳定性仍需关注，公司大规模发行债券，财务杠杆大幅上升，未来需对公司偿债能力和流动性保持关注。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“14华融G1”“AAA”的债项信用等级。

附件 1 华融证券有限责任公司股权结构图



附件 2 华融证券有限责任公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	429.88	758.28
自有资产（亿元）	213.72	404.21
可快速变现资产（亿元）	170.41	321.34
所有者权益（亿元）	73.03	89.63
自有负债（亿元）	140.69	314.58
可快速变现资产/自有负债(倍)	1.21	1.02
自有资产负债率(%)	65.83	77.83
短期债务（亿元）	74.65	116.60
长期债务（亿元）	20.30	47.63
全部债务（亿元）	94.95	164.22
净资本（亿元）	65.19	87.25
净资本/净资产（%）	95.42	101.38
净资产/各项风险准备之和（%）	741.51	591.53
净资本/负债（%）	51.42	47.00
营业收入（亿元）	31.74	60.58
净利润（亿元）	8.65	18.18
EBITDA（亿元）	16.36	38.34
平均自有资产收益率(%)	4.13	5.88
平均净资产收益率(%)	13.64	22.36
营业利润率（%）	35.65	40.15
营业费用率(%)	33.04	24.06
薪酬收入比（倍）	0.19	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	3.53	4.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.23

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-应付合并结构性主体权益持有者款项
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-应付合并结构性主体权益持有者款项
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
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+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债

长期债务=长期借款+应付债券

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）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。