

跟踪评级公告

联合[2018] 1395 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公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“14 恒泰 05”债项信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 6 月 21 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

公开发行公司债券 2018 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	15.00 亿元	3 年	AAA	AAA	2017/6/15

跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 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

发行人：恒泰证券股份有限公司

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	371.49	364.17
自有资产（亿元）	249.47	263.89
可快速变现资产（亿元）	191.87	223.91
所有者权益（亿元）	99.36	109.42
自有负债（亿元）	150.11	154.46
自有资产负债率（%）	60.17	58.53
营业收入（亿元）	26.68	30.06
净利润（亿元）	5.22	7.69
营业利润率（%）	23.53	33.82
平均净资产收益率（%）	5.31	7.37
净资本（亿元）	58.66	68.34
风险覆盖率（%）	198.06	179.38
资本杠杆率（%）	21.68	24.87
短期债务（亿元）	92.93	78.56
全部债务（亿元）	126.66	112.01
EBITDA（亿元）	14.15	18.49
EBITDA 利息倍数（倍）	2.05	2.49
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.17
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.94	1.23

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）	121.04	122.48
所有者权益合计（亿元）	82.69	86.33
营业收入（亿元）	14.63	15.44
净利润（亿元）	5.29	6.11
平均净资产收益率（%）	7.52	7.24

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。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港股上市券商之一，2017 年继续保持经纪业务在内蒙古地区较强市场竞争力，加强全国的网点布局；2017 年，公司自营投资业务发展较好，推动公司营业收入和净利润大幅增加，公司盈利能力有所提升。

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，2017 年公司经纪业务、投资银行业务和资产管理业务收入均有所下滑；同时，公司受到较多行政处罚，使公司分类评价大幅下滑。公司在 2017 年中国证监会分类评价中被评为 C 类 CCC 级，合规风控能力须进一步提升。

2017 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”）担保业务发展稳定，业务规模和收入持续增长；截至 2017 年末，中合担保资产质量较好，流动性较强，净资产规模较大，整体代偿能力仍保持极强，其担保对于“14 恒泰 05”的信用状况的提升依然具有显著的积极作用。

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”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 2017 年，公司继续保持经纪业务在内蒙古地区较强市场竞争力，进一步加强全国的网点布局，同时自营投资业务发展较好。

2. 2017 年，公司营业收入和净利润均大幅增加，净资产收益率处于行业中上游水平，盈利能力有所提升。

3. 截至 2017 年末，担保方中合担保资产

质量整体较好，净资产规模较大，资本较为充足，整体代偿能力仍保持极强。

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。2017 年，公司经纪业务、投资银行业务和资产管理业务收入均有所下滑，未来收入增长有一定不稳定性。公司收入结构有待进一步优化。

2. 截至 2017 年末，公司短期债务占比较高，存在较高债务偿还集中度，须关注公司未来流动性管理能力。

3. 公司在 2017 年中国证监会分类评价中被评为 C 类 CCC 级，合规风控能力须进一步提升。

4. 2017 年，担保行业新规出台，2018 年配套制度随之落地，按照最新的监管要求，中合担保担保放大倍数已接近监管上限，届时对担保业务转型提出了更高的要求。2017 年，中合担保代偿规模增加，需对公司存续担保业务的风险情况及代偿项目的回收情况保持持续关注。

分析师

张 祎

电话：010-8517 2818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-8517 2818

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。

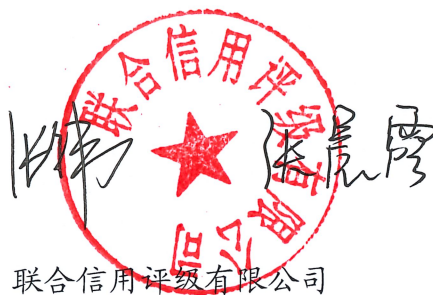
本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：


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 年改制组建为有限责任公司，改制后注册资本为 0.94 亿元，名称为“内蒙古证券有限责任公司”。2002 年进行增资扩股，注册资本由 0.94 亿元增至 6.56 亿元，并于同年 9 月变更名称为恒泰证券有限责任公司。2008 年，公司整体改制并更为现名，注册资本由 6.56 亿元增至 20.06 亿元。2009 年，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：恒投证券，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 2017 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2017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名股东合计持有公司20.42%的股权。

恒泰证券经营范围：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 2017 年末，公司设有证券营业部 144 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 2017 年底，公司员工总数 2,090 人。

截至 2017 年底，公司资产总额 364.17 亿元，其中客户资金存款 65.32 亿元、客户备付金 30.01 亿元；负债总额 254.75 亿元，其中代理买卖证券款 100.28 亿元；所有者权益合计 109.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益 105.71 亿元；母公司口径净资产总额 68.34 亿元。2017 年，公司实现营业收入 30.06 亿元，净利润 7.69 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 7.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额-18.25 亿元，现金及现金等价物净增加额-37.34 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，公司公开发行 15.00 亿元公司债券，债券票面利率为 3.42%，期限为 3 年，本次债券每年付息一次，到期一次还本。本次债券的付息日为 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。本次公司债券已于 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 2018 年 1 月按期付息。公司已将本次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。

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为公司本次发行的不超过 15.00 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。

三、行业环境

严监管环境和活跃度较低的市场环境下，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，业务结构同质化依旧明显，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。

2017 年以来，证券行业在监管趋严和市场交投活跃度较低的环境下，业绩分化有所加深，风险事件逐步得到控制。行业监管思路明确为依法监管、从严监管、全面监管，在投行业务、股票质押业务、再融资业务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《证券公司分类监管规定》，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，引导行业聚焦主业发展，对证券行业整体信用能力的提升是利好。

2017 年，证券市场呈现结构性行情，绩优股涨幅较大，中小盘股连续下跌，指数处于震荡并小幅上升趋势，但整体市场活跃度较上年有所下降。从业务表现看，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，但降幅有所收窄；经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。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，2017 年，131 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,113.28 亿元，全年实现净利润 1,129.95 亿元，分别同比减少 5.08%和 8.47%。从收入结构来看，2017 年证券公司经纪业务和投行业务收入占比有所下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源。2017 年，证券投资收益（含公允价值变动）占比 27.66%，较上年度提高 10.32 个百分点；代理买卖证券业务净收入收入占比较去年减少 5.73 个百分点至 26.37%；证券承销与保荐业务净收入占比 12.34%，较上年度减少 3.51 个百分点；财务顾问业务净收入、投资咨询业务净收入、资产管理业务净收入和利息净收入的占比分别为 4.03%、1.09%、9.96%和 11.18%。截至 2017 年底，131 家证券公司总资产为 6.14 万亿元，较 2016 年底增加 6.04%；净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，较 2016 年底分别增加 12.80%和 7.48%，资本实力有所提升。

2018 年，证券行业“强监管”态势将进一步延续，对证券公司风控能力和合规管理提出了更高要求，全行业业绩将保持平稳；同时，随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，行业

分化将进一步加大，行业龙头位置将更加明显。

2018 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，证券公司肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。“十九大”报告明确提出“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重”，资本市场承担着为实体经济提供必要的资金支持的重要作用。2018 年初，受美联储加息和中美贸易摩擦影响，证券市场振幅加剧。预计 2018 年证券市场将延续结构性行情，IPO 保持常态化发行趋势，同时出现系统性风险的概率较低，从而推动证券行业的业务转型，以创新能力带动直接融资市场，更好的服务实体经济，持续优化收入结构，全行业业绩将保持平稳。同时，2018 年预计强监管的态势将会进一步延续，《证券公司分类监管规定》更加强调全面风险管理；《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）将继续倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点。

随着监管强化和市场环境变化，证券行业竞争愈加激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。大、中、小型证券公司业绩分化格局将进一步显现，大型证券公司得益于多元化的业务布局，经营业绩受市场环境和监管政策变动的影响较小。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；同时《证券公司分类监管规定》利好综合性大证券公司，行业集中度可能进一步上升，中小券商的竞争压力将进一步提高。

总体看，在金融去杠杆和严监管的背景下，证券公司需进一步提高风控能力和合规管理能力，全行业业绩将保持平稳，行业分化将进一步加剧，行业龙头地位将更加明显，中小券商竞争压力将进一步加重。

四、管理与内控分析

管理团队方面，公司原非执行董事陈广垒已于 2017 年 11 月 22 日辞任；原独立董事彭迪云已于 2017 年 11 月 22 日卸任；原合规总监于芳已于 2017 年 11 月 22 日辞任，由董事长庞介民代行合规总监职责。2017 年第一次临时股东大会审议通过了选举董红女士和高靓女士为第四届董事会非执行董事、吕文栋先生为第四届董事会独立非执行董事。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。

2017 年，公司涉及的违法违规及或被处罚的情况分别为：2017 年 1 月，中国证监会因恒泰长财在河南太龙药业股份有限公司财务顾问业务中对主要客户和供应商的核查不充分，对恒泰长财采取出具警示函的行政监督管理措施；2017 年 1 月，中国证监会因公司个别营业部向不特定对象公开宣传推介私募资产管理产品而采取责令改正及出具警示函的行政监管措施；2017 年 6 月，内蒙古证监局因公司 2016 年年报报送过程中存在的报送内容不完整、信息报送内容与股东单位披露不一致因而出具监管函的行政监督管理措施；2017 年 7 月，全国中小企业股份转让系统因公司做市业务以大幅偏离前收盘价及行情揭示的买卖报价申报并成交，导致该股股价盘中出现巨幅振动而采取出具警示函的自律监督管理措施；2017 年 7 月，中国证券投资基金业协会因公司旗下三支资产证券化产品存在原始权益人擅自划转监管账户回收款等违规事实，决定采取出具纪律处分告知书的行政监督管理措施，并自 2017 年 8 月 1 日起，暂停受理公司资产支持专项计划备案 6 个月。

2017 年，公司分类评级为 CCC 级，较 2016 年 A 类 A 级大幅下滑，对公司投资银行业务和股票质押业务的开展存在一定负面影响，公司的合规、风险控制水平有待提高。

总体看，2017 年，公司管理层基本保持稳定。同时，公司监管处罚较多，合规风险和操作风险管理水平仍有待提高。随着业务规模增长及创新业务的推出，要求公司进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务板块包括经纪业务、自营业务、投资银行业务、资产管理业务、信用交易业务等。2017 年，受益于公司自营投资业务发展较好，公司实现营业收入 30.06 亿元，同比上升 12.70%，净利润 7.69 亿元，同比上升 47.29%，经营情况好于行业平均水平。

从收入结构上来看，公司 2017 年主要收入来源为经纪业务（含信用交易业务）、资产管理业务和自营交易业务。其中，经纪业务实现收入 11.70 亿元，同比下降 13.99%，主要系证券市场整体交易量下滑、行业佣金率出现大幅下降所致，占营业收入比重 38.91%，占比下降 12.07 个百分点，但仍为第一业务收入来源；2017 年，公司资产管理业务实现收入 7.86 亿元，同比减少 7.12%，占比降至 26.70%，主要系定向产品费率较低且权益类投资业绩报酬下降所致；2017 年，公司自营交易业务收入较上年扭亏为盈，实现收入 6.79 亿元，主要系本年度公司投资策略得当，自营交易业务的投资收益同比大幅增长所致；投资银行业务方面，2017 年实现收入 2.93 亿元，同比下降 34.09%，占营业收入比重下滑至 9.74%，主要系债券市场大幅波动，已取得批文的项目尚未发行，同时受市场行情影响，股权承销规模大幅下降，导致恒泰长财承销及保荐业务收入同比下降所致。

表2 公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
经纪业务收入（含信用交易业务）	13.60	50.98	11.70	38.91
资产管理业务收入	8.46	31.72	7.86	26.14
自营交易业务	-0.48	-1.08	6.79	22.59
投资银行业务收入	4.44	16.66	2.93	9.74
其他及抵销	0.65	2.44	0.79	2.62
营业收入合计	26.68	100.00	30.06	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2017 年，公司收入主要来自经纪业务、资产管理业务和自营交易业务；其中经纪业务受市场行情影响收入规模和贡献度有所下降；自营交易业务发展良好，对收入的贡献程度明显增加。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。2017 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，新设证券营业部 8 家；截至 2017 年末，公司在深圳和长春拥有 2 家分公司，在全国大部分省市共拥有 144 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。同时，截至 2017 年末，公司共有 1,341 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，公司以创新带动业务实现新发展，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。2017 年，公司证券经纪业务实现手续费及佣金净收入 7.16 亿元，同比下降 19.46%，主要系行业佣金率出现大幅下降所致。

代理买卖证券业务方面，公司代理买卖债券交易额大幅增长，已取代股票成为主要代理买卖品种，2017 年公司代理买卖各类证券的交易总额为 3.29 万亿元，同比上升 19.10%，市场份额总体呈上升趋势；其中股票交易额 1.51 万亿元，较上年维持平稳，市场份额上升至 0.67%；债券交易额 1.77 亿元，较上年增长 42.79%，市场份额上升至 0.33%。2017 年，公司股基交易额为人民币 15,237.77 亿元，股基市占率为 0.62%，行业排名由年初 41 名增长至 39 名。受证券行业竞争加剧及互联网金融的影响，2017 年公司代理买卖证券业务平均佣金率下滑至 0.0521%，较上年的 0.0626% 进一步下降，降幅较大。

表3 公司代理买卖证券业务情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
债券	12,361.09	0.26	17,650.29	0.33
股票	15,056.31	0.59	15,119.73	0.67
基金	197.10	0.09	118.04	0.06
合计	27,614.50	0.37	32,888.06	0.40

资料来源：公司提供

代销金融产品方面，2017 年，公司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。2017 年，公司销售各类金融产品 97 支，销售规模达 87.69 亿元，同比上升 1.19%。

总体看，2017 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，经纪业务收入呈现下滑趋势，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。2017 年，恒泰长财受市场行情和监管政策影响，股票承销业务和债券承销业务均有一定下滑。2017 年，公司实现投资银行业务收入 2.93 亿元，同比下降 34.09%。

股票承销业务方面，2017 年度，公司完成 IPO 项目 2 个，再融资项目 2 个，融资规模为 47.54 亿元，同比大幅减少 53.68%；实现股票承销收入 0.43 亿元，同比大幅下降 59.81%。债券承销业务方面，2017 年度，公司在稳固企业债优势的前提下，积极探索新的业务方向，完成企业债券项目 17 个、金融债券项目 4 个，实现债券承销金额 141.60 亿元，同比下降 23.00%，债券承销收入 1.17 亿元，同比下降 37.10%，主要系债券市场大幅波动，已取得批文项目尚未发行，导致业务收入同比有所下降。

表4 公司股票和债券主承销情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2017 年	
	承销金额	承销收入	承销金额	承销收入
债券承销	183.90	1.86	141.60	1.17
股票承销	102.63	1.07	47.54	0.43
合计	286.53	2.93	189.14	1.60

资料来源：公司提供

新三板业务方面，2017 年度，新三板市场新的政策法规出台，行业保持严格监管态势，业务规范要求继续提高，行业竞争持续加剧。新三板挂牌业务部门努力提高团队执业水准，严格把控推荐挂牌标准与执业质量，完善内控体系，积极防范风险，不断推进业务的协同与合作，保持了稳健发展的态势。2017 年度，公司完成挂牌项目 48 个，推荐挂牌业务市场排名第 15 位；完成新三板定向增发项目及并购重组项目 23 个。持续督导方面，2017 年底，持续督导挂牌公司 119 家，市场排名 32 位。

储备项目方面，截至 2017 年末，公司承做中的项目包括保荐项目 2 个，债券项目 30 个，其中，企业债 28 个，公司债 2 个。

总体看，2017 年，受证券市场行情和监管政策影响，公司投资银行业务下滑较快，国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能导致投行业务未来收入有较大的波动性。

（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。2017 年，由于公司股票投资策略得当，公司自营投资业务收入为 6.79 亿元，较 2016 年-0.48 亿元大幅改善。

债券投资方面，公司努力推进国债期货、交易所报价式回购、利率互换及结构化产品等四项创新业务的开展进度。2017 年，公司进行了国债期货套利、套保操作、同时也积极推进利率互换、质押式报价回购等创新业务。股票投资方面，2017 年，公司按照稳健经营、严控风险的投资思路，采取总体额度控制与过程风险控制相结合的方式，在严格控制风险的基础上，选择具有估值优势和流动性溢价的蓝筹企业作为组合的基石，同时积极拓宽其他盈利渠道，推进 ETF 做市、量化对冲、港股通等创新型业务，取得优良业绩。新三板做市业务方面，2017 年，新三板受众多不利因素的影响，行情较差，为防范风险，达到在不利的市场环境下减少损失的目的，公司适当缩减了做市业务的持仓规模。

截至 2017 年末，公司自营业务投资规模为 90.17 亿元，较 2016 年末增加 15.97%。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，2017 年公司投资债券比例基本维持平稳，截至 2017 年末，债券投资规模 54.74 亿元，较上年末增长 14.33%，占总投资规模比重为 60.71%，仍为自营业务第一大投资品种；2017 年，股票和定向产品投资规模均有增长，分别为 25.89 亿元和 5.32 亿元，占比分别为 28.71%和 5.90%，较上年末分别增长 120.90%和 136.44%；2017 年公司降低被动投资规模，资产管理计划和基金产品投资规模均有所减少，分别为 4.06 亿元和 0.16 亿元，较上年末大幅减少 55.14%和 97.66%。截至 2017 年末，公司债券持仓中有 0.50 亿元债券发生违约，该持仓以公允价值计量，故损失已在当期损益中反映。截至 2017 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 38.16%，较上年末下降 8.70 个百分点；自营非权益类类证券及其衍生品/净资本指标为 99.25%，较上年末降低 16.54 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	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
债券	47.88	61.58	54.74	60.71
股票	11.72	15.07	25.89	28.71
定向产品	2.25	2.89	5.32	5.90
资产管理计划	9.05	11.64	4.06	4.50
基金	6.85	8.81	0.16	0.18
合计	77.75	100.00	90.17	100.00

资料来源：公司提供

总体看，受公司股票投资策略得当影响，2017 年公司自营投资业务取得较好收入；公司投资结构仍以债券投资为主但股票投资占比有所上升。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

2017 年，公司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。2017 年，整个金融行业都处在强监管的政策环境之下，资管行业规模增速放缓。

2017 年，公司资产管理业务实现收入 7.86 亿元，同比减少 7.09%，占营业收入的 26.14%，主要系定向产品费率较低且权益类投资业绩报酬下降所致。截至 2017 年底，公司资产管理规模达到 1,161.01 亿元，相较上年底增长 49.80%，主要系定向资产管理规模增长所致；公司定向资产管理规模达到 788.51 亿元，较上年底增长 85.33%，主要系公司积极推动服务客户由零售逐渐转向机构的转型所致；集合资产管理规模 29.85 亿元，较上年底增加 8.31%；专项理财规模 342.65 亿元，较上年底增加 6.41%。截至 2017 年底，公司资产管理规模主要构成仍为定向理财，其在资产管理规模中占比为 67.92%。

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，2017 年，公司资产支持专项计划备案暂停 6 个月，在此影响下，公司仍发行企业资产证券化业务项目 5 个，发行规模 74.39 亿元。2017 年，公司先后获得中国资产证券化研究院收费收益权 ABS 最佳结构奖，财视中国 2016-2017 资产证券化介甫奖最佳主承销商、最受投资者欢迎企业收益权收费权类资产证券化产品奖、最具规模 REITs 与商业地产抵押贷款资产证券化产品奖和最受市场认可保理类资产证券化产品奖等。

表6 资产管理业务情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年度		2017 年度	
	金额	占比	金额	占比
集合理财	27.56	3.56	29.85	2.57
定向理财	425.47	54.90	788.51	67.92
专项理财	322.00	41.55	342.65	29.51
合计	775.03	100.00	1,161.01	100.00

资料来源：公司年报

总体看，2017 年，公司资产管理业务规模持续扩大，定向资产管理业务得到了较好的发展，但

资产管理业务对公司利润的贡献度有所下降，未来相关监管政策变化等因素可能导致资产管理业务收入有较大的波动，同时资管新规的实施对公司主动管理能力提出更高要求。

（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。2017 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 2017 年末，公司融资融券余额小幅增加 3.44%至 53.52 亿元；融资融券账户数为 5.85 万户，较上年末小幅增加；2017 年实现融资融券利息收入 3.97 亿元，同比下降 7.03%，主要系证券市场持续低迷导致融资融券日均规模下滑所致。

表7 公司融资融券业务情况表（单位：万户，亿元）

项目	2016 年底	2017 年底
融资融券账户数目	5.79	5.85
融资融券余额	51.74	53.52
融资融券收入	4.27	3.97

资料来源：公司提供

股票质押式回购业务方面，公司业务规模较小，截至 2017 年底，股票质押业务规模 8.49 亿元，较上年底减少 12.20%，主要受分类评价结果下滑影响，公司主动控制股票质押规模；2017 年全年实现息费收入 0.52 亿元，同比上升 26.83%，主要系股票质押日均业务规模保持稳定情况下，市场利率水平回升所致。

截至 2017 年底，公司信用业务杠杆率 56.40%，较 2016 年底下降 5.11 个百分点，处于较低水平。

总体看，受市场行情影响，2017 年公司信用交易业务收入有所下降；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不确定性风险。

（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2017年末，恒泰期货注册资本1.25亿元。2017年，恒泰期货期货经纪业务进入转型加速阶段，不断丰富业务条线，抓住市场机遇，成为上海国际能源交易中心第一批会员。在2017年度获得中国金融期货交易所优秀会员金奖，在2017年第十五届财经风云榜上获得年度成长性期货公司奖项和年度金口碑期货公司。把握政策导向，获首批省级投资者教育基地（互联网）资格。2017年度，恒泰期货新增客户4,070户；恒泰期货资管子公司共计发行资管产品12只，发行规模3.40亿元，较2016年末减少53.97%。2017年，恒泰期货实现合并口径营业收入1.05亿元，同比增长17.98%。

公司全资子公司恒泰资本为公司的私募基金子公司，截至 2017 年末，恒泰资本注册资本 15.00 亿元。2017 年，恒泰资本根据中国证券业协会发布的《证券公司私募投资基金子公司管理规范》的要求，将不再从事直投业务，原有项目逐步退出，强化存量业务的投后管理工作，全力开展私募投资基金业务。2017 年度，恒泰资本成功设立了 5 支私募基金，投资了 7 个项目，新增基金投资规模 36.69 亿元，并储备了大量的新项目。截至 2017 年末，恒泰资本拥有储备项目 50 多个，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，2017 年，恒泰先锋根据中国证券业协会发布的《证券公司另类投资子公司管理规范》的要求，对部分已投项目完成退出，加强对存续项目的投后管理工作，并按照监管要求，专注于自有资金投资中国证监会规定的《证券公司证券自

营投资品种清单》以外的股权、金融产品，积极拓展新的业务。同时，相应修订、完善制度建设，规范岗位设置和业务投资运作条线，加强内部控制与风险管理。2017 年，恒泰先锋实现营业收入 0.50 亿元，同比增长减少 31.51%。

新华基金为公司的控股子公司，截至 2017 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。2017 年，新华基金旗下共运营 45 只公募基金，管理规模 440.15 亿元，同比下降 0.15%；专户管理规模为 182.09 亿元，同比增长 36.91%。

总体看，公司在开展证券主业经营的同时，积极推动期货、私募基金、另类投资等业务，2017 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

未来，面对国内证券行业日益加剧的竞争格局，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、差异化的发展道路。

目前公司大买方业务战略雏形已经形成，资产证券化业务、互联网金融业务行业排名处于领先地位。未来五年，公司将坚持合规风控导向，继续实施大买方业务战略，持续提高资产管理水平，具备全方位的财富管理能力，努力将公司打造成为具有强大市场影响力的证券控股集团。

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

公司提供了 2017 年的合并财务报表，由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具无保留意见的审计结论。公司 2016 年财务数据取自 2017 年审计报告的比较数据。从合并范围来看，2017 年公司处置子公司 3 家，新增纳入合并范围结构化主体 10 个，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 2017 年底，公司资产总额 364.17 亿元，其中客户资金存款 65.32 亿元、客户备付金 30.01 亿元；负债总额 254.75 亿元，其中代理买卖证券款 100.28 亿元；所有者权益合计 109.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益 105.71 亿元；母公司口径净资产总额 68.34 亿元。2017 年，公司实现营业收入 30.06 亿元，净利润 7.69 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 7.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额-18.25 亿元，现金及现金等价物净增加额-37.34 亿元。

2. 资产质量与流动性

截至 2017 年末，公司资产总额 364.17 亿元，较上年末小幅减少 1.97%，主要系公司整体业务规模下滑导致货币资金规模减少以及公司出售证金公司收益互换产品导致可供出售金融资产减少所致。公司资产仍以自有资产为主，2017 年末自有资产占资产总额的 72.46%，占比增加 5.31 个百分点；截至 2017 年末，公司自有资产 263.89 亿元，较上年末增长 5.78%。公司自有资产以可快速变现资产为主，2017 年末占自有资产 84.85%，占比增加 7.94 个百分点。截至 2017 年末，公司可快速变现资产为 223.91 亿元，较上年末增长 16.70%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增多所致。截至 2017 年末，公司可快速变现资产主要由自有货币资金、融出资金、以公允价值计量且其变动计

入当期损益的金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产为主，分别占比10.34%、23.77%、47.96%、7.42%和7.13%，其余为少量自有备付金；其中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比增加14.11个百分点，自有货币资金占比下降6.01个百分点，其余科目占比变动较小。

表8 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
自有资产	249.47	263.89
可快速变现资产	191.87	223.91
其中：自有货币资金	31.38	23.16
自有结算备付金	10.78	7.55
融出资金	51.45	53.23
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	64.95	107.39
买入返售金融资产	15.30	16.62
可供出售金融资产	18.01	15.96
其他类资产	134.61	132.83
其中：客户资金存款	98.21	65.32
客户备付金	22.28	30.01
资产总额	371.49	364.17

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 2017 年末，公司货币资金 88.48 亿元，较 2016 年末大幅减少 31.72%，主要受公司整体业务规模下滑影响，其中自有货币资金 23.16 亿元，较 2016 年末大幅减少 26.18%，其中受限金额 5.75 亿元，主要包括恒泰长财定期存款 3.90 亿元和新华基金的基金风险准备金 1.85 亿元。公司融出资金账面价值为 53.23 亿元，较上年末增长 3.45%，系公司融资融券业务规模有所上升所致，公司对融出资金共计提减值准备 0.29 亿元，计提比例为 0.56%，融资融券业务担保物共计 147.61 亿元，担保较充分。截至 2017 年末，公司买入返售金融资产账面价值 16.62 亿元，较上年末增长 8.59%，主要系银行间债券质押式买入返售业务增加所致；公司买入返售金融资产标的物以股票为主（占比 51.10%），整体共计提了减值准备 0.04 亿元，计提比例为 0.39%；从期限来看，股票质押式回购剩余期限在 3 个月内的占 10.48%，3~12 个月的占 16.74%，1 年以上的占 72.78%。截至 2017 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 129.98 亿元，较上年末大幅增长 56.17%，系自营投资业务大幅增加所致；投资标的以债券（占比 55.48%）和股票投资（占比 26.27%）为主。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产账面价值 17.40 亿元，较年初大幅减少 53.78%，系公司出售证金公司收益互换产品所致；可供出售金融资产中，权益投资占比 74.84%，债券投资占比 7.25%；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 2.28%；可供出售金融资产中，受限资产 0.13 亿元，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，2017 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 2017 年末，公司负债总额 254.75 亿元，较上年末下降 6.39%，主要系代理买卖证券款以及应付短期融资款减少所致。截至 2017 年末，公司自有负债 154.46 亿元，较年初小幅增加 2.90%，主要系 2017 年公司应付款项中资产管理计划其余参与人款项增加所致；自有负债占负债总额比重为 60.63%，

占比较上年底增加5.47个百分点；非自有负债占负债总额比重为39.37%，较年初小幅下降，主要系经纪业务客户和融资客户存款减少导致的代理买卖证券款减少所致。截至2017年末，公司自有负债主要由卖出回购金融资产款、应付短期融资款和应付债券构成，占比分别为36.62%、9.71%和21.65%。

截至2017年末，公司应付短期融资款15.00亿元，较上年末大幅减少46.43%，主要是短期收益凭证及短期公司债大量到期所致；截至2017年末，公司卖出回购金融资产款为56.56亿元，较上年末增加1.12%，主要系债券质押融资规模小幅增加所致；按类别来看，主要为债券和融资融券业务债权收益权，占比分别为43.60%和54.81%。截至2017年末，公司应付债券33.45亿元，与上年基本持平，主要由次级债券和长期收益凭证组成；存续公司债券及次级债合计32.40亿元（占比96.87%），收益凭证1.05亿元（占比3.13%）。

表 9 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年
负债总额	272.12	254.75
自有负债	150.11	154.46
其中：拆入资金	9.00	7.00
卖出回购金融资产款	55.93	56.56
应付短期融资款	28.00	15.00
应付债券	33.73	33.45
非自有负债	122.01	100.28
其中：代理买卖证券款	122.01	100.28
全部债务	126.66	112.01
其中：短期债务	92.93	78.56
长期债务	33.73	33.45
自有资产负债率	60.17	58.53
净资本/负债（母公司口径）	46.42	62.57
净资产/负债（母公司口径）	73.90	89.76

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2017年底，公司全部债务合计112.01亿元，较上年下降11.57%；其中，短期债务占比70.14%，长期债务占比29.86%，债务以短期为主，短期偿付压力较大。从全部债务偿还期限来看，截至2017年底，公司偿还期限主要集中在2018年，占比83.57%，存在较高集中偿付风险。

表 10 截至 2017 年末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元，%）

到期期限	2018 年	2019 年	2020 年及以后	合计
金额	93.61	1.00	17.40	112.01
占比	83.57	0.89	15.53	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，截至 2017 年底，公司自有资产负债率由 2016 年底的 60.17%下降为 58.53%，杠杆水平处于正常区间；受益于净资本水平的提升，母公司口径净资本/负债指标为 62.57%，母公司口径净资产/负债指标为 89.76%，均较上年有较大提升。

总体看，2017 年，公司自有负债规模小幅增加，杠杆水平处于正常区间；公司债务以短期为主，短期偿债压力较大，需要持续加强资金流动性管理。

4. 资本充足性

截至 2017 年末，公司所有者权益合计 109.42 亿元，较上年末增长 10.13%，主要是留存收益和其他综合收益增长所致；其中，归属于母公司所有者权益 105.71 亿元，归属于母公司所有者权益中，股本占比 24.64%、其他权益工具（永续债）占比 14.19%、资本公积占比 15.78%、盈余公积占比 4.81%、一般风险准备占比 6.71%、未分配利润占比 24.40%、其他综合收益占比 3.69%，公司股东权益的稳定性一般。2018 年 3 月，公司拟分红 2.60 亿元，占 2017 年净利润 33.81%，分配力度一般，利润留存较大。

2017 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。截至 2017 年末，母公司口径（下同）的净资本和净资产规模分别为 68.34 亿元和 98.04 亿元，分别较 2016 年末上升 16.50%和 4.99%，净资本增长主要系净资产增加和发行次级债所致。截至 2017 年末，公司的各项风险资本准备之和为 38.10 亿元，较上年末增加 28.65%，主要系自营投资规模上升导致信用风险和市场风险资本准备增加所致。从主要风控指标来看，截至 2017 年末，受净资本增幅较大影响，净资本/净资产指标有所增长，由上年末 62.82%上升至 69.71%；由于风险资本准备之和增加影响，风险覆盖率指标由上年末的 198.06%下降为 179.38%；资本杠杆率指标为 24.87%，较上年末上升 3.19 个百分点；流动性覆盖率 488.99%，较上年末大幅减少，但仍有很大安全距离；净稳定资金率 149.52%，较上年末增长 22.33 个百分点；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（母公司口径）风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	监管标准	预警指标	2016 年	2017 年
核心净资本	--	--	42.66	47.34
附属净资本	--	--	16.00	21.00
净资本	≥2	≥2.4	58.66	68.34
净资产	--	--	93.38	98.04
各项风险资本准备之和	--	--	29.62	38.10
净资本/净资产	≥20	≥24	62.82	69.71
风险覆盖率	≥100	≥120	198.06	179.38
资本杠杆率	≥8	≥9.6	21.68	24.87
流动性覆盖率	≥100	≥120	801.84	488.99
净稳定资金率	≥100	≥120	127.19	149.52

资料来源：公司净资本监管报表

总体看，2017 年，公司所有者权益有所增长，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. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 30.06 亿元，同比增长 12.70%，系 2017 年公司自营投资业务收益较好所致。2017 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 59.49%和 43.64%的收入；利息净收入贡献度为 3.97%。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，2017 年经纪业务净收入占营业收入的 23.72%，较上年末下降 18.06 个百分点，主要系佣金率下滑所致；投资银行业务净收入占营业收入 9.21%，较上年下降 10.70 个百分点；资产管理业务净收入占营业收入的 3.75%，较上年末下降 5.04 个百分点；基金业务管理业务净收入

占比 16.85%，较上年下降 8.14 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有所下滑所致。利息净收入主要来自信用业务利息收入，2017 年占营业收入比重为 3.97%，较上年下降 0.83 个百分点。2017 年，公司股票投资策略较好契合证券市场结构化行情，公司实现投资收益 13.12 亿元，同比增长 102.48%，占营业收入比重为 43.64%，较上年大幅增长 19.35 个百分点，主要系公司自营投资业务收益较好。2017 年，公司公允价值变动收益为-2.22 亿元，主要系权益类投资公允价值下降所致。

从营业支出来看，2017 年，公司营业支出 19.90 亿元，同比下降 2.46%。业务及管理费是营业支出的主要构成，2017 年业务及管理费占营业支出的 97.20%，占比较上年进一步增加 8.74 个百分点。受营业收入增加影响，营业费用率和薪酬收入比均有所下降，2017 年分别为 64.33%和 36.14%，同比分别减少 9.12 和 7.01 个百分点，公司费用控制能力有所提升。

表 12 公司盈利情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年
营业收入	26.68	30.06
其中：手续费及佣金净收入	21.15	17.88
利息净收入	1.28	1.19
投资收益	6.48	13.12
公允价值变动损益	-2.29	-2.22
营业支出	20.40	19.90
其中：业务及管理费	19.60	19.34
营业利润	6.28	10.17
净利润	5.22	7.69
营业费用率	73.46	64.33
薪酬收入比	43.14	36.14
营业利润率	23.53	33.82
平均自有资产收益率	2.08	3.00
平均净资产收益率	5.31	7.37

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，2017 年，公司实现营业利润、利润总额和净利润分别为 10.17 亿元、10.13 亿元和 7.69 亿元，同比分别大幅增加 61.96%、57.63%和 47.29%，上升幅度超过了行业平均水平。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率 33.82%，平均自有资产收益率 3.00%，平均净资产收益率 7.37%，分别较 2016 年上升 10.29 个百分点、0.91 个百分点和 2.06 个百分点。根据证券业协会公布的证券公司 2017 年经营业绩排名情况，公司净资产收益率排名第 29 名，处于行业中上游水平。

总体看，2017 年，公司营业收入和净利润均大幅增长，盈利能力处于行业中上游水平；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。

6. 现金流

从经营性现金流来看，2017 年，受公司自营投资业务规模增加的影响，公司经营性现金保持净流出状态，净流出规模较上年小幅减少。从投资性现金流来看，2017 年投资性现金净流出 1.10 亿元，较 2016 年净流出减少 30.39%，主要系购入固定资产、无形资产支付的现金减少所致。从筹资性现

金流来看，受 2017 年大规模债务到期影响，公司筹资性现金净流出 17.98 亿元，其中 44.00 亿元现金流出用于偿还债务，较 2016 年偿还债务现金流出大幅增长 57.41%。

表 13 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
经营性现金流量净额	-19.18	-18.25
投资性现金流量净额	-1.57	-1.10
筹资性现金流量净额	6.52	-17.98
现金及现金等价物净增加额	-14.23	-37.34
期末现金及现金等价物余额	157.63	120.29

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2017 年，公司经营性现金流受业务规模影响较大，保持净流出状态；2017 年，公司投资性净现金流规模较小；公司主要依靠筹资活动补充资金，受债务集中到期影响，公司筹资性现金流转为大规模净流出。

7. 偿债能力

2017 年，受到利润总额增长的影响，公司 EBITDA 为 18.49 亿元，同比大幅上升 30.65%。2017 年公司 EBITDA 由折旧和摊销（占 5.03%）、利息支出（占 40.19%）和利润总额（占 54.78%）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 利息倍数均有所上升，2017 年分别为 0.17 倍和 2.49 倍，EBITDA 对全部债务保障程度较弱，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 2017 年底，公司可快速变现资产/自有负债为 1.84 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

项目	2016 年	2017 年
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.28	1.45
净资产/负债（母公司口径）（%）	73.90	89.76
EBITDA（亿元）	14.15	18.49
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	2.05	2.49

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年底，公司已和多家商业银行建立合作，获得综合授信额度合计为 739.94 亿元，未使用额度为 654.94 亿元，间接融资渠道通畅。

截至 2017 年底，恒泰资本下设基金管理机构（深圳恒泰资本股权投资基金管理有限责任公司）设立的合伙型私募股权投资基金——上海益畅投资管理合伙企业（有限合伙），于 2016 年 10 月 9 日与国都证券股份有限公司签订了《国都证券股份有限公司股票质押式回购交易业务协议》融资人民币 1.00 亿元，恒泰资本提供不可撤销的连带责任保证，目前担保额为 0.90 亿元。除此之外，公司不存在其他对外担保事项。

根据查询日期为 2018 年 3 月 23 日的人民银行征信报告，公司无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，跟踪期内，公司资产对自有负债的保障程度以及盈利对债务的保障程度均有所回升；考虑到公司整体现金流充裕，且作为国内综合性港股上市券商之一，直接和间接融资能力强，公司的偿债能力很强。

七、跟踪债券的偿付能力分析

以 2017 年财务数据为基础，公司对“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，除经营性现金流外，公司资产、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	2017 年
可快速变现资产/跟踪债券待偿本金合计	14.93
净资产/跟踪债券待偿本金合计	7.29
EBITDA/跟踪债券待偿本金合计	1.23
净利润/跟踪债券待偿本金合计	0.51
经营活动现金净流量/跟踪债券待偿本金合计	-1.22

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“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 15.00 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，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，海航科技股份有限公司¹（以下简称“海航科技”）对中合担保增资 23.58 亿元，截至 2017 年末，中合担保注册资本 71.76 亿元，其中海航科技持股 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（以下简称“海航集团”）旗下企业，海航资本和海航科技合计持有中合担

¹ 2018 年 4 月 19 日，海航科技股份有限公司的公司名称由天津天海投资发展股份有限公司变更为现名。

保 43.34%的股权（股权结构如下图），中合担保无实际控制人。

表 16 截至 2017 年末中合担保股东持股情况（单位：%）

股东名称	持股比例
海航科技股份有限公司	26.62
JP Morgan China Investment Company Limited	17.78
海航资本集团有限公司	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47
中国进出口银行	6.97
西门子（中国）有限公司	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93
合计	100.00

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。

截至 2017 年末，中合担保纳入合并报表的子公司包括中合共赢资产管理有限公司、中合投资控股有限公司和唐山市福佑企业管理有限公司（以下简称“唐山福佑管理公司”），均为全资子公司；公司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、信用保证事业部、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、内部审计部和内部控制部等。截至 2017 年末，中合担保拥有员工 161 人。

截至 2017 年末，中合担保合并资产总额 122.48 亿元；负债 36.15 亿元，其中递延收益余额 6.92 亿元，担保合同准备金余额 6.78 亿元；所有者权益合计 86.33 亿元；2017 年，中合担保实现营业收入 15.44 亿元，其中已赚保费 8.31 亿元、投资收益 5.89 亿元，实现净利润 6.11 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

中合担保业务包括担保业务和投资业务，担保业务主要是为债券及其他融资类业务提供担保服务；投资业务是使用自有资金进行投资，提高资金的使用效率。

业务分析

担保业务

中合担保中合担保 2017 年中合担保大力开展担保业务，通过加大渠道开发力度，积极与信托公司、证券公司以及机构投资者加强合作，推进担保业务的发展，2017 年中合担保新增担保责任额 362.99 亿元，受债券发行速度放缓的影响，增加额较上年下降 38.13%。截至 2017 年末，中合担保担保责任余额 1,088.79 亿元，较上年末增长 25.22%；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，中合担保风险调整担保责任余额 399.09 亿元，较上年末增长 19.37%，以 A 类业务为主。从收入来看，2017 年中合担保实现担保业务净收入 8.53 亿元，其中，

已赚保费 8.31 亿元，同比增长 6.31%，收入水平不断提高。

表 17 中合担保担保业务发展数据（单位：亿元，倍）

项目	2016 年/2016 年末	2017 年/2017 年末
当年担保发生额	596.33	375.99
分出担保责任	9.66	13.00
新增担保责任额	586.67	362.99
期末担保责任余额	869.47	1,088.79
风险调整责任余额	334.32	399.09
担保放大倍数	3.71	4.33
当年担保代偿额	4.04	4.91
当年代偿回收额	0.89	3.20
累计代偿额	5.98	10.89
累计代偿回收额	1.13	4.33
担保业务净收入	7.97	8.53
已赚保费	7.82	8.31

资料来源：中合担保提供

从担保业务品种占比情况来看，中合担保的担保业务分为企业债、公司债、境外债券等。2017 年中合担保担保业务仍以企业债担保业务为主，企业债担保业务占比 76.26%，较上年末上升 10.83 个百分点，企业债担保业务发展较快，主要系 2016 年开展的项目逐渐落地以及城投债项目审批流程较快影响所致；保本基金履约保证担保的担保责任余额 65.40 亿元，较上年末下降 21.56%，受监管政策影响，该板块业务中合担保将不再开展，担保责任余额随着基金的到期而有所减少，占比为 6.01%；公司债担保责任余额 54.40 亿元，较上年末增长 101.48%，主要是之前债券市场发展较好，项目逐渐落地所致，占比为 5.00%。整体看，中合担保担保业务仍以企业债担保业务为主，其他担保品种为银行贷款、境外债券担保、金融债担保和中小微增信集合债担保，占比均较低，2017 年末中合担保无中小企业私募债担保。

表 18 中合担保担保业务情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	在保责任余额	占比	在保责任余额	占比
企业债	568.91	65.43	830.26	76.26
保本基金履约保证担保	83.38	9.59	65.40	6.01
公司债	27.00	5.00	54.40	5.00
银行贷款	34.33	3.95	39.75	3.65
小微企业增信集合债	29.00	3.34	29.00	2.66
信托计划	29.82	3.43	22.45	2.06
境外债券	12.71	1.46	12.71	1.17
金融债	17.00	1.96	17.00	1.56
预付款担保	0.00	0.00	11.68	1.07
资产证券化	9.48	1.09	4.36	0.40
信用证	0.50	0.06	0.50	0.05
中小企业私募债	1.00	0.12	0.00	0.00
专项资产管理计划	7.00	0.81	0.00	0.00
租赁融资	0.62	0.07	0.00	0.00

其他金融产品	48.72	5.60	1.27	0.12
合计	869.47	100.00	1,088.79	100.00

资料来源：中合担保提供

从客户集中度来看，中合担保债券担保业务主要是企业债券的发行提供担保业务，截至 2017 年末，中合担保前十大融资担保项目均为企业债项目，担保责任余额合计 166.60 亿元，占期末担保责任余额的 15.30%，集中度一般，较上年变化不大；从期限来看，均为 7 年，期限较长；从单一客户集中度来看，占比均超过了净资产的 10%，考虑到新条例要求单一客户集中度不得超过 10%，因此中合担保需对相关债券担保项目进行调整。

从区域分布来看，截至 2017 年末，中合担保担保业务主要集中在江苏省、山东省和湖南省，占比分别为 22.10%、12.78%和 11.11%，其余占比不足 10%，中合担保存在一定的集中度风险。

从行业分布来看，截至 2017 年末，中合担保担保业务主要集中在城投行业，占比达 82.25%，集中度很高，届时需对城投债信用风险保持关注。

担保放大倍数方面，2017 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 4.33 倍，较上年末略有上升，放大倍数适中，2018 年，担保行业出台了新条例，2018 年 4 月相关的配套制度落地，截至 2018 年一季度末，中合担保根据最新的监管要求测算的担保放大倍数为 9.54 倍，业务空间已达监管要求的上限，未来中合担保将侧重在业务结构及资产结构的调整。

从代偿情况来看，2017 年，中合担保担保代偿额 4.91 亿元，同比增长 21.53%，主要是随着外部信用风险加剧所致。2017 年，中合担保实现担保代偿回收额 3.20 亿元，占累计代偿回收额的 73.94%，2017 年回收金额较大，主要是部分客户出现了流动性风险，随后客户解决了流动性缺口问题，随即偿还中合担保代偿款，导致回收规模较大。

存续项目风险情况，中合担保为阳光凯迪控股投资有限公司（以下简称“阳光凯迪”）2010 年发行的 10.00 亿元公司债券（以下简称“10 凯迪债”）提供全额无条件不可撤销担保，“10 凯迪债”在存续期内每年付息一次，在存续期最后三年分期偿还本金，即 2018 年 8 月至 2020 年 8 月每年分别偿还本金 3.00 亿元、3.00 亿元和 4.00 亿元。2018 年 5 月阳光凯迪下属核心资产子公司凯迪生态环境科技股份有限公司（以下简称“凯迪生态”）出具《武汉凯迪电力股份有限公司 2011 年付第一期中期票据未按期足额兑付本息的公告》，核心资产发生实质性违约，同时考虑到阳光凯迪目前刚性债务规模较大，阳光凯迪将面临较大流动性风险，2018 年 5 月，鹏元资信评估有限公司将阳光凯迪主体长期信用等级由 AA 下调至 BBB，并列入信用评级观察名单，评级展望维持为负面，考虑到上述因素，“10 凯迪债”到期兑付压力较大，存在一定的信用风险，需对公司代偿情况保持持续关注，考虑到公司目前资本较为充足，若发生代偿，对公司代偿能力影响有限。

总体看，2017 年，中合担保的担保业务稳定发展，主要集中在城投行业，以企业债为主，单一客户集中度超过监管要求，随着市场上信用风险增加，中合担保代偿规模大幅增长，需对中合担保的代偿情况和代偿回收情况保持关注；同时考虑到新的监管制度要求下，中合担保担保放大倍数已接近上限，业务增长空间有限，中合担保仍有待进行业务转型，拓展新的业务发展模式。

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。中合担保投资业务以金融产品投资为主，具体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 2017 年末，中合担保投资余额为 109.25 亿元，较上年增加 0.21%，占期末资产总额的 89.20%，占净资产的 126.56%。从投资产品品种来看，以基金投资、信托计划投资、委托贷款和股权投资为主，四项投资品种投资规模占总投资规模的 86.85%；中合担保其中基金投资占比 30.65%，投资规模 33.48 亿元，较上年末下降 14.79%，以货币型基金、债券型基金和并购基金为主；信托计划投资占比 33.87%，投资规模 37.01 亿元，较上年末增长 10.18%；委托贷款投资占比 10.18%，投资规模 11.13 亿元，较上年末下降 11.60%，股权投资占比 12.15%，较上年末增长 10.37 个百分点，投资规模 13.28 亿元，较上年末增加 11.34 亿元，主要是 2017 年中合担保增持了中金投资股份所致；其余投资品种为资产管理计划、定期存款、银行理财产品和小贷公司收益权，资产管理计划和定期存款投资占比分别为 5.87%和 4.42%，投资规模分别为 6.42 亿元和 4.83 亿元，较上年末分别下降 27.29%和 40.74%，其余投资占比较小。截至 2018 年 4 月末，中合担保投资业务所投资产品未发生过风险事件。中合担保中合担保同时，联合评级关注到，2018 年 4 月出台的《融资担保中合担保监督管理条例》四项配套制度对中合担保资产分类提出了严格的要求，在配套制度的实施下，中合担保将进行投资资产结构的调整，投资收益增长及稳定性存在一定的不确定性。

表 19 中合担保投资业务情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比
基金投资	39.29	36.04	33.48	30.65
信托计划投资	33.59	30.81	37.01	33.87
委托贷款	12.59	11.55	11.13	10.18
资产管理计划	8.83	8.10	6.42	5.87
定期存款	8.15	7.48	4.83	4.42
银行理财产品	4.48	4.11	2.96	2.70
股权类投资	1.94	1.78	13.28	12.15
小贷公司收益权	0.15	0.14	0.16	0.15
合计	109.02	100.00	109.25	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 2017 年末，中合担保投资产品剩余期内在 2 年（含）以内的占比达 72.25%，其中剩余期限在 1 年及以内的投资产品占比达 60.84%，整体投资组合流动性较强。

投资业务收入方面，2017 年中合担保实现投资收益和公允价值变动收益分别为 5.89 亿元和 0.51 亿元，投资收益同比增长 23.00%，主要是信托、资管产品和基金到期所产生的收益增加所致，公允价值变动收益同比减少 54.34%，投资收益和公允价值变动收益占营业利润比重分别为 72.96%和 6.26%，投资收益贡献度较上年有所提升，对中合担保利润贡献度仍较大。

总体看，中合担保投资业务仍以短期为主，投资结构较上年末变化不大，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，投资收益增长存在一定的不确定性，需对投资产品的信用风险保持关注。

（3）财务概况

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 年度和 2017 年度

财务报表，并出具了无保留的审计意见。2017 年新增纳入合并范围子公司保唐山福佑管理公司，考虑到其注册资本较小，对合并范围数据影响较小，因此近两年中合担保数据可比性较强。

截至 2017 年末，中合担保合并资产总额 122.48 亿元；负债 36.15 亿元，其中递延收益余额 6.92 亿元，担保合同准备金余额 6.78 亿元；所有者权益合计 86.33 亿元；2017 年，中合担保实现营业收入 15.44 亿元，其中已赚保费 8.31 亿元、投资收益 5.89 亿元，实现净利润 6.11 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。截至 2017 年末，中合担保股东权益 86.33 亿元，较上年末增长 4.40%，其中股本 71.76 亿元，占比为 83.13%，中合担保资本稳定性仍属较好。截至 2017 年末，中合担保权益负债比为 41.88%，较上年末下降 4.50 个百分点。利润分红方面，2017 年，中合担保进行了现金分红为 2.08 亿元，占净利润的 34.02%，分配力度较大，利润留存力度一般。

负债方面，截至 2017 年末，中合担保负债合计 36.15 亿元，较上年末减少 5.73%；以卖出回购金融资产款（占 6.92%）、担保合同准备金（占 18.74%）、递延收益（占 19.15%）和应付债券（占 41.35%）为主；其中，卖出回购金融资产款 2.50 亿元，较上年末减少 48.45%，主要是 2017 年减少卖出回购信托计划约 2.30 亿元所致；担保合同准备金 6.78 亿元，较上年末增长 28.56%，主要是随着担保业务规模的扩大，所计提的准备金逐步累积而增加所致，计提充分；递延收益 6.92 亿元，较上年末减少 1.43%；应付债券 14.95 亿元，保持稳定。截至 2017 年末，中合担保资产负债率为 29.52%，较上年末下降 2.17 个百分点，负债水平仍属不高。

总体看，2017 年，中合担保资金主要来源于自有资金，资本金规模稳中有增；负债水平仍属不高。

资金运用

近两年，中合担保资产规模保持稳定，截至 2017 年末，中合担保总资产 122.48 亿元，较上年末增长 1.19%，资产以投资资产为主。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，较好实现了中合担保资本金的保值增值。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 2017 年末，中合担保投资资产合计 109.25 亿元，较上年末增长 4.03%，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 2017 年末，五类投资资产在总投资资产的占比分别为 3.94%、9.08%、47.25%、23.78%和 5.15%；从结构变化来看，与上年末投资资产结构相比变化不大。具体来看，截至 2017 年末，中合担保定期存款为 4.83 亿元，较上年末增长 7.80%，期限主要为 3 个月~1 年，占比为 69.90%；应收款项类投资为 11.13 亿元，较上年末减少 14.66%，主要是委托贷款规模和银行理财投资规模下降所致，中合担保已对应收款项类投资计提减值准备 0.75 亿元，计提充分；可供出售金融资产 57.87 亿元，较上年末增长 7.07%，其中主要包括基金投资和信托计划投资，占比分别为 36.16%和 50.38%；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 29.12 亿元，较上年末增长 1.04%。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 2017 年末，中合担保投资产品剩余期限在 1 年（含）以内的占比达 60.84%，投资组合保持了较强流动性。

表 20 中合担保资产情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.51	6.21	1.46	1.19

应收代位追偿款	2.34	1.93	4.12	3.37
投资资产	105.02	86.77	109.25	89.20
其中：定期存款	4.48	3.70	4.83	3.94
应收款项类投资	13.04	10.77	11.13	9.08
可供出售金融资产	54.05	44.65	57.87	47.25
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	28.82	23.81	29.12	23.78
长期股权投资	4.64	3.83	6.31	5.15
其他	6.16	5.09	7.64	6.24
资产总额	121.04	100.00	122.48	100.00

资料来源：中合担保审计报告，联合评级整理。

总体看，2017 年，中合担保投资规模和结构变化不大，整体流动性仍较强；中合担保投资资产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。

盈利能力

中合担保营业收入主要来源于担保业务净收入和投资业务产生的投资收益，2017 年主营业务仍较突出。2017 年，中合担保业务收入稳定，实现营业收入和净利润分别为 15.44 亿元和 6.11 亿元，同比增加 5.55%和 15.58%，收益稳定增长。从收入构成来看，2017 年实现担保业务净收入 8.53 亿元，同比增长 7.02%，剔除分担保费及收入返还后，已赚保费 8.31 亿元，同比增长 6.31%，已赚保费对营业收入的贡献率为 53.85%；2017 年中合担保实现投资收益 5.89 亿元，同比增长 23.00%，主要是信托、资管产品和基金到期所产生的收益增加所致，其占营业收入的 38.16%，投资收益占比较大。

营业支出方面，中合担保营业支出以资产减值损失和业务及管理费为主，2017 年中合担保资产减值损失和业务及管理费分别为 2.44 亿元和 2.62 亿元，同比分别增长 13.91%和 1.65%，占营业支出的比重分别为 33.08%和 35.56%，中合担保营业支出构成较上年变化不大。

从盈利能力指标来看，2017 年，中合担保平均净资产收益率为 7.24%，较上年下降 0.28 个百分点，小幅下降；同期，营业利润率为 52.30%，较上年上升 5.39 个百分点，处于较高水平。

表 21 中合担保盈利能力相关指标（亿元，%）

项目	2016 年	2017 年
营业收入	14.63	15.44
其中：担保业务净收入	7.97	8.53
已赚保费	7.82	8.31
投资收益	4.79	5.89
公允价值变动收益	1.11	0.51
汇兑收益/（损失）	0.50	-0.30
其他业务收入	0.42	1.03
营业支出	7.77	7.37
其中：提取担保赔偿准备金	1.74	1.51
资产减值损失	2.14	2.44
业务及管理费	2.58	2.62
营业利润	6.86	8.08
利润总额	6.89	8.09
净利润	5.29	6.11
平均净资产收益率	7.52	7.24
营业利润率	46.91	52.30
已赚保费对收入的贡献率	53.45	53.85

资料来源：中合担保提供，联合评级整理。

总体看，2017 年，随着中合担保担保业务规模的增长，中合担保担保业务收入有所增长，投资

业务运营稳健，中合担保整体盈利能力保持较好水平。

现金流

2017 年，中合担保经营活动净现金流转为净流出状态，流出规模 0.31 亿元，从现金流入来看，2017 年中合担保经营活动现金流入 9.80 亿元，较上年变化不大，保持稳定，从现金流出来看，经营活动现金流出规模为 10.11 亿元，较上年有所增长，主要是代偿支出以及支付税费的现金增加所致；投资活动现金流量净额-4.15 亿元，呈净流出状态，较上年流出规模有所下降，主要是投资支出规模下降所致；筹资活动现金流量净额-2.57 亿元，转为净流出状态，由于 2016 年股东进行了增资因此 2016 年存在筹资活动现金流入，2017 年末进行增资，无现金流入，现金流出为分配股利的现金支出。

表 22 中合担保现金流情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
经营性现金流量净额	0.90	-0.31
投资性现金流量净额	-25.24	-4.15
筹资性现金流量净额	31.58	-2.57
现金及现金等价物净增加额	7.28	-7.03
现金及现金等价物余额	7.38	0.35

资料来源：中合担保审计报告

总体看，2017 年，受代偿增加影响，中合担保经营活动现金流转为净流出状态；投资支付规模的下降导致投资活动现金支出规模下降；筹资活动的现金流出主要系股利支出，中合担保现金流表现正常。

代偿能力

截至 2017 年末，中合担保所有者权益合计 86.33 亿元，较上年末增长 4.40%，所有者权益规模保持稳定。从代偿指标来看，截至 2017 年末，中合担保拨备覆盖率为 180.06%，较上年末大幅提升。中合担保拨备水平高，考虑到其股东资本实力较强，且对中合担保资金支持力度较大，中合担保整体代偿能力极强。

表 23 中合担保资本充足性及代偿能力（亿元，%，倍）

项目	2016 年	2017 年
净资产	82.69	86.33
拨备覆盖率	166.25	180.06

资料来源：中合担保提供，联合评级整理。

总体看，2017 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，整体代偿能力极强。

3. 债权保护效果

以 2017 年底财务数据测算，“14 恒泰 05”待偿本金合计（15.00 亿元）占中合担保资产总额的 12.25%，占所有者权益总额的 17.38%，占比较大。总体看，中合担保资产规模较大、资产质量较好，其担保对于跟踪债券的到期还本付息仍具有明显积极的影响。

九、综合评价

恒泰证券作为国内综合性港股上市券商之一，2017 年继续保持经纪业务在内蒙古地区较强市场竞争力，加强全国的网点布局，推动多元化发展，收入结构进一步优化；2017 年，公司自营投资业务发展较好，对公司营收水平贡献较大，推动公司营业收入和净利润大幅增加，盈利能力有所提升。

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，2017 年公司经纪业务、投资银行业务和资产管理业务收入均有所下滑；同时，公司受到较多行政处罚，使公司分类评价大幅下滑。公司在 2017 年中国证监会分类评价中被评为 C 类 CCC 级，合规风控能力须进一步提升。

2017 年，本次债券的担保方中合担保担保业务发展稳定，业务规模和收入持续增长；截至 2017 年末，中合担保资产质量较好，流动性较强，净资产规模较大，整体代偿能力仍保持极强。

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”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 恒泰证券股份有限公司 主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	371.49	364.17
自有资产（亿元）	249.47	263.89
可快速变现资产（亿元）	191.87	223.91
所有者权益（亿元）	99.36	109.42
自有负债（亿元）	150.11	154.46
自有资产负债率（%）	60.17	58.53
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.28	1.45
营业收入（亿元）	26.68	30.06
净利润（亿元）	5.22	7.69
营业利润率（%）	23.53	33.82
营业费用率（%）	73.46	64.33
薪酬收入比（%）	43.14	36.14
平均自有资产收益率（%）	2.08	3.00
平均净资产收益率（%）	5.31	7.37
净资本（亿元）	58.66	68.34
风险覆盖率（%）	198.06	179.38
资本杠杆率（%）	21.68	24.87
流动性覆盖率（%）	801.84	488.99
净稳定资金率（%）	127.19	149.52
短期债务（亿元）	92.93	78.56
长期债务（亿元）	33.73	33.45
全部债务（亿元）	126.66	112.01
EBITDA（亿元）	14.15	18.49
EBITDA 利息倍数（倍）	2.05	2.49
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.17
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.94	1.23

附件 2 中合中小企业融资担保股份有限公司

主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	121.04	122.48
所有者权益合计（亿元）	82.69	86.33
负债合计（亿元）	38.35	36.15
资产负债率（%）	31.69	29.52
期末担保责任余额（亿元）	869.47	1,088.79
风险调整责任余额（亿元）	334.32	399.09
担保放大倍数（倍）	3.71	4.33
营业收入（亿元）	14.63	15.44
投资收益（亿元）	4.79	5.89
公允价值变动收益（亿元）	1.11	0.51
成本收入比（亿元）	46.91	52.30
净利润（亿元）	5.29	6.11
已赚保费（亿元）	7.82	8.31
营业利润率（%）	46.91	52.30
平均净资产收益率（%）	7.52	7.24
担保赔付率（%）	50.61	57.55
拨备覆盖率（%）	166.25	180.06
累计代偿率（%）	1.71	2.21

附件 3 恒泰证券股份有限公司 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
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有资产负债率	自有负债/自有资产 $\times 100\%$
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益 $\times 100\%$
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+拆入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债（扣除一年内到期的长期应付款）+应付短期债券

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

信用业务余额=融出资金余额+股票质押业务余额

附件 4 中合中小企业融资担保股份有限公司

主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
代偿保障率	$[(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{存出保证金} - \text{存入保证金}) / \text{期末担保责任余额}] \times 100\%$
担保赔付率	$\text{当年代偿额} / \text{当年担保业务收入} \times 100\%$
不良担保率	不良担保额/担保余额
不良担保拨备覆盖率	$(\text{未到期责任准备金} + \text{担保赔偿准备金}) / \text{不良担保额}$
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
累计代偿回收率	累计代偿追偿金额/累计担保代偿额
平均资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额})$
平均净资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初净资产总额} + \text{期末净资产总额})$
净资产担保余额倍数	担保责任余额/净资产
担保放大倍数	期末担保责任余额/净资产
拨备覆盖率	各项准备金合计/当期代偿金额 $\times 100\%$

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。