

信用等级公告

联合[2014]271 号

华融证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对华融证券股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2014 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

华融证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA+

华融证券股份有限公司拟发行的 2014 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：

分析师：

二零一四年九月十八日

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.lianhecreditrating.com.cn>

2014 年华融证券股份有限公司债券 信用评级报告

本期公司债券信用等级: AAA

发行人主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

本次发行规模: 不超过 20 亿元

债券期限: 不超过 5 年

评级时间: 2014 年 9 月 18 日

主要财务数据:

发行人: 华融证券股份有限公司

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
资产总额(亿元)	70.28	71.59	116.53	171.09
自有资产(亿元)	46.28	47.48	96.27	147.89
自有负债(亿元)	2.16	2.42	42.56	90.85
总债务(亿元)	0.00	0.00	35.00	92.95
股东权益(亿元)	44.12	45.06	53.72	57.03
净资产(亿元)	30.24	33.89	51.56	53.42
净资产/净资产(%)	68.70	75.39	105.03	104.43
自有资产负债率(%)	4.68	5.11	44.21	61.43
净资产/各项风险准备之和(%)	407.84	1,142.67	1,010.76	762.92
营业收入(亿元)	5.18	7.15	11.53	7.45
净利润(亿元)	0.88	1.61	3.06	2.72
EBITDA(亿元)	2.15	2.63	5.00	5.56
营业费用率(%)	69.90	63.21	60.17	42.41
平均净资产收益率(%)	3.99	3.62	6.20	9.52
EBITDA 利息倍数	3.30	23.12	6.21	3.00
EBITDA 全部债务比	--	--	0.14	0.06
EBITDA/本次发债额(倍)	0.11	0.13	0.25	0.28

担保方: 中债信用增进投资股份有限公司

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
资产总额(亿元)	92.04	103.66	86.22	86.44
所有者权益合计(亿元)	66.00	71.47	70.26	72.38
营业收入(亿元)	6.94	9.47	15.79	3.51
净利润(亿元)	4.01	4.33	7.19	1.44
经营性净现金流(亿元)	2.35	3.17	3.43	1.06
资产负债率(%)	28.29	31.06	18.51	16.26

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、本表中, 自有资产、自有负债、净资产、净资本、净资产/净资产、净资产/自有负债、净资产/各项风险准备之和为母公司口径, 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”)对华融证券股份有限公司(以下简称“公司”或“华融证券”)的评级反映了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, 股东实力较强、支持力度较大, 并拥有稳定优质的客户群, 整体竞争力较强。

近年来, 公司经纪业务受股票市场行情影响有所波动, 财务顾问业务竞争优势比较明显, 资产管理业务收入排名靠前, 自营业务业绩较好; 公司盈利水平逐步提升, 杠杆水平较低, 偿债压力小, 资本充足。作为控股股东中国华融资产管理股份有限公司(以下简称“中国华融”)重要的资本市场业务平台, 公司能够得到中国华融在客户资源、销售渠道、品牌建设及产品创新等方面的有力支持。

本次债券由中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增”)提供不可撤销的连带责任保证担保。中债增资产规模大, 风险控制水平高, 综合盈利能力强, 其对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

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

优势

1. 公司是国内综合性券商之一, 拥有证券、期货、直接投资、基金等各类证券业务资格, 具有一定的规模优势。

2. 公司治理运行良好, 内部控制和风险管理比较健全。公司建立了灵活有效的管理机制和激励机制, 全面提升了员工市场拓展的积极性和把握市场机遇的能力。

3. 公司控股股东实力强, 拥有多样化的金融业务板块、下属分公司遍布全国, 在资金、业务拓展和营销方面给予公司较大支持。

4. 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，自营业务业绩较好。

关注

1. 经济周期波动、国内股票市场低迷及相关监管政策的变化等因素对证券公司经营带来的影响值得关注。

2. 公司大力推进创新转型，但由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，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。

3. 公司经纪业务收入和利润受市场行情影响较大，对公司的整体盈利能力提升存在一定不利影响。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@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.lianhecreditrating.com.cn

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）与华融证券股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与华融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，未因华融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华融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。

华融证券股份有限公司本次债券信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本次债券存续期间，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

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，于 2007 年 9 月 7 日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%。

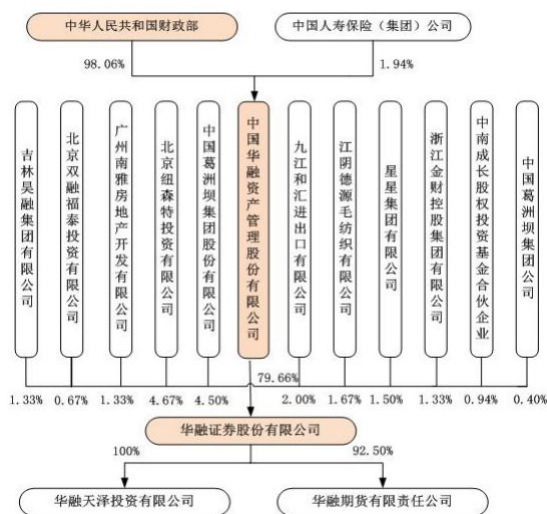
2010 年 11 月，经证监会批准，并经国家工商行政管理总局核准，公司注册资本增加至 240,267.33 万元，其中：中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”，前身为中国华融资产管理公司）出资 239,060.26 万元，占比 99.5%，中国葛洲坝集团公司出资 1,207.07 万元，占比 0.5%。

2011 年 9 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%。

截至 2014 年 6 月底，公司注册资本为 317,753.65 万元，其中中国华融出资比例为 79.66%，为公司的控股股东。中华人民共和国财政部持有中国华融 98.06%的股权，是公司的实际控制人。

图1 截至2014年6月底公司控股股东与实际控制人关系图



资料来源：公司提供

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 2014 年 6 月底，公司在全国 22 个省、市、自治区设立 6 家分公司、37 家证券营业部。截至 2013 年底，公司拥有员工总数 1,028 人。公司下设 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”）、华融天泽投资有限公司（以下简称“华融天泽”）。

截至 2013 年末，华融证券资产总额 116.53 亿元，其中客户资金存款 19.96 亿元；负债总额 62.82 亿元，其中代理买卖证券款 20.26 亿元；所有者权益合计 53.72 亿元(含少数股东权益)，母公司净资本 51.56 亿元。2013 年，公司实现营业收入 11.53 亿元，净利润 3.06 亿元。

截至 2014 年 6 月末，华融证券资产总额 171.09 亿元，其中客户资金存款 22.58 亿元；负债总额 114.06 亿元，其中代理买卖证券款 23.21 亿元；所有者权益合计 57.03 亿元(含少数股东权益)，母公司净资产 53.42 亿元。2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 7.45 亿元，净利润 2.72 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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“2014 年华融证券股份有限公司债券”，发行总额不超过人民币 20 亿元。本次债券面值 100 元，按面值平价发行，债券的期限不超过 5 年。本次债券为固定利率债券，票面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。本次债券采用单利按年计息，不计复利。按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）为公司提供不可撤销连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

公司本次募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充营运资金，支持融资融券及股票质押式回购等创新业务发展。

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版的后续推出，都将深入地推动证券市场多层次发展。截至 2013 年底，我国境内上市公司数量达 2,489 家；股票总市值达 23.10 万亿元；股票有效账户超过 1.32 亿户，相比 2012 年有所下降，主要是由于证券市场低迷，市场交易活跃度降低，投资者处于观望状态或将资金投向收益率更高的金融资产；受 IPO 暂停政策影响，全年境内股票筹资金额 2,802.76 亿元，相比 2012 年有所下降；全年股票成交金额 46.87 万亿元；证券化率（股票总市值/GDP 总值）为 40.61%。

表 1 2009~2013 年我国股票市场主要指标情况

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
境内上市公司数（家）	1,718	2,063	2,342	2,494	2,489
境内股票筹资金额（亿元）	3,894.53	8,954.90	5,073.07	3,127.54	2,802.76
股票市价总值（万亿元）	24.39	26.54	21.48	23.04	23.10
股票全年成交金额（万亿元）	53.60	54.56	42.16	31.47	46.87
上证综合指数（点）	3,277.14	2,808.08	2,199.42	2,269.13	2,115.98
股票有效帐户数（亿户）	1.20	1.34	1.41	1.40	1.32
证券化率（%）	71.56	66.69	45.55	44.37	40.61

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高，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的态势。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。2013年，全国债券发行总额为9.02万亿元，其中政府债券、政策性金融债和政府支持债券合计占比约为47%，非金融企业债务融资工具占比约为32%，央行票据占比5.94%；债券市场现券成交量为41.43万亿元，较2012年下降44.30%，债券市场交易活跃度明显降低，主要是由于2013年，债券市场监管和规范力度进一步加强，人民银行针对债券市场交易结算行为和券款对付结算规则等问题出台了相关办法来加强管理和规范银行间市场，此外，下半年货币市场利率创历史新高，带动债券市场价格快速下行。2013年底，债券存量余额为29.95万亿元，其中政府债券、央行票据、政策性金融债和政府支持债券合计占比约为64%，非金融企业债务融资工具占比约为18%。

表2 2009~2013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	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
债券发行总额（含央票）	8.7	9.3	7.8	8.1	9.0
债券发行总额（不含央票）	4.9	5.2	6.4	8.1	8.5
债券托管量余额	17.5	20.4	21.4	23.8	30.00
银行间债券市场现券成交量	47.3	64.0	63.6	70.8	41.4

资料来源：Wind 资讯

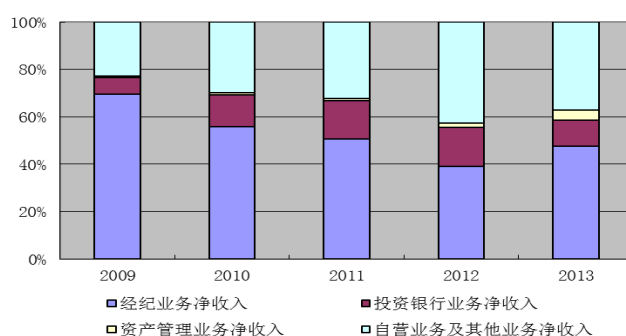
证券市场的快速发展一定程度上推动了我国经济的增长，但与国外较为成熟的资本市场相比，我国证券市场仍存在市场化程度不高、结构不均衡、市场的深度和广度有待拓展、法制体系待健全等问题。未来随着证券市场的持续发展，证券场所肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。证券市场快速发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

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。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。

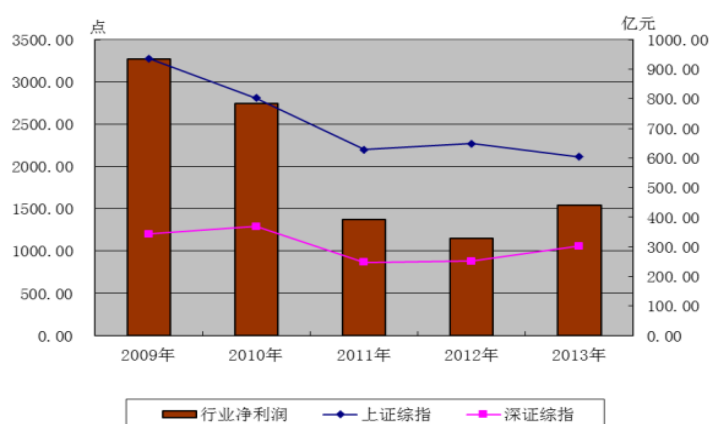
由于证券公司的收益水平与证券市场行情高度正相关，近年来我国证券行业净利润呈现高波动性。

图 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

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。

经纪业务

由于市场竞争加剧，经纪业务市场平均佣金率不断下滑。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11月，证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定》，意味着证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”，经纪业务迎来新的发展机遇。同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战，证券公司的经纪业务即将进入转型期，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，借助业务间的相互协同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。此外，持续的行业佣金战以及互联网金融的影响，倒逼证券公司向互联网经营模式和营销渠道创新转型，给券商传统经纪业务佣金模式带来了较大冲击。

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。

2013 年，证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入 128.62 亿元，约占全行业营业收入的 8%。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，近年来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。同时，股票承销业务受监管审批政策的影响较大，IPO 暂停对承销与保荐业务短期内带来一定冲击。

自营业务

自营业务主要包括债券投资和股票投资。债券投资收益是证券公司投资收入的主要来源之一，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、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。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，审批有望放松。这有助于推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2012 年以来，证券公司与银行合作开展的通道类业务带动证券公司受托资产管理规模爆发式增长。截至 2013 年底，证券公司行业受托的资产管理规模约为 5.20 万亿元，较 2012 年底增长约 175%。由于通道类资产管理业务的收费较低，对证券公司收入贡献较小。

创新业务

2012 年以来，证券公司创新业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的创新业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、证券约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务等。创新业务的逐步推进将有助于优化证券公司业务结构，提升盈利水平。

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，但目前股票市场的波动使证券公司短期内的盈利水平承压较大。

3. 市场竞争

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。证券公司提供证券市场投融资及投资管理等中介服务，证券公司作为机构投资者也是证券市场主要的机构参与者。

证券业协会根据证券公司未经审计财务报表数据统计显示，截至 2013 年底，我国共有 115 家证券公司，全行业资产总额 2.08 万亿元，净资产 7,538.55 亿元，净资本 5,204.58 亿元，证券公司行业资产总额、净资产和净资本均较 2012 年底有所上升。2013 年，证券公司全行业实现营业收入 1,592.41 亿元，净利润 440.21 亿元，全行业营业收入和净利润均较 2012 年有所上升。

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。截至目前，共有十余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。2012 年，证监会放宽了外方股东对合资证券公司的持股比例上限，缩短了合资证券公司扩大业务范围的经营年限，有利于合资证券公司业务发展。另一方面，部分证券公司也积极实施“走出去”策略。截至 2013 年底，已有二十家左右的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，包括证券承销、经纪、自营、资产管理等业务。

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大市场竞争力。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 2012 年底，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 44.64%、46.30%、42.29%、42.29%和 56.20%。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。

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采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的

损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

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。证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。

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及政策风险主要反映在两方面，一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场的波动影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

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，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。

经过历时三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。

2012年以来，证监会出台多项措施支持行业创新，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、扩大代销金融产品范围、鼓励券商参与场外市场建设和中小企业私募债试点等，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推动作用。此外，证监会还通过降低净资本扣减比例和风险资本准备计算标准等措施放松对证券公司的净资本要求，通过拓宽证券公司债务融资渠道，扩大其运营资金的来源，这对证券公司提高财务杠起到积极作用。但是，相应也会使其面临更大的风险暴露。

为此证监会在继续推进证券公司创新发展的同时，要求证券公司在创新发展过程中要提高风险控制能力和合规管理水平，增强风险防范能力。中国证券业协会发布并实施了《证券公司全面风险管理规范》及《证券公司流动性风险管理指引》，要求证券公司建立全面风险管理体系，设立首席风险官，安排专职人员、专门部门开展流动性、市场、信用、操作等风险的管理工作；针对流动性管理，新设流动性覆盖率和净稳定资金率等两项监管指标，要求证券公司按期达到指标要求。这标志着证券公司已进入全面风险管理时代。

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是影响证券公司市场竞争力的主要因素。

四、规模与竞争力

公司证券业务资质齐全，风险管控水平较高，具有一定的市场影响力

公司成立以来，成功申请了多项业务资格，在夯实传统业务的同时，坚持业务创新，取得了多项创新业务资格。公司分类评级逐年上升，并于2011年、2012年、2013年、2014年连续四年被评为A类A级券商。作为A类证券公司，华融证券风险管理能力在行业内较高，在市场变化中能较好地控制业务扩张的风险，各项评价指标均保持稳定，业务发展、风险管控能力等方面持续稳定。

表3 公司成立以来取得的业务资格情况

时间	业务资格
2007年	股票保荐承销资格
2009年	证券自营、资产管理业务资格
	证券投资基金销售业务资格
	企业债券主承销资格
2010年	收购成立期货公司——华融期货有限责任公司
2011年	积极推进期货IB、投资顾问等新业务的开展
2012年	投资顾问业务资格

时间	业务资格
2013 年	全国银行间市场同业拆借市场成员
	融资融券业务资格
	中小企业私募债主承销商资格
	股指期货业务资格
	代办股份转让业务资格
	上海证券交易所约定购回式证券交易权限
	新设成立直投子公司——华融天泽投资有限公司
	上市公司股权激励业务试点资格
	转融资业务资格
	深圳证券交易所约定购回式证券交易权限
	受托管理保险资金业务资格
	新三板主办券商资质
	上海、深圳证券交易所股票质押式回购业务交易权限
	以一级部门形式获得公募基金业务资格

资料来源：公司提供

经过多年积累，公司凭借良好的经营业绩和规范的管理，树立了良好的市场形象，品牌价值和影响力不断提升，获得了众多财经媒体颁发的荣誉，得到了监管机构、同行业与投资者的广泛认同。

公司规模适中，股东支持力度较大

公司控股股东中国华融是中国为应对亚洲金融危机、化解金融风险、促进国有银行和国有企业改革发展而组建的四家金融资产管理公司之一。中国华融资产管理规模较大，与政府、大型企业集团和各类金融机构合作关系紧密，业务涉及范围广泛。

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，还先后 3 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：中国北车股份有限公司、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；借助中国华融的平台，公司还顺利成为 2010 年中国工商银行再融资的副主承销商，并担任重庆建工集团股份有限公司 IPO 的保荐机构和主承销商。自成立以来，公司依托中国华融的综合金融服务体系、广泛的集团客户资源等优势实现了快速的发展。

截至 2014 年 6 月底，公司下辖 37 家证券营业部，公司经纪业务网点覆盖全国 22 个省、自治区、直辖市，各项指标在行业内排名在中上水平（见下表）。随着监管条件的放开，公司正积极计划在全国其他地区新设营业网点，实现对国内各省市地区的基本覆盖，届时公司的整体经营规模有望进一步扩大。

表 4 2011 年~2014 年 6 月公司各项业务指标业内排名情况（名次）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~6 月
净资产	35	38	42	44
净资本	40	41	28	29
营业收入	63	52	40	40
净利润	50	40	38	35
代理买卖证券业务净收入	66	70	63	63
资产管理业务净收入	4	15	13	5
财务顾问业务净收入	14	6	3	7

数据来源：中国证券业协会

高素质的人才队伍

自成立以来，公司业务规模逐渐扩大，不断有国内知名证券公司资深人员、会计师、律师等加盟，人员队伍迅速增强。尤其是 2011 年以来，人才队伍整体规模和素质明显增强。截至 2013 年 12 月 31 日，公司员工数量已从 2007 年末的 411 人增至 1,028 人，硕士以上学历员工比例已达 27.43%。

公司董事长祝献忠先生，曾在江西财经大学任教，曾任职于中国银行江西省分行，曾任招商银行总行清算中心副主任（主持日常工作）、基金托管部负责人、企业年金管理中心总经理、投资银行部总经理，现任公司董事长。

公司员工队伍的壮大和人员素质的提升，可以为客户提供全方位、更优质的金融服务，为公司各类业务的发展提供良好基础。

广泛的战略客户群

公司致力于发展和维护长期稳定的客户关系，密切关注客户的需求并为其提供针对性的解决方案。公司拥有众多优质客户，具体包括：中国工商银行、中国北车股份有限公司、中国船舶重工集团公司，中国航空科技工业股份有限公司，中国兵器装备集团公司、中国冶金科工集团有限公司、武汉钢铁（集团）公司、鞍山钢铁集团公司、包钢（集团）有限责任公司、江南造船（集团）有限责任公司、重庆建工集团股份有限公司、北京金隅集团有限责任公司、特变电工股份有限公司、浙江伟星实业发展股份有限公司、长春欧亚集团股份有限公司、杭州杭氧股份有限公司、联化科技股份有限公司等国内著名企业集团。

长期稳定的战略客户群，能有效的促进公司资产管理、证券承销等相关业务的发展，为公司业务来源提供保障。

总体看，公司股东实力较强且股东支持力度较大，人才队伍素质较高，战略客户群稳定，市场声誉良好，具备一定的规模优势和竞争力。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司控股股东中国华融持有公司 79.66%的股权。中国华融的前身是成立于 1999 年的中国华融资产管理公司，是由财政部全资设立的四大资产管理公司之一，于 2012 年 9 月整体变更为中国华融资产管理股份有限公司。截至 2013 年末，中国华融注册资本 258.36 亿元，由财政部控股，持股比例为 98.06%；中国人寿保险(集团)公司参股，持股比例为 1.94%。中国华融逐步形成了以不良资产处置经营为主业，资产经营管理、银行、证券、金融租赁、信托、投资、基金、期货、置业等业务平台协同运作的多元化经营格局。中国华融遍及全国的分支机构、综合化的业务平台及丰富的客户资源为公司业务发展提供了有力支撑。

公司根据《公司法》和中国证监会有关规定，结合公司实际情况，构建了由股东大会、董事会、监事会及经营管理层组成的、符合现代企业制度的法人治理架构，并制定了相关议事规则，公司治理体系逐步完善。

股东大会是公司最高权力机构，主要负责决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会的报告，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案等议案。近年来，公司能够按照《公司章程》、《股东大会议事规则》的要求召集和召开年度股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 3 名。董事会是公司的决策机构，下设战略与执行委员会、风险管理与审计委员会、提名与薪酬委员会三个专门委员会。各委员会就相关审议事项提出意见，并根据董事会授权行使相应的决策职能。近年来，公司董事会及其专门委员会按照相关议事规则召开多次会议，审议通过了成立直接投资子公司、利润分配预案、内部控制评价方案、财务决算报告等多项议案。

监事会是公司的内部监督机构，对股东大会负责。公司监事会由 5 名监事组成，其中职工监事 2 名。近年来，监事会按照法律、法规及《公司章程》规定履行监督职责，对公司财务、董事会和经营层履行职责的合法、合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益。

公司经营管理层包括副总经理 6 名、合规总监 1 名(合规总监由副总经理兼任)、总经理助理 1 名、董事会秘书 1 名。经营管理层接受董事会的授权，并按照股东大会和董事会的要求开展日常经营管理工作。经营管理层大多拥有丰富的金融机构管理经验，这有助于公司的科学决策和稳健经营。

总体看，公司建立了较为完善的治理架构，各治理主体能够有效履行各自职责，有助于公司实现持续稳健发展。

2. 内控及合规管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《证券公司监督管理条例》、《证券公司治理准则》、《证券公司内部控制指引》等相关法律法规、规范性文件及公司章程的规定，综合考虑内部环境、风险管理组织体系、控制活动、信息与沟通、内部监督等因素，制订并逐步完善各项内部控制制度，建立健全内部控制机制。

公司遵循“统一管理、区别授权、权责明确、严格监管”的原则，实行统一法人体制下的授权管理。目前，公司已建立了前、中、后台分离的内部控制架构，实行集中管理的模式，并通过人员隔离、业务隔离、账户隔离、资金隔离、信息隔离和物理隔离等措施，在经纪、投资银行、自营、资产管理、研究咨询业务之间建立隔离墙机制，防范利益冲突和风险传递，并设立严密的“双人、双职、双责第一道防线”、“相关部门、相关岗位之间相互监督制衡的第二道防线”及“内部稽核部门对各岗位、各部门、各项业务全面实施监督反馈的第三道防线”。

公司高度重视合规管理工作，建立了合规总监、合规审查部、合规风控岗三层级的合规管理体系，并制定了一系列合规管理细则，构成了公司合规管理制度体系。近年来，合规部门积极开展合规审查工作，通过对公司制度流程和主要业务活动实行事前合规审查、系统监测公司合规状况、为业务部门提供合规咨询服务、对营业网点及业务部门进行合规检查，以及建设公司合规管理系统等方面，强化合规管理。

公司坚持以风险为导向的审计模式，持续开展对经纪、投资银行、资产管理、自营等重点业务条线的监督检查。公司按照市场化、规范化的原则，建立了适应市场化改革创新需要和监管要求的制度体系，覆盖公司治理、业务管理、行政管理、财务资金、合规管理、内部审计等领域。近年来，为提高内部管理和业务开展的规范化水平，公司组织各部门对各项业务和管理制度进行了全面梳理，修订或新建制度涵盖业务发展、内部管理、队伍建设、风险管控、系统建设等各个方面。

总体看，公司持续优化组织架构设置，不断健全内部控制体系，稽核审计力度不断加大，为公司防范风险、规范运作提供了较强的保障，较好地支撑了各项业务的发展。

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、资产管理业务和自营业务等，其中经纪业务和自营业务构成了公司近年来经营收入的主要来源。

近三年以来公司经纪业务收入占比较大，近三年一期该部分收入占营业收入的比例分别为 47.27%、20.94%、22.59% 和 15.46%，2012 年受佣金费率水平下滑及市场交易萎缩的影响，公司经纪业务收入出现一定程度下降，2013 年随着市场交易逐渐回暖，经纪业务呈回升态势。（表 5）。从收入构成来看，2013 年公司营业收入主要来自手续费及佣金收入中的证券经纪业务、投资银行业务和资产管理业务以及投资收益，分别占营业收入比例为 22.59%、26.61%、14.24% 和 26.15%。近三年来公司根据市场环境变化，在保持自营投资规模的基础上，灵活调整投资结构，合理控制投资规模和风险，取得了较好的投资收益。

表 5 公司近三年一期营业收入及占比情况单位：亿元

项目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	4.82	93.03%	3.82	53.46%	7.59	65.85%	4.18	56.03%
其中：证券经纪业务净收入	2.45	47.27%	1.50	20.94%	2.61	22.59%	1.15	15.46%
投资银行业务净收入	0.84	16.21%	1.54	21.55%	3.07	26.61%	1.05	14.06%
投资咨询业务净收入	0.03	0.48%	0.04	0.59%	0.08	0.72%	0.06	0.77%
资产管理业务净收入	1.41	27.26%	0.62	8.68%	1.64	14.24%	1.85	24.88%
利息净收入	0.18	3.56%	0.47	6.53%	0.53	4.63%	-0.38	-5.05%
投资收益	2.04	39.47%	1.54	21.46%	3.02	26.15%	3.04	40.79%
公允价值变动损益	-1.87	-36.14%	1.31	18.28%	0.38	3.33%	0.61	8.19%
汇兑损益	-0.02	-0.33%	0.00	-0.01%	-0.01	-0.09%	0.00	0.04%
其他业务收入	0.02	0.40%	0.02	0.29%	0.01	0.13%	0.00	0.00%
营业收入合计	5.18	100%	7.15	100%	11.53	100%	7.45	100%

资料来源：公司审计报告。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，公司整体收入随着投资银行业务的扩展和投资收益规模的扩大而呈上升态势；公司经纪业务收入在收入结构中占比较大，经纪业务随着整体行情低迷收入波动较大。

2. 业务运营

经纪业务

随着行业创新步伐的推进，公司经纪业务产品种类不断丰富，近两年公司陆续获得了融资融券、约定购回式证券交易、转融通、代销金融产品、股权质押式回购等业务资格，业务品种更加齐全。近年来，公司稳步推进网点布局建设，2013 年新设 5 家营业部。截至 2013 年末，公司合计拥有 37 家证券营业部，主要分布在新疆、上海、北京、重庆等 22 个省市自治区。未来公司将进一步加大营业部网点建设力度，依托中国华融分支机构建设轻型营业部，完善网点布局。

近年来，在股票市场行情低迷的外部环境下，公司一方面组建了一支 360 人左右的经纪业务营销队伍，近年来公司加大了营销队伍的培训力度，以满足营业部发展的需要；另一方面跟踪客户需求，配合公司投行业务和财富管理业务的发展定位，推进业务创新，通过为客户提供特色化、差异化的产品，提高客户忠诚度，稳定佣金水平；此外，公司加大市场拓展力度，发挥中国华融

及下属分支机构的协同作用，扩大公司的市场影响力，提升经纪业务市场竞争力。

近年来，公司着力推进研究咨询业务市场化转型，深化研究业务基础建设，开展为基金公司、中国华融分支机构和其他机构客户提供研究咨询服务的业务模式，拓宽收入来源，探索新的研究业务盈利模式。目前，公司机构销售业务对营业收入贡献小。

2012年7月，公司正式开展融资融券业务。为加强对公司融资融券业务的管理，公司制定了一整套制度体系，对融资融券业务的组织架构、业务流程、风险控制以及信息披露等做了规定，以规范业务操作，防范业务风险。公司建立了融资融券集中监控系统，对融资融券业务规模、标的证券及担保品集中度、担保比例等指标进行集中监控，在监控指标超出限值时将实现自动预警。截至2013年末，公司融资融券余额为15.28亿元，大部分为融资业务，全年实现融资融券业务利息收入0.55亿元。2012年和2013年，公司分别获得约定购回式证券交易和股票质押式回购业务资格，截至2013年末，上述两项业务的融出资金余额分别为0.10亿元和4.53亿元。总体看，公司融资融券等信用交易类业务起步较晚但发展迅速，对营业收入的贡献度上升较快，但该类业务的发展受到公司资本金规模较小以及融资渠道有限的限制。

公司经纪业务受股票市场行情影响较大，近年来公司经纪业务呈波动趋势。2011~2013年，公司代理买卖股票基金交易额的市场份额分别为3.32%、4.69%、2.71%，市场份额波动较大。随着市场竞争的加剧，公司佣金率有所下滑，但由于公司部分营业部所在地区平均佣金率较高，且公司存量客户和中小客户较多，综合佣金费率维持在较高水平。2013年，公司综合佣金费率高于行业平均水平，随着营业部设立政策的放宽和非现场开户方式的引入，公司经纪业务面临的竞争将更加激烈，未来佣金率水平可能继续下滑。2011~2013年，公司分别实现证券经纪业务净收入2.45亿元、1.50亿元和2.61亿元，经纪业务收入呈波动趋势，对营业收入的贡献度由2011年的47.30%下降至2013年22.59%，贡献度降幅明显。

2014年上半年，受股票市场波动和佣金率下滑的影响，公司经纪业务收入较上年同期有所下滑，2014年上半年公司实现经纪业务净收入1.15亿元。2014年上半年，公司融资融券业务快速发展，截至2014年6月末，公司融出资金余额14.26亿元，融资融券业务实现利息收入0.69亿元。

总体看，公司经纪业务收入和利润受市场行情影响较大。

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。2013年，根据业务发展需要，公司对投资银行管理总部架构设置进行了梳理调整，新设二级部门债券部，负责固定收益类证券承销业务，并新设资本市场部，加强证券销售能力。公司设立了内核委员会作为投行业务的最高内部核查机构，并在投资银行管理总部下设质量控制部负责项目内核工作。

近年来，公司不断培养投资银行专业人员队伍，扩大资深从业人员储备人数。近年来，公司IPO业务受监管审批政策影响有所停滞，债券承销业务保持稳步发展。2011~2013年，公司作为主承销商完成3个增发新股项目、6个债券发行项目（见表6）。公司证券承销业务收入对营业收入贡献度较弱。

表6 投资银行项目家数及收入情况 单位：家、亿元

项目	2011年	2012年	2013年
主承销新股发行家数	-	-	-
主承销增发新股家数	1	-	2
主承销债券发行家数	1	4	1

副主承销新股发行家数	1	-	-
副主承销增发新股家数	-	-	1
分销新股发行家数	1	2	-
分销配股家数	1	-	-
分销债券发行家数	4	11	12
合计	9	17	16
证券承销及保荐业务净收入	0.32	0.31	0.60

资料来源：公司提供。注：证券承销及保荐业务净收入含证券承销业务收入和保荐业务服务收入。

近年来，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。2011~2013 年，公司分别实现财务顾问业务净收入 0.51 亿元、1.23 亿元和 2.47 亿元，行业排名靠前，竞争优势较为明显。

2014 年以来，公司投资银行业务发展重心持续向财务顾问业务倾斜，2014 年上半年，公司实现投资银行业务手续费净收入 1.05 亿元，其中财务顾问业务手续费净收入 0.82 亿元，占投资银行业务手续费净收入的 78.10%。

总体看，公司投资银行业务稳步发展，财务顾问业务具有较强的市场竞争力。随着 IPO 审批政策的放开，IPO 业务有望对公司投资银行业务收入起到较大的提升作用。此外，公司将推进新三板及代办股权转让等创新业务，提升投资银行业务的发展空间，拓宽收入来源。

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。公司自营业务决策实行“分级授权、分级管理、分级决策、分级负责”的原则。自营决策体系按照董事会、证券自营投资决策委员会、自营部门（证券投资部、固定收益部）三级体制设立。董事会是公司自营业务的最高决策机构，根据公司资产、负债、收益和资本充足性等情况审批自营业务的投资规模、可承受风险的限额，审查确定重大投资策略。证券自营投资决策委员会是公司自营业务投资运作的最高管理机构，设主任委员一名，由主管自营业务的公司领导担任。证券投资部和固定收益部为证券自营业务的执行机构，证券投资部负责权益类自营投资，固定收益部负责债券自营投资，部门内设投资决策小组，并设置交易员、清算、风险控制、行政等岗位，负责执行交易指令，进行清算、风险监控及其他日常行政事务。

近年来，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。公司近年来自营业务规模有所波动，2013 年，公司应收款项类投资中集合资产管理计划的投资规模大幅上升，权益工具投资规模有所下降。截至 2013 年末，公司自营证券投资余额 51.00 亿元（见表 7），其中权益工具、债券、集合资产管理计划以及信托产品投资余额的占比分别为 19.63%、18.06%、44.31%和 13.43%。

表 7 自营证券投资结构 单位：亿元

项目	2011 年末	2012 年末	2013 年末
交易性金融资产	14.55	7.61	8.52
其中：债券	0.15	0.15	0.50
权益工具	14.40	7.46	8.02
可供出售金融资产	8.96	15.77	10.70

其中：债券	5.20	6.46	8.71
权益工具	3.76	9.31	1.99
持有至到期投资		0.36	2.15
其中：信托产品投资		0.36	0.75
其他	-	-	1.40
应收款项类投资	12.50	9.15	29.63
其中：集合资产管理计划	-	-	22.60
信托产品	12.50	9.06	6.10
其他	-	0.09	0.93
合计	36.01	32.89	51.00

资料来源：公司提供。

2011~2013 年，公司分别实现投资收益 2.04 亿元、1.54 亿元和 3.02 亿元，公司自营业务持续保持盈利，自营投资业务业绩较好。

2014 年上半年，公司整体投资规模有所扩大，截至 2014 年 6 月末，公司实现投资收益 3.04 亿元，其中固定收益类投资业务表现良好，实现了较好的投资收益。

总体看，公司固定收益类产品投资规模上升较快，盈利较好，但大额集合资产管理计划和信托产品投资的风险需关注。

资产管理业务

公司自 2009 年开始开展资产管理业务，主要包括定向资产管理业务和集合资产管理业务。公司资产管理业务实行资产管理投资决策委员会领导下的投资主办人负责制。投资主办人在资产管理投资决策委员会的授权范围内，在资产管理部总经理的领导下，负责具体产品的管理。近年来，依托中国华融品牌、客户资源等方面的优势，公司不断加大资产管理业务创新力度，品牌竞争力不断提升。2011~2013 年，公司受托资产管理规模快速增长（见表 8），公司集合资产管理计划产品的收费水平较高，资产管理业务收入增长较快，净收入行业排名靠前，具有较强的市场竞争力；定向资产管理计划产品净收入有所下降。2013 年以来，公司取得了受托管理保险资金和公募基金业务资格，公司业务资质更加齐全，产品创新能力有望进一步提升。

表 8 资产管理业务规模和收入 单位：亿元

项目	2011 年		2012 年		2013 年	
	规模	净收入	规模	净收入	规模	净收入
定向资产管理业务	83.51	1.36	148.56	0.59	495.62	0.47
集合资产管理业务	5.19	0.05	5.25	0.03	170.64	1.17
合计	88.70	1.41	153.81	0.62	666.26	1.64

资料来源：公司提供。

2014 年以来，公司集合资产管理规模持续增加，定向资产管理规模略有下降，受托资产管理业务净收入较上年增幅明显。截至 2014 年 6 月末，公司集合资产管理受托资金余额 192.50 亿元，定向资产管理计划受托资金余额 424.54 亿元。2014 年上半年，公司实现资产管理业务净收入 1.85 亿元，超过 2013 年全年水平。

总体看，公司资管业务规模增长较快，对公司收入和利润贡献较大。

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，成立了华融期货有限责任公司（以下简称“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2013年末，华融期货注册资本3.20亿元，注册地位于海口市，公司持有华融期货92.50%股权。近年来，华融期货加大自主创新力度，通过转变营销理念，探索营销模式，拓宽业务渠道，业务规模逐步扩大，主营业务收入稳步增长。截至2013年末，华融期货净资产3.12亿元，全年实现主营业务收入0.39亿元。未来，华融期货将依托公司和中国华融的渠道和客户优势，开展金融期货代理业务和大宗商品期货代理业务，加大业务创新和拓展力度。总的看来，华融期货步入稳步发展阶段，目前对公司收入贡献小。

公司全资子公司——华融天泽投资有限公司（以下简称“华融天泽”）成立于2012年，注册资本1.50亿元，注册地位于北京市，负责开展直接投资业务。华融天泽成立以来，积极拓展业务，经过项目初期调研与内部审批，目前已开始进行对外投资。截至2013年末，华融天泽净资产5.99亿元，全年实现营业收入0.16亿元。

总体看，华融天泽是公司多元化经营的重要板块，目前尚处于起步阶段，对公司收入贡献小。

3. 未来发展

公司总体战略是加快创新转型，打造现代一流投资银行，以资管为切入点做大投行业务，以投行为引领做大资管业务，按照“股权+债权”、“投资+研究”、“投行+资管”、“网上+网下”、“境内+境外”、“创新+稳健”等“六大结合”的发展思路，着力构建大投行、大资管、大财富管理“三大一体”的业务格局，积极推进私募股权业务和公募基金业务“双翼齐飞”，充分发挥研究创新的“引擎”作用，实现对公客户和对私客户服务“双轮驱动”，全面推进市场化改革和创新发展转型，努力建设“竞争力强、特色鲜明、服务专业、风险可控、利润丰厚”的一流投资银行。

顺应金融全球化趋势，大力开展跨境业务

一是引入海外专业机构投资者，包括公募基金、对冲基金等。公司将加强与海外专业机构投资者的合作，通过引进海外公募基金、对冲基金等形式带入优质资产，拓宽资金渠道。并在合作中借鉴与学习海外公募基金等相对成熟、专业化和国际化的基金运作管理经验、风险控制经验，弥补公司同类业务的不足。另外，在条件合适的情况下，公司将考虑成立与海外证券经营机构成立合资公司，一方面借助海外公司在资本市场、业务种类、业务技术等方面的优势，另一方面凭借公司自身熟悉国内证券市场业务种类、具备一定的市场资源和业务网络以及熟知法律法规等监管措施的优势，提升公司整体的专业化水平，拓展公司未来的业务条线和证券经营范围。

二是申请QFII、RQFII和QDII资格和额度。加快推出跨境双向挂牌上市的产品；开展专项QDII经纪业务、以自有资金、专项理财基金或直投基金进行跨境投资。在CEPA和ECFA框架内，开展两岸三地资本市场业务，加快公司业务走向国际化。抓紧研究制定相关业务规定，跨境业务发展的制度和组织架构体系。

积极申请各项创新业务牌照

在公司现有业务和产品种类之外，应积极申请各项创新业务牌照，拓宽公司业务条线，丰富产品种类，争取潜在客户，体现公司的业务实力。例如积极推进OTC场外柜台市场资格的申请，加速柜台市场的建设。取得资格后，发行受益凭证、设计股票收益互换、非标准化的期权等场外衍生品，为客户提供定制化投资和风险管理工具。

继续大力拓展资本中介业务

公司应加大资本中介的本质功能回归，增强投融资转换的本质功能。公司向客户提供规模更大、品种更多、跨越时空的中介业务，不断拓展业务的广度和深度，满足不同类别和层次的客户的投融资需求。

建立全面风险管理体系提升风险管理能力

一是坚持合规底线，要落实监管要求，提升合规问责制度的可操作性，强化制度执行的严肃性，做到全员合规、主动合规。二是加强净资本管理，守住法定资本要求的底线，同时，通过提高业务收入或补充资本等手段提高公司净资本水平。三是风险管理深入所有业务条线，重点保障创新业务需求，逐步覆盖全业务；重点关注表外业务等新业务监控。借鉴金融危机经验教训，加强公司表外业务、衍生产品、或有负债等业务，及时纳入监测管理。四是进一步完善公司风险限额管理体系，建立以经济资本为核心的风险量化管理机制，推进建立公司风险偏好和风险容忍度体系；参考其他领先券商经验，聘请专业咨询团队，为公司提供专业支持，自上而下推进风险管理文化建设，推进风险管理战略体系建设。五是加强流动性风险监控指标管理。结合公司发展的实际情况，及时监测公司流动性风险及长期资金期限配置的合理性。六是构建全面风险管理体系。引入先进风险管理工具和理念，提高风险管理技术水平，逐步建立覆盖风险全种类、全层级的风险管理组织架构体系；对市场风险、信用风险、操作风险、流动性风险进行专业化分工和组合管理，提高量化风险管理水平。

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。

七、风险管理分析

公司建立了风险管理制度体系，通过制定各项风险管理制度规定了董事会及其下设风险管理与审计委员会、经营管理层、合规总监、合规审查部、审计监察部、各业务部门及分支机构的风险管理职责，明确了风险管理的程序、报告路径、绩效考核及责任追究机制。公司董事会及其下设的风险管理与审计委员会负责制定风险管理的战略与决策，对风险进行整体把控。经营管理层构建具体风险管理框架，对权限范围内的重大项目进行风险评估。合规审查部对公司各项业务风险进行评估，对公司量化指标实施监控及管理，定期编制风险报告。审计监察部对公司经营管理进行尽职监察审计，揭示风险并进行反馈。各业务部门及分支机构针对各自的业务特点及风险因素起草相应的风险控制细则，并设置合规风控岗，协助负责人执行风险控制的具体措施和流程。

公司建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，制定了《风险控制指标监控管理办法》，通过建立风险控制指标动态监控、预警处理、报告及保持净资本充足等机制，防范风险。公司制定了《风险控制指标敏感性分析和压力测试管理办法》，采用以定量分析为主的风险分析方法，测算压力情景下净资本等各项风险控制指标和财务指标的变化情况，评估公司的风险承受能力，并采取必要应对措施。

1. 市场风险管理

公司所面临的市场风险主要来自自营股票持仓的风险、自营债券和相关衍生品持仓的风险、持有外币资产的汇率损失，因此公司面临的市场风险主要包括其他价格风险、利率风险和汇率风险。

公司面临市场风险的业务主要有自营和资产管理等业务。针对自营业务存在的市场风险，公司主要采取分级授权、分级决策、资产配置、止盈止损、股票池管理、系统风控指标设置、股指期货套期保值等措施进行市场风险管理。自营部门建立了三级决策体系，根据投资项目的不同风

险确定不同的审批权限和投资额度。部门内部对于不同投资品种有不同的项目评价系统，根据项目评价系统对投资项目的风险进行分级，根据级别确定项目的投资规模和投资方案。公司按照可投资品种的风险设立了股票池，根据风险分级确定了单只股票的投资规模，并定期对分级股票池进行维护。自营部门定期对持有的股票、债券、基金等证券进行市值测试，并严格按照止盈止损制度进行相应操作。同时，公司在投资系统中设置相关风险控制指标对投资交易行为进行前端控制。此外，公司还积极参与以套期保值为目的的股指期货交易，以对冲现货持仓的市场风险。

针对资产管理业务市场风险，投资主办人根据所管理产品的期限、客户需求、风险偏好等因素，在充分研究的基础上设计投资组合并完成投资操作。资产管理业务部门针对集合资产管理计划建立分级股票池，根据风险分级确定了单只股票的投资规模，并对股票池进行定期维护。同时，公司在投资系统中设置相关风险控制指标对投资交易行为进行前端控制。产品设计或者客户要求有止盈点或止损点的，投资主办人应按照产品设计或者客户要求要求进行止盈或止损操作。

2. 信用风险管理

公司信用风险的管理部门主要是固定收益部、融资融券部、资产管理业务部和自营业务部。固定收益部、自营业务部和资产管理业务部控制信用风险主要采取谨慎选择交易对手、限制投资品种信用级别等措施。在固定收益类投资业务方面，公司通过业务授权限定投资品种和交易对手的最高等级要求，并通过分散化策略降低投资品种和交易对手违约带来的损失程度。公司持有的债券外部信用等级均为 AA-或以上级别，公司持有债券的信用风险不大。公司的银行存款主要存放在国有商业银行或资本充足率较高的股份制商业银行，结算备付金存放在中国证券登记结算有限责任公司，公司面临的信用风险相对较低。

公司针对融资融券业务可能面临的信用风险也建立了较为有效的管理制度。开展业务前，公司对拟进行融资融券交易的客户进行征信，对客户身份、财产与收入状况、资产规模、交易特征、证券投资经验、风险偏好、信用状况及过往记录进行严格审查，评估客户信用等级，严格按照客户信用等级确定其授信额度、利率或费率，同时按照授信额度实行分级审批，严格控制客户信用风险。为了防范违约风险，融资融券部对客户融资融券交易实施逐日盯市，对维持担保比例低于 130% 且不能及时补仓的客户采取强制平仓措施。

3. 流动性管理

在流动性管理方面，公司对资金实行集中管理，加强对大额资金运用的预警和管理。公司对客户资金和自有资金实行分开管理，客户资金以“第三方存管”的模式分户存放在具备资质的商业银行，自有资金由公司总部统一集中管理，以“安全性、收益性、流动性”为前提，严格按照“预算统领、专户管理、统一调度、有偿使用”的原则进行管理。公司各部门和分支机构未经公司同意，不得自行开立银行账户。各分支机构不得从事资金的拆借、借贷、抵押、担保等融资活动。此外，公司具有境内交易所和银行间市场的相关资格，可在必要时通过拆借、回购等方式融入资金，使公司整体流动性保持在较好水平。

公司建立了以净资本为核心的风险控制指标监控管理体系，通过建立风险资本准备的预算管理体制、风险资本准备限额管理机制、净资本及各项业务规模的预警机制和业务部门风险资本准备超限的处理机制，评估业务发展对净资本及流动性的影响，实现对流动性风险的监控和管理。2013 年以来，公司财务杠杆水平有所上升，但由于配置资产的变现能力较强，整体流动性压力不大。

4. 操作风险管理

公司建立了较为完善的操作风险控制体系，针对各主要业务条线均制定了较为详尽的风险管理办法及合规管理规则。公司建立了各项业务内部管理制度及业务操作流程，明确岗位责任及各业务环节、操作节点的规范性要求。公司严格执行部门、岗位相互制衡的原则，公司前、中、后台分离，对重要业务操作实施双人、双岗、双责，一人操作、一人复核的管理措施。公司合规审查部、审计监察部对业务部门执行业务内部管理制度及业务操作流程的情况进行独立监督和检查。

总体看，公司已逐步建立全面风险管理制度，但融资融券、约定购回式证券交易等创新业务的推进以及各项业务的扩张将导致公司逐步加大业务杠杆水平，这对公司的风险管理架构设置和技术水平等均提出了更高要求，公司需加强风险管理的精细化水平。

八、财务分析

公司提供的 2011 年~2014 年 6 月（三年及 1 期）合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2010 年，公司财务报表合并了华融期货有限责任公司。2012 年，公司财务报表新增合并了华融天泽投资有限公司。2013 年，公司根据政部《证券公司财务报表格式和附注》的通知（财会[2013]26 号）和中国证券监督管理委员会《证券公司年度报告内容与格式准则（2013 年修订）》（证监会公告[2013]41 号）的规定编制财务报告，并对报表的比较期数据进行重述。本期变更属于会计报表及附注项目的列示调整，对公司的资产、负债、损益、现金流量净额等均不产生影响。

截至 2013 年末，华融证券资产总额 116.53 亿元，其中客户资金存款 19.96 亿元；负债总额 62.82 亿元，其中代理买卖证券款 20.26 亿元；所有者权益合计 53.72 亿元（含少数股东权益），母公司净资本 51.56 亿元。2013 年，公司实现营业收入 11.53 亿元，净利润 3.06 亿元。

截至 2014 年 6 月末，华融证券资产总额 171.09 亿元，其中客户资金存款 22.58 亿元；负债总额 114.06 亿元，其中代理买卖证券款 23.21 亿元；所有者权益合计 57.03 亿元（含少数股东权益），母公司净资本 53.42 亿元。2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 7.45 亿元，净利润 2.72 亿元。

1. 资产质量与流动性

近年来，公司自有资产规模呈上升趋势，以交易性金融资产和可供出售金融资产等组成的可快速变现资产为主。近三年，公司可快速变现资产规模呈上升趋势，截至 2013 年末公司可快速变现资产占资产总额的 44.43%。截至 2013 年末，公司交易性金融资产和可供出售金融资产中主要仍为权益工具，但占比由 2012 年末的 71.73% 下降至 52.08%，债券占比有所提高。公司持有债券的外部评级均在 AA- 以上，信用风险较小。截至 2014 年 6 月末，公司持有的交易性金融资产和可供出售金融资产进一步扩大。总体看，鉴于债券和权益工具具备较好的变现能力，公司资产的流动性较好。

表 9 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2014 年 6 月末
可快速变现资产	30.03	33.83	51.78	91.44
其中：交易性金融资产	14.55	7.61	8.52	34.06
可供出售金融资产	8.96	15.77	10.70	33.90
融出资金	--	1.12	15.19	14.26
买入返售金融资产	1.00	1.86	6.91	14.37

其他类资产				
其中：客户资金存款	21.58	20.44	19.96	22.58
客户备付金	2.19	2.26	5.03	2.70
资产总额	70.28	71.59	116.53	171.09

资料来源：公司年报

2. 杠杆与资本充足性

2013 年以来，公司负债结构发生较大变化，由于公司加大了卖出回购和同业拆借操作力度，同年公司发行了 15 亿元次级债和 10 亿元短期融资券，使得自有负债规模大幅上升，占负债总额的比重超过 60%。

2011 年~2014 年 6 月末，公司可快速变现资产/自有负债指标分别为 13.88 倍、13.95 倍、1.22 倍和 1.16 倍，2013 年末以来下降明显，可快速变现资产对自有负债的覆盖程度尚可。

表 10 公司负债情况表（单位：亿元）

项目	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2014 年 6 月末
自有负债	2.16	2.42	42.56	90.85
其中：卖出回购金融资产款	--	--	3.00	42.95
拆入资金	--	--	7.00	12.00
应付次级债	--	--	15.00	18.00
应付债券	--	--	10.00	10.00
非自有负债	24.00	24.11	20.26	23.21
其中：代理买卖证券款	23.99	24.11	20.26	23.21
负债总额	26.16	26.54	62.82	114.06

资料来源：公司年报

2011 年和 2013 年，公司分别实施两次增资扩股，资本实力明显增强。截至 2013 年末，公司所有者权益为 53.72 亿元，其中股本 31.78 亿元，资本公积 8.20 亿元，盈余公积和未分配利润分别为 1.49 亿元和 4.67 亿元，盈利水平的提升使得内部留存对资本补充力度也相应提升。2012 年和 2013 年公司两次进行现金股利分配，共向股东分配现金股利 1.80 亿元。

近年来，公司净资本呈上升趋势，2011 年公司增资扩股对净资本补充明显；2012 年主要是由于投资资产中信托产品投资规模的下降使得净资本上升；2013 年增资扩股的完成和 15 亿元次级债的发行带来净资本规模大幅增加，截至 2014 年 6 月末公司净资本为 53.42 亿元。

表 11 2011 年~2014 年 6 月末公司风险控制指标表（单位：亿元、%）

项目	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2014 年 6 月末
净资本	30.24	33.89	51.56	53.42
净资产	44.02	44.95	49.09	51.16
净资本/各项风险资本准备之和	1,146.10	1,142.67	1,010.76	762.92
净资本/净资产	68.70	75.39	105.03	104.43
净资本/自有负债	1,452.51	1,585.31	128.55	59.68
净资产/自有负债	2,114.24	2,102.75	122.39	57.15

资料来源：公司监管报表。注：以上数据均为母公司口径

2011 年~2012 年，公司自有负债规模很小，以应付职工薪酬和其他负债为主，杠杆水平低。

2013 年随着公司同业负债规模的上升以及次级债和短期融资券的发行，公司自有负债大幅增加，使得公司净资本/自有负债和净资本/各项风险准备之和指标大幅下降，截至 2013 年末，净资本/自有负债和净资产/自有负债指标分别为 128.55%和 122.39%。公司杠杆水平大幅提高，但仍保持在较低水平。随着各项业务的较快发展，净资本/各项风险资本准备之和指标略有下降，2014 年 6 月末公司该项指标为 762.92%，资本充足。

总体看，近年来公司负债结构发生较大变化，自有负债规模大幅上升；公司净资本规模呈上升趋势，以净资本为核心的风险控制指标均优于监管标准，总体财务杠杆水平较低，资本充足。

3. 盈利能力

公司营业收入来自手续费及佣金净收入、利息净收入及投资收益等，其中手续费及佣金净收入是公司主要的收入来源。近三年，公司营业总收入增长明显，2011 年~2014 年 6 月，公司分别实现营业收入 5.18 亿元、7.15 亿、11.53 亿元和 7.45 亿元。

从业务条线看，公司手续费及佣金净收入以代理买卖证券业务净收入、投资银行净收入以及资产管理业务净收入为主。2012 年，受股票市场低迷及佣金率整体下滑等因素影响，公司经纪业务净收入有所下滑。2013 年以来，受股票市场回暖和较高的佣金率水平的影响，公司经纪业务收入有所回升，2013 年公司代理买卖证券业务净收入 2.59 亿元，较 2012 年增长 72.67%，2014 年 1~6 月公司实现代理买卖证券业务净收入 1.15 亿元。近年来，公司在 IPO 业务停滞的背景下，投资银行业务收入主要来自自主承销债券和增发新股业务以及财务顾问业务。2013 年，公司实现证券承销业务净收入 0.45 亿元；财务顾问业务实现净收入 2.47 亿元，该业务近年来增长迅速，是投资银行业务收入增长的重要支撑。2011~2013 年，公司资产管理业务净收入和对营业收入贡献度呈波动趋势。2013 年，得益于集合资产管理计划产品规模的大幅上升和较高的管理费率，公司资产管理业务实现净收入 1.64 亿元，较 2012 年大幅增加。近年来，公司利息净收入呈上升趋势，主要是由于融资融券业务带来的利息收入增加所致。近年来，公司自营投资品种中权益工具规模有所下降，但仍保持较大规模；债券投资资产比重增加，大部分为信用债，公司还持有一部分中小企业私募债，规模较小因此出现风险的可能性较低；2013 年新增了对集合资产管理计划的投资，投资收益较好，对营业收入贡献较大。公司交易性金融资产以权益性工具为主，近年来公允价值变动收益波动较大。

表 12 公司各主要业务条线营业收入情况表（单位：亿元、%）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~6 月
手续费及佣金净收入	4.82	3.82	7.59	7.45
其中：代理买卖证券业务	2.45	1.50	2.61	4.18
证券承销业务	0.23	1.54	3.07	1.15
财务顾问业务	0.51	0.04	0.08	1.05
受托客户资产管理业务	1.41	0.62	1.64	0.05
利息净收入	0.18	0.47	0.53	-0.38
投资收益	2.04	1.54	3.02	3.04
公允价值变动损益	-1.87	1.31	0.38	0.61
其他业务收入	0.00	0.02	0.01	0.00
营业收入合计	5.18	7.15	11.53	7.45

资料来源：公司年报，联合评级整理

近年来，公司营业支出呈上升趋势。从支出构成来看。公司业务及管理费占 90%左右，人力成本费用是业务及管理费的主要部分。2013 年，公司营业收入的增长导致营业费用率和薪酬收入比均有所下降。

近年来，公司净利润逐年增加。从盈利指标来看，2011~2013 年公司平均自有资产收益率和平均净资产收益率均逐年提高。2013 年公司实现净利润 3.06 亿元，较 2012 年增长 89.70%。平均自有资产收益率和平均净资产收益率分别为 4.26%和 6.20%，公司盈利能力有所提升。

表 13 公司盈利水平（单位：亿元、%）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
净利润	0.88	1.61	3.06
薪酬收入比	35.01	35.93	24.03
营业费用率	69.90	63.21	60.17
平均净资产收益率	3.99	3.62	6.20

资料来源：公司年报，联合评级整理

总体看，近年来公司营业收入和净利润逐步上升，随着公司持续加大力度推进融资融券、约定购回式证券交易等信用交易类业务的发展以及资产管理业务的快速发展，公司收入水平有望保持增长趋势。

5. 现金流与偿债能力

近年来，公司经营性现金流呈波动状态，其中 2011 年主要由于代理买卖证券款的减少和交易性金融资产投资力度的加大使得经营性现金流呈净流出状态，2012 年主要由于加大对交易性金融资产的处置力度使得经营性现金流呈净流入，2013 年主要由于融出资金大规模增长使得经营性现金流呈净流出；2011 年和 2012 年，公司投资规模稳步增长导致投资性现金流呈净流出，2013 年投资性现金净流出增长主要是由于投资增加所致；2012 年公司现金分红使得筹资性现金流呈少量流出，2011 和 2013 年公司增资扩股以及发行债券筹得的资金使得筹资性现金流量净额呈净流入状态。公司现金及现金等价物余额稳步增长，公司现金流较充足。

表 14 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
经营性现金流量净额	-15.49	4.06	-5.51
投资性现金流量净额	-2.70	-2.18	-20.41
筹资性现金流量净额	3.29	-1.00	31.21
现金及现金等价物净增加额	-14.92	0.88	5.28
年末现金及现金等价物余额	29.30	30.17	35.45

资料来源：公司年报

2011 年和 2012 年，公司自有负债规模较小，以应付职工薪酬和其他负债为主。2013 年，受拆入资金和卖出回购金融资产款的上升，以及公司次级债和短期融资券成功发行的影响，公司负债规模大幅增长，由 2012 年底的 26.54 亿元增加到 62.82 亿元，公司自有资产负债率也随之提高至 44.21%；同时，公司总债务由 2012 年底的无刚性债务增长至 35.00 亿元。

2013 年，由于营业利润大幅增加，公司 EBITDA 增长至 5.00 亿元，增幅达 90.11%；公司 EBITDA

全部债务比为 0.14，EBITDA 利息倍数为 6.21 倍，从指标情况看，公司对债务及利息支出的保障水平处于正常水平。

从资产变现能力看，2013 年底公司可快速变现资产为 51.78 亿元，其对自有负债的保障程度为 1.22 倍，对自有负债的保障程度较高。总体看，公司偿债能力较强。

表 15 公司偿债能力指标表（单位：亿元、倍）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
总债务（亿元）	0.00	0.00	35.00
自有资产负债率（%）	4.68	5.11	44.21
EBITDA（亿元）	2.15	2.63	5.00
EBITDA 全部债务比	--	--	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	3.30	23.12	6.21

资料来源：公司年报，联合评级整理

总体看，公司负债规模大幅增加，公司的 EBITDA 利息倍数有所下降，但是由于营业利润的大幅增加，EBITDA 也随之提升，加之公司可快速变现资产规模较大，公司整体偿债能力较强。

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 2014 年 6 月末，公司债务总额为 92.95 亿元。本期拟发行公司债规模不超过 20 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度较大，债务负担将进一步增加。

以 2014 年 6 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 20 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 66.03%，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿债能力分析

公司本期拟发行不超过 20 亿元的公司债券，本期公司债券发行成功后，公司负债水平将有所上升。以 2014 年 6 月末的财务数据为基础，按照公司发行 20 亿元公司债券估算可快速变现资产、EBITDA、净利润和股东权益对本期公司债券本金的保障倍数，公司本期债券各项偿付能力指标良好。

表 16 本期公司债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2014 年 6 月末
可快速变现资产/本期债券本金	2.59
EBITDA/本期债券本金	0.25
净利润/本期债券本金	0.15
股东权益/本期债券本金	2.69

资料来源：公司审计报告、联合评级

公司持有一定规模的可快速变现资产，该类资产可对债务形成较好保障；公司 EBITDA 对本期债券的本金覆盖程度尚可；公司的控股股东实力强，在必要时公司有望得到控股股东在资本补充、流动性等方面的支持；此外，公司拥有较为顺畅的同业融资渠道，能够为本期债券提供较强的现金流保障。

总体看，公司对本期债券的保障能力较强。

十、债权保护条款分析

1. 担保条款

中债增出具了《担保函》，中债增为华融证券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 亿元，以及相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。担保期限为：本次发行债券存续期及债券兑付日起二年。

2. 担保人信用分析

(1) 中债增概况

中债增成立于 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。中债增注册资本 60 亿元，均为货币出资，股东及持股情况见表 17。中债增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 17 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%
国网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：中债增提供。

中债增经营范围：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。

中债增内设业务营运部、投资部、风险管理部、综合部、计划财务部、法律合规部六个部门。。截至 2014 年 3 月末，中债增共有员工 115 人，平均年龄 30 岁，绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2013 年末，中债增资产总额 86.22 亿元，负债总额 15.96 亿元，所有者权益 70.26 亿元。2013 年，中债增实现营业收入 15.79 亿元，净利润 7.19 亿元。

截至 2014 年 3 月末，中债增资产总额 86.44 亿元，负债总额 14.06 亿元，所有者权益 72.38 亿元。2014 年 1 季度，中债增实现营业收入 3.51 亿元，净利润 1.44 亿元。

中债增注册地址：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。

(2) 业务经营

中债增目前的信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务、境外业务三个板块。

截至 2014 年 1 季度末，中债增提供信用增进服务的项目累计 206 个，增信金额累计 1,316.86 亿元，责任期内项目为 121 个，责任余额 932.98 亿元，已到期信用增进额 383.88 亿元。截至 2014 年 1 季度末，中债增增信责任余额仍以高信用等级企业发行额为主，AA-及以上企业项目共计 60

个，涉及金额 732.7 亿元，占全部增信责任余额的 78.53%，资金安全性高，违约风险较小。

中债增承担增信责任的项目兑付本金期限分布在 1~10 年不等，未来 3 年到期的项目分布较为平均，期限配置合理。截至 2014 年 1 季度末，中债增业务范围已遍及全国 27 个省、自治区、直辖市，有力地支持了地区经济的发展。中债增债券增信业务重点覆盖汽车制造、非金属材料、食品、金属冶炼、港口、基础设施建设等符合国家产业发展政策导向的行业，积极发挥政策传导功能，支持行业发展。截至 2014 年 1 季度末中债增责任期内各业务品种分布情况如表 21 所示。

表 18 截至 2014 年 3 月末中债增责任期内各业务品种分布情况

项目类型	项目（个）	企业数（个）	金额（亿元）
基础类信用增进业务	74	102	818.72
其中：短期融资券\中期票据	36	58	251.22
企业债\公司债	16	16	246.5
定向融资工具	9	15	221
信托\资管\委托债权	13	13	99.998
区域集优信用增进业务	45	138	102.26
其中：区域集优集合票据	41	129	96.66
区域集优定向融资工具	4	9	5.6
创新型信用增进业务	1	1	3
其中：中债合约 I 号	1	1	3
境外业务	1	0	9
其中：海外增信	1	0	9
合计	121	241	932.98

资料来源：中债增提供。

基础增信业务

截至 2013 年末，中债增的基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、区域集优、企业债、定向融资工具等债券类产品以及资产管理计划、信托计划等投资类产品的增信。

中债增在业务发展初期以发展基础增信业务为主，近年来该类业务规模快速扩大(见表 3)。截至 2013 年末，中债增尚在增信责任期内的基础增信项目 120 个，增信余额 886.58 亿元，增信余额和项目数量均较 2012 年末明显增长，主要是由于公司债和区域集优业务规模显著提高所致。截至 2014 年 3 月末，中债增基础增信业务（不含区域集优业务）增信余额为 818.72 亿元，区域集优增信业务增信余额为 102.26 亿元，两项合计较 2013 年末有所增加，主要是企业债、公司债、定向融资工具增信业务的规模增加所致。

截至 2013 年末，中债增基础增信业务中，以短期融资券、中期票据、企业债及公司债为标的的债券增信业务为主要的业务品种。近年来，上述增信业务规模合计占基础增信业务规模的一半以上。

中债增不断探索新的业务模式，在交易商协会的统一指导下，中债增于 2011 年推出区域集优直接债务融资方案，即由地方政府和人民银行分支机构遴选符合条件的融资主体，借助地方政府专项扶持措施，联合商业银行和其他中介机构，由中债增提供信用增信，为融资主体提供直接债务融资服务。由于地方政府发展基金在区域集优项目中起到了一定的风险缓释作用，中债增在选择项目时适当放松企业准入标准。经过磨合、探索期后，2013 年中债增重点推广区域集优增信业务，同时针对此类项目，中债增收缩了区域杠杆规模，建立了与地方政府的沟通、协调和工作机

制，严格规范准入标准，并对该类项目的风险评价指引进行差异化处理，在关键环节上把控风险节点。截至 2013 年末，中债增累计提供区域集优业务增信 45 笔，涉及企业 138 家，增信余额合计 102.26 亿元，较 2012 年末增长 110.24%。截至 2014 年 3 月末，该类业务规模与 2013 年末持平。

在交易商协会推动北京市保障房建设企业通过发行私募债的方式筹措资金的举措指导下，中债增在研究相关政策、业务背景和金融市场状况的基础上于 2011 年推出定向融资工具增信方案，即为保障房私募债提供信用增进服务。从近年来的业务开展过程看，此类业务发展较为迅速。截至 2013 年末，中债增尚在增信责任期内保障房私募债增信项目 7 个，增信余额 191 亿元，较 2012 年有较大幅度增长。2014 年前 3 个月，中债增继续保持此类业务的快速发展，新增项目 2 个，截至 2014 年 3 月末，中债增定向融资工具增信余额增至 221 亿元。

近年来，国内信托、资产管理等理财类业务迅速发展，产品体系不断丰富，为中债增提供了业务发展空间。中债增审慎选择经营业绩较好、业务规模较大、市场排名靠前的机构合作，推广信托、理财类增信业务。截至 2013 年末，中债增共完成信托产品增信项目 11 个，增信金额 83 亿元；新增资产管理计划 1 个，增信金额 15 亿元。截至 2014 年 3 月末，中债增此类业务规模基本与 2013 年末持平，信托、资管、委托债权三项业务增信余额合计 100.00 亿元。

总体看来，中债增基础增信业务发展相对成熟，基础增信业务为中债增初步确立了市场地位，也逐步成为中债增主要的收入来源。

创新型业务

结合战略导向，中债增大力推动业务产品创新。得益于自身较强的创新能力及市场推动力，中债增创新型增信业务取得了进展。中债增是目前经交易商协会认定的 45 家信用风险缓释工具交易商之一，也是 29 家信用风险缓释凭证创设机构之一。

目前中债增基本形成包括中债合约 I 号（可选择信用增进合约）、中债合约 II 号（贷款信用风险缓释合约增信服务）、中债合约 III 号（信用风险缓释合约）、中债合约 IV 号（信用风险缓释凭证）在内的创新型业务体系。

中债增于 2010 年 7 月推出中债合约 I 号，即可选择信用增进合约。投资者在买入合约的同时可选择买入保护。若票据到期时发行人违约，中债增将以约定方式对投资人进行损失补偿。中债增将中债 I 号纳入增信业务管理范围。截至 2014 年 3 月末，中债增尚在责任期内的中债合约 I 号 1 支，增信余额 3 亿元。

中债增于 2010 年 11 月首次发行中债合约 II 号、中债合约 III 号、中债合约 IV 号创新产品。中债合约 II 号和中债合约 III 号分别是以银行贷款和债券为标的债务的信用风险缓释合约，中债合约 IV 号是信用风险缓释凭证。信用保护卖方向买方定期收取固定费用，并向买方提供贷款或债券违约信用保护。中债增以大型商业银行为交易对手，并结合授信、估值定价、抵质押品及买入保护等措施防范风险。截至 2014 年 3 月末，上述产品的增信责任均已到期。

中债增在参考国际信用衍生产品定价理论的基础上，结合国内市场的实际情况，研发了 CRM（信用风险缓释工具）估值定价模型。为提升 CRM 市场交易的活跃程度，中债增与彭博、路透等大型知名资讯平台合作，建立了报价页面及专属信息发布平台，每日对 CRM 产品进行双边报价。

由于我国信用风险缓释工具业务的市场基础较薄弱，信用风险缓释工具的交易机制、法律关系等尚未明确，相关基础机制尚未建立，中债增目前更多的是以培育市场为出发点，以研究完善和推广应用为主，信用风险缓释工具业务规模相对较小，结构较为简单、透明，风险尚在可控范

围内。基于以上因素，中债增信用风险缓释工具业务在短期内不会出现规模化发展。

境外业务

在立足国内业务的同时，中债增积极寻求境外业务机会，在信用衍生产品、境外融资担保、境外投资等领域探索开展离岸市场业务。目前中债增已获得国家外汇管理局核定的 10 亿美元的境外担保资格，为拓展海外市场业务开辟了空间。中债增于 2012 年与上海国际信托等相关机构合作完成首单海外投资 QDII 信托项目，中债增对此信托计划 A 类持有人（优先级）提供本金到期偿付保证，增信金额 9 亿元，增信期 3 年。

（3）风险管理分析

作为经营风险的专业机构，中债增注重强化风险管理能力。中债增构建了由董事会、监事会、经营管理层与业务条线组成的风险管理组织架构。董事会承担风险管理的最终责任，监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况，高管层负责制定和审查公司风险管理政策和操作流程。中债增建立起抵御风险的“三道防线”，明确了相关部门的风险管理职责和业务流程。风险管理部负责对各类风险进行全面管理，制定相应的制度，明确相关部门的防线管理职责和业务流程，识别、评估和平衡所面临风险。

中债增初步建立起以《风险管理指引》为纲领，以《信用增进业务管理办法》、《投资业务管理办法》、《信用风险缓释工具业务管理办法》和《信用风险缓释工具业务风险管理办法》为支撑，以各类业务品种操作规程、风险限额方案等为基础的多层次风险管理制度体系，覆盖各项主营业务。

中债增结合宏观经济形势和产业经济发展状况，从行业、区域、产品等多角度形成动态调整的经营策略和风险管理政策，指导业务经营。中债增优先考虑高新技术企业、环保节能企业以及属于国家鼓励支持行业的中小企业。2012 年中债增搭建内部评级体系，制定了《公司客户信用评级工作管理办法（试行）》，界定了相关部门在内部评级工作过程中的职责，中债增客户内部评级体系基本成形。中债增的内部评级体系以内部评级模型为参考，内部评级模型包括定性、定量模块，定性模块是基于专家判断的评级过程，从客户和行业风险特征、公司治理与管理能力、经营风险、财务风险等角度选取定性指标揭示客户违约风险；定量模块中，中债增通过自身积累及公开市场中的数据，确定统一的标准以区分“好样本”与“坏样本”，建立模型，筛选出能够揭示客户违约风险的宏观经济指标以及反应客户盈利能力、偿债能力、成长能力、运营能力的财务指标，并确定相应定量模块各指标的权重。内部评级模型的运用将提高评级方法的量化程度，为中债增对客户风险的一致性判断提供了参考指标。

中债增对信用增进业务实行有权人审批机制。业务经理在对信用增进项目进行实地调研与考察的基础上撰写业务评价报告，报送风险管理部；风险管理部对合规性进行审查通过后，撰写风险评价报告并组织召开业务审批会。业务审批会就客户特征、风险缓释措施、信用增进期限和费率等内容进行审议。中债增建立了风险监控预警体系，设置专职团队对已发行项目进行增信后管理。中债增出台了增信业务风险分类管理办法，由业务团队对增信业务风险进行初分，风险管理委员会进行最终认定，每季度重新认定。

中债增对信用风险缓释工具业务实行与信用增进业务、投资业务相结合的分类风险管理模式。中债增根据不同业务类型的特点，结合套期保值的有效性、标的信用风险杠杆放大倍数和交易价格波动等因素对不同产品、不同交易目的的产品设置了不同的风险额度，并采取相应的管理措施。

中债增对投资业务实行风险限额和交易授权相结合的管理模式。中债增建立了涵盖授权管理、

限额管理、估值管理、风险监控和交易流程在内的投资业务管理体系，根据可承受的整体风险水平，设定了多维的风险限额指标，并明确各分类、分级授权和转授权，确保了较为高效的运营效率。

随着各项业务的发展，中债增逐步提升风险管理的精细化水平，基本形成包括风险估值定价、准备金和资本管理、风险缓释转移机制在内的风险管理体系。中债增出台了《资本覆盖率管理办法》、《风险准备金计提管理办法》、《信用增进业务风险分类管理办法》和《信用风险缓释措施管理办法》等管理制度。

在风险准备金计提方面，中债增遵循谨慎性、客观性、及时性、重要性和动态性计提原则，按季提取信用增进及投资业务准备金。中债增风险准备金包括一般准备金、专项准备金和特种准备金三种。为保证公司资本充分覆盖各项业务出现的非预期损失，中债增在充分计提风险准备金的基础上，计算各项业务的风险资本要求。中债增资本要求按照风险类型不同分为两类，一类是信用风险资本要求，体现为公司信用增进业务、债券投资业务、信用风险缓释工具等各类业务所承担信用风险的非预期损失程度；一类是市场风险资本要求，体现为中债增投资的金融产品因市场变化面临的非预期损失程度。中债增通过对资本覆盖率（资本覆盖率为资本与信用风险资本要求和市场风险资本要求之和的比率）的监测，确保中债增资本充分覆盖各类业务面临的非预期损失。中债增建立了资本占用额度监测管理机制，由风险管理部根据相关规定按季度对资本占用额度和资本覆盖率进行测算，并向风险管理委员会报告。

以上措施分别从中债增整体业务承担风险造成的非预期损失覆盖、预期损失覆盖、外部评级不能充分反映债券发行人信用状况及其变化、合格信用风险缓释措施管理等方面对风险进行组合管理。中债增在资本覆盖率、风险准备金等组合指标以及风险分类专项准备金计提等单笔业务指标的计算中，已充分认可信用衍生品的风险缓释作用。

总体看，中债增对业务的风险控制与管理水平较高。

（4）财务分析

中债增提供了 2011~2013 年度财务报告及 2014 年 1 季度财务报表。其中，2011~2013 年度财务报告经信永中和会计师事务所审计，会计师事务所出具了标准无保留意见的审计报告；2014 年 1 季度财务报表未经审计。中债增于 2012 年起采用金融企业报表格式对外披露财务信息并对 2011 年数据进行追溯调整，本报告中 2011 年数据采用追溯调整后的数据。

截至 2013 年末，中债增资产总额 86.22 亿元，负债总额 15.96 亿元，所有者权益 70.26 亿元。2013 年，中债增实现营业收入 15.79 亿元，净利润 7.19 亿元。

截至 2014 年 3 月末，中债增资产总额 86.44 亿元，负债总额 14.06 亿元，所有者权益 72.38 亿元。2014 年 1 季度，中债增实现营业收入 3.51 亿元，净利润 1.44 亿元。

资本结构

中债增目前资金来源以资本金和利润留存为主，中债增根据资金业务的需要调整负债规模。中债增注册资本为 60 亿元，资本实力强。随着近几年中债增盈利能力的不断提高，在股东的支持下，中债增将利润留存作为对资本及业务所需资金的补充。2013 年，中债增分配现金股利 6.60 亿元，因此当年未分配利润和所有者权益基本与 2012 年持平。此外，中债增股东承诺在中债增发展需要时给予补充资本支持。

中债增负债主要由卖出回购金融资产款、预收账款及增信责任准备金组成。中债增卖出回购金融资产标的为债券，近年来受卖出回购金融资产款变动的影响，中债增负债规模呈现较明显的波动趋势。

中债增计提的增信责任准备包括一般风险准备、专项准备和特种准备，其中一般风险准备在增信责任余额的基础上按照一定比例计提，专项准备按每笔业务风险分类结果并参考外部评级结果进行差异化计提，特种准备是针对重大突发事件的风险计提。截至 2013 年末，中债增共计提风险准备金 6.20 亿元，占同期增信余额的 0.69%。

为拓宽资金来源，中债增积极争取银行授信。截至 2013 年末，中债增共获得 12 家银行合计 360 亿元的授信额度，但暂未使用。此外，中债增于 2011 年获得银行间市场同业拆借资格，融资渠道进一步拓宽。

随着中债增近几年负债规模的大幅下降，中债增杠杆率保持在较合理水平。截至 2013 年末，中债增资产负债率为 18.51%。2014 年 3 月末，中债增进一步降低卖出回购金融资产款的规模，负债规模进一步减少，资产负债率降至 16.27%。

总体看，中债增资本实力强，杠杆水平低。

资金运用和资产质量

中债增资金主要运用于投资业务、买入返售和同业存放。近年来，中债增投资规模一直处于较高水平，存放同业款项呈现一定波动性；买入返售金融资产规模出现较大程度波动，截至 2014 年 3 月末该项资产余额为 0.70 亿元。

截至 2013 年末，中债增投资资产余额 72.98 亿元，占资产总额的 84.64%，投资资产占比较高。其中，可供出售金融资产余额 52.75 亿元，其中债券投资余额 52.25 亿元，信托产品投资余额 0.50 亿元，中债增可供出售金融资产规模较大，其公允价值变动对资本公积有一定影响；持有至到期投资余额 13.50 亿元，其中债券投资余额 11.50 亿元，信托产品投资余额 2.00 亿元；交易性金融资产余额 6.69 亿元，均由债券资产组成。

中债增以债券为主要投资对象，其中短期融资券、中期票据、集合票据及企业债券等收益率较高的债券合计占债券投资的 74.76%；政策性金融债占 25.24%。从债项外部评级情况来看，债券发行人主体评级均在 AA-及以上，其中 AA+及以上债券余额合计占债券投资余额的 92.51%，债券投资的信用风险不大。

2014 年 1 季度，中债增延续 2013 年的投资策略，投资品种及规模基本维持 2013 年末的情况。中债增 2013 年新增购买办公大楼预付款 5.37 亿元，因此其他资产余额较上年增幅较大。

总体看来，中债增投资规模较大，以中、高信用等级债券投资为主，信用风险不大。

经营效率及盈利能力

中债增收入主要由增信业务收入、投资收益、利息净收入构成。

中债增综合运用信用利差法和成本加成法对增信业务进行差异化定价，同时结合增信对象的具体情况进行调整。凭借自身良好的资信水平，中债增增信业务议价能力较强。近年来，随着信用增进业务规模的快速扩大，中债增增信业务收入较快增长。2013 年，中债增实现增信业务收入 7.37 亿元，占营业收入的 46.68%。

近年来，中债增投资收益增长较快，成为中债增重要的收入来源。2013 年，中债增实现投资收益 8.51 亿元，占营业收入的 53.89%。投资收益构成主要以债券利息收入为主。

2013 年，随着增信业务规模的快速扩张和风险较高业务品种的占比提升，中债增提取的风险准备金也相应提高，中债增 2013 年共提取风险准备金 4.13 亿元，相比 2012 年增长 268.75%。此外，中债增业务及管理费用占营业收入的 7.66%，较上年有所下降，营业费用整体保持在合理范围内。得益于增信业务收入及投资收益的增长，中债增 2013 年实现净利润 7.19 亿元，平均净资产收益率及平均资产收益率分别为 10.15%和 7.57%，均较上年有所上升。

2014 年 1 季度，中债增实现增信业务收入 2.50 亿元，投资收益 0.94 亿元，其中增信业务收入较上年同期增长 14.68%，投资收益同比出现较大幅度下滑。

总体来看，中债增增信业务和投资业务收入增速较快，是中债增主要的收入来源；中债增经营效率较高，盈利能力逐步提高。

资本充足率及代偿能力

中债增目前面临的风险主要源于增信项目和信用风险缓释产品的代偿和投资损失。在发生代偿后，如果不能实现足额追偿，中债增将以自有资本承担相应的损失。中债增实际代偿能力主要受中债增的增信业务风险敞口、信用风险缓释工具卖出保护规模、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合评级在评估中债增可用于增信业务及信用风险衍生产品卖出保护代偿的净资本时，考虑了中债增的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，近年来，中债增现金保有量趋紧。

根据中债增 2013 末的资产状况，估算出中债增净资本为 55.54 亿元，净资本比率为 79.05%，呈上升趋势，这主要得益于中债增风险资产规模下降。增信规模的较快增长使中债增净资产增信倍数和净资本增信倍数有所提高；截至 2013 年末，中债增净资产增信倍数为 12.79 倍，净资本增信倍数为 16.18 倍。经测算，截至 2013 年末，在一定的置信水平下，中债增净资本覆盖率为 103.02%，较 2012 年末有所下降；2014 年 1 季度末，中债增净资本覆盖率为 105.89%，中债增目前资本较为充足。中债增处于成长阶段，增信及信用衍生工具业务的持续发展将使中债增放大倍数进一步提高，对中债增资本充足性的影响需关注。

中债增针对增信业务、投资业务及信用风险缓释工具三类业务差异化地计量风险资本，每类业务的风险资本按照相应的风险资本要求比例进行差异化计算。

以 2013 年底财务数据测算，本期债券发行额度（20 亿元）占中债增资产总额的 23.18%，所有者权益总额的 28.47%，占比不大。中债增资产规模较大、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。

十一、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，股东实力较强、支持力度较大，并拥有稳定优质的客户群，整体竞争力较强。

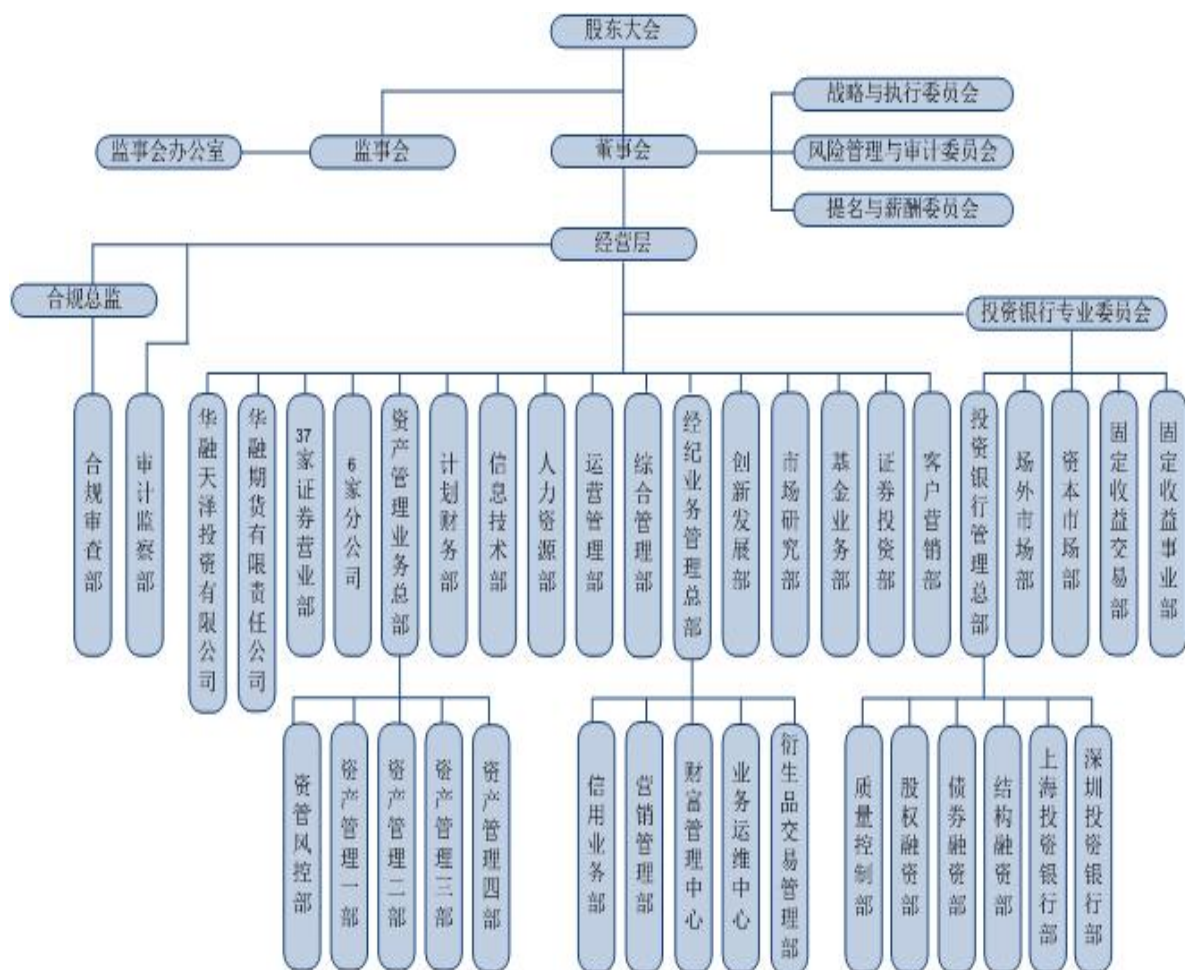
近年来，公司经纪业务受股票市场行情影响有所波动，财务顾问业务竞争优势比较明显，资产管理业务收入排名靠前，自营业务业绩较好；公司盈利水平逐步提升，杠杆水平较低，偿债压力小，资本充足。作为控股股东中国华融的重要业务平台，公司能够得到中国华融在客户资源、销售渠道、品牌建设及产品创新等方面的有力支持。

本次债券由中债增提供不可撤销的连带责任保证担保。中债增资产规模大，风险控制水平高，综合盈利能力强，其对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期

不能偿还的风险极低。

附件 1 华融证券股份有限公司组织结构图



附件 2-1 华融证券股份有限公司
合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2014 年 6 月末
货币资金	255,449.53	262,683.24	275,237.11	276,168.32
其中：客户资金存款	215,827.38	204,422.52	199,572.01	225,765.71
结算备付金	37,521.75	39,051.90	79,276.22	67,686.99
其中：客户备付金	21,920.00	22,641.36	50,275.62	26,958.78
拆出资金				
融出资金	0.00	11,181.81	151,927.57	142,609.75
交易性金融资产	145,492.38	76,119.69	85,163.27	340,565.30
衍生金融资产				
买入返售金融资产	10,000.00	18,600.36	69,059.82	143,721.58
应收款项				
应收利息	1,306.55	2,180.60	11,044.51	34,051.48
存出保证金	13,988.84	27,247.60	26,527.68	21,158.91
可供出售金融资产	89,589.03	157,735.58	106,953.33	338,973.45
持有至到期投资	0.00	3,575.00	21,525.00	19,400.00
长期股权投资	140.00	140.00	140.00	140.00
投资性房地产				
固定资产	8,205.07	8,023.74	7,657.11	7,767.10
在建工程				
无形资产	1,197.19	1,067.20	1,153.95	1,062.36
其中：交易席位费	802.20	657.30	512.40	439.95
商誉	1,806.25	1,806.25	1,806.25	1,806.25
递延所得税资产	5,629.18	1,803.96	7,490.53	5,941.41
其他资产	132,429.19	104,703.87	320,367.64	309,873.94
资产总计	702,754.96	715,920.79	1,165,330.01	1,710,926.85

附件 2-2 华融证券股份有限公司
 合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2014 年 6 月末
负债：				
短期借款				
应付短期融资款				
拆入资金	0.00	0.00	70,000.00	120,000.00
交易性金融负债				
衍生金融负债				
卖出回购金融资产款	0.00	0.00	30,000.00	429,549.00
代理买卖证券款	239,918.40	241,106.16	202,594.05	232,071.00
信用交易代理买卖证券款	0.00	2,137.54	22,115.13	11,428.01
代理承销证券款				
应付职工薪酬	6,523.31	11,572.23	27,717.66	24,584.98
应交税费	4,672.12	715.90	6,531.89	6,305.88
应付账款				
应付利息	6.83	0.00	4,807.25	14,344.15
预计负债				
长期借款				
应付短期融资债券	0.00	0.00	100,000.00	100,000.00
次级债	0.00	0.00	150,000.00	180,000.00
递延所得税负债	0.00	520.68	0.00	994.86
其他负债	10,439.08	9,297.61	14,408.13	21,310.84
负债合计	261,559.74	265,350.13	628,174.11	1,140,588.72
所有者权益：				
实收资本	300,267.33	300,267.33	317,753.65	317,753.65
资本公积	76,336.03	79,562.05	82,032.48	87,551.25
盈余公积	10,383.81	11,992.19	14,924.04	14,924.04
一般风险准备	10,383.81	11,992.19	14,924.04	14,924.04
交易风险准备	10,383.81	11,992.19	14,924.04	14,924.04
未分配利润	31,267.74	32,580.27	46,711.37	63,441.84
外币报表折算差额				
归属于母公司的所有者权益合计	439,022.55	448,386.21	491,269.60	513,518.85
少数股东权益	2,172.67	2,184.46	45,886.30	56,819.28
所有者权益合计	441,195.22	450,570.66	537,155.90	570,338.13
负债及所有者权益总计	702,754.96	715,920.79	1,165,330.01	1,710,926.85

附件 3 华融证券股份有限公司 合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2010 年	2012 年	2013 年	2013 年 6 月
一、营业收入	51,796.82	71,545.66	115,324.16	74,547.59
手续费及佣金净收入	48,185.08	38,244.95	75,936.32	41,766.90
其中：经纪业务手续费净收入	24,485.28	14,982.44	26,052.44	11,524.67
投资银行业务手续费净收入	8,398.34	15,420.36	30,684.48	10,484.31
资产管理业务手续费净收入	250.10	420.92	831.78	575.44
财务顾问业务净收入	14,119.27	6,211.29	16,421.65	18,547.09
受托客户资产管理业务净收入				
利息净收入/(支出)	1,845.41	4,673.13	5,341.54	-3,764.72
投资收益	20,444.43	15,350.27	30,159.95	30,411.07
公允价值变动损失	-18,718.58	13,075.05	3,843.41	6,103.88
汇兑损失	-168.97	-8.77	-103.39	30.46
其他业务收入	209.45	211.03	146.33	0.00
营业收入合计	51,796.82	71,545.66	115,324.16	74,547.59
二、营业支出	39,985.72	48,988.90	76,067.27	38,846.48
营业税金及附加	3,773.71	3,775.58	6,637.93	3,941.12
业务及管理费	36,204.36	45,220.53	69,388.71	31,619.05
资产减值损失	7.66	-7.21	40.63	3,286.31
其他业务成本				
营业支出合计	39,985.72	48,988.90	76,067.27	38,846.48
三、营业利润	11,811.10	22,556.75	39,256.90	35,701.11
加：营业外收入	121.04	43.70	536.55	203.86
减：营业外支出	66.49	8.76	91.85	53.06
四、利润总额	11,865.65	22,591.70	39,701.60	35,851.91
减：所得税费用	3,072.40	6,442.28	9,066.32	8,693.54
五、净利润	8,793.25	16,149.42	30,635.29	27,158.37
其中：归属于母公司所有者的净利润	9,099.47	16,137.64	30,926.65	25,530.48
少数股东损益	-306.22	11.78	-291.37	1,627.89
六、其他综合收益	-2,191.55	3,226.03	-6,154.52	5,518.77
七、综合收益总额	6,601.70	19,375.45	24,480.77	32,677.14
归属于母公司所有者的综合收益总额	6,907.92	19,363.66	24,772.13	31,049.25
归属于少数股东的综合收益总额	-306.22	11.78	-291.37	1,627.89

附件 4 华融证券股份有限公司

合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2012 年	2013 年	2013 年 6 月
一、经营活动产生的现金流量:				
处置交易性及可供出售金融资产净增加额	-32,681.53	82,454.50	36,285.11	-232,786.60
收取利息、手续费及佣金的现金	64,533.90	46,466.05	85,931.39	54,725.57
拆入资金净增加额	0.00	0.00	70,000.00	50,000.00
回购业务资金净增加额	0.00	0.00	0.00	324,887.24
代理买卖业务的现金净增加额	0.00	3,290.45	0.00	18,789.83
收到其他与经营活动有关的现金	7,577.62	4,053.24	25,646.24	18,373.18
经营活动现金流入小计	39,429.98	136,264.24	217,862.73	233,989.23
融出资金净增加额	0.00	0.00	140,745.76	-9,317.82
支付利息、手续费及佣金的现金	9,351.85	8,837.12	14,533.58	14,713.47
支付给职工以及为职工支付的现金	16,831.71	20,660.56	29,445.75	22,308.93
支付的各项税费	12,445.84	11,180.05	15,534.81	12,064.37
拆出资金净额				
回购业务资金净减少额	0.00	8,600.36	20,459.47	0.00
代理买卖证券支付的现金净额	132,401.34	0.00	18,532.99	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	23,328.70	46,418.50	33,729.39	18,344.27
经营活动现金流出小计	194,359.44	95,696.59	272,981.75	58,113.21
经营活动产生的现金流量净额	-154,929.46	40,567.66	-55,119.02	175,876.02
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	72,267.57	245,072.69	225,402.22	226,427.71
取得投资收益收到的现金	20,220.46	14,216.81	19,988.34	3,704.36
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额				
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	500.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	92,988.03	259,289.50	245,390.56	230,132.07
投资支付的现金	115,583.72	278,961.84	447,308.64	457,493.86
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,438.46	2,122.69	2,185.80	1,897.54
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	120,022.18	281,084.53	449,494.44	459,391.41
投资活动产生的现金流量净额	-27,034.15	-21,795.03	-204,103.88	-229,259.34
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	138,000.00	0.00	70,104.47	13,700.00
取得借款收到的现金	25,000.00	0.00	0.00	0.00
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	250,000.00	230,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	163,000.00	0.00	320,104.47	243,700.00
偿还债务支付的现金	125,000.00	0.00	0.00	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,115.69	10,000.00	8,000.00	200,000.00
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	1,005.16
筹资活动现金流出小计	130,115.69	10,000.00	8,000.00	201,005.16
筹资活动产生的现金流量净额	32,884.31	-10,000.00	312,104.47	42,694.84
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-168.97	-8.77	-103.39	30.46
五、现金及现金等价物净增加额	-149,248.28	8,763.86	52,778.19	-10,658.02
加: 期初现金及现金等价物余额	442,219.56	292,971.29	301,735.14	354,513.33
六、期末现金及现金等价物余额	292,971.29	301,735.14	354,513.33	343,855.31

附件 5 华融证券股份有限公司 主要财务指标

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
自有资产（亿元）	46.28	47.48	96.27	147.89
自有负债（亿元）	2.16	2.42	42.56	90.85
可快速变现资产	30.03	33.83	51.78	105.70
总债务（亿元）	0.00	0.00	35.00	92.95
净资本（亿元）	30.24	44.95	49.09	53.42
净资本/净资产（%）	68.70	75.39	105.03	104.43
净资本/各项风险准备之和（%）	1,146.10	1,142.67	1,010.76	762.92
EBITDA（亿元）	2.15	2.63	5.00	5.56
营业费用率（%）	69.90	63.21	60.17	42.41
平均净资产收益率（%）	3.99	3.62	6.20	9.52
EBITDA 全部债务比	--	--	0.14	0.06
EBITDA 利息倍数	3.30	23.12	6.21	3.00
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.11	0.13	0.25	0.28

注：此表中与净资产、净资本、自有资产、自有负债有关的指标均为母公司口径，其余为合并口径。

附件 6-1 中债信用增进投资股份有限公司
合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

项 目	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2014 年 3 月末
流动资产：				
货币资金	315.13	1,187.88	565.79	4,585.59
存放同业款项	30,894.25	55,799.00	17,882.84	11,901.20
拆出资金	-	-	-	-
交易性金融资产	61,161.31	77,172.37	66,937.79	67,764.24
衍生金融资产	-	-	361.68	22.40
买入返售金融资产	11,740.00	130,288.40	-	7,000.00
应收账款	6,074.33	2,544.49	-	210.82
应收股利	-	-	-	-
应收利息	15,287.13	16,415.05	17,919.84	15,882.84
其他应收款	302.61	525.66	519.93	517.13
预付账款	340.58	486.36	434.11	401.91
其他流动资产	-	-	-	-
流动资产合计	126,115.34	284,419.21	104,621.98	108,286.13
非流动资产：			-	-
持有至到期投资	84,151.45	130,069.62	135,025.21	135,015.33
可供出售金融资产	550,503.06	595,615.20	527,489.10	526,159.92
应收款项投资	150,000.00	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-
长期应收款	-	-	-	-
固定资产	905.91	989.67	624.24	531.48
在建工程	-	17,914.02	71,656.06	71,656.06
无形资产	132.93	149.97	265.33	275.11
长期待摊费用	535.52	75.83	125.61	105.95
递延所得税资产	8,095.17	7,356.85	22,353.09	22,353.09
其他非流动资产	-	-	-	-
非流动资产合计	794,324.04	752,171.15	757,538.66	756,096.95
资产总计	920,439.38	1,036,590.37	862,160.63	864,383.08

附件 6-2 中债信用增进投资股份有限公司
合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月末
流动负债：				
短期借款	-	-	-	-
拆入资金	-	-	-	-
交易性金融负债	-	-	-	-
卖出回购金融资产款	220,240.00	260,081.00	50,135.00	25,000.00
衍生金融负债	1,706.28	523.79	-	-
应付账款	-	-	-	-
预收账款	14,059.60	16,196.78	24,735.24	22,042.09
应付职工薪酬	3,017.32	8,146.59	10,047.57	8,371.76
应交税费	6,744.75	13,548.49	12,430.91	10,531.03
应付利息	1,310.83	318.76	35.74	27.57
应付股利	-	-	-	-
其他应付款	45.00	115.47	67.25	1,327.94
其他流动负债	-	-	-	-
流动负债合计	247,123.78	298,930.88	97,451.70	67,300.39
非流动负债：			-	-
长期借款	-	-	-	-
风险准备金	9,579.00	20,793.00	62,045.88	73,184.33
预计负债	-	-	-	-
递延所得税负债	3,688.21	2,209.50	90.42	90.42
非流动负债合计	13,267.21	23,002.50	62,136.30	73,274.75
负债合计	260,390.99	321,933.38	159,588.01	140,575.15
所有者权益：	-	-	-	-
股本	600,000.00	600,000.00	600,000.00	600,000.00
减：库存股	-	-	-	-
资本公积	-4,684.84	6,628.49	-11,357.83	-4,480.62
盈余公积	6,473.32	10,802.85	17,993.05	17,993.05
一般风险准备	-	-	-	-
未分配利润	58,259.90	97,225.65	95,937.41	110,295.52
所有者权益合计	660,048.38	714,656.99	702,572.63	723,807.94
负债和所有者权益总计	920,439.38	1,036,590.37	862,160.63	864,383.08

附件 7 中债信用增进投资股份有限公司

合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
一、营业收入	69,408.37	94,653.10	157,929.83	35,088.85
主营业务收入	36,599.69	52,409.60	73,670.61	24,993.28
利息收入	5,237.14	1,259.94	480.52	186.594948
投资收益	29,060.55	40,256.03	85,057.08	9,417.79
公允价值变动收益	-1,573.01	455.84	-1,368.07	487.18
汇兑收益	-	-	-	-
其他业务收入	84.00	271.70	89.70	4
二、营业成本	18,400.39	33,094.18	64,793.92	15,947.21
主营业务成本	-	110.00	365.00	42
提取风险准备金	5,947.86	11,214.00	41,252.88	11,138.45
利息支出	3,438.91	4,844.21	4,008.52	192.93
营业税金及附加	2,521.31	2,955.13	7,077.58	1,447.20
业务及管理费	6,492.31	13,970.85	12,089.95	3,126.64
其他业务成本	-	-	-	-
资产减值损失	-	-	-	-
三、营业利润	51,007.97	61,558.91	93,135.91	19,141.63
加: 营业外收入	573.60	28.86	737.34	2.5
减: 营业外支出	0.14	6.44	13.26	-
四、利润总额	51,581.44	61,581.33	93,859.99	19,144.13
减: 所得税费用	11,443.01	18,286.06	21,958.03	4,786.03
五、净利润	40,138.43	43,295.27	71,901.96	14,358.10
其他综合收益	-13,053.37	11,313.33	-17,986.32	6,877.21
六、综合收益总额	27,085.06	54,608.61	53,915.64	21,235.31

附件 8 中债信用增进投资股份有限公司

合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量				
提供增信服务取得的现金	39,722.36	58,002.97	84,619.77	22,089.31
收到增信合同代偿的现金	-	-	-	0
收到其他与经营活动有关现金	3,949.84	1,450.66	1,750.69	796.17
经营活动现金流入小计	43,672.20	59,453.63	86,370.46	22,885.48
支付增信合同赔付等款项现金	-	-	-	0
支付给职工以及为职工支付现金	3,583.86	4,468.26	6,217.92	3,480.33
支付的各项税费	13,757.32	18,745.86	41,265.20	8,378.20
支付其他与经营活动有关现金	2,785.46	4,505.84	4,594.88	412.23
经营活动现金流出小计	20,126.65	27,719.97	52,078.00	12,270.76
经营活动产生的现金流量净额	23,545.55	31,733.66	34,292.47	10,614.72
二、投资活动产生的现金流量	-	-	-	0
收回投资收到的现金	746,838.25	434,711.39	262,537.44	66,027.84
取得投资收益收到的现金	27,135.57	40,259.41	83,729.28	11,839.20
收到买入返售金融资产现金款	2,171,182.22	273,034.57	198,000.19	83,577.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	-	-	0
收到其他与投资活动有关现金	5.00	7.70	660.72	4
投资活动现金流入小计	2,945,161.03	748,013.07	544,927.63	161,448.04
投资支付的现金	1,013,937.00	364,748.16	215,858.30	58,089.85
支付买入返售金融资产现金款	1,739,672.16	404,452.97	57,831.80	90,577.00
构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,007.62	18,580.77	53,853.84	17.75
支付其他与投资活动有关现金	11.60	188.15	101.80	0
投资活动现金流出小计	2,754,628.38	787,970.05	327,645.75	148,684.60
投资活动产生的现金流量净额	190,532.65	-39,956.97	217,281.89	12,763.44
三、筹资活动产生的现金流量	-	-	-	0
吸收投资收到的现金	-	-	-	0
取得借款收到的现金	2,305,000.00	2,503,800.00	1,224,000.00	14,000.00
收到卖出回购金融资产现金款	6,014,227.09	9,998,360.00	9,354,373.74	611,046.00
筹资活动现金流入小计	8,319,227.09	12,502,160.00	10,578,373.74	625,046.00
偿还债务支付的现金	2,305,000.00	2,472,800.00	1,224,000.00	14,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,900.70	5,840.18	70,286.60	205.00
支付卖出回购金融资产现金款	6,251,012.19	9,989,519.00	9,574,199.74	636,181.00
筹资活动现金流出小计	8,558,912.89	12,468,159.18	10,868,486.35	650,386.00
筹资活动产生的现金流量净额	-239,685.79	34,000.82	-290,112.60	-25,340.00
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-25,607.59	25,777.51	-38,538.25	-1,961.83
加: 期初现金及现金等价物余额	56,816.96	31,209.38	56,986.88	18,448.63
六、期末现金及现金等价物余额	31,209.38	56,986.88	18,448.63	16,486.80

附件 9 中债增主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年一季度
资产负债率	28.29%	31.06%	18.51%	16.26%
信用增进服务收入（万元）	36,599.69	52,409.60	73,670.61	24,993.28
投资收益（万元）	29,060.55	40,256.03	85,057.08	9,417.79
净资产收益率	6.21%	6.30%	10.15%	8.05%
总资产净利率	3.95%	4.42%	7.57%	6.65%
信用增进责任余额（万元）	5,658,200.00	6,825,800.00	8,985,800.00	9,329,800.00
风险准备金（万元）	9,579.00	20,793.00	62,045.88	73,184.33
净资产增信倍数（倍） ¹	8.57	9.55	12.79	12.89

¹净资产增信倍数=信用增进责任余额/净资产。

附件 10 有关计算指标的计算公式-1

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
自有负债	总负债-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
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—客户资金存款利息支出+固定资产折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（利息支出—客户资金存款利息支出）
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—客户备付金

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

此计算公式表用于中原证券相关指标计算

附件 11 有关计算指标的计算公式-2

指标名称	计算公式
增长指标	
增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据+应付短期债券

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 12 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 华融证券股份有限公司 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，每年华融证券股份有限公司经审计的财务报告出具后2个月内对华融证券股份有限公司2014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。

华融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。华融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华融证券股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现华融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。

如华融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，直至华融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予以公布，并同时报送华融证券股份有限公司、监管部门和交易机构等。

