

信用等级公告

联合[2013] 126 号

联合资信评估有限公司通过对平安证券有限责任公司的信用状况进行综合分析和评估，确定

平安证券有限责任公司
主体长期信用等级为 AAA
评级展望为稳定

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年三月二十五日



平安证券有限责任公司

2013 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级	AAA
评级展望	稳定

评级时间

2013 年 3 月 25 日

主要数据

项 目	2012 年 6 月 末	2011 年 末	2010 年 末	2009 年 末
资产总额(亿元)	274.90	283.55	299.76	243.69
自有资产(亿元)	200.53	197.01	136.49	98.44
自有负债(亿元)	116.67	122.60	71.04	48.91
总债务(亿元)	107.55	113.27	60.45	43.16
股东权益(亿元)	83.86	74.41	65.44	49.36
净资本(亿元)	55.34	46.87	46.02	37.05
净资本/净资产(%)	69.39	65.71	70.76	75.53
净资本/自有负债(%)	49.72	39.34	50.41	66.31
自有资产负债率(%)	58.18	62.23	52.05	49.86
净资本/各项风险准备之和(%)	367.02	305.66	284.07	317.09
项 目	2012 年 1-6 月	2011 年	2010 年	2009 年
营业收入(亿元)	17.45	30.56	38.45	24.75
净利润(亿元)	6.64	9.64	15.93	10.72
EBITDA(亿元)	-	16.58	23.21	14.45
营业费用率(%)	44.41	54.12	41.02	41.25
平均资产收益率(%)	3.34	5.78	13.56	11.52
平均净资产收益率(%)	8.38	13.78	27.75	24.41
总债务/EBITDA	-	6.83	2.60	2.99
EBITDA 利息倍数	-	4.72	11.20	20.83

分析师

田 兵 赖金昌 陶 亮

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

平安证券有限责任公司(以下简称“公司”)近年来公司治理与内控水平逐步提高,业务转型取得良好成效,投资银行业务竞争优势明显,创新业务稳步推进,整体盈利能力处于同业较好水平。公司作为中国平安保险(集团)股份有限公司(以下简称“平安集团”)实际控制的子公司,是平安集团综合金融平台的重要成员,可获得平安集团的大力支持。联合资信评估有限公司确定平安证券有限责任公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

优势

- 业务结构相对均衡,在投资银行业务方面优势明显;
- 在行业净利润下滑的背景下,公司保持较好的盈利水平;
- 实际控制人平安集团实力雄厚,业务平台多元化,能在客户资源、营销渠道及流动性等方面给予有力支持,有助于公司形成差异化的竞争优势。

关注

- 公司整体发展模式和盈利模式处于转型过程中,盈利增长的稳定性有待观察;
- 需关注经济周期波动、国内股票市场持续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。

声 明

一、本报告引用的资料主要由平安证券有限责任公司（以下简称“委托人”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对以上资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与委托人构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为一年(2012年10月18日至2013年10月17日)，联合资信将对委托人进行定期和不定期跟踪评级。



一、主体概况

平安证券有限责任公司的前身为成立于1991年8月的平安保险证券业务部。1995年10月，经中国人民银行批准，平安证券有限责任公司(以下简称“公司”)正式成立，总部设在深圳。经历数次增资扩股，截至2012年6月末公司注册资本为30亿元。股东持股情况见表1。公司的实际控制人是平安保险(集团)有限公司(以下简称“平安集团”)。平安集团通过持有平安信托有限责任公司(以下简称“平安信托”)99.88%的股份对公司实现绝对控股(股权结构图见附录1)。

表1 公司股东及持股情况表

股 东	出资额 (亿元)	持股比例 (%)
平安信托有限责任公司	26.03	86.77
林芝新豪时投资发展有限公司	2.97	9.90
江苏白雪电器股份有限公司	0.50	1.67
上海市糖业烟酒(集团)有限公司	0.50	1.67
合 计	30.00	100.00

公司主要经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；融资融券业务。

公司设有投资银行事业部、资产管理事业部、固定收益事业部等20个职能部门，并在全中国33个城市拥有43家营业部。公司下设5家控股子公司，分别为平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)、中国平安证券(香港)有限公司(以下简称“平安香港”)、平安期货(香港)有限公司(以下简称“平安期货(香港)”)、平安财智投资管理有限公司(以下简称“平安财智”)、平安智汇投资管理(深圳)有限公司。

截至2012年6月末，平安证券资产总额274.90亿元，其中客户资金存款61.44亿元；负债总额191.04亿元，其中代理买卖证券款74.36亿元；所有者权益83.86亿元，净资本

55.34亿元。2012年1~6月，公司实现营业收入17.45亿元，净利润6.64亿元。

住所：广东省深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

法定代表人：杨宇翔

二、营运环境

1. 营运环境分析

(1) 国际经济环境

2008年以来，波及全球主要经济体的金融危机深刻地改变了世界经济发展进程。在危机期间各国政府财政支出高速增长导致政府债务负担加重，金融危机已演变为主权债务危机。新兴市场国家在出台经济刺激政策后，经济恢复势头领先于欧美国家，新兴市场国家保持了一定经济增长水平，但面临着通货膨胀的压力。

欧债危机爆发以来，通过国际救助机构的帮助以及危机国家实施的一系列紧缩和改革措施的努力，欧洲金融系统性风险已大幅下降，但仍未完全消除，欧洲国家仍面临内需疲软、就业形势恶化、公共和私营部门债务过高等问题，实体经济投资者和消费者信心不足，经济增长缺乏动力。金融危机以来，美国在经历了四次量化宽松货币政策以来，成功控制了通货紧缩的压力，但就业市场形势并未好转，并且受财政悬崖预期的影响，美国经济形势存在一定的不确定性。

(2) 国内经济环境

在金融危机期间，中国经济在以政府投资和宽松的货币政策为主的经济刺激政策的推动下，经济增长率保持在9%以上，在应对外部市场冲击和恢复经济增长方面效果明显。然而经济刺激政策的实施导致了通货膨胀不断攀升和经济结构矛盾加剧。2011年，央行采取了较为紧缩的货币政策，六次上调存款准备金率、三次上调存贷款利率，CPI于7月至高点后平稳回落，但全年CPI仍在高位运行，2011年CPI增幅为5.4%，高于政府调控目标。2012年疲弱

的外需环境及国内生产成本的上涨，导致我国外贸进出口总额增速下降明显，同时也极大地影响了国内实体经济的发展。2012 年央行两次下调存款准备金率和两次降息，以及持续的逆回购操作，保证了市场的流动性，全年货币供给保持平稳，社会融资总量达 15.76 万亿元，较 2011 年增加 2.93 万亿元，有力支持了实体经济的发展。据初步统计，2012 年在固定资产投资增长的拉动下，全年 GDP 增长 7.8%，较

2011 年下降 1.4 个百分点。

目前，国内经济面临的挑战是推进金融财税体制改革，调整经济结构，优化资源配置，以缓解经济结构矛盾。2013 年，中国经济正处在转换和寻求新平衡的关键时期，政府将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。尽管，国际形势的不明朗，对我国企业的出口和投资造成一定的不利影响，但整体经济将保持平稳发展。

表 2 宏观经济主要指标表

项 目	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
GDP 增长率(%)	7.8	9.2	10.3	9.2	9.6
CPI 增长率(%)	2.6	5.4	3.3	-0.7	5.9
PPI 增长率(%)	-1.7	6.0	5.5	-5.4	6.9
M2 增长率(%)	13.8	13.6	19.0	27.7	17.8
固定资产投资增长率(%)	20.6	23.8	23.8	30.1	25.5
社会消费品零售总额增长率(%)	14.3	17.1	18.3	15.5	22.7
进出口总额增长率(%)	6.2	22.5	34.7	-13.9	17.8
进出口贸易差额(亿美元)	2311	1551	1831	1961	2955

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

(3) 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 2012 年末，我国境内上市公司数量达 2494 家，股票有效账户超过 1.40 亿户，股票总市值达 23.04 万亿元，2012 年全年境内股票筹资金额 3127.54 亿元，全年股票成交金额 31.47 万亿元，证券化率（股票总市值/GDP 总值）为 44.37%（见表 3）。

表 3 2008-2012 年我国股票市场主要指标情况表

项 目	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
境内上市公司数(家)	2494	2342	2063	1718	1625
境内股票筹资金额(亿元)	3127.54	5073.07	8954.90	3894.53	2619.71
股票市价总值(万亿元)	23.04	21.48	26.54	24.39	12.14
股票全年成交金额(万亿元)	31.47	42.16	54.56	53.60	26.71
上证综合指数(点)	2269.13	2199.42	2808.08	3277.14	1820.81
股票有效帐户数(亿户)	1.40	1.41	1.34	1.20	1.04
证券化率(%)	44.37	45.55	66.69	71.56	35.59

资料来源：中国证监会网站。

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

我国的债券市场主要由银行间债券市场和交易所市场组成。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场

保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量、成交量及托管余额均呈现较快增长（见表4）。与股票市场和债券市场相比，衍生品市场起步较晚，尚处于稳步推进发展之中。2012年，全国债券发行总额为6.2万亿元，其中政府债券、政策性银行债和政府支持债券合计占比为63%，非金融企业债务融资工具占比为14%，之前占比较高的央行票据暂停了发行；银行间债券市场现券成交量为70.8万亿元，较2011年增长11.32%。2012年末，债券托管量余额为23.8万亿元，其中政府债券、央行票据、政策性银行债和政府支持债券合计占比为71%，非金融企业债务融资工具占比为10%。

表4 2008-2012年我国债券市场发行额、成交额及托管余额（单位：万亿元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
债券发行总额（含央票）	6.2	7.8	9.3	8.7	7.2
债券发行总额（不含央票）	6.2	6.4	5.2	4.9	2.9
债券托管量余额	23.8	21.4	20.4	17.5	15.1
银行间债券市场现券成交量	70.8	63.6	64.0	47.3	37.1

资料来源：中国国债登记结算公司网站、中国证券登记结算公司网站。

证券市场的快速发展一定程度上推动了我国经济增长，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。证券市场持续快速发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供了较广阔的市场空间。

2. 我国证券公司发展状况

（1）市场主体及竞争格局

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。证券业协会披露数据显示，截至2012年末，我国共有114家证券公司，全行业资产总额1.72万亿元，净资产6943.46亿元，净资本4970.99亿元。2012年，全行业实现营业收入1294.71亿元，净利润329.30亿元。

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

经纪、自营、资产管理等业务。

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 2011 年末，资产总额、净资产、净资本、营业收入以及净利润排名前 10 家的证券公司合计占全行业的比重分别为 43.93%、47.22%、44.41%、45.29% 和 63.06%。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势，行业集中度可能进一步上升。

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。例如，由于尚未具备短期融资券和中期票据的承销资格，证券公司的债券承销业务正在被商业银行快速侵蚀。

（2）主营业务

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（见图 1）。证券经纪业务是我国证券公司目前最主要的业务组成部分，是收入的主要来源。近年来，投资银行业务和资产管理业务发展较快，收入持续增长，融资融券、股指期货、证券直投等创新性业务对证券公司的盈利贡献度也在不断增强。

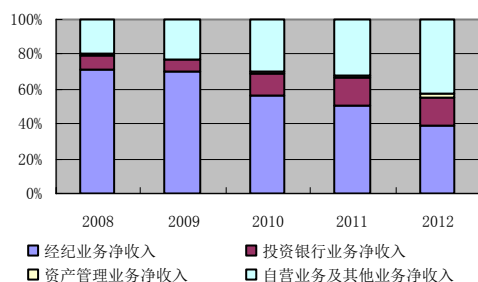


图 1 近几年我国证券行业业务收入结构图

资料来源：中国证券业协会网站。

经纪业务

由于市场竞争加剧，经纪业务市场平均佣金率由 2009 年的 0.13% 下降至 2011 年的 0.08%。加之金融危机后，股票市场交易量持续萎缩，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降，也导致了证券公司盈利水平的大幅下滑。在市场竞争日趋激烈之时，证券公司的经纪业务面临新的业务发展机遇和调整。2012 年 8 月，证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定(草案)》，并向社会公开征求意见。这预示着证券公司代销金融产品业务即将开闸，经纪业务将迎来新的发展机遇。同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战，证券公司的经纪业务即将进入转型期，这可能会改变市场竞争格局。近年来融资融券业务的发展以及现金管理型产品的推出将为经纪业务带来新的增长动力。随着经纪业务竞争的加剧，证券公司将逐步向全方位金融服务提供商转变，借助业务间的相互关联为经纪业务发展提供支持，通过为投资者提供差异化和高附加值的综合化服务来提升市场竞争力。

投资银行业务

目前证券公司的投资银行业务仍以证券承销与保荐业务为主。近年来，随着股票市场融资功能的逐步完善，企业对股票融资的需求不断增加，债市融资规模也快速扩大，为证券公司提供了相对稳定的承销业务来源。投资银行业务净收入整体呈上升趋势，对营业收入的贡献度逐年提高。2012 年，证券公司全行业实现投资银行业务净收入 212.95 亿元，约占全行业营业收入的 16%。在证券市场中，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，导致了较高的业务集中度，2011 年股票及债券承销金额中排名前十家证券公司的市场份额合计约占 55%。合资证券公司依靠其全

球化的网络以及人才优势，迅速抢占高端市场，与国内证券公司展开了激烈竞争。在中小项目的承销业务上，一些证券公司通过其区域性特点和差异化策略，占有一定的市场份额，逐步形成自身品牌。未来债券市场的持续快速发展和并购重组业务的推动，将成为证券公司投资银行业务的增长点。此外随着新三板的扩容和国际板开板的临近，未来这两个领域能够持续推动证券公司投资银行业务的发展。在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司的流动性。

自营业务

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

资产管理业务

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

由于证券公司收益水平与证券市场行情高度正相关，近年来我国证券行业净利润呈现高波动性（见图 2）。

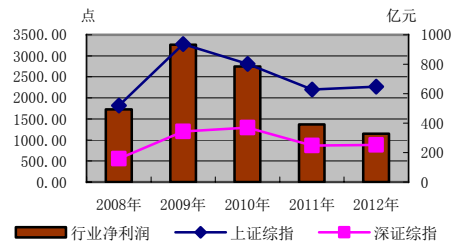


图 2 近几年我国证券行业净利润情况图

资料来源：中国证券业协会网站

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

（3）证券公司风险

在 2001-2004 年期间证券公司集中爆发破产清算风险后，监管部门推行的综合整治措施和客户交易结算保证金第三方存管政策改善了证券行业发展环境，加强了风险监控力度，证券行业迎来了新的稳定发展期。目前，证券公司普遍将完善公司治理结构作为风险管理的重要组成部分，明确了不同主体在风险管理上的职能；通过制定基本风险管理制度、内部控制制度或定期制作风险评估报告，明确风险管理的具体方法；依据监管要求，各证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据，风险管理能力较行业综合治理之前有了明显的进步。现阶段我国证券公司面临的主要风险包括以下几个方面：

市场风险。市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在

股票价格风险和利率风险方面。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

信用风险。证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资融券业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。融资融券业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资的信用风险管理主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来实施。

流动性风险。在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险。操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。证券公司主要通过完善公司治理和内控机

制、规范业务操作流程来控制人为失误；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。

法律政策风险。法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。我国证券公司面临的法律政策风险主要反映在两方面，一方面我国证券市场受法律政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场的波动影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

从我国实际情况看，证券公司在风险管理方面普遍面临着一些问题和挑战：第一，我国证券公司开展风险管理的时间还不长，由于产品和业务种类并不完善，风险复杂程度与国际同行业相比仍然较低，全面风险管理的理念未在行业内得到普遍重视。第二，随着全面风险管理理念的提出，证券公司面临着将已有的证券交易、结算、财务管理等不同信息系统进行整合的重要任务，基础数据和信息系统框架的整合成为制约证券公司风险管理水平提升的瓶颈。第三，受国内金融市场成熟度的限制，证券公司普遍缺乏风险对冲的工具，市场创设对冲产品的机制不足，市场风险管理工具的应用仍然有限。第四，证券公司对于操作风险基本处于定性管理阶段，缺乏量化管理的工具和手段。第五，由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，证券公司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。

（4）监管与政策支持

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

经过历时 3 年的证券公司综合治理，一批问题证券公司得到处理，证券公司业务经营得到规范，风险得到有效化解。2007 年 8 月，综合治理结束后，证券行业也随之转入了常规监管阶段。此后，证监会陆续出台了多项规章制度，并逐步建立起以净资本为核心监管指标、实施证券公司分类监管的监督管理机制，对我国证券公司整体经营业绩和风险管理能力的提升起到了积极的推动作用。

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

总体看，未来一段时间，证券公司将迎来业务创新和发展的良好外部机遇，资本实力、管理水平、创新能力以及人才储备等因素将对证券公司市场竞争力产生影响。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司实际控制人平安集团成立于 1988 年，是我国第一家股份制保险企业，现已发展成为集保险、银行、投资等金融业务为一体的综合金融服务集团。平安集团为香港联合交易所主板及上海证券交易所两地上市公司。截至 2012 年 6 月末，平安集团资产总额 26449.99 亿元，负债总额 24513.18 亿元，归属于母公司股东权益合计 1395.9 亿元；2011 年实现营业收入 1595.31 亿元，净利润 175.27 亿元。作为国内重要的上市金融公司，平安集团资金实力雄厚，管理先进，业务平台多元化。公司是平安集团的重要金融板块之一，在人员、资金、业务拓展等方面得到了平安集团的大力支持。

公司根据《公司法》、《证券法》、《证券公司治理准则(试行)》等有关法律法规及公司章程，构建了由股东大会、董事会、监事会及高管层组成的法人治理结构，并制定了相关议事规则。

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，审议年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案等。近年来，公司能够按相关规定召开股东大会，确保了股东的知情权、决策权。

公司董事会由 11 名董事组成。其中股东董事 8 名，独立董事 3 名。董事会承担制订公司年度财务预决算方案、利润分配方案，决定公司内部管理机构设置等职能。董事会下设财务委员会、风险控制委员会、审计委员会和薪酬与提名委员会等 4 个专门委员会。近年来，平安证券董事会及下设专门委员会依据相关议事规则开展工作，有效发挥了各自专业职能。

公司监事会由 6 名监事组成。其中股东监事 4 名，职工监事 2 名。监事会主要负责稽查公司财务、对董事及高级管理人员的履职情况进行监督。

公司实行董事会领导下的首席执行官负责

制。公司高级管理人员包括首席执行官 1 名、董事会秘书 1 名，总经理兼财务总监 1 名、副总经理 2 名。首席执行官对董事会负责。高级管理人员负责公司的日常经营管理活动。

公司董事会、监事会及高管人员大多拥有较高的专业素质及在大型金融机构多年的从业经验，有助于管理职能的发挥。

总体看，公司搭建了较为完善的公司治理架构，管理团队整体素质较高，同时公司在运营过程中得到了股东的有力支持，以上因素有助于公司实现持续稳健发展。

2. 发展战略

在综合考虑宏观经济形势、行业发展及自身特点等因素的基础上，公司对自身的战略定位为“积累客户，积累资产，创造产品、创造交易；成为市场中重要的产品商和交易商”。公司针对各业务条线分别制定了发展路线图。投资银行业务方面，公司坚持中小企业战略，推动产品线的拓宽和服务内容的深化，从以“保荐”为主导的项目型模式，向“综合金融服务商”方转变。经纪业务方面，公司将细分和挖掘客户，针对不同类型的零售客户提供不同产品和理财服务。资产管理方面，公司将从创设符合特定客户需求的、特定风险收益特征的产品入手，强化投资能力。自营业务方面，公司将大力开展各种产品的套利业务，在风险可控的前提下，追求收益最大化。

总体看，公司定位明确，针对各项业务制定了较为清晰的发展路径，公司在实践中逐步形成一定优势，整体竞争力逐步增强。公司将继续依托平安集团综合金融平台优势，着力打造差异化的竞争力，拥有较大的发展空间。

3. 内部控制

公司根据业务发展逐步调整和完善内部组织架构(组织架构图见附录 2)，形成了较为严密的内控机制。公司业务处理流程分为前、中、后台三个部分，从制度上规定了相应的业务功

能和审批权限，前台由业务部门控制，采用双人复核和主管领导审批的方式进行管理；中台主要是公司主管部门进行进一步核查及审批；后台主要是由合规、稽核以及风险管理等部门对项目进一步审查。公司对于投资银行业务、自营业务等业务条线都设有专门的委员会，负责对项目进行研究、审核、监督和管理。

公司专设合规总监，统一负责风险管理工作。合规部负责组织拟订并实施合规管理基本制度，评估、制定、修改、完善内部管理制度和业务流程；对内部管理制度、重大决策、新产品、新业务及重要业务活动等进行事前合规审查。公司稽核部全面负责内部稽核，监督内部控制制度的执行情况。

公司坚持风险导向的审计模式，持续开展对零售、固定收益、资产管理、自营等重点业务线的监督检查，做到及时发现问题并提出整改建议。公司注重通过规范流程、创新内控手段等措施，来把控业务品种增加、资产规模增大带来的风险。

公司通过开展员工培训来提高员工专业素质，并通过建立薪酬激励机制来优化人力资源配置。公司对高管采用固定月薪、递延年终奖励和长期奖励结合的方式，对于稳定高管队伍、避免短期行为起到了一定的积极作用。

总体看，公司内控机制较为完善，较好地支撑了各项业务的发展。

四、主营业务分析

公司主要业务板块包括投资银行业务、自营业务、经纪业务、资产管理业务和直接投资业务。

1. 投资银行业务

公司的投资银行业务主要包括股票、可转换债券和公司债、企业债等有色证券的保荐和承销业务，以及收购兼并、资产重组、股权转让等财务顾问业务。

近年来，资本市场的一系列变化，如中小

项目融资额的不断提升、债券市场总体规模的迅速扩大以及公司债审批流程的简化等因素，为公司定位于中小企业和成长性企业客户的股权融资业务以及债券融资业务带来了新的发展机遇。公司坚持内涵与外延式发展并举，股权融资承销业务位于同业前列(见表 5)。2011 年，公司共完成 42 家股票主承销项目，公司股票主承销家数、IPO 承销收入、中小板 IPO 保荐家数及其创业板 IPO 保荐家数等指标均居同业首位。公司在创业板和中小板保荐业务上的优势显著。

债券融资承销业务方面，公司抓住市场品种和容量扩张机遇，注重提升创新产品的品种和层次，在债券承销领域保持领先。2011 年，公司共完成企业债、公司债、金融债主承销项目 18 单，较之前年度明显增长。

表5 公司近三年证券承销业务情况表

项 目	2011 年	2010 年	2009 年
股票主承销家数	42	48	17
股票主承销家数排名	1	1	3
债券主承销家数	18	10	10
债券主承销家数排名	5	10	12
承销与保荐、并购重组等财务顾问业务净收入排名	1	2	5

公司投资银行业务的快速发展带来收入的明显增长。2009~2011 年，公司分别实现投资银行业务收入 8.67 亿元、24.06 亿元和 19.32 亿元，占营业收入的比重分别为 35.01%、62.56%和 63.21%。投资银行业务成为公司支柱性的收入来源。公司 2011 年承销与保荐、并购重组等财务顾问净收入排名同业首位。2012 年上半年，受市场行情影响，公司投资银行业务收入出现下滑，公司投资银行业务发展存在较大波动性。

2. 自营业务

公司自营业务由权益类投资和固定收益类投资两部分组成。公司经营层下设自营权益投资决策委员会和固定收益投资决策委员会，分别承担自营权益投资业务和固定收益类投资决策职能；投资管理部 and 固定收益事业部分别负

责相应的日常管理工作。公司出台了相关业务管理制度及流程规范，明确了投资决策、操作规程、业务授权及各项风险控制措施。

公司自营权益类证券投资以股票为主，另有部分股票型基金；固定收益类证券投资以债券为主。2009 年以来，由于权益类投资收益欠佳，公司逐步降低了该类投资比重，固定收益类投资占比逐年提高。截至 2011 年末，公司自营投资余额 147.73 亿元，其中权益类投资余额占比为 10.90%，固定收益类投资余额占比为 89.10%。2011 年末，自营权益类证券和自有固定收益类证券的投资余额分别占净资本的 13.76%和 307.64%，在监管限额内。

2009~2011 年，公司自营业务收入逐年减少，2011 年实现自营业务收入 3.93 亿元，占营业收入的比重为 12.88%。为在控制风险的基础上拓展盈利空间，公司采取量化投资策略，采用高频交易、统计套利、对冲交易等策略，2012 年上半年自营业务收入明显增长，自营业务对公司全年营业收入的贡献度有望提高。

3. 经纪业务

公司经纪业务资格齐全，向客户提供股票、基金、权证、债券等代理交易买卖业务。公司经纪业务条线下设机构业务部和零售业务事业部。机构业务部主要对基金、保险、商业银行以及私募等机构投资者进行开发和维护，通过提供专门研究及销售服务，获取分仓收入。公司研究团队具有较高的专业水准，在新兴产业、中小市值、汽车、电力设备等研究方向具有较强的市场影响力，较好地推动了对公经纪业务的发展。零售业务事业部对零售客户进行管理和维护。目前公司零售经纪业务营销手段以传统直销为主，即与银行合作，采取驻店的方式开展营销活动。

公司拥有一支由超过 2500 名业务人员组成的营销队伍。公司对业务人员制定了一套较为完善的培训体系，分阶段、有针对性地提供包括销售技能、业务及产品情况等全方位的培训，以提高业务人员的专业水平。公司通过流

程管理系统监督业务人员的交易行为，设立了关键指标对异常交易进行监控，以确保业务人员营销的合规性。专业化程度较高的经纪业务团队及较为严密的流程控制体系有助于公司经纪业务的稳健开展。

近年来，随着证监会对营业网点审批的放开，公司加快新设营业部步伐，抢占网点资源，近三年来新增营业部约 20 家，截至 2012 年 6 月末营业部数量达到 43 家。与同业相比，公司网点资源仍相对较少。

2010 年 11 月，公司作为第三批经核准的券商之一，获批开展融资融券业务。公司为此开展了业务培训、流程规范、平台建设等基础性工作，为融资融券业务的顺利推进提供了有效保障。公司将融资融券业务客户定位于资产规模在 50 万元以上的客户，在满足信用评级政策的基础上逐步拓展。2012 年上半年，公司日均融资融券规模为 5.89 亿元，约为 2011 年的两倍。公司目前的融资融券业务以融资为主，融券规模在 0.5 亿元以内。公司正积极筹备转融通业务，目前已完成转融通业务试点操作方案(初稿)、完成约定回购项目方案准备工作。融资融券业务有望成为公司未来经纪业务新的收入增长点。

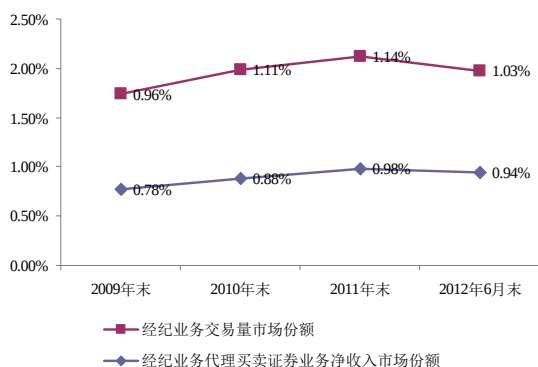


图3 公司经纪业务交易量及净收入市场份额

经纪业务是公司主要收入来源之一。主要受股票市场持续低迷、成交量萎缩的影响，公司经纪业务收入逐年减少，由 2009 年的 11.01 亿元降至 2011 年的 7.05 亿元，占营业收入的比重由 44.46%下降至 23.06%。公司经纪业务的

综合佣金率约为万分之七，低于行业平均水平，这主要是由于公司营业部多处在同业竞争较为激烈的经济发达地区和之前采取的规模竞争手段所致。从市场份额来看，近年来公司经纪业务交易量及经纪业务净收入所占市场份额逐年提高(见图 3)。2011 年公司代理买卖证券业务净收入排名为 27 位，较 2009 年的 44 位明显提高。

4. 资产管理业务

由于历史原因，公司资产管理业务一度受到监管限制。近年来，公司在逐步处理历史问题的同时，重点从建设队伍、增强内控等方面入手，目前已经形成了资产管理业务核心管理层及基础工作团队，内部管理逐步完善，资产管理业务逐步进入良性发展轨道。截至 2012 年 6 月末，公司受托管理资产规模约 8 亿元，较年初增加约 2 亿元。总体看，公司资产管理业务处于起步阶段，未来具有较大的发展空间。

5. 直接投资业务

公司通过 2008 年成立的全资子公司一平安财智开展直接投资业务。平安财智是证监会批准设立的第一批券商直投子公司之一。目前平安财智管理多支私募股权基金，并以前述基金和自有资金投资具有增长潜力的高品质企业。平安财智在电气及电机制造业、日常消费品、计算机应用服务业、化学原料及化学制品制造业等行业拥有多个直接投资成功案例，部分企业在中小板和创业板实现上市。2012 年上半年，由于公司实现多个项目的退出，直接投资业务收入爆发式增长，实现直接投资收益 4.45 亿元，较之前年度大幅增长，对公司营业收入起到明显拉动作用，目前占同期营业收入的 25.50%。由于直接投资业务收入的实现受到 IPO 发行审核等退出因素的影响，该项业务收入的持续性存在较大不确定性。

总体看，由于近年来国内股票市场行情持续低迷，公司经纪业务收入逐年下降，但市场竞争力有所增强，融资融券业务发展势头良好；投资银行业务在中小板和创业板 IPO 及承销领

域形成明显优势；随着投资业务策略转变，投资收益明显提高；资产管理业务尚在逐步发展过程中；由于多个投资业务的成功退出，直接投资业务收入明显增长。公司总体业务转型取得了一定成效，市场竞争力逐步增强。

五、风险管理分析

公司构建了由董事会、管理层、风险管理部、相关业务部门及其下设分支机构组成的多层次的风险管理组织体系。董事会负责公司风险管理体系的建设，对风险管理体系的健全和有效性负最终责任。董事会下设风险控制委员会负责拟定公司整体风险管理政策，就整体风险控制目标和政策及重大风险事项向董事会提供决策支持。公司经营层负责落实风险管理制度。经营层下设资产负债管理委员会，负责确定投资资产配置比例、风险限额等风险控制指标。风险管理部负责督促落实风险管理政策、推动风险管理体系建设，协助业务部门制定风险管理策略和风险控制措施，对重点业务进行风险监控，开展风险评估及压力测试工作。公司各业务部门履行直接的风险管理职责，是风险管理的第一道防线。公司在各部门和营业部设立内控经理，协助负责人完成合规管理和风险控制工作。

1. 市场风险管理

公司面临的市场风险主要来自自营业务、资产管理业务等业务。

公司对投资业务制定了包括投资规模、交易限额、风险限额及比例限制等控制措施，并定期进行调整。公司自营业务及资产管理业务实行分级授权、分级决策。公司实行证券池制度，严格控制投资品种风险，禁止交易证券池以外的证券品种，一级市场新股申购必须事先获得专门研究报告的支持。公司投资部门在规定的投资范围之内，通过适度多样化的投资组合管理模式降低持股集中度，分散投资风险。公司自营业务实施止损制度，设置了止损线和

止损预警线，将损失限制在可承受的范围。

公司采取风险值 VaR、久期等方法计量市场风险，形成了以净资本为核心的风险监控机制，建立了独立的风险监控系统，实现对市场风险的测量、监控、预警和报告，同时通过压力测试、敏感性分析等措施强化风险监控工作。

2. 信用风险管理

公司面临的信用风险主要来自自营业务、融资融券等业务。

自营业务的信用风险主要来自固定收益类投资。公司针对固定收益类投资建立了债券备选池和交易对手池，对可交易的对手和债券进行了严格限定。如超出备选范围，需要经过授权部门审批。公司根据交易对手的经济实力和历史履约情况建立分等级的交易对手池，并根据对交易对手的跟踪授信情况及时调整。在结算时，公司根据交易对手类别采取相应的结算方式。

融资融券业务方面，公司按照监管法规要求同时根据内部风险控制指标，确定融资融券总规模，并按月调整，对单个客户授信额度和单只标的证券的融资余额和融券余额进行明确限定。公司在融资融券业务中建立客户信用评估制度，根据客户身份、市值与收入状况、证券投资经验、风险偏好等因素，评估客户的风险承担能力和违约的可能性。公司将客户划分为不同类别，确定每一类别客户获得授信额度。客户的选择和授信由公司总部集中审核办理。公司在融资融券协议中明确约定了强制平仓权利和平仓条件。当客户的维持担保比例低于130%时，营业部将通知客户两个工作日内追加担保物并保留通知记录，若客户未能在规定期限内补足保证金或者到期未偿还债务时，公司有权进行强制平仓。

3. 流动性风险管理

公司财务企划部与风险管理部共同承担流动性风险管理工作。公司通过严控自营业务投

资规模、实施风险预算、完善流动性风险监控体系、建立临时流动性补给机制等措施来管理流动性风险。

公司对客户资金与自有资金实行分开管理。公司结合相关监管要求，对自营业务投资规模、自营投资占净资本的比例、自营中固定收益类投资和权益类投资的比例进行了严格限定，并进行监控。公司根据《证券公司风险控制指标管理办法》建立了包括资产负债率、净资产负债率、自营权益投资比率、净资本比率等指标在内的流动性风险监控指标体系。公司通过监控系统每日生成净资本计算表，监控净资本的变化。

为确保流动性，公司与部分商业银行建立了良好的合作关系，取得了一定的头寸拆借额度和质押贷款额度，建立了临时流动性补给机制。

4. 操作风险管理

公司主要通过增强员工风险意识、规范业务规程、严格岗位责任制度、强化系统建设等措施来控制操作风险。公司建立了操作风险监控平台，设计了覆盖关键风险点的监控指标，重点对资产转移、大额交易活动进行实时监控，并对异常资金流转、异常证券转移、异常交易及其他异常行为等进行实时预警。公司建立了差错处理程序和审批制度，明确差错的处理流程，对差错处理执行强制留痕。公司出台了重大突发事件应急制度，并制定了相应的应急预案。

为控制创新业务风险，公司出台了相应的业务管理办法，对创新业务的可行性分析、立项、评估、实施等过程进行规范，创新业务的

实施必须经过有权部门审批，以确保实现对创新业务风险的可测、可控和可承受。

总体看，公司建立了较为全面的风险管理制度，对各项业务开展形成有效的风险屏障。但业务规模的快速增长及创新业务的深入开展要求公司进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。

六、财务分析

公司提供了 2009~2011 年和 2012 年上半年合并财务报表。其中，2009~2011 年财务报表经安永华明会计师事务所审计，审计意见均为标准无保留；2012 年上半年财务报表未经审计。公司 2009 年和 2010 年财务报表合并了平安期货、平安财智和平安香港三家子公司。自 2011 年起公司合并财务报表新增了平安期货(香港)。

1. 盈利能力

近年来，公司营业收入呈现一定的波动性(见表 6)。2010 年，公司投资银行业务的快速发展带来证券承销业务收入大幅提高，弥补了股票市场行情低迷影响下公司代理买卖证券业务收入的减少，当年营业收入较 2009 年大幅增长 55.35%。2011 年，公司投资银行业务收入有所回落，导致营业收入较 2010 年减少 20.52%。2012 年上半年，公司经纪业务和股票承销业务收入水平下滑，但在债券业务及直接投资业务收入增长的带动下，公司营业收入水平表现稳定。

表6 公司营业收入情况表

项 目	2012 年 1~6 月		2011 年		2010 年		2009 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
手续费及佣金净收入	8.67	49.68	26.46	86.58	33.90	88.17	19.72	79.68
其中：代理买卖证券业务净收入	2.74	15.70	7.05	23.07	9.69	25.20	11.01	44.48
证券承销业务净收入	5.88	33.70	19.32	63.22	24.06	62.57	8.67	35.03
受托客户资产管理业务净收入	0.05	0.29	0.09	0.29	0.15	0.39	0.05	0.20

利息净收入/(支出)	-0.45	-2.58	-0.89	-2.91	0.36	0.94	0.61	2.46
投资收益	8.30	47.56	5.26	17.21	4.64	12.07	5.03	20.32
公允价值变动损失	0.76	4.36	-0.40	-1.31	-0.53	-1.38	-0.82	-3.31
汇兑损失	0.01	0.06	-0.08	-0.26	-0.01	-0.03	0.00	0.00
其他业务收入	0.15	0.86	0.22	0.72	0.09	0.23	0.21	0.85
营业收入合计	17.45	100.00	30.56	100.00	38.45	100.00	24.75	100.00

近年来，公司营业支出呈小幅增长趋势。从支出构成来看，公司营业支出中业务及管理费约占 90%，其中人力成本约占业务及管理费的 60%以上。公司营业费用率由 2009 年的 41.25% 上升至 2011 年的 54.12%；由于人力成本具有一定的上升刚性，公司的薪酬收入比由 2009 年的 24.28% 上升至 2011 年的 35.14%。随着公司经纪业务和投资银行业务等常规业务的规模扩大以及融资融券业务等创新业务逐步开展，预计公司的营业支出将继续保持上升趋势。

表 7 公司各业务条线营业利润情况表

项 目	2011 年	2010 年	2009 年
经纪业务(亿元)	2.41	4.82	6.86
投资银行业务(亿元)	12.47	16.50	4.20
固定收益业务(亿元)	4.52	4.08	2.14
权益投资自营业务(亿元)	-1.17	-0.36	1.82
总部及其他业务(亿元)	-6.12	-4.44	-1.78
营业利润合计(亿元)	12.11	20.60	13.24
营业利润率(%)	39.26	53.58	53.48

注：证券经纪分部从事证券代理买卖业务、融资融券业务；投行分部从事股票承销和保荐、财务顾问、企业合并与重组业务；固定收益分部从事债券自营买卖、债券承销业务；自营分部从事基金、股票的自营买卖；总部及其他分部通过战略、风险、资金、财务、法律、人力资源等职能为本集团的业务提供管理和支持，并包括子公司的业务。

从营业利润看，受投资银行业务收入大幅增长的影响，公司 2010 年实现营业利润 20.60 亿元，较 2009 年增长 55.65% (见表 7)。公司的固定收益业务发展比较稳定，对利润的贡献度有所提高，2011 年公司固定收益业务的营业利润占公司营业利润的 11.51%。受股票市场行情的影响，近两年公司权益投资自营业务为亏损。

公司净利润在 2010 年实现大幅增长后，2011 年明显回落(见表 8)；从盈利指标来看，公司盈利水平下降明显。2012 年上半年，公司净利润有所回升。

表 8 公司盈利情况表

项 目	2012年1-6月	2011 年	2010 年	2009 年
净利润(亿元)	6.64	9.64	15.93	10.72
平均资产收益率(%)	3.34	5.78	13.56	11.52
平均净资产收益率(%)	8.38	13.78	27.75	24.41

总体看，公司利润主要来自经纪业务和投资银行业务，固定收益业务以及直投业务对利润贡献度有所提高。在行业整体利润水平持续下滑的背景下，公司依赖投资银行业务的出色表现，较好地弥补了经纪业务收入下滑对利润带来的影响，公司盈利情况及稳定性明显优于行业平均水平。随着公司创新业务的逐步开展，公司的利润来源有望更加多元化。

2. 杠杆与资本充足性

公司实收资本为 30 亿元，近年来主要通过利润留存和计提风险准备等途径补充资本。2009 年以来，公司未对股东进行分红，净资产及净资本规模持续增长(见表 9)。2011 年末公司净资本余额为 46.87 亿元，同业排名 27 位，净资本水平一般。近年来公司净资本/净资产指标呈下降趋势，2011 年末该指标为 65.71%，较 2009 年末下降约 10 个百分点。

为提高资金使用效率，获取更高的投资收益，公司加大卖出回购金融资产的操作力度，公司自有负债呈较快增长趋势；净资本/自有负债和净资产/自有负债指标随之明显下降，自有资产负债率呈上升趋势，杠杆水平有所提高，但仍保持在较低水平，仍有较大的负债空间。本次债券发行后，公司的杠杆水平将有所上升。

近年来，公司自营和投资银行业务的风险准备变动较大，但净资本/各项风险准备之和指标保持相对稳定，2011 年末为 305.66%。

总体看，公司净资本规模处于行业一般水

平，以净资本为核心的风险控制指标均优于监管标准。考虑到业务发展、负债规模的增加和竞争的需要，公司资本充足性面临压力。

表 9 公司风险控制指标表

项 目	2012 年 6 月末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
净资本(亿元)	55.34	46.87	46.02	37.05
净资产(亿元)	79.75	71.33	65.03	49.36
净资本/各项风险准备之和(%)	367.02	305.66	284.07	317.09
净资本/净资产(%)	69.39	65.71	70.76	75.53
净资本/自有负债(%)	49.72	39.34	50.41	66.31
净资产/自有负债(%)	71.66	59.87	71.24	87.53
自有资产负债率(%)	58.18	62.23	52.05	49.86

注：数据来自公司净资本监管报表，为母公司口径。

3. 流动性

近年来公司可快速变现资产规模明显提高(见表 10)，可供售金融资产是可快速变现资产的最主要组成部分。公司的债券投资规模占可供出售金融资产的 90%以上，投资对象以高信用等级债券为主。2012 年 6 月末，公司持有债券的外部评级均在 AA⁻以上(短期融资券均为 A-1)，信用风险较小。近年来股票市场行情的低迷导致经纪业务下滑明显，原本占资产总额比重较高的公司客户资金存款大幅下降。由于债券投资规模的上升和客户资金存款的下降，可供出售金融资产占资产总额的比重上升较快。鉴于债券较好的变现能力，公司整体资产的流动性较好。未来创新业务的发展将更加考验公司的流动性管理水平。

表 10 公司资产情况表 (单位：亿元)

项 目	2012 年 6 月末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
可快速变现资产	183.22	182.97	148.03	100.10
其中：可供出售金融资产	120.07	125.00	58.93	34.33
其他类资产	91.68	100.58	151.73	143.59
其中：客户资金存款	61.44	67.19	104.14	122.58
客户备付金	11.39	17.19	36.01	13.11
资产总额	274.90	283.55	299.76	243.69

公司近年来自有负债规模及占负债总额的比重均呈上升趋势。其中，卖出回购金融资产款增长较快(见表 11)，主要由于公司为提高债

券投资杠杆加大了通过卖出回购方式融入资金的力度。公司非自有负债主要为代理买卖证券款和代理承销证券款。近年来由于受股票市场行情的影响，代理买卖证券款明显下滑，非自有负债占比下降明显。

2009~2010 年，公司可快速变现资产/自有负债指标分别为 2.04、2.08 和 1.49，呈下降趋势，但可快速变现资产对自有负债的覆盖程度仍处于较好水平。

2012 年上半年，公司可快速变现资产规模和占比与 2011 年末基本持平，自有负债有所减少，可快速变现资产/自有负债指标有所回升。

表 11 公司负债情况表 (单位：亿元)

项 目	2012 年 6 月末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
自有负债	116.67	122.6	71.04	48.92
其中：卖出回购金融资产款	103.48	110.83	60.45	43.16
非自有负债	74.36	86.54	163.27	145.42
其中：代理买卖证券款	74.36	86.54	142.970	138.42
代理承销证券款	-	-	20.30	7.00
负债总额	191.04	209.14	234.32	194.34

从现金流来看，公司近年来现金及现金等价物余额呈下降趋势(见表 12)，主要是由于代理买卖证券款的减少和可供出售金融资产配置的增加所致。2012 年上半年，公司加大了证券的短期买卖操作力度，经营性现金流规模大幅增长，经营性现金流表现为净流出；投资性现金净流入来自直接投资业务的收入实现；同期公司进行了少量的短期借款，筹资性现金流表现为小额流入。总体看，公司近年来现金流趋紧。

表 12 公司现金流量情况表 (单位：亿元)

项 目	2012年6月	2011年	2010年	2009年
经营性现金流量净额	-32.28	-84.17	28.74	74.94
投资性现金流量净额	18.61	-0.97	-1.38	-1.75
筹资性现金流量净额	1.64	2.43	-	-
现金及现金等价物净增加额	-12.01	-82.80	27.33	73.19
年末现金及现金等价物余额	103.99	116.01	198.8	172.08

4. 偿债能力

公司债务主要为买入返售金融资产和少量的短期借款，近年来由于公司总债务和利息支出的较快增长，总债务/EBITDA 指标上升较快，EBITDA 利息倍数呈下降趋势。公司利润对总债务和债务利息支出的保障程度有所下降(见表 13)，但仍处于较好水平。

表 13 公司偿债能力指标表

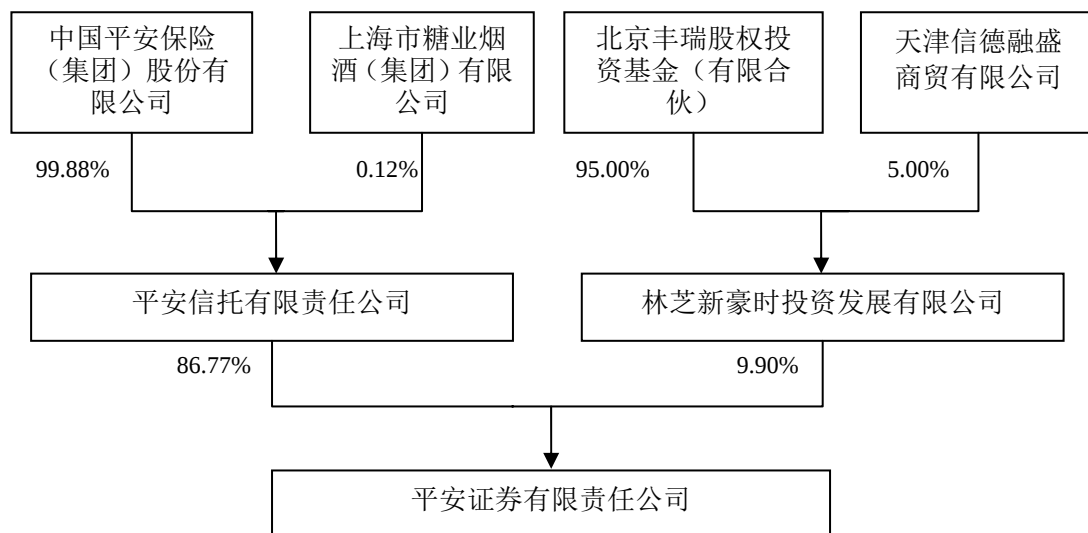
项 目	2012年 6月末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
总债务(亿元)	107.55	113.27	60.45	43.16
EBITDA(亿元)	-	16.58	23.21	14.45
总债务/EBITDA	-	6.83	2.60	2.99
EBITDA 利息倍数	-	4.72	11.2	20.83

注：总债务=短期借款+卖出回购金融资产。

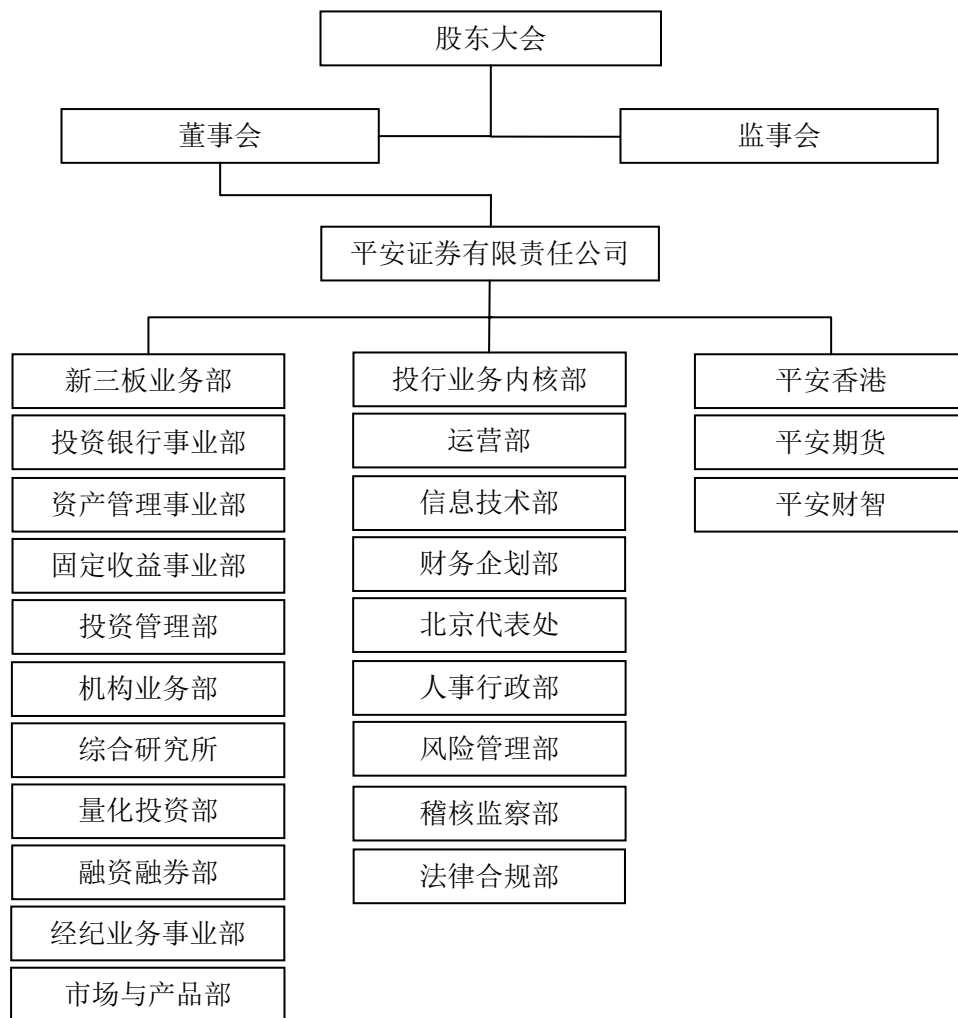
七、评级展望

作为国内中型券商之一，公司走特色化的发展道路，在投资银行、固定收益等业务方面形成较强的市场竞争力。随着资产管理业务、融资融券等新业务的较快发展，公司有望培育新的利润增长点，收入来源趋于多元化。依托平安集团的渠道、资源、人力以及流动性支持，公司经纪业务、投资银行业务等主营业务拥有较大的发展空间。但公司也面临着创新业务带来的资源补充以及资本市场波动等挑战。根据公司面临的外部经营环境和自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织结构图



附录 3 合并资产负债表

编制单位：平安证券有限责任公司

单位：亿元

项 目	2012 年 6 月末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
资 产				
货币资金	78.93	79.05	132.39	148.96
其中：客户资金存款	61.44	67.19	104.14	122.58
结算备付金	17.68	24.38	39.67	18.52
其中：客户备付金	11.39	17.19	36.01	13.11
融出资金	7.00	7.81	0.31	-
融出证券	0.02	0.02	-	-
交易性金融资产	25.58	22.73	32.82	33.98
买入返售金融资产	6.79	8.38	24.06	-
应收利息	3.03	3.39	0.02	0.00
存出保证金	3.14	2.74	3.22	3.05
可供出售金融资产	120.07	125.00	58.93	34.33
长期股权投资	3.80	4.23	3.67	1.14
投资性房地产	0.11	0.11	0.11	0.09
固定资产	1.47	1.79	1.85	1.61
无形资产	0.52	0.69	0.53	0.36
其中：交易席位费	0.01	0.01	0.02	0.05
递延所得税资产	0.68	1.38	0.18	0.22
其他资产	6.20	1.85	1.99	1.59
资产总计	274.90	283.55	299.76	243.69
负 债				
短期借款	4.08	2.43	-	-
卖出回购金融资产款	103.48	110.83	60.45	43.16
代理买卖证券款	74.36	86.54	142.97	138.42
代理承销证券款	0.00	0.00	20.30	7.00
应付职工薪酬	4.59	5.37	5.55	2.94
应交税费	1.59	0.56	1.59	1.64
应付利息	0.05	0.08	0.04	0.02
预计负债	0.01	0.01	0.05	0.02
递延所得税负债	0.23	0.95	0.03	0.06
其他负债	2.65	2.37	3.34	1.14
负债合计	191.04	209.14	234.32	194.34
所有者权益				
实收资本	30.00	30.00	30.00	30.00
资本公积	2.53	-0.29	0.38	0.19
盈余公积	5.89	5.89	4.92	3.33
一般风险准备	5.91	5.91	4.94	3.36
交易风险准备	5.66	5.66	4.69	3.11
本年利润	6.63	-	-	-
未分配利润	26.98	26.98	20.26	9.10
外币报表折算差额	-0.02	-0.02	-0.02	0.00
归属于母公司所有者权益	83.59	74.14	65.17	49.09
少数股东权益	0.28	0.27	0.27	0.27
所有者权益合计	83.86	74.41	65.44	49.36
负债及股东权益总计	274.90	283.55	299.76	243.69

附录 4 合并利润表

编制单位：平安证券有限责任公司

单位：亿元

项 目	2012 年 1-6 月	2011 年度	2010 年度	2009 年度
一、营业收入	17.45	30.56	38.45	24.75
手续费及佣金净收入	8.67	26.46	33.90	19.72
其中：代理买卖证券业务净收入	2.74	7.05	9.69	11.01
证券承销业务净收入	5.88	19.32	24.06	8.67
受托客户资产管理业务净收入	0.05	0.09	0.15	0.05
利息净收入/(支出)	-0.45	-0.89	0.36	0.61
投资收益	8.30	5.26	4.64	5.03
公允价值变动损失	0.76	-0.40	-0.53	-0.82
汇兑损失	0.01	-0.08	-0.01	-
其他业务收入	0.15	0.22	0.09	0.21
二、营业支出	9.01	18.45	17.85	11.52
营业税金及附加	1.01	1.91	2.06	1.30
业务及管理费	7.75	16.54	15.77	10.21
资产减值损失	0.25	-	0.02	0.01
其他业务成本	-	-	-	-
三、营业利润	8.43	12.11	20.60	13.24
加：营业外收入	0.03	0.16	0.03	0.01
减：营业外支出	0.02	0.01	0.06	0.01
四、利润总额	8.44	12.26	20.57	13.24
减：所得税费用	1.80	2.62	4.64	2.52
五、净利润	6.64	9.64	15.93	10.72

附录 5 合并现金流量表

编制单位：平安证券有限责任公司

单位：亿元

项 目	2012年1-6月	2011 年度	2010 年度	2009 年度
一、经营活动产生的现金流量				
交易性金融资产净增加额	1160.36	11.69	0.26	5.07
收取利息、手续费及佣金的现金	8.57	31.89	39.46	25.78
代理买卖业务的现金净增加额	-15.35	-	4.16	63.71
回购业务资金净增加额	-	50.39	17.29	22.49
收到的税费返还	-	0.02	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	1.56	6.78	17.14	7.54
经营活动现金流入小计	1155.14	100.77	78.31	124.59
购入交易性金融资产净减少额	1165.10	-	-	-
可供出售金融资产净减少额	-	68.92	24.06	-
支付利息、手续费及佣金的现金	3.32	6.62	5.22	1.70
代理买卖业务的现金净减少额	-	65.02	-	-
回购业务资金净减少额	7.36	-	-	-
支付给职工以及为职工支付的现金	5.86	10.93	8.30	5.26
支付的各项税费	1.10	5.65	6.92	3.04
支付其他与经营活动有关的现金	4.68	27.81	5.06	39.65
经营活动现金流出小计	1187.42	184.94	49.58	49.65
经营活动产生的现金流量净额	-32.28	-84.17	28.74	74.94
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资收到的现金	70.19	-	-	-
取得投资收益收到的现金	4.45	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收到的现金	-	0.27	0.03	-
收到的其他与投资活动有关的现金	-	-	-	-
投资活动现金流入小计	74.64	0.27	0.03	0.00
投资支付的现金	55.94	-	-	1.14
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.08	1.24	1.41	0.61
投资活动现金流出小计	56.03	1.24	1.41	1.75
投资活动产生的现金流量净额	18.61	-0.97	-1.38	-1.75
三、筹资活动产生的现金流量				
取得借款收到的现金	1.64	2.43	-	-
筹资活动现金流入小计	1.64	2.43	-	-
筹资活动产生的现金流量净额	1.64	2.43	-	-
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.01	-0.08	-0.03	-
五、现金及现金等价物净增加额	-12.01	-82.80	27.33	73.19
加：年初现金及现金等价物余额	116.01	198.80	171.48	98.89
六、年末现金及现金等价物余额	103.99	116.01	198.80	172.08

附录 6 财务指标计算公式

指 标	计 算 公 式
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款
EBITDA	利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销
自有资产负债率	自有负债/自有资产
营业利润率	营业利润/营业收入
营业费用率	业务及管理费/营业收入
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入
平均资产收益率	净利润/平均自有资产
平均净资产收益率	净利润/平均净资产
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+交易性金融资产+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

附录 7 证券公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信证券公司主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。各等级含义如下表所示：

级 别	含 义
AAA	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	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	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	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	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 平安证券有限责任公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）将在平安证券有限责任公司主体长期信用评级报告首次正式出具后 6 个月内进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

平安证券有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。平安证券有限责任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，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注平安证券有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现平安证券有限责任公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整平安证券有限责任公司主体长期信用等级。

如平安证券有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权调整或撤销信用等级。

联合资信将指派一个联系人及时与平安证券有限责任公司联系，并及时出具有关跟踪评级报告。

