

跟踪评级公告

联合[2017]620 号

恒泰证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“14 恒泰 05”进行跟踪评级，确定：

恒泰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”

恒泰证券股份有限公司发行的“14 恒泰 05”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：

二零一七年六月十五日

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>

恒泰证券股份有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

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 恒泰 05	15 亿元	3 年	AAA	AAA	2016/5/23

跟踪评级时间：2017 年 6 月 15 日

担保方：中合中小企业融资担保股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	391.68	371.49
自有资产（亿元）	232.33	236.88
可快速变现资产（亿元）	190.19	191.87
所有者权益（亿元）	97.33	99.36
自有负债（亿元）	135.00	137.52
自有资产负债率（%）	58.11	58.05
营业收入（亿元）	46.06	26.68
净利润（亿元）	17.10	5.22
营业利润率（%）	47.08	23.53
平均净资产收益率（%）	22.78	5.31
净资产（亿元）	76.73	58.66
风险覆盖率（%）	256.16	198.06
资本杠杆率（%）	27.04	21.68
短期债务（亿元）	83.20	92.93
全部债务（亿元）	119.93	126.66
EBITDA（亿元）	30.12	14.15
EBITDA 利息倍数（倍）	3.99	2.05
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.11
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.01	0.94

担保方：中合中小企业融资担保股份有限公司

资产总额（亿元）	77.06	121.04
所有者权益合计（亿元）	57.98	82.69
营业收入（亿元）	10.69	14.63
净利润（亿元）	4.45	5.29
平均净资产收益率（%）	7.92	7.52

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微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 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”）对恒泰证券股份有限公司（以下简称“公司”或“恒泰证券”）的跟踪评级反映了公司作为国内综合性上市券商之一，2016 年继续保持经纪业务在内蒙古地区市场较高的占有率和竞争优势，同时加强全国的网点布局；公司积极实施业务转型和创新战略，推动多元化发展，收入结构进一步优化；公司在 2016 年中国证监会分类评价中被评为 A 类 A 级，保持较好的合规运营管理能力。

联合评级同时也关注到经济周期波动、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响；受整体市场不景气影响，2016 年公司营业收入及净利润大幅下滑，净利润降幅超过行业平均水平；公司债务偿还期主要集中在 2017 年，面临一定的短期偿债压力。

2016 年，本次债券的担保方中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）担保业务发展快速，投资情况良好，盈利水平进一步提升，资产流动性较好，整体代偿能力强。

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 恒泰 05”“AAA”的债项信用等级。

优势

1. 2016 年，公司继续保持经纪业务在内蒙古地区市场较高的占有率和竞争优势，同时加强全国的网点布局。

2. 2016 年，公司积极实施业务转型和创新战略，推动多元化发展，投资银行业务发展较好，收入结构进一步优化。

3. 2016 年，公司各项风险控制指标持续优于监管标准，同时，在 2016 年中国证监会分类

评价中继续被评为 A 类 A 级，合规运营管理能力较强。

关注

1. 经济周期变化、国内证券市场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，受证券市场行情波动影响，公司经纪业务和自营业务收入下降较大，净利润下降幅度超过行业平均水平，净资产收益率较上年下降较大，盈利能力有待提高。

3. 截至 2016 年末，公司债务偿还期主要集中在 2017 年，面临一定的短期偿债压力，需要公司进行较好的流动性管理。

分析师

刘克东

电话：010-85172818

邮箱：liukd@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-8517 1273

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：

刘永峰 张露

联合信用评级有限公司

一、主体概况

恒泰证券股份有限公司（以下简称“公司”或“恒泰证券”）前身为成立于 1992 年的内蒙古自治区证券公司。1998 年 11 月经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）《关于核准内蒙古自治区证券公司增资改制的批复》（证监机字【1998】39 号）批准，改制组建为有限责任公司，改制后公司的注册资本为 0.94 亿元，名称为“内蒙古证券有限责任公司”。2002 年 7 月 2 日，公司进行了增资扩股，注册资本由 0.94 亿元增至 6.56 亿元人民币，并于同年 9 月变更名称为恒泰证券有限责任公司。2008 年 11 月，经证监会批准，公司整体改制并更名为恒泰证券股份有限公司，注册资本由 6.56 亿元增至 20.06 亿元。2009 年 3 月，公司以定向发行股份的方式收购长财证券经纪有限责任公司（现已更名为恒泰长财证券有限责任公司，以下简称“恒泰长财”）全部股权，注册资本由 20.06 亿元增加至 21.95 亿元。2015 年 10 月，公司在香港联交所主板挂牌上市，证券代码：1476.HK，证券名称：恒泰证券，累计发行 H 股股票规模为 4.10 亿股，扣除发行费用后共募集资金 12.60 亿元，公司注册资本增加至 26.05 亿元。截至 2016 年末，公司注册资本 26.05 亿元，公司股权结构较为分散，无实际控制人。

表1 截至2016年末公司前十大股东及持股情况（单位：%）

股东	持股比例
香港中央结算（代理人）有限公司	17.31
包头华资实业股份有限公司	11.83
北京庆云洲际科技有限公司	8.71
北京金融街西环置业有限公司	8.12
北京汇金嘉业投资有限公司	7.92
北京金融街投资（集团）有限公司	6.35
北京华融基础设施投资有限责任公司	5.95
西藏达孜汇发投资有限公司	5.91
北京鸿智慧通实业有限公司	5.91
华宸信托有限责任公司	3.54
合计	81.56

资料来源：公司年报。

注：香港中央结算（代理人）有限公司所持股份为 H 股非登记股东所有；北京金融街西环置业有限公司、北京金融街投资（集团）有限公司、北京华融基础设施投资有限责任公司等3家股东为北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会控制的全资或控股子公司，该3名股东合计持有本公司20.42%的股权。

公司经营范围：证券自营；代理证券买卖业务；代理证券还本付息和红利的支付；证券投资咨询；资产管理；融资融券；代销金融产品；发起设立证券投资基金和基金管理公司；中国证监会批准的其他业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。）

截至 2016 年末，公司设有证券营业部 136 家，分布在内蒙古、北京、深圳、上海等 19 个省、市、自治区，其中 27 家在内蒙古自治区内，在深圳和长春设有 2 家分公司；拥有 4 家全资子公司——恒泰长财、恒泰期货股份有限公司（以下简称“恒泰期货”）、恒泰资本投资有限责任公司（以下简称“恒泰资本”）、恒泰先锋投资有限公司（以下简称“恒泰先锋”）；控股新华基金管理股份有限公司（以下简称“新华基金”）；截至 2016 年底，公司员工总数 2,008 人。

截至 2016 年末，公司资产总额 371.49 亿元，其中客户资金存款 98.21 亿元、客户备付金 22.28 亿元；负债总额 272.12 亿元，其中代理买卖证券款 122.01 亿元；所有者权益合计 99.36 亿元，其中归属于母公司所有者权益 96.61 亿元；母公司口径净资产 58.66 亿元。2016 年，公司实现营业收入

26.68 亿元，净利润 5.22 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 4.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-14.23 亿元。

公司注册地址：内蒙古呼和浩特市赛罕区敕勒川大街东方君座 D 座光大银行办公楼 14-18 楼；
法定代表人：庞介民。

二、跟踪债券概况

“14 恒泰 05”

2016 年 1 月 29 日，公司发行 15.00 亿元公司债券，债券票面利率为 3.42%，期限为 3 年。本期债券的付息日为 2017 年至 2019 年每年的 1 月 29 日，到期日和兑付日为 2019 年 1 月 29 日。本期公司债券已于 2016 年 3 月 1 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“14 恒泰 05”，证券代码“136215.SH”。“14 恒泰 05”已于 2017 年 1 月按期付息。公司已将本期债券所募集的资金按照募集说明书的规定，全部用于补充营运资金，并且募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。

三、行业环境

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

管理团队方面，2016年，公司原董事鞠瑾、副总裁邓浩、财务总监王海兵因工作变动离任；同期，董事会聘任刘全胜为副总裁，聘任杨淑飞为财务总监。公司管理人员变动不大，整体经营管理核心团队基本保持稳定，未对公司正常经营造成重大不良影响。

公司治理方面，2016年，公司严格遵守《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《证券公司监督管理条例》、《证券公司治理准则》、《企业管治守则》等法律、法规的要求，依法合规运作，持续提升公司治理水平。2016年，公司共召开1次股东大会，审议通过了关于《2015年度利润分配计划》、《2015年度董事会工作报告》、《2015年度财务决算报告》等多项重要议案；公司董事会共召开17次会议，通过了《关于公司设立一级部门互联网金融部和机构交易部》、《公司2015年度内部控制自评报告》、《关于调整公司2016年自营权益类证券投资规模》等多项议案；公司监事会共召开5次会议，通过了《公司监事会2015年度工作报告》《公司2016年中期合规报告》等议案。总体看，2016年，公司的治理体制运行良好。

内部控制建设方面，公司对管理制度进行了全面的梳理，重新建立和优化了103项管理制度；在保证公司经营合法合规，自身及客户资金安全，财务报告及相关信息真实完整，提高经营效率，防范舞弊风险等方面均取得了良好的成果。公司组织各部门、分支机构、子公司等梳理内部控制制度，拟定制度建设计划，2016年公司审查各部门提交的审查项目263个，与公司有关的协议合同4,194份、各类权限申请533笔、其他事项审批864笔、出具合规意见书146份。公司积极组织合规培训和宣导，2016年，共组织合规培训26次，其中内部培训9次，参加中国证券协会等监管部门培训17次。公司加强信息隔离工作，定时梳理敏感信息涉及人员，维护观察和限制名单，在内控平台增加信息隔离墙模块，向相关部门发送限制名单通知函185份、观察名单28份。此外，公司认真做好反洗钱各项工作，修订反洗钱制度1项，并组织各业务条线开展了反洗钱自评估工作。

2016年8月，公司因对新三板投资者存在违规开户行为，受到公司全国股转公司采取的责令改正的自律监管措施，针对此监管措施，公司已积极对相关事件进行问责和整改，并提高了全公司对风控合规管理的重视程度。2016年，公司在证券公司分类评价中获得A类A级的评价，与2015年持平。

整体来看，2016年，公司基本管理层保持稳定，治理体系运行良好，内部管理能力进一步加强。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务板块包括经纪业务、投资银行业务、自营业务、资产管理业务、信用交易业务等。

2016年，公司营业收入受市场行情不景气影响，出现下滑。2016年公司实现营业收入26.68亿元，同比下降42.08%。净利润5.22亿元，同比大幅下降69.46%，下降幅度超过行业平均水平。

从收入构成来看，2016年，公司经纪业务（含信用交易业务）实现收入13.60亿元，同比大幅下降45.28%，系受整体证券市场交易量下滑影响所致，占营业收入比重50.98%，仍为第一业务收入来源；投资银行业务发展较好，实现收入4.44亿元，同比增加56.02%，占比由2015年的6.18%上升为16.66%；证券自营业务收入较上年大幅下滑，为-0.48亿元，主要系受年初熔断机制及市场整体环境恶化影响，自营业务投资收益大幅下降所致；资产管理业务收入8.46亿元，同比小幅减少2.31%，占比达31.72%，较2015年大幅提升12.91个百分点。

表2 公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
经纪业务收入（含信用交易业务）	24.85	53.96	13.60	50.98
投资银行业务收入	2.85	6.18	4.44	16.66
资产管理业务收入	8.66	18.81	8.46	31.72
自营业务收入	9.24	20.05	-0.48	-1.80
其他及抵消	0.46	1.00	0.65	2.44
营业收入合计	46.06	100.00	26.68	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2016年，公司经纪业务和自营业务收入受市场行情影响下滑较大，投资银行业务发展良好，对收入的贡献程度明显增加，收入结构更加均衡；同时，联合评级关注到，公司营业收入受市场行情影响较大，未来收入增长具有一定的不确定性。

2. 业务运营

（1）经纪业务

公司经纪业务主要由经纪事业部负责开展。2016年在继续保持内蒙古自治区网点优势的基础上，加强全国网点布局，在北京、上海、浙江、广东等地区新设证券营业部 22 家；截至 2016 年末，公司在深圳和长春拥有 2 家分公司，拥有 136 家营业部，其中，27 家位于内蒙古，实现了营业网点在内蒙古地区内的全面深入覆盖，在当地同业中具有较强的市场竞争力，省外营业部广泛分布于全国其他省市，除设在北京、上海、深圳等经济发达的一线城市外，还分布在福建、辽宁、山东等多个省份的发达城市，已经形成了全国性布局的态势，为公司业务开展提供了充足的客户资源保障。截至 2016 年末，公司共有 1,010 名经纪人，公司定期对经纪人进行业务与合规培训，保证相关业务的有序开展。

在中国证券市场整体低迷的情况下，以创新驱动业务实现新发展，加快营业部转型创新，通过持续加大互联网网上开户业务推广力度、新增营业网点、加强机构客户开发引导等途径带动业务规模稳步增长。2016 年公司继续加快互联网金融建设，成立互联网金融部，通过与互联网企业广泛接触，积极探索合作空间，拓宽合作渠道，线上扩容明显提速，业务影响力显著增强。公司开展腾讯炒股大赛，建立微信运营试点，结合热点开展各类活动，增加关注度，提高客户活跃度；实现搜索引擎优化，加强品牌宣传力度。2016 年为推进机构业务开展，公司成立了机构交易部，在业务开展方面，实现了业务模式及业务场景的快速搭建，积极引进战略合作伙伴，完成量化客户及量化委外资金的引进；在系统建设方面，完成了整体系统优化及报盘系统的调整，加强了线上系统建设及推

广工作。

代理买卖证券业务方面，公司代理买卖证券以股票为主，2016 年公司代理买卖各类证券的交易总额为 2.76 万亿元，同比小幅下降 1.03%，但市场份额总体呈上升趋势；其中股票交易额 1.51 万亿元，同比下降 35.30%，下降幅度低于行业平均水平，市场份额上升至 0.59%；债券交易额 1.24 亿元，同比大幅增长 184.79%，但市场份额下降至 0.09%。受证券行业竞争加剧及互联网金融的影响，2016 年公司代理买卖证券业务平均佣金率下滑至 0.063%，较上年的 0.092% 进一步下降，但仍高于行业平均水平，未来存在一定下降压力。受市场行情下滑和佣金率下降的影响，2016 年公司传统经纪业务实现手续费净收入 8.84 亿元，同比大幅下降 56.51%。

表3 公司代理买卖证券业务情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	23,272.66	0.46	15,056.31	0.59
基金	290.16	0.10	197.10	0.26
债券	4,340.44	0.16	12,361.09	0.09
合计	27,903.25	0.35	27,614.50	0.37

资料来源：公司提供

代销金融产品方面，2016 年，不断提升财富管理水平和资产配置能力。一是持续优化金融产品销售结构，在保持公募基金销售稳定的同时，大力发展私募基金销售业务，二是加强在第三方平台上的投顾活动管理，有序组织产品销售活动，推出新的投顾产品，有效满足了客户需求，提升了投顾产品销售量。2016 年公司代销基金、银行理财产品及信托计划产品合计 80 只，实现销售额 86.66 亿元，同比下降 12.68%。

总体看，2016 年，受益于公司在网点布局、服务拓展及经纪业务转型等各方面工作的推动，公司经纪业务整体稳步的发展，市场份额进一步提升；但受市场剧烈震荡、佣金率持续下降的影响，经纪业务收入呈现较大下滑，未来经纪业务收入增长存在一定不确定性。

（2）投资银行业务

公司的投资银行业务主要由全资子公司恒泰长财负责。2016 年，恒泰长财投行业务在严控项目风险、规范化营运中顺应市场变化，积极抓住变化带来的机遇，积极推动由“中介服务型投行”向“产业服务型投行”的业务转型，提升对信用风险、发行风险的判断和管理能力，在 IPO 项目、再融资、企业债项目等业务中实现了快速的增长。2016 年，公司实现投资银行业务收入 4.44 亿元，同比增长 56.02%，收入占比较上年大幅上升至 16.66%。

股票承销业务方面，2016 年，公司股票承销业务发展较好，公司共完成 IPO 项目 3 个，并购重组项目 1 个、再融资项目 2 个；2016 年，公司股票承销金额 102.63 亿元，同比大幅增长 186.44%；2016 年，公司股票承销收入 1.07 亿元，同比增长 214.71%。债券承销业务方面，2016 年，公司继续大力发展债券承销业务，完成债券承销项目 20 个，同比增加 10 个，其中，完成企业债项目 16 个，公司债项目 4 个。2016 年公司债券承销金额 183.90 亿元，同比增长 240.56%；承销收入 1.86 亿元，同比增长 20.57%。

表4 公司股票和债券主承销情况（单位：亿元）

项目	2015 年		2016 年	
	承销金额	承销收入	承销金额	承销收入
股票承销	35.83	0.34	102.63	1.07
债券承销	54.00	1.53	183.90	1.86
合计	89.83	1.87	286.53	2.93

资料来源：公司提供。

新三板业务方面，2016 年，公司新三板挂牌业务努力提高业务团队竞争力，扩展项目资源，提升业务质量，项目完成数量及行业内排名均实现了大幅提升。新三板挂牌业务方面，2016 年公司新增挂牌企业 50 家，同比增长 285.00%，完成定向增资项目 24 个，同比增长 360.00%，行业内排名 32 位，同比上升 35 位。

储备项目方面，截至 2016 年末，公司承做中的项目包括保荐项目 3 个，债券项目 29 个，其中，企业债 26 个，公司债 3 个。

总体看，2016 年，公司投资银行业务整体发展较好，投行业务收入贡献度呈上升趋势，目前项目储备情况良好，未来收入有望继续增长。

（3）自营投资业务

公司自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资。2016 年，受证券市场行情较大波动影响，公司自营投资业务收入较上年大幅下滑，为-0.48 亿元，主要系受年初熔断机制及市场整体环境恶化影响，自营业务投资收益大幅下降所致。

债券投资方面，公司积极尝试开展利率互换、国债期货及交易所质押式协议回购等创新业务，提高组合收益，严控信用风险，降低融资成本。股转做市业务方面，截至 2016 年末公司已为 100 多家企业提供做市报价服务，同比增长了 66.67%；但由于新三板市场整体表现比较低迷，加之新三板市场较差的流动性，对公司股转做市业务造成了不利影响。

截至 2016 年末，公司自营业务投资规模为 77.75 亿元，较 2015 年末增加 3.93%。公司根据市场行情变化调整各类投资的持仓情况，从投资结构来看，2016 年公司减少了债券投资比例，截至 2016 年末，债券投资规模 47.88 亿元，较上年末减少 19.62%，占总投资规模比重为 61.58%，仍为自营业务第一大投资品种；2016 年，股票和基金投资规模分均有增长，分别为 11.72 亿元和 6.85 亿元，占比分别为 15.07%和 8.81%，均较上年末有所上升；2016 年公司坚持多元化的投资策略，增加了资产管理计划和定向产品投资规模，分别为 9.05 亿元和 2.25 亿元，较上年末大幅增长 21.63 倍和 6.50 倍。截至 2016 年末，公司母公司口径自营权益类及证券衍生品/净资本指标为 46.86%，较上年末增长 12.41 个百分点；自营固定收益类证券/净资本指标为 115.79%，较上年末增加 26.99 个百分点，均优于监管标准。

表5 公司自营投资业务情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比
债券	59.57	79.63	47.88	61.58
股票	9.21	12.31	11.72	15.07
基金	5.33	7.12	6.85	8.81
资产管理计划	0.40	0.53	9.05	11.64
定向产品	0.30	0.40	2.25	2.89
合计	74.81	100.00	77.75	100.00

资料来源：公司提供。

总体看，受市场行情较大波动影响，2016 年公司自营投资业务收入大幅下降，公司仍以债券投资为主。同时，联合评级关注到自营业务受市场影响较大，收入实现存在不确定性。

（4）资产管理业务

2016 年，资管业务在巩固传统业务的基础上，继续深入开展资产证券化业务，并积极推动服务客户由零售逐渐转向机构的转型，同时完善期货资管业务布局，实现了管理规模的大幅增长。公司资产管理业务除已形成的与保险、银行、企业等多渠道资金合作的业务网络外，充分发挥与其他业务的协同效应，积极打造业务平台。受证券市场行情低迷、金融监管力度加大的影响，公司资管业务投资于权益类产品的各项业务收益下滑。

2016 年，公司资产管理业务实现收入 8.46 亿元，同比小幅减少 2.31%，占营业收入的 31.72%，主要系集合产品占比下降且权益类投资业绩报酬下降所致。截至 2016 年末，公司资产管理业务共有 72 只存续产品，总规模为 775.03 亿元，较 2015 年末增长 87.21%；其中，公司定向资产管理规模 425.47 亿元，较上年末增长 234.25%，占比由上年的 30.75%增至 54.90%；集合资产管理规模 27.56 亿元，较上年末减少 36.72%，占比下降至 3.56%；2016 年专项资产管理业务规模 322.00 亿元，较上年末增长 32.43%，占比 41.55%。

表6 资产管理业务情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
集合理财	43.55	10.52	27.56	3.56
定向理财	127.29	30.75	425.47	54.90
专项理财	243.15	58.73	322.00	41.55
合计	413.99	100.00	775.03	100.00

资料来源：公司年报。

2016 年，公司在企业资产证券化业务领域继续保持行业领先地位，业内影响力不断扩大，先后获得 2016 年中国资产证券化论坛年度奖、新财富中国资产证券化最佳投行等多个奖项。公司作为管理人/推广及销售机构发行企业资产证券化业务项目 9 个，发行规模达到人民币 142.59 亿元。资产证券化发行规模行业排名第 3 位、发行产品数量行业排名第 5 位。

2016 年，恒泰期货资管子公司共计发行产品 22 只，发行规模人民币 7.75 亿元，较 2015 年末增长 2,381.97%。

公募基金方面，公司公募基金业务主要由子公司新华基金运营。2016 年，新华基金积极应对市场不利因素，完善投研一体化模式，建立“以服务投资业绩为核心”的研究机制，同时根据产品和客户特点，强化市场拓展与渠道维护能力，推进业务发展。截至 2016 年末，新华基金旗下共运营 41 只公募基金，管理规模达到人民币 440.79 亿元，同比增长 28.28%；专户管理规模为人民币 133.00 亿元，同比增长 35.71%。

私募股权投资方面，公司私募股权投资业务主要由恒泰资本运营。2016 年，恒泰资本不断推进股权投资业务，积极储备项目，强化投后管理工作，共对 3 家企业进行了股权投资，投资总额为 1.10 亿元，已投资的 15 个项目中有 3 个项目实现退出，其余项目尚处于锁定期或上市筹备中，截至 2016 年末，恒泰资本拥有储备项目 25 个，项目储备情况较好。

另类投资方面，公司另类投资业务主要由恒泰先锋运营。2016 年，恒泰先锋继续推进业务转型，经营模式从直接开展投融资业务转变为以平台化方式管理旗下子公司投资模式，在逐步转型为另类投资控股平台的同时，加强做好存续项目的投后管理工作，在房地产、艺术品及影视投资方面取得

投资收益。

总体看，2016 年，随着业务结构的不断优化，公司资产管理业务规模持续扩大，定向资产管理业务和专项资产管理业务均得到了较好的发展，资产管理业务对公司利润的贡献度逐步提升。

（5）信用交易业务

公司信用交易类业务主要为融资融券业务和股票质押回购业务。2016 年，证券市场持续低迷，公司信用业务规模有所下滑；公司在提升客户服务质量的同时，注重开发优质客户，合理控制资金使用效率，加强业务风险控制。

融资融券业务方面，截至 2016 年末，公司融资融券余额降至 51.74 亿元，较上年下降 17.24%；融资融券账户数为 5.79 万户，较上年末变化不大；2016 年实现融资融券利息收入 4.27 亿元，同比下降 22.08%，基本与规模下降幅度一致。

表7 公司融资融券业务情况表（单位：万户，亿元）

项目	2015 年	2016 年
融资融券账户数目	5.72	5.79
融资融券余额	62.52	51.74
融资融券收入	5.48	4.27

资料来源：公司提供

股票质押式回购交易业务方面，截至 2016 年末，公司股票质押式回购业务规模 9.67 亿元，较年初增长 303.41%，全年实现息费收入 0.41 亿元，同比增长 7.13%，公司股票质押式回购业务发展速度明显低于行业水平。

总体看，受市场行情影响，2016 年公司信用交易业务收入呈下降趋势；联合评级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。

（6）子公司业务

公司通过全资子公司恒泰期货开展期货经纪、期货投资咨询和资产管理业务。截至2016年末，恒泰期货注册资本1.25亿元。2016年，恒泰期货制定了未来三年工作规划，明确发展战略思路；取得期货资产管理业务资格，并设立资管子公司；资本金优化顺利完成，为新业务开展提供基础；完善平台建设，调整业务结构，拓展业务领域；巩固传统经纪业务，深度挖掘市场潜力；创新服务手段，进一步提升营销服务能力。2016年，恒泰期货客户权益持续增长，合规监管水平提升，创新能力增强。2016年恒泰期货新增客户4,063户，较2015年增长52.50%；恒泰期货资管子公司共计发行资管产品22只，发行规模7.75亿元，较2015年末增长2,381.97%。2016年，恒泰期货实现营业收入0.89亿元，同比增长17.11%。

公司全资子公司——恒泰资本为公司的直投子公司，截至 2016 年末，恒泰资本注册资本 15.00 亿元。2016 年，恒泰资本不断推进股权投资业务，积极储备项目，强化投后管理工作，共对 3 家企业进行了股权投资，投资总额为 1.10 亿元；恒泰资本不断完善和强化投后管理工作，已投资的 15 个项目中有 3 个项目实现退出，其余项目尚处于锁定期或上市筹备中，2016 年直投业务实现收入 1.26 亿元，扭转了上年的亏损情况。截至 2016 年末，恒泰资本拥有储备项目 25 个，项目储备情况较好。

公司全资子公司——恒泰先锋为公司负责另类业务的子公司，2016 年，恒泰先锋继续推进业务转型，经营模式从直接开展投融资业务转变为以平台化方式管理旗下子公司投资模式。恒泰先锋在逐步转型为另类投资控股平台的同时，加强做好存续项目的投后管理工作，在房地产、艺术品及

影视投资方面取得投资收益。2016 年，恒泰先锋实现营业收入 0.73 亿元，同比增长 55.32%。

新华基金为公司的控股子公司，截至 2016 年末，新华基金注册资本 2.18 亿元，公司持股有其 58.62% 的股权。新华基金主要经营业务为基金募集、基金销售、资产管理等。2016 年，新华基金旗下共运营 41 只公募基金，管理规模达到人民币 440.79 亿元，同比增长 28.28%；专户管理规模为人民币 133.00 亿元，同比增长 35.71%。

总体看，公司在开展证券主业经营的同时，积极推动期货、股权投资、另类投资等业务，2016 年，公司多元化证券经营模式已基本形成，有利于公司整体抗风险能力的提高。

3. 未来发展

2017 年，面对国内证券行业竞争格局的新变化，公司将在客观评估行业竞争环境的基础上，强化自身风险管理能力和战略执行能力，坚持合规风控导向，继续走特色化、差异化的创新发展道路。公司将构建综合证券服务平台，建立多层次财富管理服务体系，打造现代证券控股集团的品牌特色，深化业务模式及收入结构的转型变化，借助互联网金融业务扩大客户群，并在此基础上重点布局买方市场，培育新的盈利增长点，继续完善业务布局，提高前后台协同效应，推动各项经营战略落实，争取更多业务条线达到行业内领先水平。

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，符合自身特点和未来发展的需要。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2016 年合并财务报表和监管报表均已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2016 年，公司的合并范围较 2015 年有所变化，新增纳入合并范围的二级子公司 2 家；新增纳入合并范围的结构化主体 11 个，均为公司持有的资产管理计划；整体看，新增企业相对于公司规模较小，合并范围变化对公司财务数据影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2016 年末，公司资产总额 371.49 亿元，其中客户资金存款 98.21 亿元、客户备付金 22.28 亿元；负债总额 272.12 亿元，其中代理买卖证券款 122.01 亿元；所有者权益合计 99.36 亿元，其中归属于母公司所有者权益 96.61 亿元；母公司口径净资产 58.66 亿元。2016 年，公司实现营业收入 26.68 亿元，净利润 5.22 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 4.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-14.23 亿元。

2. 资产质量与流动性

截至 2016 年末，公司资产总额 371.49 亿元，较上年末减少 5.15%。公司资产仍以自有资产为主，2016 年末自有资产占资产总额的 63.77%；截至 2016 年末，公司自有资产 236.88 亿元，较上年略有增长。公司自有资产以可快速变现资产为主，2016 年末占比 81.00%。截至 2016 年末，公司可快速变现资产为 191.87 亿元，较上年末基本持平。截至 2016 年末，公司可快速变现资产主要由融出资金、买入返售金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产为主，该四项资产在可快速变现资产中的占比分别为 26.82%、7.98%、33.85% 和 9.39%，其余为自有货币资金和自有备付金。其中，融出资金占比下降 5.87 个百分点，买入返售金融资产占比上升 6.49 个百分点，

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比下降8.97个百分点，可供出售金融资产占比上升5.40个百分点。

表 8 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年
自有资产	232.33	236.88
可快速变现资产	190.19	191.87
其中：融出资金	62.17	51.45
买入返售金融资产	2.84	15.30
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	81.44	64.95
自有货币资金	28.03	31.38
自有结算备付金	8.11	10.78
可供出售金融资产	7.59	18.01
其他资产	164.35	134.61
其中：客户资金存款	107.37	98.21
客户备付金	31.83	22.28
资产总额	391.68	371.49

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

注：本表中可快速变现资产及所含各项目均按剔除信托及理财类投资等不能快速变现资产后的数据列示。

截至 2016 年末，公司融出资金账面价值为 51.45 亿元，较上年末下降 17.25%，系受股票市场低迷影响，公司融资融券业务规模有所收缩所致；公司对融出资金全额计提坏账准备，计提比例为 0.56%，计提充分。截至 2016 年末，公司买入返售金融资产账面价值 15.30 亿元，较上年末增长 439.55%，主要系股票质押式回购业务规模增加所致；标的物以股票为主（占比 63.17%），公司对股票标的物的业务计提了减值准备，整体计提比例为 0.32%；从期限来看，股票质押式回购融出资金剩余期限在 3 个月内的占 4.58%，3~12 个月的占 31.49%，1 年以上的占 63.93%。截至 2016 年末，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 83.23 亿元，较上年末减少 15.69%，系股票投资减少所致；投资标的以债券（占比 72.06%）和股票投资（占比 5.98%）为主。截至 2016 年末，公司货币资金 129.59 亿元，较上年末小幅下降，其中自有货币资金 31.38 亿元，较上年末增长 11.92%；货币资金中使用受限资金为 5.01 亿元，主要系子公司恒泰长财的定期存款 3.70 亿元和子公司新华基金的基金风险准备金 1.31 亿元。截至 2016 年末，公司结算备付金 33.05 亿元，较上年末减少 17.25%，系客户备付金减少所致；其中自有结算备付金 10.78 亿元，较上年末增长 32.88%。截至 2016 年末，公司可供出售金融资产账面价值 37.65 亿元，较年初增长 37.18%，系子公司新华基金认购的公募基金产品增加所致；可供出售金融资产中，权益投资占比 46.08%，债券投资占比 2.59%，划付证金公司的专户投资占比 41.82%；公司对可供出售金融资产计提了减值准备，整体计提比例为 0.53%；可供出售金融资产中，受限资产 17.61 亿元，占比 46.77%，除划拨证金公司的专户投资外，主要系存在限售期的股票投资和有承诺条件的基金投资。

总体看，2016 年，公司资产规模小幅下降，资产主要以可快速变现资产为主，变现能力较强，流动性较好，整体资产质量较高。

3. 负债及杠杆水平

截至 2016 年末，公司负债总额为 272.12 亿元，较上年末下降 7.55%。截至 2016 年末，公司自有负债 137.52 亿元，较上年末小幅增长 1.87%。公司自有负债中，应付短期融资款、卖出回购金融资产款、

应付债券占比分别为20.36%、40.67%、24.53%。

截至2016年末，公司应付短期融资款28.00亿元，较上年末大幅增长180.00%，主要是发行短期收益凭证及短期公司债增加所致；截至2016年末，未到期的收益凭证共5期，账面余额25.00亿元；未到期的短期公司债共1期，账面余额3.00亿元。截至2016年末，公司卖出回购金融资产款为55.93亿元，较上年末减少16.93%，主要系债券质押融资规模减少所致；按类别来看，主要为债券和债权收益权，占比分别为39.21%和59.00%。截至2016年末，公司应付债券33.73亿元，较上年末减少8.17%，系长期收益凭证减少所致；截至2016年末，存续公司债券及次级债30.40亿元（占比90.14%），收益凭证3.33亿元（占比9.86%）。

表 9 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年
自有负债	135.00	137.52
其中：应付短期融资款	10.00	28.00
卖出回购金融资产款	67.33	55.93
应付债券	36.73	33.73
非自有负债	159.35	134.60
其中：代理买卖证券款	139.78	122.01
负债总额	294.35	272.12
自有资产负债率	58.11	58.05
净资本/负债	62.23	46.42
净资产/负债	76.80	73.90
全部债务	119.93	126.66
短期债务	83.20	92.93
长期债务	36.73	33.73

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

注：此处净资本/负债、净资产/负债指标采用监管报表口径。

从有息债务来看，截至 2016 年末，公司全部债务为 126.66 亿元，较上年增长 5.61%，其中短期债务占 73.37%，长期债务占 26.63%，债务结构偏短期，结构有待改善。从全部债务偿还期限来看，截至 2016 年末，公司债务偿还期主要集中在 2017 年，占比 76.00%，需要公司进行较好的流动性管理。

表 10 截至 2016 年末公司全部债务偿还期限结构（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	96.26	0.00	28.00	2.40	126.66
占比	76.00	0.00	22.11	1.90	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从负债水平来看，2016 年，公司自有资产负债率由上年末的 58.11%小幅下降为 58.05%，负债水平一般，公司净资本/负债指标为 46.42%，较上年下降 15.81 个百分点，净资产/负债指标为 73.90%，较上年下降 2.90 个百分点，杠杆水平处于正常区间。

总体看，2016 年，公司自有负债规模小幅下降，杠杆水平处于正常区间；公司债务以短期为主，需要持续加强资金流动性管理。

4. 资本充足性

截至 2016 年末，公司所有者权益合计 99.36 亿元，较上年增长 2.09%；其中，归属于母公司所有者权益 96.61 亿元，归属于母公司所有者权益中，股本占比 26.96%、资本公积占比 17.24%、其他权益工具占比 15.53%、盈余公积占比 4.65%、一般风险准备和交易风险准备占比 11.86%、未分配利润占比 22.86%，公司股东权益的稳定性一般。公司 2016 年利润不进行现金分红，利润留存对资本补充的作用好。

2016 年，公司确保了各项风险控制指标持续符合监管标准，吸收损失和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 年末，母公司口径（下同）的净资本和净资产规模分别为 58.66 亿元和 93.38 亿元，分别较 2015 年末下降 23.55%和 1.39%，净资本下降幅度较大主要系长期股权投资产生的风险调整较大所致。截至 2016 年末，公司的各项风险资本准备之和为 29.62 亿元，较上年末减少 1.12%。从主要风控指标来看，截至 2016 年末，由于净资本减少影响，风险覆盖率指标由上年末的 256.16%下降为 198.06%；资本杠杆率指标为 21.68%，较上年末下降 5.36 个百分点；受净资本下降幅度较大影响，净资本/净资产指标有所下降；流动性覆盖率 801.84%，较上年末大幅增加；净稳定资金率 127.19%，较上年末小幅减少；总体看，公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 11 公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	监管标准	预警指标
核心净资本	53.83	42.66	--	--
附属净资本	22.90	16.00	--	--
净资本	76.73	58.66	≥2	≥2.4
净资产	94.69	93.38	--	--
各项风险资本准备之和	29.95	29.62	--	--
风险覆盖率	256.16	198.06	≥100	≥120
资本杠杆率	27.04	21.68	≥8	≥9.6
净资本/净资产	81.03	62.82	≥20	≥24
流动性覆盖率	406.20	801.84	≥100	≥120
净稳定资金率	155.33	127.19	≥100	≥120

资料来源：公司净资本监管报表，以上指标均为母公司口径。

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，公司所有者权益小幅增长，各项风险控制指标均持续优于监管指标，整体资本充足性较好。

5. 现金流

从经营性现金流来看，2016 年，受市场行情低迷导致经纪业务和融资融券业务规模下降影响，公司经营性现金为净流出状态，净流出规模较上年有所减少。从投资性现金流来看，2016 年投资性现金由净流出规模有所增加，为 1.57 亿元，较上年增加 12.08 倍，主要系购入固定资产、无形资产支付的现金增加所致。从筹资性现金流来看，2016 年，受发行债券影响，公司筹资性现金呈净流入状态，为 6.52 亿元，由于 2015 年公司 H 股上市募集资金使筹资现金净流入规模较大，2016 年净流入规模上年大幅减少 85.97%。

表 12 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	32.71	-19.18
投资性现金流量净额	-0.12	-1.57
筹资性现金流量净额	46.47	6.52
现金及现金等价物净增加额	79.38	-14.23
期末现金及现金等价物余额	171.86	157.63

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2016年，公司经营性现金流受市场行情影响较大，呈净流出状态；投资规模有所增加；公司主要依靠筹资活动补充资金，存在一定的融资需求。

6. 盈利能力

2016 年，公司营业收入和利润规模受市场行情影响波动较大，实现营业收入 26.68 亿元，同比下降 42.08%，系 2016 年市场行情低迷导致经纪业务和自营业务收入大幅下降所致。2016 年营业收入中，手续费及佣金净收入和投资收益是公司主要收入来源，分别贡献了 79.30%和 24.29%的收入；利息净收入贡献收入 4.80%。手续费及佣金净收入主要来自经纪业务净收入和投资银行业务净收入，2016 年经纪业务净收入占手续费及佣金净收入的 41.77%，较上年末下降 27.23 个百分点，主要系股票市场行情下滑所致；投资银行业务净收入占比 19.91%，较上年上升 10.10 个百分点，占比大幅提升；资产管理业务净收入占手续费及佣金净收入的 8.79%，较上年末有所下降；基金业务管理业务净收入占比 24.98%，较上年大幅增长 19.08 个百分点，主要系子公司新华基金的公募基金管理业务收入大幅在增长所致。利息净收入主要来自信用业务利息收入，2016 年占比 62.87%。2016 年，受证券市场行情出现明显下滑影响，公司实现投资收益 6.48 亿元，同比下降 55.23%，占营业收入比重为 24.29%，较上年有所下降。2016 年，公司公允价值变动收益为-2.29 亿元，主要系权益类投资收益大幅下降所致。

从营业支出来看，2016 年，公司营业支出 20.40 亿元，同比下降 16.31%。业务及管理费是营业支出的主要构成，2016 年业务及管理费占营业支出的 96.06%，占比较上年进一步增加；业务及管理费中，人力成本占比 58.73%，较上年下降 6.30 个百分点。受营业收入下降较大影响，营业费用率和薪酬收入比均上升较大，2016 年分别为 73.46%和 43.14%，同比分别增加 27.25 和 13.09 个百分点；公司费用控制能力有所减弱。

表 13 公司盈利情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年
营业收入	46.06	26.68
其中：手续费及佣金净收入	29.44	21.15
利息净收入	1.64	1.28
投资收益	14.47	6.48
营业支出	24.38	20.40
其中：业务及管理费	21.28	19.60
营业利润	21.69	6.28
净利润	17.10	5.22
营业费用率	46.21	73.46
薪酬收入比	30.05	43.14

营业利润率	47.08	23.53
平均自有资产收益率	9.37	2.23
平均净资产收益率	22.78	5.31

资料来源：公司审计报告，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、利润总额和净利润分别为6.28亿元、6.43亿元和5.22亿元，同比分别大幅下降71.06%、70.70%和69.46%，下降幅度超过了行业平均水平。

从盈利指标来看，2016年，公司营业利润率23.53%，平均自有资产收益率2.23%，平均净资产收益率5.31%，分别较2015年下降23.55个百分点、7.14个百分点和17.47个百分点，盈利能力尚可。根据Wind资讯数据，与发行过债券的74家证券公司相比，公司2016年的平均净资产收益率排名约在70位，排名较为靠后。

总体看，2016年，公司营业收入和利润呈下大幅降趋势，盈利能力处于行业中下游水平；公司收入高度依赖市场行情，证券市场和政策环境的变化对公司盈利水平影响较大。

7. 偿债能力

2016年，随着利润总额下降的影响，公司EBITDA为14.15亿元，同比下降53.01%。2016年公司EBITDA由折旧和摊销（占5.75%）、利息支出（占48.85%）和利润总额（占45.40%）组成，利息支出和利润总额在EBITDA构成中占比较大。EBITDA全部债务比和EBITDA利息倍数均呈下降趋势，2016年为0.11倍和2.05倍，EBITDA对全部债务保障程度一般，对利息支出能够形成良好保障。另一方面，考虑到公司持有较大规模的可快速变现资产，截至2016年底，公司可快速变现资产/自有负债为1.40倍，该类资产可对债务形成良好保障。

表 14 公司偿债能力指标表（单位：亿元，%，倍）

项目	2015 年	2016 年
全部债务	119.93	126.66
可快速变现资产/自有负债	1.41	1.40
EBITDA	30.12	14.15
EBITDA 全部债务比	0.25	0.11
EBITDA 利息倍数	3.99	2.05

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至2016年末，公司共取得同业机构授信总额度合计为476.44亿元，其中未使用额度为409.44亿元。

截至2016年末，公司无对外担保情况，无重大诉讼或仲裁事项。

根据公司提供的人民银行征信报告，截至2017年2月9日查询日，公司无未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，2016年，公司资产对负债的保护程度较好，盈利对负债的保障程度有所降低；考虑到公司可快速变现资产对自有负债保障能力较好、EBITDA利息倍数等偿债能力指标良好以及公司融资渠道较为畅通，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，公司对存续期内的公司债券“14 恒泰债 05”的待偿本金合计 15.00 亿元的各项偿付能力指标见下表，公司债券偿付能力良好，资产、盈利对公司债券的按期偿付均能起到较好的保障作用。

表 15 本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

项目	2016 年
可快速变现资产/跟踪债券待偿本金合计	12.79
净资产/跟踪债券待偿本金合计（母公司口径）	6.23
EBITDA/跟踪债券待偿本金合计	0.94
净利润/跟踪债券待偿本金合计	0.35
经营活动现金净流量/跟踪债券待偿本金合计	-1.28

资料来源：联合评级整理。

综合以上分析，考虑到公司作为国内综合性上市券商之一，在资本实力、业务规模、盈利能力等方面具有一定优势，公司对公司债券“14 恒泰债 05”的偿还能力很强。

八、债权保护分析

1. 担保条款

根据中合担保与恒泰证券签署的《委托保证合同》和中合担保出具的《担保函》，中合担保为公司本次发行的不超过 15 亿元债券的还本付息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券本金及其票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债券的费用。

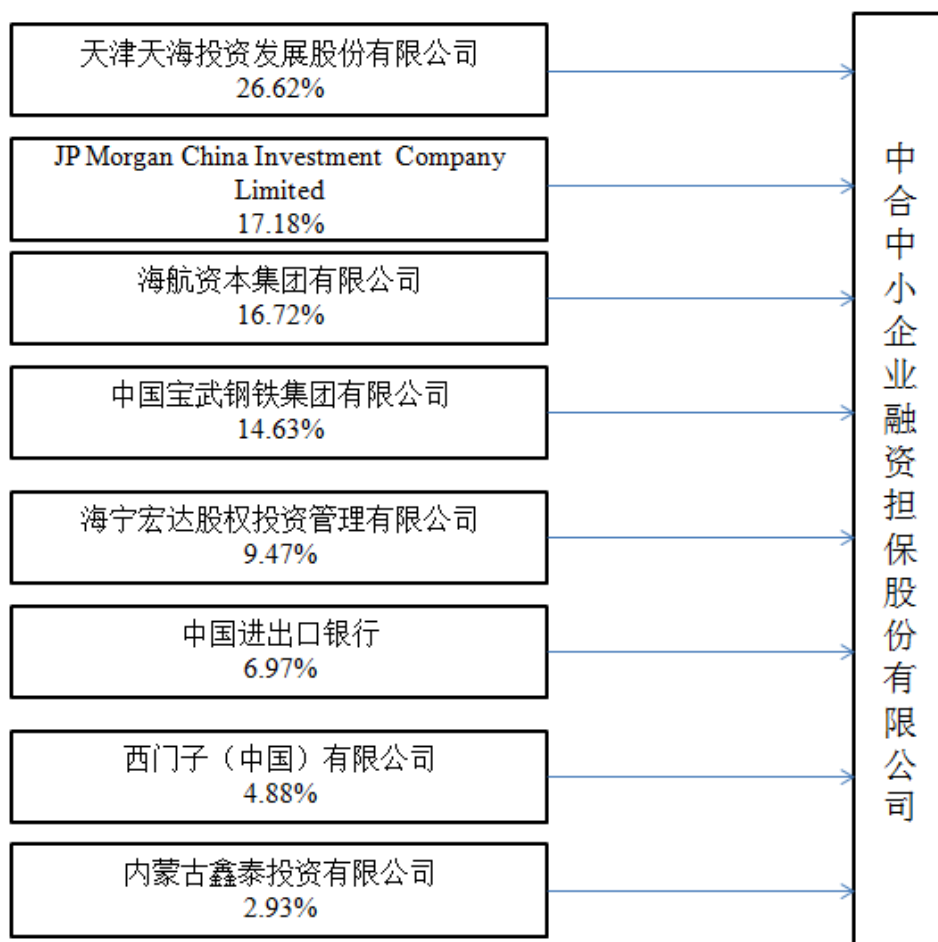
中合担保承担保证责任的期间为本次债券存续期及债券到期日起两年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担担保责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

（1）中合担保概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。中合担保成立于 2012 年 7 月 19 日，由中国进出口银行、JPMorgan China Investment Company Limited（实际控制人为美国摩根大通集团）、海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）、中国宝武钢铁集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、西门子（中国）有限公司及内蒙古鑫泰投资有限公司共同发起设立，初始注册资本 51.26 亿元。2016 年 1 月，天津海天投资发展股份有限公司（以下简称“海天投资”）增资 23.58 亿元，截至 2016 年末，公司注册资本 71.76 亿元，其中海天投资持股 26.62%，为中合担保第一大股东，其与海航资本为关联方，均为海航集团有限公司旗下企业，海航系合计持有公司 43.34%的股权（股权结构如下图）。

图 1 截至 2016 年末中合担保股权结构图



资料来源：中合担保提供

中合担保经营范围：贷款担保；债券发行担保；票据承兑担保（在法律法规允许的情况下）；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保；预付款担保；工程履约担保，尾付款如约偿付担保，及其他合同履约担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保（在法律法规允许的情况下）；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

中合担保共设有 24 个部门，建立了较为健全的前、中、后台架构。前台部门包括金融产品部、国际业务部、新金融事业部和投资部；中台部门包括业务发展部、风险管理部、业务审核部和法律合规部；后台部门包括办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部 and 内控审计部等。截至 2016 年末，中合担保拥有员工 156 人。

截至 2016 年末，中合担保合并资产总额 121.04 亿元，所有者权益合计 82.69 亿元，中合担保递延收益余额 7.02 亿元，担保合同准备金余额 5.27 亿元；2016 年，中合担保实现营业收入 14.63 亿元，其中已赚保费 7.82 亿元，投资收益 4.79 亿元，实现净利润 5.29 亿元。

中合担保注册地址：北京市西城区平安里西大街 28 号楼中海国际中心 12 层；法定代表人：周纪安。

（2）经营概况

业务概况

中合担保业务包括担保业务和投资业务。从担保业务来看，中合担保担保业务主要为城投类债券发行提供担保服务。2016 年得益于债券市场持续扩容及公司前两年项目储备的落地实施，中合担保新增担保责任余额 586.67 亿元，同比大幅增长 103.21%，截至 2016 年末，中合担保担保责任余额 869.47 亿元，较上年末大幅增长 78.10%，全部为个案业务，按照《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引》进行业务风险分级管理后，截至 2016 年末，中合担保风险调整担保责任余额 334.32 亿元，较上年末增长 47.16%。从收入来看，2016 年中合担保实现担保业务净收入 7.97 亿元，其中，已赚保费 7.82 亿元，同比增长 56.40%，收入水平不断提高。

从代偿情况来看，2016 年，中合担保担保代偿额 4.04 亿元，同比增长 194.89%，主要是随着外部信用风险加剧，中合担保所担保的客户未能及时偿还，中合担保已针对代偿项目的质押物进行强制执行，预计风险敞口较小。2016 年，中合担保实现担保追偿额 0.89 亿元，同比增长 286.96%，中合担保通过强制执行等措施，追偿效果显著，代偿损失有所下降。

表 16 中合担保担保业务发展数据（单位：亿元，倍）

项目	2015 年/2015 年末	2016 年/2016 年末
当年担保发生额	303.05	596.33
分出担保责任	14.35	9.66
新增担保责任额	288.70	586.67
解保额	103.63	205.39
其中：个案业务	88.68	202.32
批量业务	14.96	3.06
期末担保责任余额	488.18	869.47
其中：个案业务	485.64	869.47
批量业务	2.54	--
风险调整责任余额	227.18	334.32
净资产担保倍数	8.42	10.51
净资本担保倍数	11.68	15.25
当年担保代偿额	1.37	4.04
当年担保追偿额	0.23	0.89
净资产担保责任余额倍数	8.42	8.18
担保业务净收入	5.12	7.97
已赚保费	5.00	7.82

资料来源：中合担保提供

注：1、中合担保对合作机构所发放（或担保）、符合条件的中小企业贷款，客户最终风险承担相应比例的代偿责任，而不直接针对最终客户逐一办理担保事项。这类业务内部统计口径称为“批量业务”，而其他针对单一客户承担保证责任的业务，内部统计口径称为“个案业务”，包括债券担保、金融产品担保和银行贷款担保。2、2015 年 12 月，中合担保根据《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引》统计风险调整责任余额。

投资业务方面，中合担保使用自有资金进行投资，提高资金的使用效率，2016 年中合担保实现投资收益 4.79 亿元，同比增长 14.00%，占营业收入比重 32.75%，对营业收入及利润贡献度较大。

总体看，2016 年，受债券市场扩容及中合担保项目储备逐渐落地影响，中合担保担保业务发展较快，收入水平大幅提升，随着外部信用风险的加剧，中合担保代偿规模大幅增长，届时需对其代偿情况及回收情况保持持续关注；投资业务产生的投资收益对中合担保利润贡献度较，投资收益

稳定性偏弱。

业务分析

融资性担保业务

融资性担保业务根据担保业务品种分为债券担保、金融产品担保、银行贷款担保等。2016 年中合担保担保业务进一步开展，业务规模大幅增长，截至 2016 年末，中合担保融资性担保责任余额 786.09 亿元，较上年末增长 76.16%，从担保业务品种占比情况来看，2016 年中合担保融资性担保业务仍以债券担保业务为主债券担保业务占比 83.40%，较上年末上升 31.54 个百分点，债券业务发展较快，主要得益于债券市场持续扩容，中合担保品牌效应及项目储备的逐渐落地等有利因素；银行贷款担保责任余额 34.33 亿元，占比为 4.37%。整体看，中合担保融资性担保业务仍以债券担保业务为主，银行贷款担保占比较小，需对中合担保所担保债券信用风险保持关注。

担保放大倍数方面，2016 年中合担保根据《北京市融资性担保业务风险分级指引》统计风险调整担保责任余额并计算出来的融资性担保放大倍数为 3.71 倍，较上年末略有上升，放大倍数适中，仍存在一定的业务发展空间。

表 17 中合担保融资性担保业务情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比
债券担保	231.43	51.86	665.11	83.40
金融产品担保	194.10	43.50	86.65	12.17
银行贷款担保	21.15	4.76	34.33	4.37
合计	446.23	100.00	786.09	100.00

资料来源：中合担保年报

注：其中债券担保、金融产品担保和银行贷款担保为个业业务

债券担保业务方面，中合担保债券担保业务主要是为城投类债券发行提供担保业务，近年来受益于市场持续扩容及项目储备的逐渐落地，中合担保债券担保业务快速发展，截至 2016 年末，中合担保前七大债券担保项目均为城投类项目，担保责任余额合计 116.00 亿元，占期末债券担保责任余额的 17.46%，集中度一般，从期限来看，均为 7 年，期限较长。

表 18 截至 2016 年末中合担保前七大债券担保项目情况（单位：亿元，%，年）

项目名称	担保责任余额	占债券担保比例	期限	类型
2016 年广饶县经济发展投资有限公司企业债券担保项目	20	3.00	7	城投
江苏省徐州市贾汪城市建设投资有限公司企业债券担保项目	16	2.41	7	城投
威海市城市开发投资有限公司公司债担保项目	16	2.41	7	城投
亳州市建安投资控股集团有限公司公司债券担保项目	16	2.41	7	城投
天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司 2015 年企业债券担保项目	16（分保出 9 亿元）	2.41	7	城投
丹阳投资集团有限公司企业债担保项目	16	2.41	7	城投
湘潭市城市建设投资经营有限责任公司停车场专项企业债券担保项目	16	2.41	7	城投
合计	116	17.46	--	--

资料来源：中合担保提供

非融资性担保业务

中合担保的非融资性担保业务从 2015 年三季度开始开展，截至 2016 年末，中合担保有 3 笔保本基金履约担保业务，担保责任余额 83.38 亿元，较上年末增长 100.92%。其中最大的担保项目为招商安盈保本混合型证券投资基金产品，在保余额 38.92 亿元，期限为 3 年。2016 年受政策影响，中合担保未继续开展新的保本基金业务。

投资业务

中合担保投资决策流程较为谨慎。投资团队对每一产品的融资人及相关项目进行现场尽调和风险评估，并通过中合担保投资决策会的审核机制决定对每个项目的投资进行决策。中合担保主要投资品种包括银行存款、银行理财产品、基金投资、信托管理计划投资、委托贷款、资产管理计划投资等。截至 2016 年末，中合担保投资余额为 109.02 亿元，较去年增加 48.15%，占期末资产总额的 90.10%，净资产的 131.80%。从投资产品品种来看，其中基金投资占比 36.04%，投资规模 39.29 亿元，较上年末增长 63.37%；信托计划投资占比 30.81%，投资规模 33.59 亿元，较上年末增长 60.33%；委托贷款投资占比 11.55%，投资规模 12.59 亿元，较上年末增长 48.64%，上述三项投资品种投资规模占总投资规模的 78.40%，中合担保仍保持以基金投资、信托计划投资和委托贷款为主的投资结构，其余投资品种为资产管理计划、定期存款、银行理财产品股权类投资和小贷公司收益权，资产管理计划和定期存款投资占比分别为 8.10%和 7.48%，投资规模分别为 8.83 亿元和 8.15 亿元，较上年末分别增长 15.58%和 57.64%，其余投资占比较小，总体看，中合担保投资结构较上年末变化不大。

表 19 中合担保投资业务情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比
基金投资	24.05	32.68	39.29	36.04
信托计划投资	20.95	28.47	33.59	30.81
委托贷款	8.47	11.51	12.59	11.55
资产管理计划	7.64	10.38	8.83	8.10
定期存款	5.17	7.03	8.15	7.48
银行理财产品	4.3	5.84	4.48	4.11
股权类投资	2.59	3.52	1.94	1.78
小贷公司收益权	0.42	0.57	0.15	0.14
合计	73.59	100.00	109.02	100.00

资料来源：中合担保提供

从投资产品期限分布看，中合担保投资以中短期投资为主，截至 2016 年末，中合担保投资产品剩余期内在 2 年（含）以内的占比达 71.51%，其中剩余期限在半年及以内的投资产品占比达 43.78%，整体投资组合流动性较强。

表 20 中合担保投资产品剩余期限分布情况（单位：%）

剩余期限	占比
<6 个月	43.78
6~12 个月	12.63
1~2 年	15.10
2~3 年	15.57
3 年以上	12.91
合计	100.00

资料来源：中合担保年报

2016 年中合担保实现投资收益 4.79 亿元，同比增长 14.00%，主要是委托贷款、长期股权投资和其他综合收益转入利润表的增加所致，占营业收入比重 32.75%，主要来自于应收款项类投资和长期股权投资的收益增长，应收款项类投资主要系委托贷款，长期股权投资主要系公司对联营企业的股权投资。

表 21 中合担保投资业务实现收益情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	变化幅度
可供出售金融资产	3.57	2.84	-20.00
应收款项类投资	0.26	0.83	219.00
长期股权投资	0.15	0.54	260.00
指定为公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	--	0.41	--
买入返售金融资产	--	0.10	--
存款利息收入	0.23	0.07	-70.00
合计	4.21	4.79	14.00

资料来源：中合担保年报

总体看，2016 年，融资性担保业务仍以城投类债券担保为主，受债券市场持续扩容、品牌效应等有利因素影响，业务规模快速增长；非融资性担保业务方面，中合担保开展了保本基金担保业务，2016 年受政策影响，业务未进一步开展；投资业务仍以短期为主，投资结构较 2015 年末变化不大，随着投资规模的扩大，投资收益有所增长，整体风险尚可控。同时，联合评级也关注到，投资业务所产生的投资收益对中合担保利润贡献度较高，信托计划产品和委托贷款业务占比较高，近年来信托产品违约事件的风险频发，投资收益稳定性偏弱，需对投资产品的信用风险保持关注。

未来发展

2017 年，中合担保在巩固原有的担保业务基础上，强化投资管理，培育新增长点。巩固业务是指巩固传统担保业务的优势地位，高度重视防范业务风险。强化投资管理是指公司要加强资产统筹规划和战略配置研究，提高资金使用效率和投资效益，使投资收益成为中合担保未来收入和利润增长的重要来源。此外，中合担保积极培育新的利润增长点，涉及的业务包括国际业务、新金融业务、资管业务。

总体看，中合担保规划思路较为清晰，为未来可持续发展制定了明确的措施。

（3）财务概况

中合担保根据《中华人民共和国会计法》、《企业财务会计报告条例》、《企业会计准则》和《金融企业财务规则》、《融资性担保公司管理暂行办法》等法律法规及相关规定的要求，制订了财务管理基本制度和会计核算方法。中合担保提供了经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2016 年度财务报表，并出具了无保留的审计意见。2016 年，公司合并范围未发生变化，财务数据的可比性较强。

截至 2016 年末，中合担保合并资产总额 121.04 亿元，所有者权益合计 82.69 亿元，中合担保递延收益余额 7.02 亿元，担保合同准备金余额 5.27 亿元；2016 年，中合担保实现营业收入 14.63 亿元，其中已赚保费 7.82 亿元，投资收益 4.79 亿元，实现净利润 5.29 亿元。

资金来源

中合担保可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的净现金流。2016 年，受股东增资影响，中合担保股东权益规模大幅增长，截至 2016 年末，中合担保股东权益 82.69 亿元，较 2015 年末增长 42.61%，其中股本 71.76 亿元，占比为 86.79%，中合担保资本稳定性仍属

较好。截至 2016 年末，中合担保权益负债比为 215.60%，较上年末下降 88.30 个百分点，主要系发行债券，导致负债增加较大所致。利润分红方面，2016 年，中合担保进行了现金分红为 4.57 亿元，分配力度较大，利润留存力度一般。

负债方面，截至 2016 年末，中合担保负债合计 38.35 亿元，以应付债券（占比 38.92%）、递延收益（占比 18.31%）和担保合同准备金（占比 13.74%）为主，其中，应付债券为公司 2015 年和 2016 年发行的公司债券，期末余额为 14.93 亿元，较上年末增长 114.96%，主要是中合担保 2016 年新发债券所致；递延收益主要系中合担保计提剩余期限尚未赚取的担保费，即未到期责任准备金；担保合同准备金为 5.27 亿元，较上年末大幅增加 49.38%，主要系中合担保业务规模增加所致。截至 2016 年末，中合担保资产负债率为 31.69%，较 2015 年末提高 6.93 个百分点，但整体负债规模不大，负债水平仍属不高。

总体看，中合担保资金主要来源于自有资金，2016 年，中合担保杠杆率有较大提升，负债水平仍属不高。

资金运用

2016 年，中合担保资产总额保持稳步增长，截至 2016 年末，中合担保总资产 121.04 亿元，较 2015 年末增长 57.08%。在资金运用上，中合担保延续了安全性、流动性、收益性的原则，制定各类风险资产的投资限额，审慎选择投资标的，较好实现了资本金的保值增值。在产品风险控制方面，中合担保继续采用穿透原则，对基础资产对应的风险进行判断。截至 2016 年末，中合担保投资资产合计 109.02 亿元，较 2015 年末增长 48.15%，资金运用包括定期存款、应收款项类投资、可供出售金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和长期股权投资，截至 2016 年末，五类投资资产在总投资资产的占比分别为：4.10%、12.00%、49.60%、26.40%和 3.70%，结构变化来看，较 2015 年末，中合担保定期存款的占比明显下降，可供出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占比大幅增长，主要由于股东增资及发债带来的可运用投资资金的增加；具体来看，截至 2016 年末，中合担保定期存款为 4.48 亿元，较 2015 年末大幅减少 13.37%，全部为美元存款；应收款项类投资为 13.04 亿元，较 2015 年末大幅增长 53.96%，主要是委托贷款发放规模增加所致；可供出售金融资产中主要包括基金投资、信托计划投资、资产管理计划投资、信贷产品收益权和银行理财产品，分别为 29.45 亿元、19.90 亿元、0.50 亿元、0.53 亿元和 1.49 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 28.82 亿元，较 2015 年末增长 299.88%，主要系中合担保投资规模大幅增长所致。从投资产品期限分布看，中合担保投资以中短期投资为主，截至 2015 年末，中合担保投资产品剩余期限在 2 年（含）以内的占比达 71.51%，其中剩余期限在半年及以内的投资产品占比达 43.78%，投资组合保持了较强流动性。

总体看，2016 年，中合担保投资规模结构变化较大，整体流动性仍较强；中合担保投资主要配置于委托贷款、基金、信托和资产管理计划，面临一定的信用风险。

现金流

2016 年，中合担保经营活动现金流量净额 0.90 亿元，仍保持净流入状态，从现金流入来看，随着担保业务规模的进一步增长，中合担保收到担保合同保费取得的现金进一步增加，使得中合担保经营活动现金流入同比增加 24.62%，从现金流出来看，由于中合担保担保代偿款大幅增加，流出规模同比增长 63.09%；投资活动现金流量净额 -25.24 亿元，呈净流出状态，较 2015 年流出规模大幅增加，主要是投资规模加大所致；筹资活动现金流量净额 31.58 亿元，呈净流入状态，同比增长 575.40%，主要是股东增资和发行债券所致。

表 22 中合担保现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2015 年	2016 年
经营性现金流量净额	2.31	0.90
投资性现金流量净额	-7.29	-25.24
筹资性现金流量净额	4.68	31.58
现金及现金等价物净增加额	-0.28	7.28
现金及现金等价物余额	0.10	7.38

资料来源: 中合担保审计报告

总体看, 2016 年, 受代偿增加影响, 中合担保经营活动现金流净额大幅下降; 随着中合担保投资业务的进一步开展, 投资规模不断扩大, 投资活动现金流出规模大幅增长; 受股东增资和发债的影响, 筹资活动现金流净额大幅增长, 中合担保筹资活动现金流能够满足投资活动需求。

盈利能力

2016 年, 中合担保主营业务依然突出, 营业收入主要来源于担保业务净收入和投资收益。2016 年, 中合担保担保业务发展较快, 收入水平提升, 2016 年中合担保实现营业收入和净利润分别为 14.63 亿元和 5.29 亿元, 同比增加 36.87% 和 18.94%, 收益稳定增长。从收入构成来看, 2016 年实现担保业务净收入 7.97 亿元, 同比增长 55.88%, 剔除分担保费及收入返还后, 已赚保费 7.82 亿元, 同比增长 56.25%, 已赚保费对营业收入的贡献率为 53.45%, 较 2015 年增加了 6.64 个百分点, 对营业收入的贡献有所提升; 投资收益主要来源于投资业务产生的收益, 2016 年中合担保实现投资收益 4.79 亿元, 同比增长 13.78%, 其占营业收入的 32.75%, 投资收益占比较大, 相关投资品种的风险需要保持关注。

2016 年, 中合担保平均净资产收益率为 7.52%, 较 2015 年下降了 0.40 个百分点, 小幅下降; 同期, 营业利润率为 46.91%, 较 2015 年下降了 7.32 个百分点, 处于较高水平; 2016 年, 中合担保累计担保代偿率 1.71%, 较 2015 年明显提升, 主要系中合担保当年代偿规模大幅增加所致; 同期, 成本收入比为 53.09%, 较 2015 年上升了 7.32 个百分点, 处于较好水平。

表 23 中合担保盈利能力相关指标 (亿元、%)

项目	2015 年	2016 年
营业收入	10.69	14.63
其中: 担保业务净收入	5.12	7.97
已赚保费	5.00	7.82
投资收益	4.21	4.79
汇兑收益/(损失)	0.68	0.50
其他业务收入	0.75	0.42
营业支出	4.89	7.77
其中: 提取担保赔偿准备金	2.01	1.74
资产减值损失	0.73	2.14
业务及管理费	1.77	2.58
营业利润	5.80	6.86
利润总额	5.83	6.89
净利润	4.45	5.29
平均净资产收益率	7.92	7.52
营业利润率	54.23	46.91
已赚保费对收入的贡献率	46.81	53.45

累计代偿率	1.35	1.71
成本收入比	45.77	53.09

资料来源：中合担保提供，联合评级整理。

总体看，2016 年，随着中合担保担保业务规模的增长，担保业务收入增长快速，投资业务运营稳健，中合担保整体盈利能力保持较好水平。

代偿能力

流动性压力分析

根据中合担保 2016 年末主要资产与负债的状况，联合评级以流动性为基准，着重考察了中合担保的即期支付能力。通过净资产指标来考察担保机构的资产流动性和快速变现能力。净资产指标反映了担保机构净资产中的高流动性部分，是根据担保机构的业务范围和资产的流动性特点，在净资产的基础上对资产项进行风险调整。其中，考虑到资产流动性，联合评级对中合担保固定资产等非流动投资进行扣除处理；评估应收款项和对外投资等回收期限及风险状况，按一定比例进行折扣；最后加上中合担保已提准备金，核算出 2016 年末公司净资产为 57.03 亿元，较 2015 年末增长 36.40%，主要系股东增资所致，虽然净资产有所增加，但受投资机构变化，净资产比率由 2015 年末的 72.11% 下降至 2016 年末的 68.97%，但整体看，中合担保资产即期支付能力仍属较好。

总体看，2016 年，受股东增资影响，中合担保净资产规模大幅增长，即期支付能力仍属较好。

代偿能力

2016 年受股东增资影响，中合担保净资产和净资本均较上年末大幅提升。截至 2016 年末，中合担保净资产和净资本分别为 82.69 亿元和 57.03 亿元，较上年末分别增长 42.62% 和 36.40%，中合担保资本实力进一步增强，资本较为充足。

从代偿指标来看，截至 2016 年末，中合担保代偿保障率 4.16%，较 2015 年末上升 3.08 个百分点，主要是增资导致的货币资金和投资资产的增加所致；净资本充足率 6.56%，较 2015 年末下降了 2.00 个百分点，处于较低水平；代偿准备金比 60.15%、代偿净资产比 4.89%，其中代偿净资产比较 2015 年末有所上升，主要是股东增资所致，而代偿准备金比较 2015 年末大幅增长，主要是代偿规模大幅增长所致。考虑到其股东资本实力较强，且对公司资金支持力度较大，中合担保整体代偿能力很强。

表 24 中合担保资本充足性及代偿能力（亿元，%，倍）

项目	2015 年	2016 年
净资产	57.98	82.69
净资本	41.81	57.03
净资产比率	72.11	68.97
代偿保障率	1.08	4.16
净资本充足率	8.56	6.56
代偿准备金比	30.87	60.15
代偿净资产比	3.35	4.89

资料来源：中合担保提供，联合评级整理。

总体看，2016 年，中合担保代偿规模大幅增长，但考虑到中合担保股东实力较强，且股东资金支持力度较大，此外中合担保资产质量较好，整体代偿能力强。

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（15 亿元）占中合担保资产总额 12.39%，所有者权益总额的 18.14%，占比较大。总体看，中合担保资产规模较大、资产质量较好，其担保对于本期债券的到期还本付息仍具有明显积极的影响。

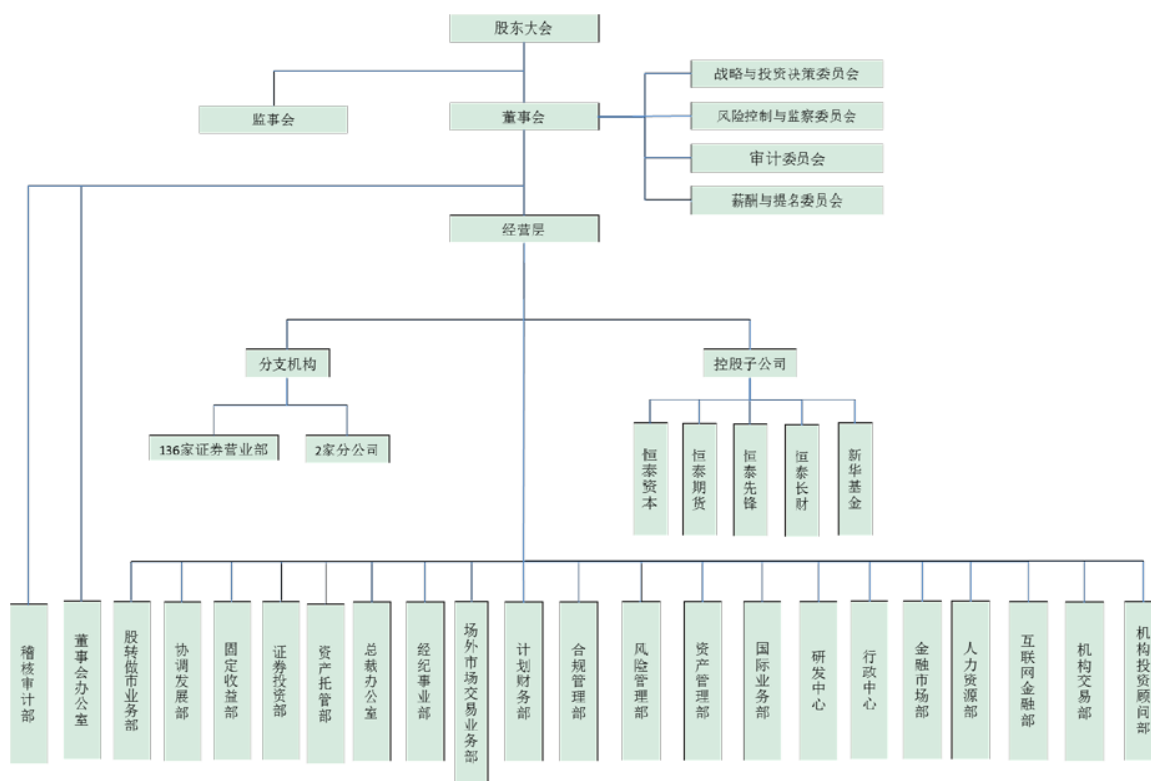
九、综合评价

恒泰证券股份有限公司作为国内综合性上市券商之一，2016 年继续保持经纪业务在内蒙古地区市场较高的占有率和竞争优势，同时加强全国的网点布局；公司积极实施业务转型和创新战略，推动多元化发展，收入结构进一步优化；公司在 2016 年中国证监会分类评价中被评为 A 类 A 级，保持较好的合规运营管理能力。

联合评级同时也关注到经济周期波动、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响；受整体市场不景气影响，2016 年公司营业收入及净利润大幅下滑，净利润降幅超过行业平均水平；公司债务偿还期主要集中在 2017 年，面临一定的短期偿债压力。

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 恒泰 05”“AAA”的债项信用等级。

附件 1 恒泰证券股份有限公司 组织机构图



资料来源：公司提供。

附件 2 恒泰证券股份有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	391.68	371.49
自有资产（亿元）	232.33	236.88
可快速变现资产（亿元）	190.19	191.87
所有者权益（亿元）	97.33	99.36
自有负债（亿元）	135.00	137.52
自有资产负债率（%）	58.11	58.05
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.41	1.40
营业收入（亿元）	46.06	26.68
净利润（亿元）	17.10	5.22
营业利润率（%）	47.08	23.53
营业费用率（%）	46.21	73.46
薪酬收入比（%）	30.05	43.14
平均自有资产收益率（%）	9.37	2.23
平均净资产收益率（%）	22.78	5.31
净资本（亿元）	76.73	58.66
风险覆盖率（%）	256.16	198.06
资本杠杆率（%）	27.04	21.68
流动性覆盖率（%）	406.20	801.84
净稳定资金率（%）	155.33	127.19
短期债务（亿元）	83.20	92.93
长期债务（亿元）	36.73	33.73
全部债务（亿元）	119.93	126.66
EBITDA（亿元）	30.12	14.15
EBITDA 利息倍数（倍）	3.99	2.05
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.11
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.01	0.94

附件 3 中合中小企业融资担保股份有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	77.06	121.04
所有者权益合计（亿元）	57.98	82.69
负债合计（亿元）	19.08	38.35
资产负债率（%）	24.76	31.69
净资本（亿元）	41.81	57.03
期末担保责任余额（亿元）	488.18	869.47
融资性担保放大倍数（倍）	3.71	3.68
净资产担保责任余额倍数（倍）	8.42	10.51
净资本担保责任余额倍数（倍）	11.68	15.25
净资本比率（%）	72.11	68.97
营业收入（亿元）	10.69	14.63
投资收益（亿元）	4.21	4.79
净利润（亿元）	4.45	5.29
已赚保费（亿元）	5.00	7.82
营业利润率（%）	54.23	46.91
平均净资产收益率（%）	7.92	7.52
代偿准备金比（%）	30.87	60.15
累计代偿率（%）	1.35	1.71

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-扣除不能快速变现的投资资产
代理买卖证券业务佣金率	代理买卖证券业务净收入/股票、基金交易额 $\times 100\%$

注：全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+卖出回购金融资产

长期债务=长期借款+应付债券

EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表。

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、次级债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。