

跟踪评级公告

联合[2017]847 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公开发行的“14 华融 G1”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公开发行的“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

评级总监

二零一七年七月十一日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

华融证券股份有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

发行人主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
14 华融 G1	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2016/5/24

担保方：中债信用增进投资股份有限公司

担保方式：不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2017 年 6 月 22 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	758.28	1,357.50
自有资产（亿元）	404.21	438.37
可快速变现资产（亿元）	180.85	221.84
自有负债（亿元）	314.58	330.37
所有者权益（亿元）	89.63	108.00
自有资产负债率（%）	77.83	75.36
营业收入（亿元）	60.58	53.20
净利润（亿元）	18.18	15.77
净资本（亿元）	108.81	139.93
风险覆盖率（%）	233.58	231.91
资本杠杆率（%）	27.89	29.45
平均净资产收益率（%）	22.36	15.96
短期债务（亿元）	116.60	169.10
总债务（亿元）	164.22	221.87
EBITDA（亿元）	33.72	33.68
EBITDA 利息倍数（倍）	3.75	2.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.15
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.69	1.68

担保方

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	160.85	159.36
所有者权益合计（亿元）	74.84	77.18
营业收入（亿元）	13.95	3.55
净利润（亿元）	3.13	6.96
经营性净现金流（亿元）	1.90	-3.06

注：1、本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径，且按证监会 2016 年新修订的风险控制指标口径计算；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、由于公司并表结构化主体规模较大，且子公司资产规模较小，因此公司可快速变现资产所计算的采取母公司口径；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对华融证券股份有限公司（以下简称“公司”或“华融证券”）的跟踪评级反映了公司作为国内综合性券商之一，2016 年财务顾问业务竞争优势仍比较明显，资产管理业务收入排名靠前，自营业务业绩仍属较好，盈利水平处于行业上游水平，资本充足性较好。2016 年，公司内部控制和风险管理仍保持在较好的水平，在证券公司分类评价中，公司分类等级为 A 级别。

同时联合评级也关注到，公司各类业务易受到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策等因素变化，可能对公司经营带来的不利影响；作为营业收入重要来源的证券自营业务、投资银行业务和经纪业务受市场行情波动及监管政策影响较大，未来公司营业收入的增长存在一定不确定性。

“14 华融 G1”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”）股东背景和资本实力很强，跟踪期内，其业务发展良好，并继续保持了极强的代偿能力。

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

优势

1. 公司是国内综合性券商之一，已构建拥有证券、期货、直接投资、基金等各类证券业务的多元化经营模式，业务网点覆盖国内主要地区，拥有稳定优质的客户群，整体竞争力强。

2. 2016 年公司治理运行良好，内部控制和风险管理仍保持在较好的水平，在证券公司分类评价中，公司分类等级为 A 级别。

3. 2016 年，公司财务顾问业务具有较强

的同业竞争优势，资产管理业务收入排名靠前，自营业务业绩仍属较好。

4. “14华融G1”的担保方中债增信的股东背景和资本实力很强，跟踪期内，业务发展良好，并继续保持了极强的代偿能力。

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. 2016年自营业务产生的收入占比仍较高，为公司收入占比最高的业务板块，后续需关注相关产品的投资风险，作为公司主要收入来源的投资银行业务及经纪业务受市场环境及监管政策影响较大，在外部环境趋严的环境下，对公司投资银行业务的风险管理水平提出了更高的要求。

分析师

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：  
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（以下简称“华融证券”或“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，由中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）和中国葛洲坝集团有限公司（以下简称“葛洲坝集团”）共同发起设立，初始注册资本 15.10 亿元，其中：中国华融资产管理公司出资 15.00 亿元，占比 99.34%，中国葛洲坝集团公司出资 0.10 亿元，占比 0.66%；公司于 2011 年引进战略投资者进行增资扩股，2011 年 9 月收到北京纽森特投资有限公司等十名新增股东缴纳的出资，合计 13.80 亿元，其中 6.00 亿元计入注册资本，7.80 亿元计入资本公积，注册资本变更为 30.03 亿元。期间历经多次增资。2016 年 7 月经第三次临时股东大会决议，中国华融等 7 名股东对公司进行增资，增加注册资本 4.68 亿元，变更后注册资本为 51.42 亿元，截至 2016 年末，公司注册资本为 51.42 亿元，中国华融为公司的控股股东，持股 81.77%，为公司的实际控制人。

表1 截至2016年末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	81.77
中国葛洲坝集团股份有限公司	4.62
深圳市科铭实业有限公司	3.97
北京纽森特投资有限公司	2.03
九江和汇进出口有限公司	1.54
合计	89.96

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：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。

截至 2016 年末，公司共设有 65 家证券营业部、14 家分公司；2016 年 11 月，公司通过协议方式，将华融天泽投资有限公司（以下简称“华融天泽”）100.00%股权转至华融致远投资管理有限公司，转让后，公司不再持有华融天泽股权，拥有 2 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”）和华融瑞泽投资管理有限公司（以下简称“华融瑞泽”）。截至 2017 年 3 月末，公司员工总数 2,070 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 1,357.50 亿元，其中客户资金存款 70.37 亿元，客户备付金 21.86 亿元；负债总额 1,249.50 亿元，其中代理买卖证券款 78.52 亿元，信用交易代理买卖证券款 5.21 亿元；所有者权益合计 108.00 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 107.42 亿元；母公司口径的净资产 139.93 亿元；2016 年，公司实现营业收入 53.20 亿元，净利润 15.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 15.17 亿元；经营活动现金流量净额 134.99 亿元，现金及现金等价物余额 136.61 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、跟踪债券概况

14 华融 G1

2015 年 4 月 10 日，公司发行 20.00 亿元公司债券，债券票面利率为 4.90%，期限为 3 年。本期债券每年付息一次，到期一次还本，付息日为 2015 年至 2018 年每年的 4 月 10 日，到期日和兑付日为 2018 年 4 月 10 日。本期债券已于 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.SH”。2016 年和 2017 年的 4 月 10 日，公司已按期完成“14 华融 G1”的付息工作。截至 2017 年 4 月 28 日，偿债计划和偿债保障措施的执行情况，与募集说明书的相关承诺一致。

三、行业分析

证券行业在 2016 年市场行情震荡下行和监管趋严的背景下，整体收入规模下滑明显，但整体收入结构更加均衡。

从市场环境看，2016 年上半年市场连续下跌，信心不足，指数处于低位徘徊；下半年在流动性充足、深港通预期等因素作用下，指数有所反弹。但整体来看，市场反弹力度不大，上证指数整体下跌 12.31%，A 股成交金额同比下降 50.04%，降幅明显。从政策层面看，2016 年监管思路明确为依法监管、从严监管和全面监管，在投行业务、并购重组业务、公司债发行以及资产管理业务等方面相继出台政策法规，并加大违规事件的惩处力度；此外，证监会修订并发布了《证券公司风险控制指标及管理办法》，建立了以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系，对于行业的长期健康发展具有重要意义。受 2016 年市场行情景气度不高的影响，证券公司经纪业务和自营业务业绩下滑幅度明显；而受益于政策层面的稳定（如 IPO 审核发行的提速）、国企改革的深入以及券商自身转型等，投资银行业务和资产管理业务收入增长显著，整体收入结构更加均衡。

根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，截至 2016 年末，129 家证券公司总资产为 5.79 万亿元，较 2015 年末减少 9.81%；净资产为 1.64 万亿元，净资本为 1.47 万亿元，较 2015 年末分别增加 13.10%和 17.60%，资本实力有所提升。2016 年，129 家证券公司中，124 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,279.94 亿元，全年实现净利润 1,234.45 亿元，分别同比减少 42.97%和 49.57%，经营业绩明显下滑。收入结构方面，经纪业务、投资银行业务（含财务顾问业务）和自营业务为前三大收入来源，相应占比更加趋于均衡，资产管理业务收入占比有所提升，收入结构进一步优化。

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

2017 年，伴随着我国经济增速和结构的调整，资本市场将在强监管的背景下持续深化改革，并逐渐回归资源有效配置的本质功能。首先，区域股权市场的发展、新三板市场的分层改革将进一步带动多层次资本市场的建设；其次，IPO 审核发行的提速、再融资政策新规、绿色债券的政策鼓励和 PPP 项目推动的资产证券化等也将完善股票和债券相关发行交易制度；最后，互联网金融的推进、资本中介业务的扩张、资产管理业务主动管理能力的提升使得证券公司在传统业务的基础上不断推动自身业务转型。因此，未来资本市场将在防范金融泡沫的前提下，推进改革和加强监管并重，证券市场将在稳定健康的环境中“稳中有升”，市场行情和投资环境有望逐步向好。

总体看，证券行业主要业务与证券市场高度关联，经济周期变化、证券市场波动及相关监管

政策变化等因素对证券行业影响很大。2016 年，证券行业经营业绩有所波动，但绝大多数公司仍处于盈利状态；未来，证券公司在 IPO 业务、资产证券化业务以及新三板业务方面将面临较好的发展机遇，同时也对自身风控能力提出了更高的要求。

四、管理与内控分析

管理层方面，公司第三届董事会第 33 次会议审议通过了《关于免去樊平公司总经理职务的议案》，自 2017 年 1 月 20 日起，樊平同志因个人原因不再担任公司董事；公司 2017 年第 1 次临时股东大会审议通过了免去《关于免去樊平公司董事职务的议案》，自 2017 年 2 月 28 日起，樊平先生不再担任公司董事；第三届董事会第 31 次会议审议通过，自 2017 年 3 月 8 日起，高鹤任公司副总经理；第四届董事会第 1 次会议审议通过，自 2017 年 2 月 28 日起，司颖不再担任公司副总经理、合规总监、首席风险官职务。2016 年公司未收到公司及董事、监事和高级管理人员被中国证券监督管理委员会、中国证券业协会、证券交易所进行处分或公开谴责的通知或报告。

风险控制方面，公司在经营发展过程中，面临市场风险、信用风险、操作风险、流动性风险、合规法律风险、声誉风险等各类风险，需要进行准确识别、审慎评估、动态监控、及时应对及全程管理，公司不断对风险管理制度体系进行完善，建立了多层次的风险管理制度体系。《华融证券股份有限公司全面风险管理制度》为公司风险管理基本制度，对风险管理的总体要求、目标原则、职责划分、风险管理流程、信息系统、报告机制、监督检查及考核等方面进行了详细的规定。2016 年公司按照相关的风控制度执行，2016 年公司在证券公司分类评级的评级由 2015 年的 AA 级别下降至 A 级别，受整体外部监管趋严影响，公司评价级别有所下降，但公司整体风险控制能力仍较好。

总体看，跟踪期内，管理层存在一定变动，但对公司经营影响不大；公司风险控制能力仍较好。

五、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、信用交易业务、投资银行业务、资产管理业务和自营业务等。近年来公司实施“大投行、大资管、大财富管理”三位一体的发展战略，积极推进业务条线的协同和分支机构综合化经营转型，2016 年受益于上述措施的推进，公司营业收入降幅优于行业降幅平均水平，2016 年公司实现营业收入 53.20 亿元，同比下降 12.19%，实现净利润 15.77 亿元，同比减少 13.29%

从收入构成来看，公司营业收入主要由手续费及佣金净收入和投资收益构成，2016 年手续费及佣金净收入占比为 34.10%，较 2015 年下降 5.22 个百分点，投资收益占比 49.04%，较 2015 年下降 3.48 个百分点，上述两项科目占比虽有所下降，但仍为公司营业收入的主要来源。此外利息净收入占比 16.16%，较 2015 年上升 7.01 个百分点，贡献度有所提升。

2016 年公司手续费及佣金净收入 18.14 亿元，同比下降 23.85%，主要受市场交易量大幅下滑影响，导致经纪业务收到的手续费及佣金收入大幅下降，其中经纪业务手续费净收入 3.89 亿元，同比大幅下降 62.05%，投资银行业务手续费净收入 13.48 亿元，同比增长 41.44%，主要是公司积极发挥与中国华融的协同作用，投资银行业务规模快速增长所致，投资咨询业务净收入和资产管理业务手续费净收入分别为 0.23 亿元和 0.20 亿元，同比分别大幅下降 85.49%和 90.34%，资产管

理业务手续费净收入下降主要系集合资产管理计划手续费收入下降所致；利息净收入主要是股票质押式回购业务实现的利息净收入，2016 年实现利息净收入 8.60 亿元，同比增长 55.06%，主要是公司积极开展股票质押式回购业务，导致股票质押式回购业务规模大幅增长所致；2016 年公司实现投资收益 26.09 亿元，同比下降 18.01%，主要是受证券市场震荡影响，自营业务投资收益率下降影响所致；2016 年公允价值变动收益、汇兑收益分别为 0.34 亿元和 0.03 亿元，公允价值变动收益同比下降 150.80%和，汇兑收益同比增长 47.01%，公司各类业务在综合化经营的理念下稳步推进，从而使得 2016 年收入水平降幅低于行业平均水平。

从收入结构来看，2016 年手续费及佣金净收入和投资收益仍为公司营业收入的主要来源，占比分别为 34.10%和 49.04%，较 2015 年分别下降 5.22 个百分点和 3.48 个百分点。从手续费净收入来看，传统的经纪业务实现的手续费净收入占比有所下降，较 2015 年下降了 9.60 个百分点，投资银行手续费净收入占比大幅提升，较 2015 年上升了 9.60 个百分点，投资咨询业务净收入和资产管理业务手续费净收入占比较低，分别为 0.43%和 0.37%，较 2015 年分别下降了 2.20 个百分点和 3.01 个百分点；公司另一营业收入主要来源投资收益占比略有下降，较 2015 年下降 3.48 个百分点；利息净收入占比较 2015 年提升了 7.01 个百分点，整体看公司业务结构有所优化，收入稳定性进一步提升。

表 2 公司 2015~2016 年营业收入及占比情况（单位：亿元，%）

项 目	2015 年		2016 年		收入同比变化
	金额	占比	金额	占比	
手续费及佣金净收入	23.82	39.32	18.14	34.10	-23.85
其中：经纪业务手续费净收入	10.24	16.90	3.89	7.30	-62.05
投资银行业务手续费净收入	9.53	15.73	13.48	25.33	41.44
投资咨询业务净收入	1.59	2.63	0.23	0.43	-85.49
资产管理业务手续费净收入	2.05	3.38	0.20	0.37	-90.34
利息净收入/（支出）	5.55	9.15	8.60	16.16	55.06
投资收益	31.82	52.52	26.09	49.04	-18.01
公允价值变动收益/（损失）	-0.66	-1.09	0.34	0.63	-150.80
汇兑收益	0.02	0.03	0.03	0.06	47.01
其他业务收入	0.04	0.06	0.00	0.01	-88.12
营业收入合计	60.58	100.00	53.20	100.00	-12.19

资料来源：公司审计报告

注：占比百分比按照公司审计报告原始数据计算，与本表中四舍五入到“亿元”的收入数据计算的百分比存在尾数差异。

总体看，2016 年，受证券市场持续低迷的影响，公司营业收入同比有所下降，但得益于综合化经营理念的推进，整体降幅优于行业平均水平；投资银行收入贡献度大幅提升，传统经纪业务收入贡献度有所下降，公司收入稳定性进一步提升。同时联合评级关注到公司收入结构中自营业务占比较高，收益情况易受市场环境影响，稳定性偏弱。

2. 业务运营

（1）经纪业务

2016 年，随着综合化经营的进一步推进，传统的经纪业务逐步向“传统经纪业务+金融资产配置+资本中介业务”综合化财富管理转型，代销产品种类和规模不断扩大，客户数量快速提升。2016 年公司新增营业部 2 家，截至 2016 年末，公司拥有 65 家营业部，主要分布于北京市、天津

市、山西省、辽宁省、上海市等 25 个省、自治区、直辖市，其中包括新设立营业部 2 家，分别位于贵州省和海南省，2016 年公司未新设立分公司，截至 2016 年底，公司拥有 14 家分公司。公司营业网点分布逐步实现对各省会及直辖市的覆盖。

2016 年，公司佣金率为 0.494%，较 2015 年下降了 21.00%，处于行业中游水平，在平均佣金率持续下降的行业整体形势下，公司一方面加强投顾业务的推广与发展，以投顾服务签约的方式增强客户粘性，避免以降佣为主要手段进行客户挽留与维护。另一方面，在 2017 年的分支机构财富管理业务绩效考核中增加了平均佣金率指标的考核，鼓励分支机构通过提升服务实现平均佣金率的止跌回升。

2016 年得益于债券交易大幅增长，经纪业务交易额同比增长 27.54%，达 2.64 万亿元。其中，股基交易额为 0.81 万亿元，同比下降 50.00%，主要系股票二级市场持续低迷影响所致，市场份额较 2015 年下降 0.009 个百分点，市场排名第 61 位；债券交易额 1.83 万亿元，同比增长 306.67%，主要受债券市场持续扩容影响，二级市场交易量亦增长，公司债券代理买卖业务规模大幅增长所致，市场份额较 2015 年上升 0.70 个百分点，提升明显。

表 3 近两年经纪业务代理买卖证券情况（单位：万亿元，%）

项目	2015 年末		2016 年末	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股基	1.62	0.3054	0.81	0.2964
债券	0.45	0.0827	1.83	0.7800
合计	2.07	--	2.64	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年末，公司累计资金账户总数 91.50 万户，较 2015 年末增长 31.04%，全年新开资金账户 21.76 万户，同比减少 9.35%；净开资金账户 21.56 万户，同比减少 8.47%。截至 2016 年末，公司客户资产规模达到 3,597 亿元，较 2015 年末增长 26.08%，金融产品销售规模为 291 亿元，同比增长 68.27%。

从收入情况来看，2016 年，公司经纪业务实现手续费及佣金收入 5.33 亿元，同比下降 58.31%，其中代理买卖证券实现手续费及佣金收入 5.08 亿元，同比下降 59.47%；代销金融产品业务实现手续费及佣金收入 0.09 亿元，同比下降 64.60%，主要是代销理财产品收入下降所致。

总体看，2016 年，一方面受股票市场交易量下滑影响，公司股基交易额大幅下降，另一方面受债券市场持续扩容影响，债券交易额大幅增长，但经纪业务传统代理买卖证券业务交易额受市场不利因素影响较大，收入大幅下降。同时联合评级也关注到，作为公司营业收入主要来源的经纪业务易受市场波动，收入稳定性偏弱。

（2）信用交易业务

公司信用交易业务包括融资融券业务和股票质押式回购业务。

截至 2016 年末，公司融资融券账户数目为 2.37 万户，较 2015 年末增加 7.24%；融资融券业务余额 32.11 亿元，较 2015 年底下降 21.66%；从剩余期限结构来看，1~3 个月的融出资金占 22.42%，3~6 个月的融出资金占 77.58%，融出资金期限较短，流动性较好。从收入情况来看，2016 年公司融资融券业务实现收入 3.39 亿元，同比增长 9.71%。

表 4 近两年公司融资融券业务情况表（单位：万户，亿元）

项目	2015 年末/2015 年	2016 年末/2016 年
期末融资融券账户数目	2.21	2.37
期末融资融券余额	40.99	32.11
融资融券业务收入	3.09	3.39

资料来源：公司提供

截至 2016 年末，股票质押回购业务规模 378.30 亿元，较 2015 年末增长 48.49%，其中融出资金出资规模为 60.90 亿元，较 2015 年末增长 690.90%。2016 年，股票质押回购利息净收入 4.37 亿元，同比增加 1,648.00%，主要系公司积极开展对资本金占用较小的股票质押式回购业务，业务规模快速增长所致。

表 5 近两年公司股票质押业务情况（单位：笔，亿元）

项目	2015 年末	2016 年末
股票质押笔数	191	322
期末股票质押账户余额	254.77	378.30
股票质押式回购利息净收入	0.25	4.37

资料来源：公司提供

总体看，2016 年信用交易业务收入实现状况良好，其中受公司积极推进股票质押式回购业务影响，该业务发展较快，贡献度大幅提升，同时，联合评级也关注到信用交易业务受市场行情波动影响较大，未来增长存在一定的波动性风险。

（3）投资银行业务

公司投资银行业务主要包括股票和债券的承销与保荐业务以及财务顾问业务。

2016 年，公司抓住经济结构调整的外部机遇，依托中国华融的资源和渠道优势，不断开拓业务来源，寻求多种合作模式，重点发掘和开拓并购重组、管理咨询等方面的财务顾问业务，现已成为投资银行业务收入的重要来源。其中主要的项目有：公司担任长城电脑吸收合并长城信息并购交易被收购方独立财务顾问，涉及购买资产交易价格合计 227.69 亿元，该重组是国企改革的示范项目，担任南洋股份收购天融信 100.00%股权上市公司独立财务顾问，项目交易作价 57 亿元创上市公司并购新三板公司交易额新高，并成功践行了“投行+投资”的创新模式。

2016 年，公司完成股票承销项目与 2015 年情况持平，均为 4 单，其中 IPO 项目 2 单，主承销金额 12.99 亿元；再融资项目 2 单，较 2015 年减少 1 单，主承销金额 39.25 亿元；完成公司债、企业债、金融债及资产支持证券主承销项目 39 单，较 2015 年增加 13 单，主承销金额 539.42 亿元，同比增长 67.18%，得益于债券市场持续扩容及公司不断推荐的综合化经营理念，加强各业务板块之间的协同发展，公司债券等固定收益类产品承销业务规模大幅增长。

表 6 2016 年公司投资银行业情况（单位：次，亿元）

承销方式	证券名称	承销次数	承销金额	承销收入
主承销	新股发行	2	12.99	0.67
	增发新股	18	39.25	0.21
	其中：新三板	16	11.47	0.12
	债券发行	39	539.42	0.52
小计		59	591.67	6.10
副主承销及分销	债券发行	22	5.04	0.17

小计	22	5.04	0.17
合计	81	642.04	6.27

资料来源：公司年报

新三板业务方面，2016 年新三板业务坚持“精品投行”战略，牢牢把握“以价值创造为核心的中小企业创新型投行”的市场定位，以新经济、新模式下的中小企业为主要服务对象，全面提升挂牌、做市、融资、IPO 转板、并购重组等一体化、综合化金融服务能力和水平。2016 年，公司新三板业务稳健发展，截至 2016 年末，公司新增完成万国体育（837629）、掌慧纵盈（835736）、鸿图隔膜（835844）、金东创意（870402）等 35 家优质中小企业挂牌，累计成功挂牌 75 家，挂牌业务较 2015 年发展较稳定；股权融资方面，成功为生物谷（833266）、曼恒数字（834534）、金力永磁（835009）等 17 家挂牌企业完成股票非公开发行 21 次，累计募集资金 14.57 亿元；做市业务方面，成功为 147 只股票提供做市服务，较 2015 年增加 68 家，做市业务发展情况良好。

实现收入方面，2016 年公司投资银行业务实现手续费及佣金收入 14.16 亿元，同比增长 42.66%。公司投资银行业务实现的手续费及佣金收入仍主要来源于证券承销业务和财务顾问业务，其中证券承销业务实现手续费及佣金收入 6.30 亿元，同比增长 65.69%；证券保荐业务实现手续费及佣金收入 0.02 亿元，同比下降 85.90%；财务顾问业务实现手续费及佣金收入 7.84 亿元，同比增长 30.99%

总体看，2016 年，公司投资银行业务快速发展，债券承销业务发展较快；财务顾问业务方面仍具有较强的市场竞争力，并实现较大的收入增长；另外，公司积极推进新三板等业务，提升投资银行业务的发展竞争力。

（4）自营业务

公司自营业务主要包括权益类投资和固定收益类产品投资，其中固定收益类产品投资占比较大。2016 年，固定收益投资业务不断优化债券组合的持仓结构，实现以杠杆收益策略为主，交易波段盈利为辅，通过实施仓位调整，根据市场情况，调节组合久期、杠杆等指标挑选个券，不断寻找债券的价值洼地，合理规避信用及利率风险，扩大公司债券投资收入，降低组合投资风险。在利率衍生品方面，合理配置一定比例的国债期货产品，根据对利率风险的判断，选择投机或对冲交易，在市场下跌时降低组合的风险，同时与多家银行及金融机构签署《NAFMII 主协议及补充协议》，积极扩大交易对手库，通过开展利率互换交易，为增厚组合收益做出了贡献。2016 年，公司实现净投资收益 4.12 亿元，投资收益率 18.88%，较上年下降 13.73 个百分点，主要受市场波动影响，收益下降所致。

2016 年，在股票二级市场行情低迷的背景下，公司自营业务坚持稳健投资原则，调整资产配置结构，对持仓品种进行优化，适当控制权益类投资规模，加大债券、信托产品等固定收益类产品的投资。截至 2016 年末，公司自营投资规模合计 176.02 亿元，较上年末增长 4.45%，仍保持以固定收益类产品和集合资产管理计划投资为主的投资结构。其中，固定收益类投资以债券为主，投资规模为 83.62 亿元，较上年末下降 7.51%，小幅下降；集合资产管理计划投资规模 47.47 亿元，较上年末增长 10.70%；权益类投资主要是股票，投资规模 19.03 亿元，较上年末增长 3.76%，小幅增长；资产管理计划投资规模 11.33 亿元，较上年末增长 252.96%，大幅增加；收益互换产品投资规模 16.03 亿元，与上年基本一致；其余投资类别是股权计划，投资规模 0.25 亿元，与上年末一致。投资结构较上年末变化不大。截至 2016 年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 24.58%，较 2015 年末下降 0.34 个百分点，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 101.47%，较 2015 年末上升 53.08 个百分点。

表 7 自营证券投资结构（单位：亿元，%）

项目	2015 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比
权益类	18.34	10.88	19.03	10.81
固定收益类	90.41	53.65	83.62	47.51
收益互换产品	16.05	9.52	16.03	9.11
资产管理计划	3.21	1.90	11.33	6.44
股权计划	0.25	0.15	0.25	0.14
理财产品	0.30	0.18	--	--
应收款项类投资	39.96	23.71	45.76	26.00
其中：集合资产管理计划	42.88	25.45	47.47	26.97
信托类资产	--	--	1.23	0.70
减：应收款项类投资减值准备	2.92	1.73	2.94	1.67
合计	168.52	100.00	176.02	100.00

资料来源：公司审计报告

公司固定收益投资部于 2013 年 2 月 5 日购买了“致富债”、“华光债”和“13 华光 03”三只中小企业私募债，由于发行人无法按约定支付本息而违约，涉及违约金额分别为本金 5,000 万元、2,000 万元和 2,000 万元及相应一期利息，截至 2017 年 4 月 28 日，三起诉讼仍在执行过程中，需对后续诉讼结果保持关注。

总体看，公司证券自营业务为营业收入的重要来源，2016 年投资规模稳定增长，投资结构较上年变化不大，公司自营业务盈利较好，投资风险控制水平仍有待提升。同时，联合评级考虑到证券自营业务受市场行情影响较大，收入稳定性偏弱。

（5）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和集合资产管理业务。2016 年公司资产管理业务仍以非标业务为主，以股票质押式回购业务为辅，以产品创新为驱动，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。

截至 2016 年末，公司管理资产规模 3,063.70 亿元，较 2015 年末增长 32.47%，其中集合资产管理业务规模 935.37 亿元，较 2015 年末增长 160.22%，大幅增长；定向资产管理资产规模 2,126.02 亿元，较 2015 年末增长 55.30%，资产管理规模稳定增长。在中国证券投资基金业协会公布的 2016 年排名中，公司资产管理总规模位列第 13 名，在证券时报 2016 年中国优秀财富机构评选中，华融质押宝系列获得“十大创新资管/基金产品”，在新浪财经首届波特菲勒奖评选中，获得“2016 年最具创新性证券资管公司”，公司资产管理业务品牌等综合竞争力大幅提升。

收入方面，受益于近年来公司受托管理资产规模持续快速增长，管理费收入实现状况较好，2016 年公司资产管理业务实现管理费收入 8.91 亿元，同比增长 48.75%，其中定向资产管理业务实现管理费收入 2.13 亿元，同比增长 70.40%，占管理费总收入的 23.91%；集合资产管理业务实现管理费收入 6.78 亿元，同比增长 42.74%，占管理费总收入的 76.09%，公司资产管理业务收入结构仍以集合资产管理业务收入为主。费率方面，2016 年公司定向管理业务费率为 0.10%，较 2015 年上升 0.01 个百分点；集合资产管理业务费率为 0.72%，较 2015 年下降 0.60 个百分点。

表 8 资产管理业务规模和手续费及佣金净收入（单位：亿元）

项目	2015 年末/2015 年		2016 年末/2016 年	
	规模	管理费收入	规模	管理费收入
定向资产管理业务	1,368.94	1.25	2,126.02	2.13
集合资产管理业务	359.46	4.75	935.37	6.78
合计	1,728.40	5.99	3,061.39	8.91

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司资产管理业务实力较强，以定向资产管理业务为主，逐渐加强主动型管理业务的开展，集合资产管理业务行业排名靠前，品牌竞争力增强，收入水平亦大幅提升。

（6）子公司业务

2010 年 8 月，公司在收购星海期货经纪有限公司的基础上，成立了华融期货，经营范围包括商品期货经纪和金融期货经纪。截至 2016 年末，华融期货客户资产 12.20 亿元，较上年末增长 104%，比行业平均数高 90 个百分点，资管业务与产品创新取得成效 2016 年新开户 31 户，固定收益、保本和管理型产品规模 3.05 亿元，较 2015 年增长 111.49%。经营管理稳步增长，收入结构日趋。2016 年，公司实现营业利润 7,924 万元，同比增长 1.80%，实现报表利润总额 3,210 万元，报表税后净利润 2,400 万元，同比增长 13.91%，行业利润排名第 59 位，处于行业中游水平。

2015 年 11 月公司投资设立华融瑞泽，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，华融瑞泽与湖南电广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。2016 年华融瑞泽逐渐起步，共完成 3 个股权及夹层项目的投放，累计对外投资 10.45 亿元，其中自有资金对外投资 1.02 亿元，基金管理规模 9,623 亿元。2016 年实现营业收入 973.41 万元、净利润 235.61 万元。

总体看，2016 年，公司子公司期货业务稳定增长，对公司利润贡献度逐渐提升；华融瑞泽业务处于起步阶段，利润贡献度较低。

3. 未来发展

公司的战略目标是成为国内管理规范、资本充足、机制灵活、品牌响亮的一流证券公司。自 2015 年起制定了“三年三翻番”的发展目标，具体方面，首先主要经营指标翻番，到 2018 年实现总资产、净资产、净利润比 2015 年翻一番；二是主要业务指标翻番，到 2018 年实现主营业务规模比 2015 年翻一番或多番；投资银行业务主承销家数翻两番，到 2018 年实现主营业务规模比 2015 年翻两番，承销规模翻两番；资产管理总规模翻一番；财富管理客户数量、客户资产规模和股市市场份额翻一番，融资业务规模和产品销售规模翻两番；新三板挂牌家数和做市规模翻两番；权益类和固定收益类投资规模翻一番；公募基金规模翻三番；三是公司管理水平和风控能力翻番，具体表现在公司治理、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取得长足进步，公司总体工作上层次、上水平、上台阶。

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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016 年合并财务报表，均已经德勤华永会计师事务所审计，并均出具标准无保留

的审计意见。2016年公司对于子公司华融瑞泽的持股比例有60.00%提升至80.00%，华融天泽不再纳入合并范围，截至2016年末，纳入财务合并范围的集合资产管理计划105只，定向资产管理计划1只，纳入财务合并范围的集合资产管理计划较2015年增加21只，定向资产管理计划无变化，财务数据可比性较差。

截至2016年底，公司合并资产总额1,357.50亿元，其中客户资金存款70.37亿元，客户备付金21.86亿元；负债总额1,249.50亿元，其中代理买卖证券款78.52亿元，信用交易代理买卖证券款5.21亿元；所有者权益合计108.00亿元，其中归属于母公司的所有者权益107.42亿元；母公司口径的净资产139.93亿元；2016年，公司实现营业收入53.20亿元，净利润15.77亿元，其中归属于母公司所有者的净利润15.17亿元；经营活动现金流量净额134.99亿元，现金及现金等价物余额136.61亿元。

2. 资产质量与流动性

截至2016年底，公司合并资产总额1,357.50亿元，较上年末增长79.02%，主要是纳入合并范围的结构化主体增加所致。截至2016年底，公司自有资产438.37亿元，较上年末增长8.45%，公司可快速变现资产221.84亿元，较上年末增长22.66%，占自有资产的比重为50.61%，占比较上年末提升5.86个百分点，公司可快速变现资产以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占24.91%）、融出资金（占14.25%）、买入返售金融资产（占30.26%）和可供出售金融资产（占20.91%）为主，其余为自有货币资金和自有结算备付金。

截至2016年底，公司货币资金账面价值99.94亿元，较上年末下降11.40%，主要由于受证券市场影响，经纪业务客户货币资金整体减少所致，其中自有货币资金29.57亿元，较上年末下降11.18%；可供出售金融资产账面价值为65.14亿元，较上年末下降11.88%，公司可供出售金融资产以债券和收益互换产品为主，占比分别为62.23%和24.61%，其余为股票、资产支持证券、股权投资、基金等，持仓结构较年初变化不大，期末可供出售金融资产中包括公司出资投给证金公司资金15.90亿元，公司可供出售金融资产已计提坏账准备0.91亿元，与上年末一致，期末可供出售金融资产受限资产余额19.70亿元，受限比例为30.24%，受限比例较高，流动性偏弱；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505.16亿元，较上年末大幅增长253.79%，主要系公司所持有的资产管理计划并表，导致交易性金融资产大幅增加所致，其中债券资产占以公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产的比重90.10%，占比较高，期末债券账面价值422.01亿元，较上年末增长797.52%，其中使用受限资产金额为24.37亿元，为卖出回购金融资产交易的质押品，受限比例为4.82%，受限比例偏低，流动性仍较好；融出资金账面余额为31.62亿元，较上年末下降21.62%，主要是受证券市场低迷影响导致融资融券业务规模下降，从融资融券担保物来看，主要为股票，期末公允价值84.16亿元，较上年末下降24.85%，从剩余期限来看，融出资金主要集中在3~6个月，期限结构与上年末保持一致，流动性较好，已计提减值准备0.41亿元，期末融出资金受限资产余额25.35亿元，受限比例为80.17%，受限比例较高，流动性一般；买入返售金融资产余额为295.00亿元，较上年末增长118.18%，主要系公司股票质押回购业务规模增加所致，买入返售金融资产剩余期限主要集中在1年以上。

表 9 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2015 年底	2016 年底
自有资产	404.21	438.37
可快速变现资产	180.85	222.84
其中：自有货币资金	12.09	15.24
自有结算备付金	7.85	6.21
融出资金	40.34	31.62
可供出售金融资产	52.00	67.13
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	54.50	55.26
买入返售金融资产	14.08	67.13
资产总额	758.28	1,357.50

资料来源：公司 2016 年审计报告，联合评级整理。

注：由于公司并表结构化主体规模较大，且子公司资产规模较小，因此公司可快速变现资产所计算的会计科目采取母公司口径。

总体看，受公司并表资产管理产品大幅增加影响，2016 年公司资产总额大幅增加，但自有资产规模稳定增长，资产流动性一般，整体资产质量较高。

3. 负债及杠杆水平

截至 2016 年底，公司负债总额 1,249.50 亿元，较上年末增长 86.87%，自有负债规模为 330.37 亿元，较上年末小幅上升。截至 2016 年底，自有负债占负债总额的比重为 26.44%，公司自有负债主要卖出回购金融资产款（占 50.58%）和应付债券（占 15.97%）为主。

截至 2016 年底，公司卖出回购金融资产款账面价值为 167.10 亿元，较上年末增长 111.26%，主要公司债券质押式回购业务增加所致；应付债券 52.77 亿元，较上年末增长 36.62%，主要是增加应付债券天享富柜 32.77 亿元所致。

截至 2016 年底，公司自有资产负债率 75.36%，较上年末下降 2.47 个百分点。截至 2016 年底，母公司口径的净资本/负债和净资产/负债分别为 63.79%和 48.58%，较上年末分别增长 5.47 个百分点和 2.46 个百分点，公司整体负债水平适中。

表 10 公司负债情况表（单位：亿元，%，倍）

项目	2015 年底	2016 年底
自有负债	314.58	330.37
其中：卖出回购金融资产款	79.10	167.10
应付债券	38.63	52.77
非自有负债	354.07	919.14
其中：代理买卖证券款	87.85	78.52
信用交易代理买卖证券款	8.33	5.21
应合并并结构性主体权益持有者款项	257.89	835.41
负债合计	668.65	1,249.50
自有资产负债率	77.83	75.36
净资本/负债	58.32	63.79
净资产/负债	46.12	48.58

资料来源：公司 2016 年审计报告，联合评级整理。

截至 2016 年底，公司全部债务为 221.87 亿元，较上年末增长 35.10%，主要是公司债券质押式回购业务规模增加，导致卖出回购金融资产款大幅增加所致，其中短期债务 169.10 亿元，较上

年末增长 45.03%，占全部债务的比重为 76.22%，公司债务结构仍以短期融资为主；长期债务主要系发行的次级债和公司债，截至 2016 年底，公司长期债务 52.77 亿元，较上年末增长 10.80%，主要系增加应付债券天享富柜 32.77 亿元所致。从应付债券来看，截至 2016 年底，到期期限主要集中在 2017 年，占比达 59.50%，需对 2017 年公司融资计划及资金流动性保持关注。

表 11 截至 2016 年底公司应付债券期限分布情况（单位：亿元，%）

到期期限	2017 年到期	2018 年到期	2019 年到期	2020 年及之后到期	合计
金额	31.40	21.37	0.00	0.00	52.77
占比	59.50	40.50	0.00	0.00	100.00

资料来源：公司审计报告

总体看，2016 年，公司债务规模有所增长，杠杆水平有所上升，但整体仍处于适中水平。

4. 资本充足性

公司主要通过股东增资、发行次级债券等途径补充资本。截至 2016 年底，公司股东权益合计 108.00 亿元，较 2015 年底增长 20.49%，主要是 2016 年股东增资和利润留存增加所致，其中归属于母公司所有者权益占比 99.46%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 58.45%，资本公积占 23.86%，公司股东权益的稳定性仍较好。2016 年公司对股东分配现金红 5.78 亿元，占净利润的 36.64%，分配力度较大，利润留存力度尚可。

2016 年，公司确保了各项风险控制指标持续符合监管标准，抵御风险的能力稳步提升。证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施新的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，改进净资本、风险资本准备计算公式，公司对 2015 年末风险控制指标进行了追溯。截至 2016 年底，公司母公司口径的净资本和净资产规模分别为 139.93 亿元和 106.57 亿元，较上年末分别增长 28.60% 和 23.83%，主要是股东增资和利润留存影响所致；各项风险准备金之和 60.34 亿元，较 2015 年底增长 29.53%，主要是公司多项业务经营规模扩大，风险资本准备计提基数提高所致。

从主要风控指标来看，截至 2016 年底，公司母公司口径的净资本/净资产指标较 2015 年底小幅上升，由 2015 年底的 126.43% 增至 131.30%，主要系受公司投资类资产增加影响；由于各项风险准备之和大幅增长，风险覆盖率指标有所下降，达 231.91%；受核心净资本大幅上升影响，截至 2016 年底，公司资本杠杆率为 29.45%，较上年末上升 1.56 个百分点，各项指标均持续优于各项监管预警标准。

从流动性指标来看，截至 2016 年底，公司流动性覆盖率和净稳定资金率分别为 570.00% 和 139.18%，流动性覆盖率较上年末上升 322.36 个百分点，净稳定资金率较上年末下降 18.40 个百分点，公司资金流动性较好。

表 12 公司风险控制指标监管报表（单位：亿元，%）

项目	2015 年底	2016 年底	监管标准	预警指标
核心净资本	77.31	97.93	--	--
附属净资本	31.50	42.00	--	--
净资本	108.81	139.93	--	--
净资产	86.06	106.57	--	--
各项风险资本准备之和	46.58	60.34	--	--
风险覆盖率	233.58	231.91	≥100	≥120
资本杠杆率	27.89	29.45	≥8	≥9.6

净资本/净资产	126.43	131.30	≥20	≥24
流动性覆盖率	247.64	570.00	≥100	≥120
净稳定资金率	157.58	139.18	≥100	≥120

资料来源：公司净资本监管报表及专项审计报告

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

总体看，2016 年主要受股东增资影响，公司资本充足性有所提升，绝大多数指标远高于行业监管标准，目前公司以净资本为核心的风险控制指标均优于监管标准，各项风险控制指标处于安全范围内，资本充足性仍较好。

5. 现金流

从经营活动现金流来看，2016 年受并入结构化产品规模大幅增加影响，经营性现金流波动较大，2016 年公司经营活动现金流量净额 134.99 亿元，呈净流入状态，主要是合并结构化主体其他份额持有人投入的资金流入；从投资活动现金流来看，2016 年公司投资活动现金流量净额-150.40 亿元，由 2015 年的净流入状态转为 2016 年的净流出状态，主要 2015 年公司投资收到的现金大幅增加，导致 2015 年投资活动现金流入规模大幅增加所致；从筹资活动现金流来看，近两年筹资活动现金流呈净流入状态，2016 年公司筹资活动现金流量净额 14.27 亿元，同比下降 82.01%，从筹资活动现金流入来看，2016 年公司筹资活动现金流入 193.20 亿元，同比增长 6.92%，小幅增长，公司持续发行债券进行融资，从筹资活动现金流出来看，2016 年公司筹资活动现金流出 178.93 亿元，流出同比增长 76.55%，主要是偿还债务支付现金规模增加所致。

表 13 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年
经营性现金流量净额	-28.14	134.99
投资性现金流量净额	11.90	-150.40
筹资性现金流量净额	79.35	14.27
现金及现金等价物净增加额	63.13	-1.11
年末现金及现金等价物余额	137.71	136.61

资料来源：公司 2016 年审计报告，联合评级整理。

整体看，2016 年受合并结构化主体其他份额持有人投资流入影响，经营活动现金净额大幅增加；投资活动现金流呈净流出状态，流出规模大幅增加；受公司偿还债务所支付的现金大幅增加影响，筹资活动现金流净额规模大幅下降；考虑到公司股东支持力度较大，融资渠道较为畅通，2016 年公司现金流状况良好，仍处于较好水平。

6. 盈利能力

2016 年受市场行情影响，收入规模有所下降，同比下降 12.19%，主要是证券市场持续低迷，交易量大幅下滑导致公司手续费及佣金收入下降，投资收益下跌所致。公司手续费及佣金收入主要来源于经纪业务代理买卖证券业务和投资银行业务所收取的证券承销业务手续费及佣金收入，2016 年受市场交易量下滑影响，手续费及佣金收入占营业收入比重有所下降，手续费及佣金收入和投资收益仍为公司营业收入的主要来源，2016 年手续费及佣金净收入占营业收入合计总额的 34.10%，金额为 18.14 亿元，同比下降 23.85%。2016 年公司实现投资收益 26.09 亿元，同比下降

18.01%，主要受市场收益率下降所致。公司利息收入主要来源于股票质押式回购利息收入，2016 年利息净收入，全年实现利息净收入 8.60 亿元，同比增长 56.06%，主要是公司股票质押式回购业务规模增加所致。2016 年公司公允价值变动收益 0.34 亿元，同比下降 150.80%，主要是所投资债券和股票公允价值下降所致。

从营业支出来看，公司营业支出主要是业务及管理费和其他业务成本，2016 年公司营业支出 14.64 亿元，同比下降 11.04%，主要是公司职工工资及奖金有所下降，营业支出规模同比下降 13.35%。从支出构成来看，2016 年，公司营业支出中业务及管理费占 73.63%，金额为 35.38 亿元，同比下降 0.42%；受收入规模下滑影响，营业费用率由 2015 年的 24.06% 上升至 2016 年的 27.51%；2015 和 2016 年，公司薪酬收入比分别为 12.03% 和 15.85%，2016 年上升 3.82 个百分点，成本控制能力有所下降，但仍属较高水平。

表 14 公司营业收入情况（单位：亿元，%，倍）

项目	2015 年	2016 年
营业收入	60.58	53.20
其中：手续费及佣金净收入	23.82	18.14
利息净收入	5.55	8.60
投资收益	31.82	26.09
公允价值变动收益	-0.66	0.34
营业支出	36.26	32.25
其中：业务及管理费	14.57	14.64
其他业务成本	13.53	16.01
营业利润	24.33	20.95
净利润	18.18	15.77
营业利润率	40.15	39.37
营业费用率	24.06	27.51
薪酬收入比	12.03	15.85
平均自有资产收益率	5.88	3.74
平均净资产收益率	22.36	15.96

资料来源：公司 2016 年审计报告，联合评级整理。

从利润规模来看，公司利润主要由营业利润贡献，2016 年，公司实现营业利润 20.95 亿元、净利润 15.77 亿元，同比分别下降 13.90% 和 13.29%，主要是证券市场整体低迷，导致手续费及投资收益下降所致。

从盈利指标来看，2016 年公司营业利润率为 39.37%，较上年下降 0.78 个百分点；平均自有资产收益率和平均净资产收益率分别为 3.74% 和 15.96%，较上年分别下降 2.14 个百分点和 6.40 个百分点，受股东增资及市场震动收益下降影响，平均净资产收益率大幅下滑。与国内同行业 74 家发债证券公司比较，公司各项主要盈利指标处于上游水平（如下表所示）。

表 15 2016 年主要发债证券公司盈利指标情况（单位：亿元，%）

公司名称	净资产收益率	营业利润率	净利润/营业收入
恒泰证券	4.38	23.53	19.57
华融证券	16.69	39.37	29.64
中原证券	8.89	47.31	36.84
国都证券	7.86	51.06	43.00

华西证券	14.93	71.27	60.79
------	-------	-------	-------

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，2016 年受市场行情低迷影响，盈利能力有所下降，但与同业相比，仍处于上游水平。

7. 偿债能力

受市场行情影响，公司利润规模下降从而导致 EBITDA 规模有所下降，2016 年，公司 EBITDA 分别为 33.68 亿元，同比小幅下降。2016 年 EBITDA 中利润总额占比 62.38%，利息支出占比 25.12%。2016 年，公司 EBITDA 全部债务比由 2015 年的 0.16 倍上升至 0.21 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力有所提升，EBITDA 对债务保障程度一般；EBITDA 利息倍数由 2015 年的 3.75 倍上升至 2.81 倍，EBITDA 对利息的保护能力较好。截至 2016 年底，公司可快速变现资产/自有负债为 0.67 倍，可快速变现资产对自有负债保障程度有所提升。

表 16 公司偿债能力指标表（单位：亿元，%，倍）

项目	2015 年	2016 年
总债务	155.22	221.87
自有资产负债率	77.83	75.36
可快速变现资产/自有负债	0.58	0.67
EBITDA	33.72	33.68
EBITDA 全部债务比	0.21	0.15
EBITDA 利息倍数	3.75	2.81

资料来源：公司 2016 年审计报告，联合评级整理。

截至2016年底，公司已批复累计授信总额度达660亿元，规模较大。

截至 2016 年底，公司无对外担保情况。

根据人民银行征信报告，截至2017年1月3日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司整体偿债能力很强。

七、跟踪债券的偿付能力分析

以 2016 年财务数据为基础，公司对存续的公司债券“14 华融 G1”的待偿本金 20.00 亿元的各项偿付能力指标见下表，净资产、可快速变现资产、EBITDA、净利润和经营活动现金流量金额各项偿付能力指标良好。

表 17 本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

项目	2016 年
净资产/公司债券待偿本金合计（母公司口径）	5.40
可快速变现资产/公司债券待偿本金合计	11.14
EBITDA/公司债券待偿本金合计	1.68
净利润/公司债券待偿本金合计	0.79
经营活动现金净流量/公司债券待偿本金合计	6.75

资料来源：联合评级整理。

综合以上分析，并考虑到公司股东背景实力较强，且股东在业务发展及资金方面支持力度较大，随着公司业务转型的逐渐实现，盈利能力将进一步提升，因此公司对“14 华融 G1”的偿还能力强。

八、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 20.00 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

(1) 中债增信概况

中债增信成立于 2009 年，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 2016 年末，中债增信注册资本 60.00 亿元，均为货币出资，股东及持股情况见下表。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 18 截至 2016 年末中债增信股权结构（单位：亿元，%）

股东名称	出资金额	持股比例
中国石油集团资本有限责任公司	9.90	16.50
国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
中国中化股份有限公司	9.90	16.50
北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
首都钢铁集团总公司	9.90	16.50
中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合计	60.00	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 5~7 层。法定代表人：谢多。

(2) 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。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。2016 年，受债券市场不利影响，中债增信担保代偿规模增加，导致增信业务收入 6.97 亿元，同比下降 7.21%。截至 2016 年末，中债增信增信责任余额 953.94 亿元，较上年末下降 1.96%。

按增信企业的外部信用等级来看，截至 2016 年末，AA+及以上级别企业的增信责任余额占比 40.61%、AA 级别的占比 53.46%、AA-级别的占比 3.35%、A-至 A+级别的占比 1.22%、BBB-至 BBB+级别的占比 0.62%、BB+及以下占比 0.74%，项目主体评级在 AA 及以上级别的占比较高，违约风险较小。

按增信合同剩余期限来看，截至 2016 年末，期限为 3 年以上的增信责任余额占比 42.47%；1~3 年的增信责任余额占比 45.97%；1 年以内（含 1 年）的增信责任余额占比 11.56%，增信项目期限配置较为合理。

总体看，2016 年，受市场不利影响，中债增信营业收入和增信业务规模均较上年有所下降，但整体担保资产质量较好，业务风险总体可控。

（3）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 2016 年末，中债增信资产总额 159.36 亿元，较年初变化不大，净资产 77.18 亿元，较年初增长 3.11%，其中注册资本 60.00 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。从资产结构来看，截至 2016 年末，流动资产占比 17.47%，非流动资产占比 82.53%。流动资产以买入返售金融资产（占比 38.40%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 19.79%）和应收代偿款（占比 15.92%）为主，其中买入返售金融资产和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的标的均为债券；应收代偿款 4.43 亿元，均为 2016 年新增代偿款。非流动资产以可供出售金融资产（占比 66.04%）、在建工程（占比 13.28%）和持有至到期投资（占比 13.05%）为主。可供出售金融资产以债券投资为主；在建工程为在建的办公楼；持有至到期投资均为债券投资，且未计提减值准备。截至 2017 年 3 月底，中债增信资产总额 138.09 亿元，较年初减少 13.35%，构成仍以非流动资产为主。

从负债情况来看，截至 2016 年末，中债增信负债总额为 82.19 亿元，较年初减少 4.45%；其中，流动负债占 58.96%、非流动负债占 41.04%。流动负债以卖出回购金融资产款为主，占比 93.13%，标的均为债券。非流动负债以长期借款（占比 43.60%）和风险准备金（占比 54.81%）为主，长期借款 14.71 亿元，系银行阶段性信用借款（后将补充抵押物），用于置换写字楼的负债；风险准备金 18.49 亿元，其中信用增进业务的风险准备金 12.62 亿元，较上年下降 27.95%，系中债增信的增信客户的信用级别有所提高，使得准备金提取比例较低所致，贷款及代偿款的风险准备金 5.87 亿元，均为本年新增。中债增信的资产负债率由 2015 年年末的 53.47%小幅下降至 2016 年末 51.57%。截至 2017 年 3 月底，中债增信负债总额 59.86 亿元，较年初减少 27.17%，构成转变为以非流动负债为主，流动负债的减少主要系债券的回购所致。

从盈利水平来看，2016 年，中债增信营业收入有所下降，全年实现营业收入 13.23 亿元，同比下降 5.13%；其中主营业务收入（信用增进业务收入）6.97 亿元、同比下降 7.21%，系中债增信的增信客户的信用级别有所提高，中债增信对于高信用级别的客户收费较低所致；投资收益 5.59 亿元、同比下降 10.67%，系 2016 年证券市场大幅震荡所致。2016 年，中债增信实现净利润 6.96 亿元，同比大幅增长 122.49%，主要系提取的风险准备金减少所致，2016 年中债增信所增信的区域集优集合票据业务大量到期兑付，该类业务提取的风险准备金也随之到期。2017 年 1~3 月，中债增信实现营业收入 3.04 亿元，同比下降 14.40%，净利润 1.81 亿元，同比变化不大。

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，中债增信在资本金的基础上，按照董事会审议通过的《准备金计提管理办法》，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，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。2016 年，中债增信新增提取贷款及代偿款准备金 5.87 亿元，信用增进业务准备金减少 4.89 亿元，主要系业务规模减少所致。截至 2016 年末，中债增信尚在责任期内增信项目的责任余额 953.94 亿元；净资产为 77.18 亿元，净资产增信倍数（增信余额/净资产）12.36 倍，较年初减少 0.64 倍，整体代偿能力强且略有提升。

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。2016 年，中债增信业务规模有所下降，但资本较为充足、整体代偿实力极强。

3. 债权保护效果

以 2016 年底财务数据测算，本期债券发行额度（20.00 亿元）占中债增信资产总额 9.42%，净资产总额的 19.44%，占比较大。总体看，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。

九、综合评价

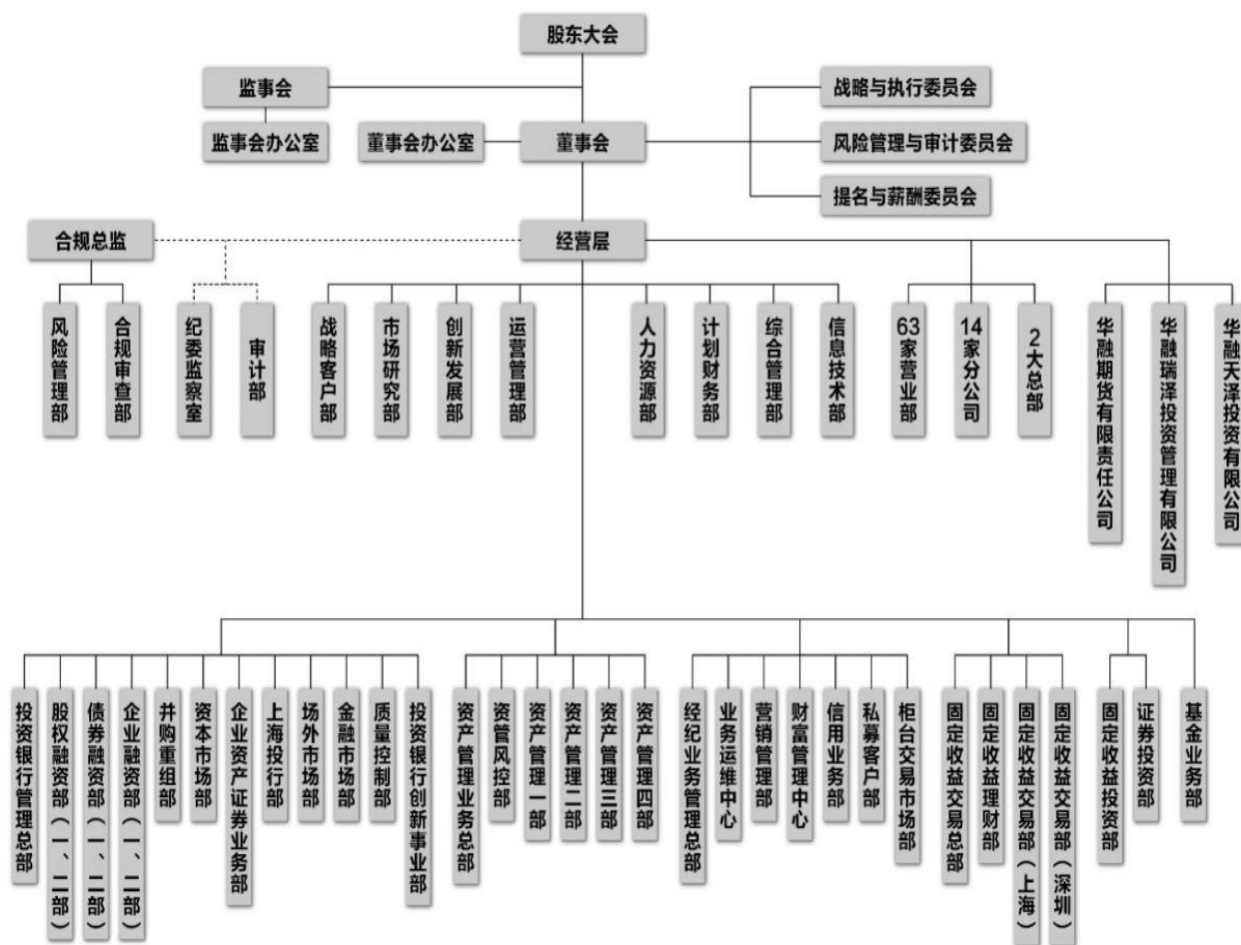
华融证券作为国内综合性券商之一，2016 年公司财务顾问业务竞争优势仍比较明显，资产管理业务收入排名靠前，自营业务业绩较好，盈利水平逐步提升，资本充足性较好。2016 年，公司内部控制和风险管理仍保持在较好的水平

同时联合评级也关注到，公司各类业务易受到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策等因素变化，可能对公司经营带来的不利影响；近年来公司杠杆水平持续大幅攀升；作为营业收入重要来源的证券自营业务、投资银行业务和经纪业务受市场行情波动及监管政策影响较大，未来公司营业收入的增长存在一定不确定性。

本期债券的担保方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，评级展望为“稳定”；同时维持“14 华融 G1”“AAA”的债项信用等级。

附件 1 华融证券股份有限公司组织结构图



附件 2 华融证券股份有限公司

主要财务指标

项 目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	758.28	1,357.50
自有资产（亿元）	404.21	438.37
可快速变现资产（亿元）	180.85	221.84
自有负债（亿元）	314.58	330.37
所有者权益（亿元）	89.63	108.00
自有资产负债率（%）	77.83	75.36
营业收入（亿元）	60.58	53.20
净利润（亿元）	18.18	15.77
营业利润率（%）	40.15	39.37
营业费用率（%）	24.06	27.51
薪酬收入比（%）	12.03	15.85
净资本（亿元）	108.81	139.93
净资本/净资产（%）	126.43	131.30
风险覆盖率（%）	233.58	231.91
资本杠杆率（%）	27.89	29.45
平均自有资产收益率（%）	5.88	3.74
平均净资产收益率（%）	22.36	15.96
短期债务（亿元）	116.60	169.10
长期债务（亿元）	47.63	52.77
总债务（亿元）	164.22	221.87
EBITDA（亿元）	33.72	33.68
EBITDA 利息倍数（倍）	3.75	2.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.15
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.69	1.68

附件 3 中债信用增进投资股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	160.86	159.36
所有者权益（亿元）	74.84	77.18
短期债务（亿元）	53.18	46.12
长期债务（亿元）	10.69	14.71
全部债务（亿元）	63.87	60.83
营业收入（亿元）	13.95	13.23
净利润（亿元）	3.13	6.96
经营性净现金流（亿元）	1.90	-3.06
总资产报酬率（%）	3.69	6.31
净资产收益率（%）	4.25	9.16
营业利润率（%）	29.45	68.74
费用收入比（%）	13.28	11.86
资产负债率（%）	53.47	51.57
全部债务资本化比率（%）	46.04	44.08
长期债务资本化比率（%）	12.50	16.01
流动比率（倍）	0.33	0.57
速动比率（倍）	0.33	0.57
EBITDA（亿元）	5.18	10.14
EBITDA 利息倍数（倍）	4.96	10.20
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.17
EBITDA/跟踪债项待偿本金（倍）	0.14	0.28
风险准备金（亿元）	17.51	18.49
增信责任余额（亿元）	973.03	953.94
净资产增信倍数（倍）	13.00	12.36

附件 4 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 5 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。