

信用等级公告

联合[2015] 284 号

恒泰证券股份有限公司：

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

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拟发行的 2014 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二〇一五年六月十五日

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

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

恒泰证券股份有限公司

2014 年证券公司债券信用评级分析报告

本次证券公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 15 亿元

债券期限：3 年

还本付息方式：单利按年付息、到期一次还本

担保方：中合中小企业融资担保股份有限公司

担保方式：不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2015 年 6 月 15 日

财务数据：

发行人

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	96.48	99.04	218.20	274.58
自有资产(亿元)	57.40	64.90	147.05	172.03
自有负债(亿元)	13.73	18.34	94.28	114.38
全部债务(亿元)	8.24	13.72	73.15	86.66
股东权益(亿元)	43.67	46.57	52.77	57.65
净资本(亿元)	37.81	34.43	50.74	52.38
净资本/净资产(%)	86.59	73.93	96.25	91.84
净资本/负债(%)	385.72	226.97	65.36	56.01
自有资产负债率(%)	23.92	28.25	64.11	66.49
净资本/各项风险准备之和(%)	620.98	620.37	684.78	591.97
营业收入(亿元)	7.26	12.84	19.85	9.08
净利润(亿元)	1.12	3.99	6.56	4.60
EBITDA(亿元)	2.66	6.32	11.01	--
营业利润率(%)	20.32	40.69	42.17	39.13
平均净资产收益率(%)	2.62	8.85	13.21	8.33
EBITDA 利息倍数	4.53	12.25	5.41	--
EBITDA 全部债务比	0.32	0.46	0.15	--
EBITDA/本次发债额(倍)	0.18	0.42	0.73	--

担保方

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	51.85	56.66	63.24
所有者权益合计(亿元)	51.63	53.23	54.31
营业收入(亿元)	0.72	3.04	5.60
净利润(亿元)	0.37	1.61	2.67
期末担保责任余额(亿元)	--	120.77	303.12
净资产担保放大比例(倍)	--	2.27	5.58

注：1、本报告中所用 2012 年数据和 2013 年数据分别采用 2013 年及 2014 年合并财务报表和监管报表期初数及上年数列示及计算。2015 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

3、发行人监管报表的合并范围仅为恒泰证券股份有限公司、恒泰长时证券有限责任公司。

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”）的评级反映了其主营业务发展平稳，治理与内部控制水平稳步提升。公司多年来以内蒙古地区为发展重点，经纪业务在当地具有较强的市场竞争优势。近年来，受益于市场的持续回暖以及公司调整经营策略和业务结构方面取得了积极的效果，公司营业收入呈持续增长的态势，盈利规模和盈利能力明显提高。联合评级同时也关注到经济周期变化、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。

未来随着资本市场的持续发展和创新业务的稳步推进，公司经营规模有望进一步扩大，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。中合担保股东背景强大，资本实力雄厚，担保实力强，其对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

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

优势

1. 公司经纪业务在内蒙古地区市场占有率较高，佣金率高于全国平均水平，对公司营业收入的实现有积极影响。

2. 2014 年以来，受益于国内证券市场交易活跃度大幅提高，证券行业经纪业务和信用交易业务收入和利润取得较大增长。未来，随着多种鼓励创新和监管放松政策的持续落实，证券公司将迎来业务创新和发展的良好外部

机遇。

3. 本次债券担保方中合担保股东背景强大，资本实力雄厚，担保实力强，其对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

关注

1. 公司收入与利润主要依赖于传统经纪业务和自营业务，投资银行业务、资产管理业务等业务行业竞争力一般，公司收入实现对股票市场行情依赖较大。

2. 随着公司融资渠道的拓宽，财务杠杆水平将逐步提高，资金流动性管理状况保持关注。

3. 近年来，公司创新业务发展较快，相应的对公司内部控制、风险管理、资金补充等方面提出更高要求。

分析师

刘 薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@unitedratings.com.cn

李 晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http: //www.uintedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与恒泰证券股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与恒泰证券股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因恒泰证券股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由恒泰证券股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次债券信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

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，改制后公司名称为“内蒙古证券有限责任公司”。

2002 年 7 月 2 日，经中国证监会《关于核准内蒙古证券有限责任公司增资扩股的批复》（证监机构字【2002】194 号）批准，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。2002 年 9 月，经国家工商局核准，名称变更为恒泰证券有限责任公司。

2008 年 9 月，经证监会批准，内蒙古自治区证券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）全部股权，注册资本由 20.06 亿元增加至目前的 21.95 亿元。截至 2014 年底，公司股权结构较为分散，无实际控制人。

表 1 截至 2014 年底公司前五大股东持股情况

股东	持股比例
包头华资实业股份有限公司	14.03%
北京庆云洲际科技有限公司	10.34%
北京金融街西环置业有限公司	10.25%
北京汇金嘉业投资有限公司	9.39%
北京金融街投资（集团）有限公司	8.02%
合计	52.03%

资料来源：公司提供。

公司经营范围：证券的上市推荐；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。

截至 2014 年底，公司在全国设有 64 家营业部，其中内蒙古自治区 31 家，上海市 4 家，北京市 5 家，其余分布于辽宁、黑龙江、吉林、深圳等省市；公司设有 2 家分公司——深圳分公司和长春分公司；4 家全资子公司——恒泰长财证券有限责任公司（以下简称“恒泰长财”）、恒泰期货有限公司（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”）；截至 2014 年底，公司员工总数 1,363 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 218.20 亿元，其中客户资金存款 51.59 亿元；负债合计 165.43 亿元，其中代理买卖证券款 71.15 亿元；所有者权益 52.77 亿元，净资本 50.74 亿元。2014 年，公司实现营业收入 19.85 亿元，净利润 6.56 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 274.58 亿元，其中客户资金存款 73.49 亿元；负债总额 216.93 亿元，其中代理买卖证券款 102.55 亿元；所有者权益 57.65 亿元，母公司净资本 52.38 亿元。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.08 亿元，净利润 4.60 亿元。

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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“2014 年恒泰证券股份有限公司债券”（以下简称“本次债券”），本次发行规模不超过人民币 15 亿元。本次债券票面金额 100 元/张，平价发行。本次债券分为 2 个品种，分别为浮动利率 3 年期品种（以下简称“品种一”）和固定利率 3 年期品种（以下简称“品种二”）。其中，品种一初始发行规模为 1 亿元，品种二初始发行规模为 14 亿元。两个品种间可以进行相互回拨，回拨比例不受限制，由恒泰证券与主承销商协商决定是否行使品种间回拨权。

本次债券品种一的票面利率由基准利率加基本利差确定。每个计息周期所采用的基准利率为全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网上公布的 Shibor(1W)在当期起息日前 250 个工作日的算术平均值，第一个计息周期采用的基准利率为发行首日前 250 个工作日 Shibor(1W)的算术平均值，以后每个计息周期采用的基准利率为该计息周期起息日前 250 个工作日 Shibor(1W)的算术平均值。基本利差根据网下询价结果，由恒泰证券与主承销商按照国家有关规定共同协商确定，在该品种存续期内固定不变；品种二的票面利率根据网下询价结果，由恒泰证券和主承销商按照国家有关规定协商确定，在该品种的存续期内固定不变。

本次债券采用单利按年付息，不计复利。利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为本次债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金主要用于补充营运资金。公司将对募集资金实行统一管理，并根据公司业务实际发展需要调剂使用资金，以提高资金运用效率和公司资源综合运用水平。

三、行业分析

1. 我国证券市场发展状况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。我国证券市场经过逾 20 年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。

（1）我国证券市场的规模不断扩大，市场活跃度不断提高

股票市场方面，根据 WIND 资讯统计数据，截至 2014 年底，上交所和深交所上市的公司共有 2,613 家，股票市场总市值为 37.25 万亿元，同比增加 61.29%，2014 年股票证券化率为 67.34%，A 股成交额为 73.77 万亿元。

表 2 2010~2014 年我国股票市场主要指标情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
境内上市公司数（家）	2,063	2,342	2,494	2,489	2,613
境内股票筹资额（亿元）	8,954.90	5,073.07	3,127.54	2,802.76	8,412.40
股票市价总值（万亿元）	26.54	21.48	23.04	23.10	37.25
股票全年成交金额（万亿元）	54.56	42.16	31.47	46.87	73.77
上证综合指数（点）	2,808.08	2,199.42	2,269.13	2,115.98	3,234.68
股票有效账户数（亿户）	1.34	1.41	1.40	1.32	1.42
证券化率（%）	66.69	45.55	44.37	40.61	67.34

资料来源：中国证监会网站。

债券市场方面，根据 WIND 资讯统计数据，截至 2014 年底债券余额为 35.92 万亿元，2014 年现券交易成交金额为 40.33 万亿元，回购交易成交金额为 312.11 万亿元；衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2013 年场内商品期货和场内股指期货的成交额分别为 127.97 万亿元和 164.02 万亿元；场内国债期货也于 2013 年 9 月正式启动，2014 年成交额为 0.88 万亿元。

（2）多层次资本市场已初步建立并不断完善

股票市场方面，中小板和创业板分别于 2004 年和 2009 年设立；新三板自 2012 年开始启动扩容并于 2013 年扩大至全国，截至 2014 年底挂牌企业数量达 1,579 家；区域性股权交易市场建设也在持续推进中，截至 2014 年末全国共建有区域性股权交易市场超过 60 家，可交易股份总量达 130.94 亿股，总市值达 820.53 亿元。

债券市场方面，我国已建立了交易所债券市场和银行间债券市场。此外，证券公司柜台市场也开始发展，2012 年底，开展柜台市场试点工作，截至 2014 年末共有 42 家试点证券公司获得柜台市场试点资格，目前柜台市场以资产管理计划和衍生品交易为主。

（3）在证券市场持续发展和监管政策推动下，金融创新产品和服务不断推出，如中小企业私募债、中小企业可交换私募债、优先股、融资融券、约定购回式证券交易、股权激励行权融资、股票质押式回购、股指期货、国债期货、场外金融衍生品、RQFII 等。

同时，我国证券市场还处于发展初期，主要体现在：第一，直接融资所占比例较低。目前，我国企业外部融资大多依靠银行贷款。根据中国人民银行的数据统计，2013 年新增社会融资中，国内非金融机构部门贷款融资占融资总额的比例为 80.21%；2014 年 1~6 月新增社会融资中，国内非金融机构部门贷款融资占融资总额的比例为 75.88%。第二，股票市场、债券市场结构失衡。根据 WIND 资讯数据，截至 2013 年末，我国债券余额总额为 29.95 万亿元，是 GDP 的 52.65%，是股票市值的 1.25 倍。根据世界银行数据统计，截至 2012 年末，美国债券市场未偿还金额为 38.64 万亿美元，是 GDP 的 2.38 倍，是股票市值的 2.07 倍。第三，机构投资者持股比例较小，不利于证券市场的成熟稳定发展。

2004 年~2007 年，证券行业监管机构对行业进行了综合治理，有效化解了历史遗留问题，证券行业开始了健康有序的发展。近年来，监管机构推动证券行业创新发展，证券公司家数、全行业营业收入、净利润、总资产、净资产和净资本保持增长趋势。

表 3 2012 年~2014 年证券行业概况

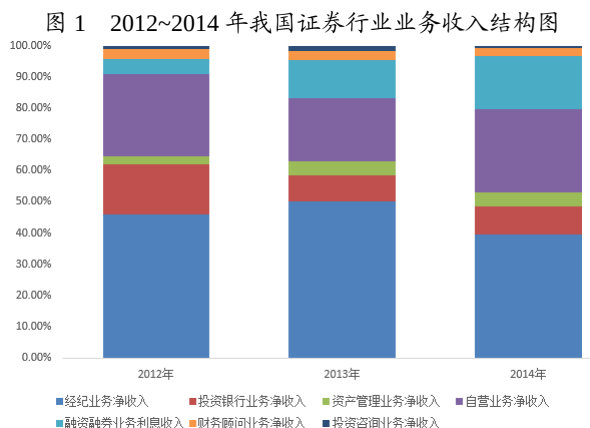
项 目	2012 年/2012 年末	2013 年/2013 年末	2014 年/2014 年末
证券公司家数(家)	114	115	120
盈利家数(家)	99	104	119
盈利家数占比(%)	86.84	90.43	99.17
营业收入(亿元)	1,294.71	1,592.41	2,602.84
净利润(亿元)	329.30	440.21	965.54
总资产(万亿元)	1.72	2.08	4.09
净资产(亿元)	6,943.46	7,538.55	9,205.19
净资本(亿元)	4,970.99	5,204.58	6,791.60

数据来源：中国证券业协会。

证券市场的快速发展一定程度上推动了我国经济的增长，未来随着证券市场的持续发展，证券场所肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。证券市场快速发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

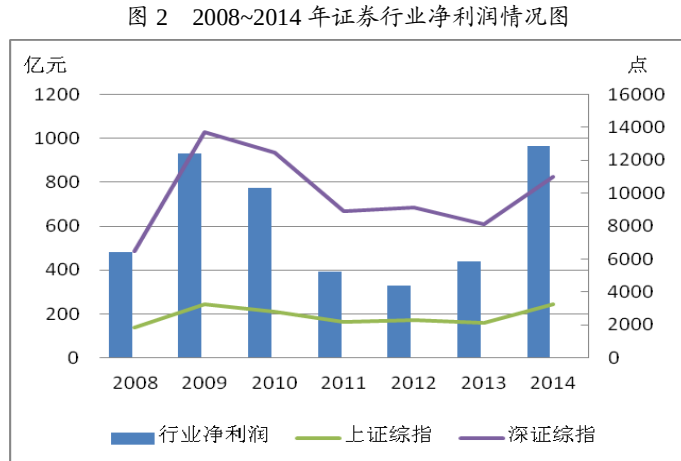
2. 证券业务

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。证券经纪业务是我国证券公司目前最主要的业务组成部分，是收入的主要来源，收入占比均在 40% 以上。近年来，自营业务和融资融券业务发展较快，相关业务收入规模增长较快，2012~2014 年，年均增长率 56.45% 和 191.27%，投资银行业务近年来受 IPO 发行速度的影响，收入规模变化不大，资产管理业务发展较快，收入持续增长，但整体收入规模相对较小。另外，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。



资料来源：中国证券业协会网站。

由于证券公司的收益水平与证券市场交易量正相关，近三年我国证券行业净利润呈现持续增长的态势。



资料来源：中国证券业协会网站。

经纪业务

由于市场竞争加剧，经纪业务市场平均佣金率不断下滑。加之金融危机后，股票市场交易量持续萎缩，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降，也导致了证券公司盈利水平的大幅下滑。在市场竞争日趋激烈之时，证券公司的经纪业务面临新的业务发展机遇和调整。

2012 年 11 月，证监会发布《证券公司代销金融资产管理规定》，意味着证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”，经纪业务迎来新的发展机遇。同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑

战，证券公司的经纪业务即将进入转型期，轻型营业部因运而生。

近年来融资融券业务的发展以及现金管理型产品的推出将为经纪业务带来新的增长动力。随着经纪业务竞争的加剧，证券公司将逐步向全方位金融服务提供商转变，借助业务间的相互协同为经纪业务发展提供支持，通过为投资者提供差异化和高附加值的综合化服务来提升市场竞争力。此外，持续的行业佣金战以及互联网金融的影响，倒逼证券公司向互联网经营模式和营销渠道创新转型，给券商传统经纪业务佣金模式带来了较大冲击。经纪业务也从传统的股票交易业务，增加了财富管理的理念，开展多金融产品交叉营销，提升经纪业务的活力。经历了行业的周期性调整，券商逐渐完成了传统经纪业务的转型，同时受益于证券市场交易活跃度的提升及融资融券规模的大幅增加，2014 年行业经纪业务实现收入 1,049.48 亿元，较 2013 年增长 38.23%。

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。

2014 年，证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入 240.19 亿元，约占全行业营业收入的 9.02%。在证券市场中，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，导致了较高的业务集中度，近年来股票及债券承销金额中排名前十家证券公司的市场份额合计约占 55%。合资证券公司依靠其全球化的网络以及人才优势，迅速抢占高端市场，与国内证券公司展开了激烈竞争。

在中小项目的承销业务上，一些证券公司通过其区域性特点和差异化策略，占有一定的市场份额，逐步形成自身品牌。未来债券市场的持续快速发展和并购重组业务的推动，将成为证券公司投资银行业务的增长点。此外随着新三板的扩容和国际板开板的临近，未来这两个领域能够持续推动证券公司投资银行业务的发展。

2014 年，受益于 IPO 的重启和定向增发规模的快速增长，证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入 240.19 亿元，占全行业营业收入的 9.23%，较 2013 年有明显上升。未来在资产证券化的推行、股票发行注册制改革、新三板扩容与升级等方面投资银行业务面临着较大的发展机会。

在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司的流动性。同时，股票承销业务受监管审批政策的影响较大，IPO 政策的变化对承销与保荐业务具有较大影响。

自营业务

自营业务主要包括债券投资和股票投资。债券投资收益是证券公司投资收入的主要来源之一，相对股票投资而言，债券投资收益相对稳定。证券公司自营业务规模受到资本金规模的限制，风险总体可控，但股票投资与证券市场行情关联度高，收益波动性较大。2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。

资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小。目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，原有的业务限制有望进一步放宽。这有助于推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向

全面的客户资产配置转型。2012年以来，证券公司与银行合作开展的通道类业务带动证券公司受托资产管理规模爆发式增长。截至2014年底，证券公司行业受托的资产管理规模约为7.97万亿元，同比增加54.46%。由于通道类资产管理业务的收费较低，对证券公司收入贡献较小。

创新业务

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

融资融券业务方面，近年证券公司信用业务发展速度较快，其中融资融券业务自2010年3月31日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，根据沪深交易所公布的数据显示，截至2014年12月末，证券市场融资融券余额为10,256.56亿元，较上年增长6,800.29亿元，增长速度较去年上升195.98%。融资融券的相关业务是券商创新业务的主力部分，发展的速度迅速，为券商业绩的增长贡献较大，两融业务稳步上升。

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，但目前证券市场的波动使证券公司短期内的盈利水平承压较大。

3. 市场竞争

证券公司是证券市场重要的中介机构，与证券市场的发展相辅相成。证券公司提供证券市场投融资及投资管理等中介服务，证券公司作为机构投资者也是证券市场主要的机构参与者。

中国证券业协会对证券公司2014年度经营数据进行了统计，120家证券公司全年实现营业收入2,602.84亿元，各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入1,049.48亿元、证券承销与保荐业务净收入240.19亿元、财务顾问业务净收入69.19亿元、投资咨询业务净收入22.31亿元、资产管理业务净收入124.35亿元、证券投资收益（含公允价值变动）710.28亿元、融资融券业务利息收入446.24亿元，全年实现净利润965.54亿元，119家公司实现盈利。据统计，截至2014年底，120家证券公司总资产为4.09万亿元，净资产为9,205.19亿元，净资本为6,791.60亿元，客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.2万亿元，托管证券市值24.86万亿元，受托管理资金本金总额7.97万亿元。

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力，也有部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势。如公司不能在激烈的竞争环境中快速提高自身的资本实力、抓住发展机遇，将可能面临业务规模萎缩、盈利能力下滑等经营压力。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。

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，国内商业银行、信托公司、保险公司及其他非银行金融机构通过各种金融产品和业务的开拓创新，向证券公司传统业务领域不断渗透。商业银行在资本实力、资产规模、品牌影响、网点覆盖等诸多方面比证券公司具备明显的竞争优势，而信托公司近年来也快速扩张，凭借其运作机制灵活、业务涉足广泛

等独特优势，对证券公司经营带来一定挑战。

此外，在证券行业转型和创新的背景下，互联网在提高证券市场效率、减少交易成本的同时，通过对证券销售、证券交易和融资渠道等方面的渗透，逐渐打破证券行业依靠牌照和通道盈利的固有格局。国金证券与腾讯网合作推出网上超低交易佣金率开户、天弘基金与支付宝合作实现基金规模急速攀升，都是互联网金融的典型案列。证券公司如不能在互联网金融领域迅速布局并实现业务转型升级，将可能在互联网金融的浪潮中受到较大冲击，甚至面临行业竞争地位急剧下降的风险。

总体看，证券行业转型和创新以及监管理念和市场环境的变化，使得证券行业竞争日益激烈。

4. 风险因素

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

市场风险

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资类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。融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。

流动性风险

在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，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及政策风险主要反映在两方面，一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场的波动影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

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

5. 监管与政策支持

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

经过历时三年的证券公司综合治理，一批问题证券公司得到处理，证券公司业务经营得到规范，风险得到有效化解。2007年8月，综合治理结束后，证券行业也随之转入了常规监管阶段。此后，证监会陆续出台了多项规章制度，并逐步建立起以净资本为核心监管指标、实施证券公司分类监管的监督管理机制，对我国证券公司整体经营业绩和风险管理能力的提升起到了积极的推动作用。

2012年以来，证监会出台多项措施支持行业创新，包括提高证券公司理财类产品创新能力、放宽业务范围和投资方式限制、扩大代销金融产品范围、鼓励券商参与场外市场建设和中小企业私募债试点等，这对证券公司加强业务创新、调整盈利结构、转变经营发展模式具有积极推动作用。此外，证监会还通过降低净资本扣减比例和风险资本准备计算标准等措施放松对证券公司的净资本要求，通过拓宽证券公司债务融资渠道，扩大其运营资金的来源，这对证券公司提高财务杠杆起到积极作用。但是，相应也会使其面临更大的风险暴露。

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

2014 年以来，随着以融资融券业务为代表的资本中介业务的大幅增长，证券公司对资金的需求日益增加，2014 年 11 月，证监会证券基金机构监管部和中国证券业协会分别发布了《关于鼓励证券公司进一步补充资本的通知》和《证券公司资本补充指引》，目的在于推动证券公司建立健全资本管理机制，拓宽资本补充渠道，提高资本质量，强化资本约束。

全国中小企业股份转让系统（以下简称“全国股份转让系统”）是经国务院批准，依据证券法设立的全国性证券交易场所，2012 年 9 月正式注册成立，是继上海证券交易所、深圳证券交易所之后第三家全国性证券交易场所。2013 年底，新三板方案突破试点国家高新区限制，扩容至所有符合新三板条件的企业。截至 2014 年底，已有近 2,100 家企业在新三板挂牌，市场容量增长较快。

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

四、规模与竞争力

公司是国内规模较大、机构分布较广、服务客户较多、经营范围较广的证券公司之一，在内蒙古、北京、深圳、上海等地设立了 64 家营业部。公司经纪业务立足于内蒙古地区发展，近三年公司代理买卖证券交易在内蒙古地区市场份额占比均在 37%左右，其经纪业务在内蒙古地区具有较强的竞争优势。

公司是全国性综合类券商，拥有齐全的业务资格，2002 年获得网上证券业务委托资格，2003 年获得经营股票承销业务资格和受托投资管理业务资格；2004 年获得保荐机构资格、同业拆借市场成员资格、开放式投资基金代销业务资格；2004 年 12 月经中国证监会核准，成为全国首批 52 家 IPO 询价对象之一；2011 年获得为期货公司提供中间介绍业务资格、代办系统主办券商业务资格；2012 年 6 月获得融资融券业务资格；2014 年获得全国中小企业股份转让系统做市商做市业务资格、港股通业务交易权限、股票期权业务资格、非现场开户业务资格、柜台市场业务试点资格等。

根据 2015 年证券业协会公布的券商评级，公司评级为 BBB 级。在全国各类券商中，2014 年公司净资产排名第 47 名，净资本排名第 46 名，营业收入排名第 44 名，净利润排名第 47 名，排名中游偏上，有一定的综合经营优势。

总体看，公司各项证券业务资质齐全，具备一定的规模优势，区域市场竞争优势较为突出。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司股权结构较为分散，公司股东对公司业务经营参与较少，公司治理具有较强自主权。近年来，公司按照《公司法》、《证券法》、《证券公司治理准则》等法律法规的要求，制定了一整套

公司治理制度，设立了股东会、董事会和监事会，并制定了相关的议事规则，整体法人治理结构较为完善。

股东大会是公司的最高权力机构。公司按照相关法规以及公司章程的规定，召集、召开股东大会。2012~2014年，公司股东大会表决通过了修订公司章程、年度合规报告、利润分配方案等多项议案，确保股东对公司经营享有充分的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3名。董事会下设四个专门委员会，分别是战略与投资决策委员会、风险控制与监察委员会、审计委员会、薪酬与提名委员会。其中审计委员会、薪酬与提名委员会主任委员均由独立董事担任。近年来，公司董事会审议通过了董事会工作报告、利润分配方案、年度预决算方案等多项议案，公司全体董事均能认真出席会议并审议各项议案，有效发挥了董事会的决策职能。

监事会是公司的内部监督机构，负责对董事、高级管理人员的履职情况进行监督。公司监事会由3名监事组成，其中职工监事1名。近年来，公司监事会审议通过了年度工作报告、监事换届、高管离任审计报告等议案。公司监事会还通过列席董事会和股东会会议的方式履行监督职能，并就公司运作情况、财务状况、重大经营决策情况发表独立意见。

公司实行董事会领导下的总裁负责制。截至目前，公司高级管理层共9人，包括总裁1名、常务副总裁1名，副总裁5名、合规总监及财务总监各1名。公司高级管理层下设自营投资决策管理专业委员会、资管业务管理专业委员会、经纪业务管理专业委员会、投行业务管理专业委员会、期货业务管理专业委员会、子公司业务管理专业委员会、资金预算管理专业委员会、人力资源管理专业委员会、风险管理专业委员会、审计管理专业委员会、采购管理专业委员会、信息技术管理专业委员会等十二个专门委员会。

总体看，公司搭建了较为完善的公司治理架构，治理水平不断提升，有利于公司实现持续稳健发展。

2. 内控与合规

根据业务发展需要及风险控制要求，公司逐步调整内部管理架构，建立了前中后台相互分离的组织框架。公司设合规总监，直接受董事会领导，负责统筹公司的合规管理工作。合规总监下设合规管理部和稽核审计部，上述两个部门通过事前、事中、事后的管理与监督，对风险予以监控。风险管理部作为合规管理部的二级部门履行风险管理职能。各分支机构设置合规专员负责各分支机构的合规工作及合规检查事宜。

近年来，公司持续深化合规管理体系建设。一是推进内控制度建设，为公司各项业务发展提供制度保障；二是加强对创新业务、产品的风险管理，逐步建立创新业务风险识别、评估和应对机制，督导业务管理部门自查工作的有效实施；三是积极开展压力测试工作，完善与业务开展相联系的压力测试工作机制，提高业务风险防控能力；四是从操作层面和制度层面细化各项风险管理措施，使风险管理工作贯穿创新过程的事前、事中和事后整个过程，并采取相应的控制措施将风险控制在合理的范围之内。

近年来，公司稽核审计部通过专项审计、离任审计以及经济责任审计等多种方式对各分支机构和业务部门开展现场稽核。稽核审计部对检查中反映的问题提出整改建议，并督促分支机构和业务部门及时整改，同时将整改情况以及持续督导结果纳入被审计单位的年度综合评价，以确保审计结果的落实整改。目前，公司主要采取现场稽核的方式开展审计工作，尚未建立有效的非现场稽核系统，审计手段有待进一步完善。

公司建立了信息隔离墙管理制度，各业务部门通过机构设置、人员分工、权限设置及相关人员的物理位置分离等多项措施确保信息隔离。公司合规管理部门定期对各业务部门的业务隔离情况进行监测。

总体看，公司持续推进内部控制体系建设，内部控制水平逐步提升，较好地支撑了各项业务的发展，但合规及风险管理组织架构仍有待进一步完善，随着分支机构的增设和新业务的开展，将对公司的内控管理提出更高要求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要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，以及通过控股子公司开展的期货、直投、另类投资业务。

在公司积极推动业务转型与创新发展的过程中，虽然公司以客户资产管理为代表的创新业务取得了一定增长，但是由于各项创新业务仍在培育初期，对公司的盈利贡献有限，短期内还无法从根本上改变公司以经纪业务、证券自营业务等传统业务为主的收入结构。2012~2014年，公司证券经纪业务净收入和投资收益与公允价值变动损益之和（以证券自营业务为主）合计占营业收入的比重分别为76.57%、73.77%和78.04%，占比保持相对稳定。

表4 近三年公司营业收入构成及占比情况（单位：亿元、%）

项 目	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	4.53	62.46	7.13	55.56	10.11	50.91
其中：证券经纪业务净收入	3.37	46.44	5.16	40.24	7.31	36.85
期货经纪业务净收入	0.24	3.31	0.33	2.55	0.38	1.92
投资银行业务净收入	0.52	7.18	0.56	4.33	1.11	5.58
投资咨询服务净收入	0.00	0.00	0.02	0.18	0.01	0.05
受托客户资产管理业务净收入	0.40	5.53	1.06	8.26	1.29	6.52
利息净收入	0.52	7.10	1.20	9.39	1.37	6.94
投资收益	2.46	33.88	4.61	35.95	4.79	24.14
公允价值变动损益	-0.27	-3.75	-0.31	-2.42	3.38	17.05
汇兑损益	0.00	-0.01	-0.01	-0.05	0.00	0.00
其他业务收入	0.02	0.32	0.20	1.58	0.19	0.95
营业收入合计	7.26	100.00	12.84	100.00	19.85	100.00

资料来源：公司提供。

2012~2014年，受股票市场行情逐渐回暖的影响，公司经纪业务净收入持续较快增长，三年复合增长率达47.29%，截至2014年底，其在营业收入占比为36.85%，呈持续下降态势，主要系公司自营业务和资产管理业务等业务占比增大所致。投资银行业务方面，公司积极把握一级市场股票增发、债券发行扩容的机遇，实现投资银行业务净收入分别为0.52亿元、0.56亿元和1.11亿元，截至2014年底，其收入占营业收入的比为5.58%。自营业务方面，公司较好的把握了市场机会，取得了较好的投资收益，投资收益与公允价值变动损益之和持续大幅增加，截至2014年底，其在营业收入中的占比达41.19%。另外，近三年，公司资产管理业务取得较好发展，受托客户资产管理业

务净收入持续较快增长，但在收入中占比不大，截至2014年底，为6.52%。

2015年1~3月，受证券市场股票成交量价齐升的影响，公司实现营业收入9.08亿元、净利润4.60亿元，达到2014年全年的45.75%和70.13%，经营状况保持较好增长态势。

总体看，公司业务经营以传统的经纪、证券自营业务为主，受益于市场的持续回暖以及公司调整经营策略和业务结构方面取得了积极的效果，营业收入呈持续增长的态势，盈利规模和盈利能力明显提高。同时，联合评级也关注到公司整体经营状况受市场波动影响较大，公司收入实现对股票市场行情依赖较大。

2. 业务运营

经纪业务（含信用业务）

公司经纪业务主要由经纪事业部负责开展。经纪事业部下设零售业务部、运营中心、信息技术中心以及电子商务部4个部门，同时负责管理分布在内蒙古、上海、北京、深圳等多个省市的证券营业部。截至2014年底，公司在全国设有64家营业部，其中内蒙古自治区分布有31家，公司在内蒙古地区网点分布较多。随着证券营业网点设立政策的放宽，公司制定了新的营业网点布局方案，未来将逐步加大轻型营业网点的布局力度，以进一步扩大营业网点覆盖面。同时，证券公司营业网点设立政策的放宽以及非现场开户政策的实施，使公司在内蒙古地区网点分布较多的优势受到挤压，对公司在内蒙古地区的市场占有率形成较大竞争压力。

近年来，公司持续推进经纪业务转型，不断强化证券营业部的综合营销能力，致力于建成由经纪业务、期货业务、融资融券业务等组成的零售业务销售平台。同时，公司不断强化客户管理，细分客户种类，根据不同类型客户的投融资需求和风险偏好，向客户提供个性化的投融资服务，充分发挥自身资本中介的作用。

表5 2012~2014年公司经纪业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2012年	2013年	2014年
代理买卖证券交易金额	4,237.87	6,586.44	9,493.15
代理买卖证券交易市场份额	0.292	0.284	0.275

资料来源：公司提供。

经纪业务是公司主要收入来源之一。2012年以来，股票市场整体持续回暖，市场成交量和成交金额均呈上升趋势，公司证券经纪业务（含期货业务）由2012年的3.61亿元上升至2014年的7.69亿元。2012和2013年，公司代理买卖证券业务净收入行业排名均为第47位，位于行业中游水平。

2012~2014年，公司代理买卖证券交易额在内蒙古地区的市场份额分别为37.79%、38.67%和40.52%，公司经纪业务在内蒙古地区的市场份额持续保持较高水平，区域竞争优势较为明显。内蒙古地区证券行业整体经纪业务佣金率水平相对较高，这对公司经纪业务收入形成明显的有利影响。目前，公司平均股基佣金率1.29‰，仍保持较高水平，未来随着互联网金融和多券商开户的发展，公司佣金率仍有较大下降空间。

公司于2012年6月获批开展融资融券业务。为加强公司融资融券业务管理，公司制定了融资融券业务管理办法，构建了融资融券业务管理架构，建立了业务风险监控体系，在风险可控的前提下，推动公司融资融券业务实现较快发展。截至2014年底，公司融出资金余额50.68亿元。2013年5月，公司获得了转融通业务资格，融资业务资金来源进一步拓宽，这有利于公司融资融券业务的

进一步发展，截至2014年底，公司转融通余额为13.35亿元。

表 6 近年来公司融资融券业务规模及收入情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
期末融资融券账户数目（个）	1,226	19,231	52,963
累计授信金额（亿元）	8.04	1,323.20	5,095.54
期末融出资金余额（亿元）	0.95	12.70	50.68
日均融资融券规模（亿元）	0.18	6.69	21.10
融资融券业务利息收入（亿元）	0.002	0.41	0.97

资料来源：公司提供。

2014年，股票市场放量大涨，市场融资融券规模大幅增加，公司融资融券业务呈现快速发展，开户数量、交易量、账户余额均较2013年大幅增长。截至2014年底，客户开立的融资融券账户达52,963户，融出资金余额50.68亿元，公司累计授信金额5,095.54亿元；日均融资融券规模为21.10亿元；实现融资融券业务利息收入0.97亿元。随着市场需求的上升和融资渠道的拓宽，公司融资融券业务有望继续保持较快的发展速度，并逐渐成为公司经纪业务新的收入增长点。

总体看，公司经纪业务在内蒙古地区具有一定的区域竞争优势，但证券公司营业网点设立政策的放宽以及非现场开户政策的实施，会对公司在内蒙古地区的市场占有率形成较大压力；随着融资融券等创新业务的持续发展，公司经纪业务收入来源将趋于多元化。

投资银行业务

公司投资银行业务包括股权融资和固定收益业务，公司为企业客户提供股权融资、债券融资、并购重组以及财务顾问等服务，同时为客户提供股权投资、私募融资等各项业务。2014年，公司母公司业务范围减少了保荐业务并取消了公司下设的投资银行业务分公司—北京分公司，同时公司子公司恒泰长财获得证券承销业务、证券投资基金销售业务、证券保荐业务资质，原公司投资银行业务团队也编入了恒泰长财。目前，公司投资银行业务主要由恒泰长财负责经营管理。

近年来，公司一方面不断调整激励机制，在稳定原有业务团队的基础上，加大投资银行业务专业人才的引进力度；另一方面重新梳理投资银行业务发展策略，加快项目拓展渠道建设，储备新的可行性项目。同时，公司通过组建债券承销团队，积极发展固定收益类产品承销业务，并申请中小企业私募债券承销资格，丰富投资银行业务品种，进一步拓展业务发展空间。

从业务团队培养来看，由于近年来公司对投资银行业务人员较为重视，培训方式主要以工作指导及项目实践为主。在开展业务过程中，公司通过团队业务教练和外部相关业务培训来提高员工业务水平，这有助于员工在成长过程中对公司企业文化的逐步认同，保持团队的稳定。截至2015年3月底，公司投资银行业务团队93人，其中保荐代表人11人、准保荐代表人4人，基本能够满足公司投资银行业务的发展需要。

近年来，公司投资银行业务侧重于债券承销项目和财务顾问项目，再融资和主承销IPO项目个数较少。

公司对项目立项采取了较为严格的审核制度，保证立项项目的整体质量。立项主承揽人首先将立项申请文件报至质量控制部；涉及销售的项目，还需同时向资本市场部提供用于判断项目发行销售风险的依据文件，由质量控制部按照立项标准对立项申请文件进行合规性审核，审核通过后报项目立项审核小组会议审核是否予以立项。严格的风控制度使得公司投资银行业务的质量有所保证。项目储备方面，截至2015年3月底，公司在证监会审核的项目6个、在发改委审核的企业债项目3个。

表 7 投资银行项目家数及收入情况表（单位：个、亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
主承销 IPO 项目	2	0	0
再融资项目	1	2	1
债券主承销项目	0	6	21
债券副主承销及分销项目	28	20	10
财务顾问项目	9	21	45
投资银行业务净收入	0.52	0.56	1.11

资料来源：公司提供。

2012~2014 年，公司投资银行业务共完成 2 个 IPO 项目、5 个再融资项目、27 个债券主承销项目、58 个债券副主承销及分销项目以及 75 个财务顾问项目。2014 年，公司投资银行业务发展重心集中于债券主承销和财务顾问业务，同时着力发展新三板及其他创新业务品种，拓展收入来源并优化收入结构。2014 年，公司完成 1 个再融资项目、21 个债券主承销项目、10 个债券副主承销及分销项目和 45 个财务顾问项目。2012~2014 年，公司投资银行业务净收入分别为 0.52 亿元、0.56 亿元和 1.11 亿元，呈上升趋势，但整体收入规模较小，对公司营业收入的贡献度较小，业务竞争力有待提升。

总体看，近年来公司投资银行业务稳步发展，但其收入占比较低，整体业务竞争力有待增强。

自营业务

公司自营业务包括债券自营业务和权益类产品自营业务，分别由固定收益部和证券投资部负责。为确保自营业务风险的有效控制，公司建立了由战略与投资决策委员会、自营投资决策执行委员会、分管副总裁、证券投资部及固定收益部四个层次构成的决策授权机制。其中，战略与投资决策委员会是经董事会授权负责资产配置策略、投资业务规模、投资止损额度管控的最高管理机构。合规管理部依照风险管理委员会的授权，对自营业务投资运作流程的合规性进行实时监控。

近年来，公司坚持“以实现绝对收益为目标，控制风险优先”的投资思路，在股票市场波动较大的前提下，将自营业务的重心逐步向债券自营业务倾斜，适当控制权益类产品投资规模，整体投资策略较为审慎。公司依据债券市场的行情变化，及时改变债券投资策略，调整债券持有仓位和久期，以获取更高的投资收益。同时，公司不断加强与研究机构的交流，建立常态化的沟通机制，以提升自身的投资管理水平。2012 年和 2013 年，公司自营业务投资规模分别为 36.72 亿元和 30.93 亿元，投资品种以债券为主，分别占比为 65.11%和 63.30%。2014 年，国内股票市场出现快牛行情，公司加大了自营业务投资规模，截至 2014 年底，公司自营业务投资余额 55.57 亿元，较 2013 年底大幅增加 79.66%，其中债券投资占比为 54.81%，股票投资占比为 23.90%，其他主要为基金投资，股票与基金投资占比较 2013 年明显上升。

表 8 自营证券投资结构表（单位：亿元）

项目	2012 年底	2013 年底	2014 年底
交易性金融资产	16.35	15.61	38.06
其中：债券	13.52	11.85	23.61
股票	0.77	1.62	5.65
基金	2.05	2.14	8.80
可供出售金融资产	20.37	15.32	17.51
其中：债券	10.39	7.73	6.85
股票	9.07	5.76	7.63
基金（集合计划）	0.91	1.84	3.03
其他	--	--	0.30
合计	36.72	30.93	55.57

资料来源：公司审计报告。

近年来，公司交易性金融资产公允价值变动和可供出售金融资产公允价值变动对当期收益和资本公积的影响波动较大，存在一定的市场风险。2012~2014 年，公司自营业务分别实现营业收入（投资收益与公允价值变动损益之和）2.19 亿元、4.30 亿元和 8.17 亿元，占营业收入的比重分别为 30.13%、33.53%和 41.19%，自营业务对公司收入贡献度呈持续上升趋势。

总体看，公司自营投资策略较为审慎，投资收益是公司收入的主要来源，但投资收益受市场行情影响波动较大。

资产管理业务

公司于 2003 年取得资产管理业务资格，但资产管理业务的实质性运作起步较晚。公司资产管理部作为开展资产管理业务的专门部门，下设研究策划、营销管理、营运管理、风险控制、产品管理等多个业务团队，在各自的职责范围内负责资产管理业务的开展。

近年来公司资产管理业务秉持“有效控制风险，追求稳定回报”的投资理念、稳健的投资风格，始终把取得绝对收益放在第一位。公司资产管理业务以价值投资为导向，严格控制风险，投资策略科学合理，仓位控制机制比较灵活，产品业绩比较稳定。截至 2014 年底，公司累计成功推出 37 只集合资产管理计划产品和 136 只定向资产管理计划产品，公司资产管理总规模为 127.22 亿元，其中集合产品资产总规模 34.47 亿元，公司集合类资产管理业务规模在行业排名第 42 位。2014 年底，公司资产管理总规模同比大幅减少 45.74%，主要系 2014 年公司有 21 只产品到期终止，新增 31 只产品，但终止产品多为通道业务，新增产品多为主动管理，规模差距较大。

表 9 2012~2014 年公司资产管理业务受托规模及收入情况

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	资产管理 规模（亿元）	净收入 （万元）	资产管理 规模（亿元）	净收入 （万元）	资产管理 规模（亿元）	净收入 （万元）
集合资产管理	17.67	3,680.92	121.82	8,332.25	34.47	6,044.92
定向资产管理	129.39	331.01	112.65	2,272.65	77.31	5,133.42
专项资产管理	--	--	--	--	15.45	1,771.19
合计	147.06	4,011.93	234.47	10,604.90	127.22	12,949.53

资料来源：公司提供。

近年来，公司不断加强资产管理业务制度、团队、系统等各项基础建设，在着力提高投资管理水平的时候，持续丰富资产管理业务产品种类，加大资产管理业务拓展力度。2012~2014 年，公司资产管理业务净收入分别为 0.40 亿元、1.06 亿元和 1.29 亿元，增幅明显。

总体看，公司资产管理业务经营情况较好，逐步形成一定的市场竞争力。随着业务范围的拓宽和产品种类的丰富，资产管理业务对公司收入的贡献度有望提高。

资产证券化业务

2013 年 5 月，公司引进专业人才和团队，成立金融市场部，着手开展资产证券化业务，并取得一定进展。2014 年，公司在企业资产证券化和信贷资产证券化两个创新业务领域实现了零的突破，2014 年底实现融资规模 15.45 亿元，全年完成营业收入 1,778 万元，目前公司储备了 20 多个资产证券化项目，融资规模超过 300 亿元，为 2015 年业务发展奠定了良好的项目基础。未来公司将继续加大在资产证券化业务方面的投入和探索，资产证券化业务将有望成为公司新的创新业务收入增长点。

3. 其他业务

公司通过全资子公司恒泰期货开展期货经纪业务。恒泰期货的前身上海永大期货经纪有限公司，于2009年末被公司全资收购。经过5年的快速发展，恒泰期货保证金从2010年初的不足2,000万元增长至2015年3月的8亿元，客户数由150户发展至5,822余户，员工数从收购初期的17人发展至目前的69人，其中后台运营人员41人，营销人员28人；月度成交金额从2010年1月的21.05亿元增长至2015年3月的4,380.65亿元，市场份额逐年增加。同时，部分单个品种成交情况远优于市场平均水平，例如白银、橡胶、螺纹钢、股指期货等品种的交易量均超过市场同期交易量的300%以上。在不增加投入并有效控制业务风险的基础上，引进、稳定了一批程序化及炒手客户，对交易量的持续增长起到了积极的促进作用，多个单品种交易量交易所排名前十。

2014年，恒泰期货根据业务实际，及时调整营销架构，通过多种营销措施推动业务发展；重点关注农产品、钢材、贵金属、焦煤4大商品，同时加强开展多种形式的营销活动，持续推进IB相关业务；加快量化业务推进；通过期货理财产品落地公司通道实现期货经纪业务稳定增长。恒泰期货整体全年实现营业收入0.62亿元，营业利润为0.05亿元。

总体看，恒泰期货坚持商品期货与金融期货同步发展策略，目前业务规模较小，但作为公司开展期货业务的重要平台，在未来公司发展战略中将发挥重要的作用，拥有较大的发展空间。

公司全资子公司——恒泰长财是在原长春市财政证券公司和长春信托投资公司证券部的基础上组建的一家经纪类证券公司，成立于2002年，注册资本2亿元。2013年底，根据公司发展规划，恒泰长财下属营业部全部并入公司，恒泰长财的主营业务范围变更成：证券承销业务、证券投资基金销售业务。2014年6月，恒泰长财的经营范围变更成：证券承销业务、证券投资基金销售业务、证券保荐业务。截至2015年3月底，恒泰长财资产规模3.55亿元，股东权益3.42亿元。2014年实现营业收入0.73亿元和净利润0.01亿元，2015年1~3月实现营业收入0.59亿元和净利润0.26亿元。

公司全资子公司——恒泰资本于2013年6月在深圳成立，注册资本2亿元，业务范围主要为使用自有资金或设立直投资基金对企业进行股权投资或与股权相关的债权投资。目前，恒泰资本主要关注消费品、电信、医疗、新能源等行业的高成长性企业。随着前期准备工作的完成，恒泰资本投资业务稳步推进，已拥有一定数量的项目储备，PE投资基金业务破冰，全年完成营业收入0.08亿元。未来，公司将加大对恒泰资本的资本补充力度，为直接投资业务的快速发展创造条件。

公司全资子公司——恒泰先锋于2013年1月在北京成立，注册资本1亿元，负责开展另类投资业务，目前业务种类主要涉及房地产私募基金、艺术品投融资、影视品投资等多种业务。2013年，恒泰先锋完成4单艺术品、1单影视基金的创设，同时储备了充足的地产项目。截至2015年3月底，恒泰先锋资产规模3.92亿元，股东权益1.06亿元，2014年实现营业收入0.32亿元，实现净利润0.01亿元。未来，随着创新业务的开展以及公司战略的推进，恒泰先锋投资业务范围将逐步扩大，有望成为公司新的业务收入增长点。

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，通过适度多元化发展，有利于公司整体抗风险能力的提高。

4. 未来发展

公司2014~2017年发展规划为：积极推进公司在A股挂牌上市，增强公司的净资本实力，在大股东的支持下，通过多种方式将公司打造成一个以买方业务为特色，具有强大市场控制力的证券投资集团。

结合行业发展趋势，公司明确了着力发展基金、资产管理、直投、另类投资、衍生品投资、

套利等六大买方业务的发展方向，致力于成为全方位的资产管理人，以改变目前以经纪、自营等传统业务为主的业务结构，有效缓解业绩对市场行情的高度依赖，拓展盈利空间。同时，公司将进一步扩大卖方业务，成为全方位的金融产品销售平台。公司还将加大轻型营业网点的开设力度，构建由经纪业务、期货业务、融资融券业务组成的交叉销售平台，全面提升自身的销售能力；研究业务将专注于为机构客户提供高质量的交易服务，并注重为自身的买方业务提供服务。

总体看，公司定位较为明确，业务转型目标较为清晰，这将有助于公司逐步形成具有自身特色的市场竞争力。公司各项战略目前处于尝试推进过程中，鉴于公司上市等战略目标受监管政策影响存在较大的不确定性，公司未来各项战略措施的实施进程有待关注。

七、风险管理分析

公司风险管理组织体系由董事会、高级管理层、合规部门、各业务部门及分支机构等组成。公司董事会负责督促、检查、评价公司风险管理工作，董事会下设风险控制与监察委员会，是公司风险管理的决策机构，负责制定公司风险管理制度、目标和政策；高级管理层负责公司日常风险管理工作的落实；合规管理部、稽核审计部是公司专职内控部门，分别独立行使相应的风险管理职能；各业务部门及分支机构负责人为风险管理的第一责任人，履行一线风险管理职能，各业务部门设立合规专员，协助建立内部管理制度，并对所开展的业务进行风险识别、评估、管理和控制。

1. 市场风险管理

公司所面临的市场风险主要指在以自有资金进行各类投资时因利率变动、汇率变动和证券市场价格变动而产生亏损。

合规管理部和稽核审计部负责对公司各项经营和管理活动中已知和可预计的风险进行梳理，识别风险环节和风险点，制定相应的风险控制措施。公司市场风险计量主要通过VaR分析功能实现，通过设置VaR算法、预测天数、置信度等参数计算投资组合或投资品种的最大损失程度。考虑到金融市场极端价格变动的情形，公司每年度进行一次综合压力测试，收集公司所有业务部门财务数据，预测市场变动情况，综合反映公司未来一年的可能损失情况。同时，公司根据不同业务、不同风险制定了不同的应急预案。

2. 信用风险管理

公司所面临的信用风险主要涉及债券交易和融资融券业务。公司对债券投资业务采用分级管理、分级授权的决策模式。固定收益部作为公司进行债券交易业务的核心部门，建立了部门岗位相互制衡以及前台交易和后台结算相分离的机制。针对交易对手信用管理，公司把信用度低的交易对手纳入了黑名单，以控制交易过程中可能出现的风险。同时，公司通过风险监控系統实时监控固定收益业务的交易情况，当发生异常情况时，系统及时发出预警信息，必要时启动相应的应急预案。

针对融资融券业务带来的信用风险，公司制定了征信与授信管理制度，对客户进行分级信用管理和分级信用限额管理，并适时调整信用等级及授信额度。公司对担保物评估和保证金比例制定了较为严格的规定，同时建立了逐日盯市和强制平仓机制。

3. 流动性风险管理

公司计划财务部负责资金的管理和运作，建立了明确的分工和复核授权机制，大规模的资金运作需要经过公司风险控制与监察委员会集体决策。公司按照《证券公司风险控制指标管理办法》及《证券公司风险控制指标动态监控系统指引（试行）》的要求，建立了以净资本为核心指标的风险动态监控系统、定期敏感性分析和压力测试机制。公司对于自营业务投资规模执行随进随出的操作策略，对于可能占用公司自有资金的自营业务、资产管理业务、投资银行业务、利润分配等进行压力测试，制定应对措施，防范流动性风险。公司在开展创新业务、新设营业机构、扩大业务规模前，运用压力测试数量模型，全面衡量公司自有资金利用效率，以识别、计量和监控流动性风险。

4. 操作风险管理

公司通过加强内部业务培训，严格执行业务操作流程，规避可能出现的操作风险；公司前台交易人员、后台结算人员及计划财务部资金清算人员等按照相关的业务操作流程，进行业务的交叉复核；公司加强内部管理及事后监督检查，防范各类风险隐患的发生；公司通过纠错机制，降低风险发生后的损失。近年来，公司未发生操作风险事件。

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水平。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 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。公司财务报表按照财政部于 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》编制。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 218.20 亿元，其中客户资金存款 51.59 亿元；负债合计 165.43 亿元，其中代理买卖证券款 71.15 亿元；所有者权益 52.77 亿元，净资本 50.74 亿元。2014 年，公司实现营业收入 19.85 亿元，净利润 6.56 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 274.58 亿元，其中客户资金存款 73.49 亿元；负债总额 216.93 亿元，其中代理买卖证券款 102.55 亿元；所有者权益 57.65 亿元，母公司净资本 52.38 亿元。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.08 亿元，净利润 4.60 亿元。

2. 资产质量与流动性

近年来，公司资产中，可快速变现资产占比提高较快，从 2012 年的 50.78% 提高至 2014 年底的 59.91%。货币资金、可供出售金融资产、交易性金融资产和融出资金是可快速变现资产的主要组成部分，截至 2014 年底，该四项资产在可快速变现资产中的占比分别为 10.43%、13.39%、29.11% 和 38.97%。

截至 2014 年底，公司的可快速变现资产为 130.73 亿元，较年初大幅增加 149.48%，主要系公司自营规模增加使得可供出售金融资产和交易性金融资产的大幅增加以及融资融券业务的迅速发展使得融出资金规模大幅上升所致。

表 10 近三年公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
自有资产	57.40	64.90	147.05
可快速变现资产	48.99	52.40	130.73
其中：可供出售金融资产	20.42	15.32	17.51
交易性金融资产	16.35	15.61	38.06
货币资金	7.76	7.47	13.63
结算备付金	3.47	1.07	3.89
融出资金	0.99	12.65	50.94
其他类资产	47.49	46.64	87.47
其中：客户资金存款	29.88	26.85	51.59
客户备付金	11.27	10.95	23.87
资产总额	96.48	99.04	218.20

资料来源：公司审计报告。

注：货币资金已剔除客户资金存款；结算备付金已剔除客户备付金；其他类资产为资产总额剔除可快速变现类资产。

公司交易性金融资产和可供出售金融资产以债券投资为主。截至 2014 年底，公司交易性金融资产余额为 38.06 亿元，其中 23.61 亿元为债券投资、5.65 亿元为股票投资、8.80 亿元为基金投资；可供出售金融资产余额为 17.51 亿元，其中 6.85 亿元为债券投资、7.63 亿元为股票投资、3.03 亿元为基金投资。截至 2014 年底，公司持有的债券外部评级均在 AA 及以上，信用风险较小，公司资产质量较高。

公司自有资产中债券和权益类投资占比较高，鉴于债券和权益类工具拥有较好的变现能力，公司资产的整体流动性良好。

现金流方面，2013 年，由于支付业务管理费和交易所保证金影响，致使经营活动现金净流出 2.11 亿元；2014 年，由于客户交易结算资金净流入金额大幅增加，使得经营性现金流由净流出转为净流入，2014 年经营性现金净流入 21.94 亿元；近年来，公司投资性现金流呈净流出状态，主要是公司加大了对固定资产、无形资产和其他长期资产的投入所致；其中，2013 年公司投资设立了恒泰先锋，恒泰资本两家全资子公司，并参股了新华基金管理有限公司，导致投资活动现金净流出 3.49 亿元；2013 年，公司筹资性现金流呈净流出状态，主要是公司现金分红及偿还利息所致，2014 年，受公司发行债券的影响，筹资活动现金流净流入 46.14 亿元。近年来公司期末现金及现金等价物余额随着公司经营性现金净流量的变化呈波动变化。

表 11 近三年现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
经营性现金流量净额	3.49	-2.11	21.94
投资性现金流量净额	-0.61	-3.49	-0.40
筹资性现金流量净额	-0.44	-0.44	24.61
现金及现金等价物净增加额	2.45	-6.05	46.14
年末现金及现金等价物余额	52.39	46.34	92.48

资料来源：公司审计报告。

总体看，公司资产变现能力较强，资产质量较高，整体流动性保持在良好水平。

3. 负债与杠杆水平

2012~2014 年，公司自有负债规模呈持续增长趋势，三年复合增长率达 162.04%，主要系 2014 年公司自有负债大幅增加所致。截至 2014 年底，公司自有负债 94.28 亿元，其中，公司发行短期

融资券和次级债，使得自有负债中新增应付短期融资款 14.00 亿元和应付债券 13.00 亿元；另外，公司加大了卖出回购规模和转融通规模，使得卖出回购金融资产款和拆入资金大幅增加，公司新增 10.23 亿元资产管理计划优先级参与人款项，使得应付款项大幅增加。从自有负债的结构来看，卖出回购金融款、拆入资金、应付款项、应付短期融资款和应付债券占比分别为 31.61%、17.34%、16.04%、14.85%和 13.79%。

表 12 近三年公司负债情况表 (单位: 亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
自有负债	13.73	18.34	94.28
其中: 卖出回购金融资产款	8.24	6.92	29.80
拆入资金	0.00	6.80	16.35
应付款项	4.03	3.32	15.12
应付短期融资款	--	--	14.00
应付债券	--	--	13.00
非自有负债	39.08	34.13	71.15
其中: 代理买卖证券款	39.01	33.56	66.00
信用交易代理, 买卖证券款	0.07	0.58	5.15
负债合计	52.81	52.47	165.43
可快速变现资产/自有负债 (倍)	3.57	2.86	1.39
净资本/负债 (%)	385.72	226.97	65.36
净资产/负债 (%)	445.46	306.99	67.90
自有资产负债率 (%)	23.92	28.25	64.11

资料来源: 公司审计报告、监管报表。注: 此处净资本/负债、净资产/负债指标采用监管报表口径, 其中 2012 年和 2013 年数据分别采用 2013 年和 2014 年监管报表期初数列示。

受公司自有负债规模大幅增加的影响, 2012~2014 年, 公司母公司口径的净资本/负债和净资产/负债指标持续下降。截至 2014 年底, 公司净资本/负债和净资产/负债指标分别从 2012 年的 385.72% 和 445.46% 下降至 65.36% 和 67.90%; 公司自有资产负债率呈持续上升的趋势, 由 2012 年的 23.92% 上升至 2014 年的 64.11%, 公司杠杆水平明显上升, 但结合公司所处的证券行业特点, 仍处于适中水平, 公司仍有加大杠杆水平的空间。

总体看, 随着公司业务规模的发展, 公司自有负债持续增长, 杠杆水平上升明显, 但仍处于适中水平。

4. 资本充足性

截至 2014 年底, 公司股东权益为 52.77 亿元, 其中实收资本 21.95 亿元, 资本公积 8.14 亿元, 其他综合收益 2.56 亿元, 盈余公积和未分配利润分别为 2.43 亿元和 11.62 亿元, 其余为一般风险准备和交易风险准备, 公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较大, 权益稳定性较好。近年来, 公司分红力度较大, 利润留存对资本补充的作用有限。2012~2014 年公司分别向股东派发 1.34 亿元、0.44 亿元和 2.36 元现金红利。

2012~2014 年, 公司母公司净资本、净资产规模整体有所上升, 2014 年底公司净资本为 50.74 亿元, 净资产为 52.71 亿元; 2014 年公司发行次级债券使得公司净资本较 2013 年底增加 47.37%。2013 年, 由于投资的一般上市股票和流通受限股票占比有所提高、同时对其他业务子公司及策略性股权投资大幅增长, 导致公司资产结构变化, 公司净资本/净资产比例大幅下降; 2014 年, 受净资本大幅增加的影响, 净资本/净资产较 2013 年较大提升, 达 96.25%。

表 13 公司风险控制指标表（单位：亿元、%）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	监管标准	预警标准
净资本	37.81	34.43	50.74	--	--
净资产	43.66	46.57	52.71	--	--
净资本/各项风险资本准备之和	620.98	620.37	684.78	>120	>100
净资本/净资产	86.59	73.93	96.25	>48	>40

数据来源：合并监管报表。

2012~2014 年，公司母公司净资本/各项风险资本准备之和指标保持相对稳定，截至 2014 年底，该指标为 684.78%，远高于行业监管和预警标准。

整体看，公司净资本和净资产规模稳定增长，各项监管指标远高于行业监管标准，资本较为充足。

5. 盈利能力

从盈利构成来看，公司的盈利基本来源于主营业务，主营业务利润构成了利润总额的主体，非经常性损益对利润实现的影响很小。

近年来受股票市场持续回暖的影响，二级市场股票交易量持续增加，使得公司代理买卖证券业务净收入及手续费净收入呈上升态势，对公司经营收入贡献较大，2012~2014 年，公司分别实现营业收入 7.26 亿元、12.84 亿元和 19.85 亿元。

从营业支出来看，2012~2014 年，公司营业支出规模随着营业收入的增加而持续增加，2014 年，公司营业支出为 11.48 亿元，较 2013 年上升 50.77%，主要系业务及管理费大幅上升所致。从支出构成来看，业务及管理费占比较大，2014 年公司营业支出中业务及管理费占 88.44%，其中人力成本费用占比较大。受益于营业收入的持续增长，公司的薪酬收入比由 2012 年的 35.57% 下降至 2014 年的 30.09%，公司薪酬收入比下降幅度较大。随着市场回暖及创新业务的发展，公司营业收入明显增加，营业费用率逐渐下降；2012~2014 年，公司营业费用率分别为 73.62%、51.77% 和 51.15%。

从利润规模来看，2012~2014 年，股票市场的回暖推动公司营业利润持续增长，公司营业利润三年复合增长率达 138.17%；近三年，公司分别实现营业利润为 1.48 亿元、5.22 亿元和 8.37 亿元。。受营业收入大幅增加的影响，营业利润率由 2012 年的 20.32% 提高到 2014 年的 42.17%。

表 14 近三年公司营业利润情况表

项目	2012 年	2013 年	2014 年
营业利润（亿元）	1.48	5.22	8.37
营业利润率（%）	20.32	40.69	42.17
净利润（亿元）	1.12	3.99	6.56
平均自有资产收益率（%）	1.94	6.53	6.19
平均净资产收益率（%）	2.62	8.85	13.21

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司净利润持续大幅增长，三年复合增长率达 142.51%，公司平均自有资产收益率和平均净资产收益率分别由 2012 年的 1.94% 和 2.62% 大幅增加至 2014 年的 6.19% 和 13.21%，盈利能力提升较快。

从同行业对比情况来看，公司盈利能力在同行业中处较好水平。

表 15 2014 年部分上市证券公司盈利指标情况 单位：%

公司名称	净资产收益率	营业利润率	净利润/营业收入
广发证券	13.53	48.92	38.41
东北证券	13.16	44.70	34.77
恒泰证券	13.21	42.17	33.05
长江证券	12.81	48.01	37.51
国海证券	10.67	36.62	28.11
国元证券	8.29	51.49	39.35

资料来源：Wind 资讯。

2015 年 1~3 月，受证券市场股票成交量价齐升的影响，公司实现营业收入 9.08 亿元、净利润 4.60 亿元，达到 2014 年全年的 45.75%和 70.13%，经营状况保持较好增长态势。

总体看，近年来，公司营业收入和利润规模均增长较快，盈利能力保持较高水平。

6. 偿债能力

近年来，随着公司负债规模的持续增加，公司杠杆水平持续上升。2012年和2013年，公司自有负债中的有息债务以卖出回购金融资产为主，2014年，公司发行短期融资券和次级债，使得公司新增应付短期融资款14.00亿元和应付债券13.00亿元卖出回购金融资产款；另外，公司加大了卖出回购规模和转融通规模，使得卖出回购金融资产款和拆入资金大幅增加。截至2014年底，公司全部负债为73.15亿元，其中，长期债务13.00亿元，短期债务为60.15亿元。截至2014年底，公司可快速变现资产/自有负债的指标值为1.39倍，可快速变现资产对公司自有负债的保护程度处于较好水平。近三年公司母公司净资产/负债和净资产/负债指标持续下降，2014年底分别为65.36%和67.90%，公司净资产和净资产对负债的保护程度仍属较好。

2012~2014年，公司EBITDA由2012年的2.66亿元大幅增长至2014年的11.01亿元；同时，全部债务规模也呈持续上升的趋势，公司EBITDA全部债务比由2012年的0.32倍下降至2014年的0.15倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般；EBITDA利息倍数由2012年的4.53倍增长到2014年的5.41倍，EBITDA对利息费用的覆盖水平较好。

表 16 近三年公司偿债能力指标情况表

项目	2012 年	2013 年	2014 年
净资产/负债（%）	385.72	226.97	65.36
净资产/负债（%）	445.46	306.99	67.90
自有资产负债率（%）	23.92	28.25	64.11
全部债务（亿元）	8.24	13.72	73.15
EBITDA（亿元）	2.66	6.32	11.01
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.46	0.15
EBITDA 利息倍数（倍）	4.53	12.25	5.41

资料来源：公司监管报表、审计报告，联合评级整理。

注：全部债务=短期债务+长期债务

总体看，近年来，公司债务负担显著提升，资产及盈利对自有负债的保障程度有所降低；但考虑到公司债务规模增长能够增加公司的营运资金，从而有利于盈利水平的提高，公司对本次债券的偿还能力仍属很强。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券发行对公司目前负债的影响

截至 2015 年 3 月底，公司自有债务总额为 114.38 亿元。本次拟发行公司债规模不超过 15 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度一般，债务负担有所加重。

以 2015 年 3 月底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 15 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为 69.18%，债务指标数值有所上升，但仍处于合理水平。

总体看，相对于公司目前的债务规模，本次债券发行后，公司债务负担有所增加，但债务指标数值仍处于合理水平。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 11.01 亿元，为本次债券发行额度（不超过 15 亿元）的 0.73 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好。公司 2014 年底可快速变现资产为 130.73 亿元，为本次债券发行额度（不超过 15 亿元）的 8.72 倍，对本次债券的覆盖程度较高。

公司发行债券募集资金主要补充营运资金。公司将对募集资金实行统一管理，并根据公司业务实际发展需要调剂使用资金，对临时富裕资金进行资金营运，以提高资金的运用效率以及公司资源综合运用水平。

综合以上分析，并考虑到公司较强的区域市场竞争地位，以及近年来盈利能力持续提高，公司对本次债券的偿还能力强。

十、债权保护条款分析

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、美国摩根大通集团、西门子（中国）有限公司、海航资本控股有限公司、宝钢集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司及内蒙古鑫泰投资有限责任公司共同发起设立。中合担保注册资本 51.26 亿元，目前的资本规模在国内担保机构中位居前列。

表 17 截至 2014 年底中合担保股东及持股情况表

股东	出资金额(亿元)	持股比例(%)
中国进出口银行	5.00	9.75
JPMorgan China Investment Company Limited	12.76	24.89
海航资本控股有限公司	12.00	23.41
宝钢集团有限公司	10.50	20.48
海宁宏达股权投资管理有限公司	6.00	11.71
西门子(中国)有限公司	3.50	6.83
内蒙古鑫泰投资有限责任公司	1.50	2.93
合计	51.26	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(在法律法规允许的情况下)；票据承兑担保；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。

中合担保内设金融产品部、中小企业部、资金运用部、风险管理部、法律合规部、资产保全部、战略规划部、办公室、人力资源部、财务会计部、信息管理部等部门。截至 2014 年底，中合担保员工总数为 148 人。

截至 2014 年底，中合担保资产总额 63.24 亿元，负债总额 8.93 亿元，所有者权益 54.31 亿元，未到期责任准备金余额 4.44 亿元；2014 年中合担保实现营业收入 5.60 亿元，其中担保业务收入 4.76 亿元，实现净利润 2.67 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：李若谷。

(2) 运营环境分析

宏观经济环境

金融危机爆发以来，为尽早实现经济复苏，各国政府财政支出高速增长，发达经济体政府债务负担加重，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。

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增长，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。2013 年，央行重启正回购、重启 3 个月央票以及 3 年期央票，在市场利率大幅波动时进行非公开的常备借贷便利操作，以及在公开市场上“放短锁长”，在货币政策维持中性背景下，加强流动性管理，引导货币信贷及社会融资规模平稳增长。据初步统计，2013 年在固定资产投资增长的拉动下，全年 GDP 增长 7.7%，较 2012 年下降 0.1 个百分点，增速放缓。2014

年，中国政府继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策，加强和改善宏观调控，将稳增长放在首要位置，以改革促调整，以调整促发展，国民经济稳中有进。据国家统计局初步核算，2014 年全年国内生产总值 63.65 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%，其中，第一产业增加值 5.83 万亿元，比上年增长 4.1%；第二产业增加值 27.14 万亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 30.67 万亿元，增长 8.1%。2014 年，我国固定资产投资增速放缓，固定资产投资（不含农户）50.20 万亿元，增长 15.7%；全年进出口总额 26.43 万亿元，比上年增长 2.3%；全年居民消费价格比上年上涨 2.0%。

表 18 中国宏观经济主要指标表

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
GDP 增长率 (%)	9.6	9.2	10.3	9.2	7.7	7.7	7.4
CPI 增长率 (%)	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.7	2.6	2.0
PPI 增长率 (%)	6.9	-5.4	5.5	6	-1.7	-1.9	-1.9
固定资产投资增长率 (%)	25.5	30.1	23.8	23.8	20.6	19.2	15.7
进出口总额增长率 (%)	17.8	-13.9	34.7	22.5	6.2	5.8	2.3
进出口贸易差额(亿美元)	2,955	1,961	1,831	1,551	2,311	2,597	3,825

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

从社会融资规模来看，2014 年社会融资需求疲软，2014 年社会融资规模为 16.46 万亿元，较 2013 年减少 4.80%。从结构看，2014 年人民币贷款占同期社会融资规模的 59.4%，同比提高 8.1 个百分点；外币贷款占比 2.2%，同比低 1.2 个百分点；委托贷款占比 15.2%，同比高 0.5 个百分点；信托贷款占比 3.1%，同比低 7.5 个百分点；未贴现的银行承兑汇票占比-0.8%，同比低 5.3 个百分点；企业债券占比 14.7%，同比高 4.2 个百分点；非金融企业境内股票融资占比 2.6%，同比高 1.3 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，增强可持续发展的动力。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。

担保行业发展

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。

从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的中小企业信用担保体系迅速发展。根据融资性担保业务监管部际联席会议办公室对融资性担保机构的统计数据显示，截至 2013 年底，全国融资性担保行业共有法人机构 8,185 家，全国融资性担保机构在保余额总计 2.57 万亿元，增长 23.1%；全国融资性担保机构实收资本共计 8793 亿元，较上年增长 6.2%，担保机构的实力不断增强；行业融资性担保放大倍数为 2.3 倍，较前几年的 2.1 倍明显提升。截至 2013 年底，全国融资性担保行业担保代偿余额 309 亿元，较上年增长 45.2%；担保代偿率为 1.6%，同比增长 0.4 个百分点，行业整体担保代偿压力加大，但整体风险仍然可控。

在担保行业快速发展的同时，政府关注到担保行业体系不健全，担保公司资本实力弱等问题。为此，政府设立担保基金用于弥补担保公司的担保业务损失(主要针对的是政策性担保机构)，并鼓励有条件的地区设立再担保机构，通过再担保方式分散担保机构的担保风险，增强担保机构的

担保能力。近两年来，东北、北京、广东、山东等地政府牵头相继成立了省级区域性再担保机构。再担保机构除经营再担保业务外，还承担着所在地区的担保行业体系的建设工作。因此，再担保机构的成立对健全担保行业体系，规范担保行业市场，建立担保行业风险分散机制等方面具有积极的意义。

随着市场对担保服务需求不断多元化，信用担保领域日益广泛，担保品种不断增加。目前，担保机构经营的业务品种主要包括中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等。部分担保机构的业务也涉足金融担保业务。截至 2013 年底，与融资性担保机构开展业务合作的银行业金融机构（含分支机构）总计 15,807 家，较上年末增长 4.7%；融资性担保贷款余额 1.69 万亿元，较上年末增长 16.6%。

随着国内资本市场的发展，融资性担保机构业务已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融担保机构。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任，则不仅会影响到银行的利益，还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益(包括个人投资者)。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。国内现有的担保机构大都是为中小企业提供融资担保服务，因规模小、资本实力弱等原因，担保机构为企业债券(证券)等金融产品提供信用增级服务的实力偏弱。为促进债券市场增信体系的发展，2009 年 9 月，中国银行间市场交易商协会联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立中债信用增进投资股份有限公司。这标志着我国首家专业债券信用增进机构的诞生，对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。

政策与监管

在担保行业发展过程中，为引导、扶持和规范担保机构的发展，相关政府管理部门出台了多项管理规定。2009 年 2 月 9 日，国务院办公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》(下称《通知》)，《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议，加强对融资性担保业务的管理，制定相关的管理监督制度，并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则，确定地方相关职能部门相应的监管职责。2010 年 3 月 8 日，银监会、发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行和工商总局等部委联合发布了《融资性担保公司管理暂行办法》(以下简称《办法》)。《办法》综合了以前发改委、财政部、原国家经贸委等政府部门对担保机构的管理规定，形成了相对统一的担保行业监管法规。《办法》对融资性担保机构的主体属性、市场准入、业务资格、风险控制、信息披露和监管等方面均作了比较具体的规定。

《办法》的出台对规范融资性担保公司的经营行为，监控和化解融资性担保行业风险，促进融资性担保行业健康发展具有积极意义。在《办法》的指导下，各地方政府陆续出台《办法》的实施细则，并逐步建立融资性担保机构的准入、日常监管和退出机制，行业监管逐渐步入规范轨道。各地方有关部门在调查摸底的基础上妥善制订了融资性担保机构规范整顿方案，对原有融资性担保机构进行了风险排查，对存在的问题进行了整改规范，对符合条件的担保机构进行了重新审核登记并颁发了《融资性担保机构经营许可证》。

《办法》规定融资性担保机构在满足一定条件时可以开展债券担保业务，并规定了对单个被担保人债券发行提供的担保责任余额不得超过净资产的 30%，但办法仅涉及个别债券担保业务。

《办法》对债券担保限额的规定有助于管控债券担保业务的集中风险，也为担保机构从事债券担保业务创造了一定的空间。由于我国尚未出台有关专业金融担保机构设立和监管的法律法规，金

融担保业务中潜在风险值得关注。

总体看，随着担保行业的发展，政府有关部门日益重视担保行业规范、健康、持续的发展，担保行业管理规定的出台，有助于防控担保公司风险。

（3）公司治理与内部控制

公司治理

中合担保是中外合资的跨区域融资担保机构，注册资本为 51.26 亿元，均为货币出资。公司股东中既包括政府全资拥有的政策性银行、大型国有企业、民营中小企业，也包括国际知名金融集团和企业，这种多元化的股权设置有助于中合担保建立现代化的公司治理机制，并打下市场化运营的基础。中合担保的股东背景强大，这有助于在运营过程中得到股东的支持。

按照《公司法》及其他相关要求，中合担保初步形成了股份制公司治理架构，成立了股东会、董事会和监事会。

中合担保董事会下设发展战略委员会、风险控制委员会、审计委员会及提名与薪酬委员会，负责向董事会提供决策建议和专业支持，协助董事会监督公司的运营。

中合担保建立了由总经理（首席执行官）、首席运营官、首席风险官、首席财务官、首席投资官、首席行政官、总法律顾问兼首席合规官组成的高级管理层。高级管理人员负责执行公司业务计划，实现经营目标。中合担保注重组建高水平的专业团队，各高级管理人员分别由拥有多年银行、保险等行业管理经验、并曾取得良好业绩的专业人士担任。其中，中合担保执行董事、总经理周纪安先生曾任中国出口信用保险公司党委委员、副总经理。总体看，中合担保高管层具备丰富的专业背景及管理经验，这有助于确保中合担保在成立初期即具备较高的专业化运营水平。

目前，中合担保已初步搭建起股份制公司治理架构，董事会、监事会成员全部到位，随着运营的逐步开展，中合担保的治理架构仍需持续完善。

内部控制

中合担保聘请外部专业咨询机构对公司的部门设置、岗位设置及人员配置情况进行了规划。根据业务发展需要，中合担保对组织架构进行了调整，按照前、中、后台划分职能部门。

前台部门包括金融产品部、中小企业部、资金运用部；中台部门包括风险管理部、法律合规部、资产保全部；后台部门包括战略规划部、办公室、人力资源部、财务会计部及信息管理部。金融产品部主要负责除中小企业外其他担保项目的开发、评估、承保工作，同时负责担保业务领域的战略研究、产品研发、渠道合作等；中小企业部主要负责与各类中小企业金融服务机构开展以再担保、共同担保、比例担保为主的批量业务；资金运用部主要负责制订资产配置策略，负责组织实施中合担保日常投资和交易管理；风险管理部主要负责监控、审核中合担保业务经营整体风险，并参与担保项目的保后管理和风险处置；法律合规部主要负责制定和执行合规管理制度，为中合担保经营管理活动提供法律可行性支持，并开展合规情况检查；资产保全部主要负责担保业务的保后管理、不良债权案件的追偿、抵债资产处置工作，同时负责反担保标的的评估、跟踪、监控工作。中合担保后台部门协助前、中台部门开展工作，分别负责公司内外部联系、会计核算、公司发展规划制定、公司日常管理工作、人力资源管理和信息系统建设等工作。

中合担保按业务条线制定了管理办法，包括财务管理制度、风险管理制度、合规制度、人事制度及担保业务制度，内控制度体系已初具雏形。

总体看，中合担保逐步完善组织架构设置，各部门职责明确，内部管理制度逐步健全。随着未来业务的发展，中合担保内部管理架构需不断完善，专业化的人才队伍建设仍需加强，内审体系运行情况尚待观察。

(4) 经营分析

中合担保于 2013 年正式开展担保业务，目前已与工商银行、建设银行、中国银行、中信银行、北京银行等十几家银行开展担保业务合作。目前中合担保主要担保业务品种包括贷款担保、票据承兑担保及金融担保等。截至 2014 年底，中合担保担保责任余额为 303.12 亿元，其中贷款担保余额和金融担保余额分别为 31.16 亿元和 271.96 元。

表 19 中合担保担保业务情况（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年
当年担保发生额	1,253,756.20	2,304,938.86
非金融担保	261,156.20	351,538.86
贷款担保	255,156.20	351,538.86
票据承兑担保	6,000.00	0
金融担保	992,600.00	1,953,400.00
债券发行担保	280,000.00	1136,000.00
信托计划担保	552,000.00	668,000.00
资产管理计划担保	125,000.00	120,000
金融租赁担保	35,600.00	29,400
期末担保责任余额	1,207,673.22	3,031,182.96
非金融担保	237,073.22	311,594.96
其中：贷款担保	231,073.22	311,594.96
票据承兑担保	6,000.00	0
金融担保	970,600	2,719,588.00
其中：债券发行担保	260,000.00	1,296,000.00
信托计划担保	550,000	1,095,440.00
资产管理计划担保	125,000.00	279,000.00
金融租赁担保	35,600.00	49,148.00

数据来源：中合担保提供。

中合担保承做的银行贷款担保包含两种运作模式，一种是由中合担保与被担保企业直接签署担保协议，中合担保直接提供担保；另一种是由中合担保与银行、小贷公司、其他担保公司等金融机构合作，中合担保采取批量打包形式，对合作机构的项目按比例承担担保责任。对于批量按比例担保的业务，中合担保将承担责任比例控制在 20%~40%以内，担保期限控制在一年以内，并设定担保责任上限。目前与中合担保合作的担保机构，其成立时间在 3 年以上，净资产在 2 亿元以上；合作小贷公司以国有背景为主，净资产在 2 亿元以上；与中合担保开展合作的银行为中信银行，合作项目以金额比较小的中小企业为主。

从目前业务构成来看，金融担保是中合担保主要业务品种，中合担保承做的金融担保包括债券担保、信托计划担保、资产管理计划担保和金融租赁担保四个品种。截至 2014 年底，中合担保金融担保余额 271.96 亿元，其中债券担保余额 129.60 亿元，在保债券 14 支；信托计划担保余额 109.54 亿元，在保信托计划 42 支(含 5 个分入信托项目)；资产管理计划担保余额 27.90 亿元，在保资产管理计划 9 支。

总体看，在业务发展初期，中合担保为做大规模、扩大影响，重点开展金融担保领域业务，业务规模增长快速。未来，随着自身经验的积累，公司计划对业务策略进行调整，将目标客户重心从大型客户逐渐向中小型客户转移，逐步加强中小企业类担保业务。

（5）风险管理分析

担保业务风险管理

中合担保秉持“制度先行”的原则，在成立之初就制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、合规风险和操作风险的全面风险管理政策，初步搭建了全面风险管理的组织架构。董事会负责建立并实施充分有效的全面风险管理体系，批准公司的风险管理基本制度和政策，承担风险管理的最终责任；监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况；首席风险官负责拟定风险管理制度和政策，建立和完善风险管理组织结构，保证风险管理体系的充分性和有效性；风险管理部向首席风险官报告工作，负责具体拟订并实施识别、评估、监测、控制、预警及应急处理的程序和措施，对中合担保产品和业务进行风险审核，保障风险管理目标的实现；各业务部门和后台支持部门设立参与风险管理职能的岗位，构成抵御风险的三道防线。

中合担保制订了担保业务管理基本制度，确立了风险分担的业务原则，制定了调查、审批、落实、代偿、追偿等各项职能相互分离、相互制约的操作方法。担保业务部门根据中合担保业务政策对项目申请进行筛选，项目受理后，担保业务部门成立项目小组进行保前调查，风险管理、法律、财务等专业人员组成调查组对项目进行尽职调查；在评审和审批上，业务部、风险管理部、法律合规部、评审委员会、总经理或授权人等遵循“分级评审、分级审批”原则，在各自职权和责任范围内对项目进行评审和审批。中合担保评审委员会由 6 名常驻委员及若干名非常任委员组成，委员总数不超过 11 人。6 名常驻委员由公司高管担任。评审会会议原则上每周召开一次，会议由 7 名委员出席，其中至少有 4 名常驻委员，其他为非常任委员。评审项目有 5 人及以上参会委员同意视为通过，总经理具有一票否决权。

中合担保将风险防范工作前置，由资产保全部负责在保项目的保后管理，并由风险管理部、法律合规部协助管理。中合担保保后管理采取现场检查及非现场检查相结合的方式，要求现场检查每半年进行一次。在担保项目检查过程中，如出现重大问题，资产保全部需在一个工作日内发出预警信号，如需要启动重点检查，资产保全部会同风险管理部、法律合规部及业务部门，提出重点检查的关键指标及检查措施，形成重点检查方案，并报备总经理。中合担保每季度对在保项目进行风险分类，由资产保全部依照信贷业务五级分类原则实施业务风险初分，风险管理部对分类结果进行复评，首席风险官负责审核分类结果，总经理对分类结果进行最终审定。中合担保把设定综合反担保措施作为风险控制的重要手段，将反担保物分为硬性、一般两种属性。除主体评级在 AA-以上的城投债以外，中合担保要求硬性反担保措施全额覆盖公司担保责任余额。中合担保目前已采取的反担保措施主要包括：财产抵押、股权质押、存单质押、设备抵押、第三方保证、收费权质押等。

总体看，中合担保确立了较为稳健的风险偏好，初步搭建了全面风险管理框架，为下一步开展业务模式创新、精细化经营和管理各类风险奠定了良好基础。未来，随着业务的相继开展，中合担保相关业务流程、风险管理制度仍需不断完善。

担保业务组合分析

截至 2014 年底，中合担保担保责任余额为 303.12 亿元，其中贷款担保余额 31.16 亿元，金融担保余额 271.96 亿元。

中合担保贷款担保客户涉及多个行业，最大单一客户担保余额 3.00 亿元，单一客户集中度为 9.63%，客户集中度不高；贷款担保业务中，参与批量比例担保 1,107 笔，担保余额 13.70 亿元，目前中合担保已与 3 家银行、10 家担保公司及 3 家小贷公司开展批量贷款担保业务，中合担保分担 10%~60%的担保责任，担保期限以短期为主，期限分布于 3~12 个月。

中合担保金融担保业务中，最大单一客户担保余额 15.00 亿元，单一客户集中度为 5.52%，客户集中度不高；按担保余额统计，中合担保 61.72% 左右的金融担保业务集中于政府融资平台，在此类企业选择上，中合担保首先选择经济环境较好的、政府信誉较高的地区，同时关注该企业在当地的地位，辅助以相应的反担保措施。但中合担保承做的地方融资平台项目较集中，偿付风险值得关注。

总体看，由于中合担保目前担保业务以金融担保为主，因此担保业务的行业及客户分布相对集中，单笔担保规模较大，担保期限较长，中合担保风险管理的有效性待观察。

(6) 财务分析

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 2012~2014 年财务报表。毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计对 2012~2014 年财务报表进行审计，并出具了标准无保留审计意见。

截至 2014 年底，中合担保资产总额 63.24 亿元，负债总额 8.93 亿元，所有者权益 54.31 亿元，未到期责任准备金余额 4.44 亿元；2014 年中合担保实现营业收入 5.60 亿元，其中担保业务收入 4.76 亿元，实现净利润 2.67 亿元。

目前，中合担保资金来源以股本为主，负债规模较小。截至 2014 年底，中合担保股本 51.26 亿元，股东权益 54.31 亿元，中合担保业务处于起步阶段，收益留存对股东权益的贡献度不大；中合担保负债总额 8.93 亿元，其中预收担保费 1.97 亿元，卖出回购金融资产款 1.20 亿元，未到期责任准备金 4.44 亿元。总体看，中合担保资本实力强，所有者权益结构稳定。

在资金运用上，中合担保以安全性、流动性、收益性为原则，对投资资产进行风险等级划分，制定各类风险资产的投资限额，审慎选择投资标的，较好地实现了公司资本金的保值增值。截至 2014 年底，中合担保资产总额 63.24 亿元，其中可供出售金融资产 47.60 亿元，定期存款 12.45 亿元，应收款项类投资 1.11 亿元。可供出售金融资产中含 24.11 亿元的信托计划投资、13.61 亿元的基金投资、8.00 亿元的资产管理计划投资、1.10 亿元的信贷资产收益权和 0.78 亿元的银行理财产品投资。总体看，中合担保资金主要配置于投资资产，资产流动性较好，但需关注信托类投资的信用风险。

表 20 中合担保资产、负债构成情况表 （单位：亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	51.85	56.66	63.24
其中：定期存款	15.68	12.35	12.45
应收款项类投资	34.60	1.70	1.11
可供出售金融资产	0.70	40.75	47.60
负债合计	0.22	3.43	8.93
其中：预收保费	0.02	1.26	1.97
未到期责任准备金	0.00	1.45	4.44

数据来源：中合担保审计报告。

中合担保于 2013 年正式开展担保业务，2014 年取得了大幅发展，实现营业收入 5.60 亿元，同比大幅增加 84.32%，其中担保费收入为 4.76 亿元，同比大幅增加 139.92%；2014 年，中合担保实现投资收益 3.94 亿元，汇兑损失 0.05 亿元，营业外收入 82.25 万元，实现净利润 2.67 亿元，

同比大幅增加 66.00%。随着中合担保业务规模的增大，未到期责任准备金也大幅增加，截至 2014 年底，中合担保累计计提了 4.44 亿元未到期责任准备，同比大幅增加 2.06 倍，2014 年业务及管理费支出 1.42 亿元，同比增加 53.64%；2014 年，中合担保平均净资产收益率和平均资产收益率分别为 4.97% 和 5.75%，均较 2013 年的 3.07% 和 3.85% 有所提升。总体看，中合担保目前处于业务发展初期，担保业务收入规模增长较快，中合担保利润中投资收益较大。

表 21 中合担保代偿能力情况（单位：亿元、倍）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
净资产	51.63	53.23	54.31
期末担保责任余额	0.00	120.77	303.12
净资产担保放大倍数	--	2.27	5.58
未到期责任准备金	--	1.37	4.44
担保赔偿准备金	--	0.08	0.10
一般风险准备	0.04	0.20	0.46

数据来源：中合担保提供。

截至 2014 年底，中合担保担保责任余额 303.12 亿元，净资产担保放大倍数为 5.58 倍。总体看，目前中合担保担保业务规模适中，净资产担保倍数处于一般水平，资本充足性较好。

（7）担保效果评价

以 2014 年底财务数据测算，本次债券发行额度（15 亿元）占中合担保资产总额的 23.72%，所有者权益总额的 27.62%，占比一般。中合担保是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，股东背景强大，资本实力雄厚，担保实力强，其担保对于本次债券的到期还本付息具有积极的影响。

十一、综合评价

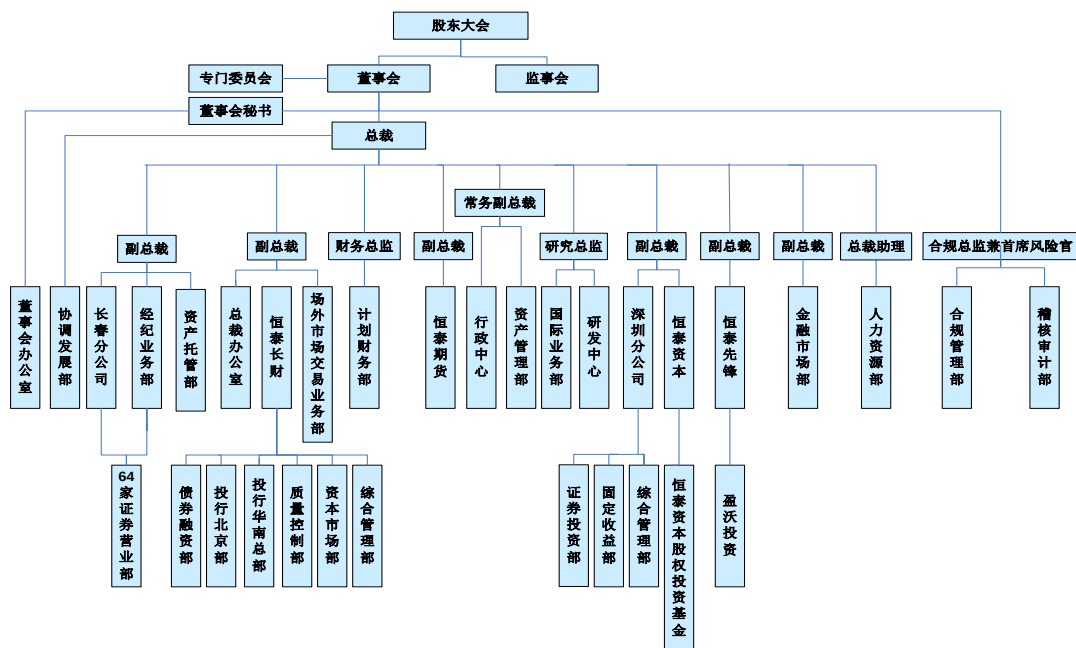
恒泰证券股份有限公司，近年来主营业务发展平稳，治理与内部控制水平稳步提升。公司多年来以内蒙古地区为发展重点，经纪业务在当地具有较强的市场竞争优势。近年来，受益于市场的持续回暖以及公司调整经营策略和业务结构方面取得了积极的效果，公司营业收入呈持续增长的态势，盈利规模和盈利能力明显提高。联合评级同时也关注到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

未来随着资本市场的持续发展和创新业务的稳步推进，公司经营规模有望进一步扩大，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由中合中小企业融资担保股份有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。中合担保股东背景强大，资本实力雄厚，担保实力强，其对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

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

附件 1 恒泰证券股份有限公司组织结构图



附件 2-1 恒泰证券股份有限公司
 2012 年~2015 年 3 月底合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币亿元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率（%）	2015 年 3 月底
货币资金	37.64	34.32	65.22	31.63	84.66
其中：客户资金存款	29.88	26.85	51.59	31.40	73.49
结算备付金	14.75	12.02	27.77	37.21	41.49
其中：客户备付金	11.27	10.95	23.87	45.53	34.16
融出资金	0.99	12.65	50.94	617.32	63.83
融出证券			0.00		
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	16.35	15.61	38.06	52.57	47.95
买入返售金融资产	0.00	0.28	6.69		4.01
应收利息	0.65	0.64	1.33	43.04	0.69
应收款项	0.04	0.23	0.93	382.18	1.57
存出保证金	2.11	1.26	3.09	21.01	3.69
可供出售金融资产	20.42	15.32	17.51	-7.40	20.07
长期股权投资	0.00	1.54	1.71		1.75
投资性房地产	0.22	0.22	0.21	-2.30	0.21
固定资产	1.78	1.83	1.70	-2.27	1.69
在建工程	0.30	1.68	1.63	133.10	1.62
无形资产	0.27	0.35	0.54	41.42	0.51
商誉	0.13	0.13	0.13	0.00	0.13
递延所得税资产	0.21	0.33	0.03	-62.20	0.02
其他资产	0.61	0.63	0.70	7.12	0.69
资产总计	96.48	99.04	218.20	50.39	274.58

附件2-2 恒泰证券股份有限公司
 2012 年～2015 年 3 月底合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币亿元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率（%）	2015 年 3 月底
负债					
应付短期融资款			14.00		12.00
卖出回购金融资产款	8.24	6.92	29.80	90.17	45.30
拆入资金	0.00	6.80	16.35		14.36
代理买卖证券款	39.01	33.56	66.00	30.07	93.92
信用交易代买卖证券款	0.07	0.58	5.15	757.74	8.63
应付职工薪酬	0.41	0.43	2.76	159.46	3.39
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债			0.53		
应交税费	0.16	0.22	1.04	154.95	1.28
应付利息	0.01	0.09	0.46	578.23	0.92
应付款项	4.03	3.32	15.12	93.70	20.67
应付债券			13.00		15.00
递延所得税负债	0.48	0.24	0.92	38.44	1.21
其他负债	0.40	0.32	0.30	-13.40	0.23
负债合计	52.81	52.47	165.43	76.99	216.93
所有者权益					
股本	21.95	21.95	21.95	0.00	21.95
资本公积	9.52	8.86	8.14	-7.53	8.14
盈余公积	1.49	1.88	2.43	27.71	2.43
其他综合收益	--	--	2.56		2.33
一般风险准备	2.15	2.55	3.10	20.08	3.46
交易风险准备	2.03	2.42	2.97	20.96	3.33
未分配利润	6.54	8.91	11.62	33.30	15.50
所有者权益合计	43.67	46.57	52.77	9.93	57.65
负债及所有者权益总计	96.48	99.04	218.20	50.39	274.58

附件 3 恒泰证券股份有限公司
 2012 年～2015 年 1 季度合并利润表
 （单位：人民币亿元）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1 季度
一、营业收入					
手续费及佣金净收入	4.53	7.13	10.11	49.39	4.78
其中：证券经纪业务净收入	3.37	5.16	7.31	47.29	3.60
期货经纪业务净收入	0.24	0.33	0.38	25.82	0.12
投资银行业务净收入	0.52	0.56	1.11	46.10	0.68
投资咨询服务净收入	0.00	0.02	0.01		0.01
受托客户资产管理业务净收入	0.40	1.06	1.29	79.58	0.38
利息净收入/(支出)	0.52	1.20	1.38	62.91	0.38
投资收益	2.46	4.61	4.79	39.54	2.54
公允价值变动损失	-0.27	-3.11	3.38		1.36
汇兑损失	0.00	-0.01	0.00		0.00
其他业务收入	0.02	0.20	0.19	208.22	0.02
营业收入合计	7.26	12.84	19.85	65.35	9.08
二、营业支出					
营业税金及附加	0.41	0.71	0.91	48.98	0.43
业务及管理费	5.34	6.65	10.15	37.87	2.63
资产减值损失	0.01	0.05	0.22	369.04	0.10
其他业务成本	0.02	0.21	0.19	208.22	0.01
营业支出合计	5.78	7.61	11.48	40.93	3.17
三、营业利润	1.48	5.22	8.37	137.81	5.91
加：营业外收入	0.04	0.02	0.03	-13.40	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00		
四、利润总额	1.52	5.24	8.39	134.94	5.91
减：所得税费用	0.40	1.25	1.83	113.89	1.31
五、净利润	1.12	3.99	6.56	142.02	4.60

附件 4 恒泰证券股份有限公司
 2012 年~2015 年 3 月合并现金流量表
 （单位：人民币亿元）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 1 季度
一、经营活动产生的现金流量：					
处置交易性金融资产净增加额	11.77	2.22		-100.00	
处置衍生金融资产净增加额			0.54		
处置可供出售金融资产净增加额	0.00	7.19	1.84		
处置持有至到期金融资产净增加额	5.28	0.00	0.00	-100.00	
拆入资金净增加额	0.00	6.80	9.55		
回购业务净增加额			22.88		15.51
返售业务资金净额增加额					2.69
收取利息、手续费及佣金的现金	6.52	9.47	14.45	48.87	6.74
代理买卖证券收到的现金净额			37.01		31.40
收到其他与经营活动有关的现金	1.98	2.22	11.68	142.88	6.02
经营活动现金流入小计	25.57	27.89	97.95	95.72	62.35
处置可供出售金融资产净减少额	7.72	0.00	0.00	-100.00	1.68
处置衍生金融资产净减少额	0.00	0.00	0.14		0.03
购置或处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产净减少额					7.13
处置交易性金融资产净减少额			16.42		0.53
回购业务资金净减少额	3.10	1.32		-100.00	
融资本业务资金净减少额	0.99	11.72	38.48	523.45	12.96
返售业务资金净减少额	0.00	0.28	6.41		
支付利息、手续费及佣金的现金	1.36	1.36	2.22	27.76	9.96
代理买卖证券支付的现金净额	2.56	4.94	4.94	38.91	
拆入资金净减少额					1.99
支付给职工以及为职工支付的现金	2.79	3.04	4.20	22.69	1.09
支付的各项税费	1.05	2.11	1.69	26.87	1.05
支付其他与经营活动有关的现金	2.51	5.24	6.45	60.30	1.49
经营活动现金流出小计	22.07	30.01	76.01	85.58	28.96
经营活动产生的现金流量净额	3.49	-2.11	21.94	150.73	33.39
二、投资活动产生的现金流量：					
取得投资收益收到的现金					
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产	0.00	0.00	0.00		
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00		0.00
投资支付的现金	0.00	1.54			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产	0.61	1.95	0.40	-19.02	0.03
支付的其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	0.61	3.49	0.40	-19.02	0.03
投资活动产生的现金流量净额	-0.61	-3.49	-0.40	-19.02	0.03
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金					
发行债券所收到的现金			40.97		13.99
取得借款收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计			40.97		13.99
偿还债务支付的现金			14.00		14.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0.44	0.44	2.36	131.60	0.18
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	0.44	0.44	16.36	509.77	14.18
筹资活动产生的现金流量净额	-0.44	-0.44	24.61		-0.19
四、现金及现金等价物净增加额	2.45	-6.05	46.14	333.97	33.17

附件 5 恒泰证券股份有限公司
 2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料
 （单位：人民币亿元）

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率（%）
将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	1.12	3.99	6.56	142.02
加：资产减值准备	0.01	0.05	0.22	369.04
计提预计负债				
计提期货风险准备金				
投资性房地产折旧				
固定资产折旧	0.34	0.31	0.29	-7.65
无形资产摊销	0.08	0.09	0.11	17.26
长期待摊费用摊销	0.14	0.16	0.18	13.39
财务费用			0.32	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	0.00	0.00	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	0.27	0.31	-3.38	
投资损失			-0.17	
递延所得税资产减少	0.01	-0.12	-0.58	
递延所得税负债增加	-0.07	-0.02	0.96	
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产减少	10.84	0.43	-19.06	
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债增加			0.54	
买入返售金融资产减少	0.01	-0.28	-6.44	
可供出售金融资产减少	-18.19	4.22	0.25	
持有至到期投资金融资产减少	14.35	0.00	0.00	-100.00
卖出回购金融资产款增加	-3.10	-1.32	22.88	
融出资金的减少	-0.99	-11.72	-38.48	523.45
经营性应收项目的减少	0.57	0.69	-3.33	
经营性应付项目的增加	-1.90	-5.71	51.52	
拆入资金的增加	0.00	6.80	9.55	
经营活动产生的现金流量净额	3.49	-2.11	21.94	150.73

附件 6 恒泰证券股份有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
自有资产 (亿元)	57.40	64.90	147.05	172.03
自有负债 (亿元)	13.73	18.34	94.28	114.38
可快速变现资产 (亿元)	48.99	52.40	130.73	--
全部债务 (亿元)	8.24	13.72	73.15	86.66
净资本 (亿元)	37.81	34.43	50.74	52.38
净资本/净资产 (%)	86.59	73.53	96.25	91.84
净资本/负债 (%)	385.72	226.97	65.36	56.01
自有资产负债率 (%)	23.92	28.25	64.11	66.49
净资本/各项风险准备之和 (%)	620.98	620.37	684.78	591.97
EBITDA (亿元)	2.66	6.32	11.01	--
营业利润率 (%)	20.32	40.69	42.17	65.09
薪酬收入比 (%)	35.57	23.65	33.09	--
营业费用率 (%)	73.62	51.77	51.15	28.98
平均资产收益率 (%)	1.94	6.53	6.19	2.88
平均净资产收益率 (%)	2.62	8.85	13.21	8.33
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.53	12.25	5.41	--
EBITDA 全部债务比	0.32	0.46	0.15	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.18	0.42	0.73	--

注：2012 年数据和 2013 年数据分别采用 2013 年及 2014 年合并财务报表和监管报表期初数及上年数列示及计算。
 2015 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

附件 7 中合中小企业担保股份有限公司资产负债表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产			
货币资金	1,484.18	6,523.65	3,757.03
应收利息	7,009.71	9,991.24	10,111.43
应收代偿款			1,592.26
定期存款	156,827.68	123,490.93	124,484.38
应收款项类投资	346,000.00	17,000.00	11,054.00
可供出售金融资产	7,000.00	407,500.66	476,001.25
固定资产	63.55	250.76	295.30
无形资产	2.27	400.56	426.70
递延所得税资产	73.39		1,279.75
其他资产	40.88	1,439.28	3,425.75
资产总计	518,501.65	566,597.10	632,427.85
负债			
卖出回购金融资产款			12,000.00
预收保费	200.00	12,604.53	19,651.01
应付职工薪酬	324.58	1,806.60	3,877.28
应交税金	1,616.95	3,833.24	5,302.49
未到期责任准备金		14,527.41	44,393.46
未决赔偿准备金			953.90
其他负债	59.79	1,066.54	3,103.24
递延所得税负债		477.39	
负债合计	2,201.31	34,315.70	89,281.38
所有者权益			
股本	512,600.00	512,600.00	512,600.00
其他综合收益		-104.43	-112.25
盈余公积	370.03	1,978.58	4,648.74
一般风险准备	370.03	1,978.58	4,648.74
未分配利润	2,960.28	15,828.67	21,361.23
所有者权益合计	516,300.34	532,281.40	543,146.46
负债及所有者权益	518,501.65	566,597.10	632,427.85

附件 8 中合中小企业担保股份有限公司利润表

(单位：人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
一、营业收入	7,189.35	30,408.86	56,049.23
担保费收入		19,837.96	47,594.55
减：分出保费		112.00	2,148.20
提取未到期责任准备金		14,432.07	29,599.86
投资收益	7,499.09	28,589.45	39,391.96
汇兑损益	-829.57	-3,885.10	455.28--
其他业务收入	519.84	410.62	355.50
二、营业支出	2,247.62	10,531.95	21,659.62
提取未决赔偿准备金			953.90
业务及管理费	2,246.86	9,223.34	14,171.04
营业税金及附加		1,119.06	2,647.73
其他业务成本	0.77	0.74	1.28
资产减值损失		188.81	3,88.57
三、营业利润	4,941.73	19,876.91	34,389.62
营业外收入		1,000.00	82.25
四、利润总额	4,941.49	20,876.91	34,472.87
减：所得税费用	1,241.15	4,791.42	7,770.32
五、净利润	3,700.34	16,085.49	26,701.54

附件 9 中合中小企业担保股份有限公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
一、经营活动产生的现金流量			
收到担保合同保费取得的现金	200.00	29,127.58	51,303.00
收到再担保业务现金净额		3,114.91	3,240.86
收到的其他与经营活动相关的现金	519.84	1,953.12	522.22
现金流入小计	719.84	34,195.61	55,066.08
支付担保代偿款项现金		188.81	5,478.13
支付再担保业务现金净额		256.00	916.72
支付给职工以及为职工支付的现金	673.01	4,085.27	7,139.24
支付的各项税费		3,904.20	11,942.96
支付的其他与经营活动有关的现金	923.13	3,175.21	4,163.57
现金支出小计	1,596.14	11,609.48	29,640.62
经营活动产生的现金流量净额	-876.30	22,586.13	25,425.47
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	80,827.85	1,633,823.85	893,600.69
取得投资收益收到的现金	481.10	22,574.82	35,121.30
收到的其他与投资活动有关的现金			
现金流入小计	81,308.95	1,656,398.67	928,721.99
投资所支付的现金	591,476.76	1,672,749.99	952,532.14
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	71.65	966.29	551.00
现金流出小计	591,548.41	1,673,716.28	953,083.14
投资活动产生的现金流量净额	-510,239.46	-17,317.61	-24,361.15
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金	512,600.00		
卖出回购金融资产款收到的现金			12,000.00
收到的其他与筹资活动有关的现金			
现金流入小计	512,600.00		-12,000.00
分配股利支付的现金			15,828.67
支付的其他与筹资活动有关的现金			
现金流出小计			15,828.67
筹资活动产生的现金流量净额	512,600.00		-3,828.67
四、汇率变动对现金的影响额	-0.06	-229.04	2.27
五、现金及现金等价物增加额	1,484.18	5,039.48	-2,766.62
加: 起初现金及现金等价物余额		1,484.18	6,523.65
六、期末现金及现金等价物余额	1,484.18	6,523.65	3,757.03

附件 10 中合中小企业担保股份有限公司

现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年
净利润	3,700.34	16,085.49	26,701.54
加：计提的风险准备			
计提的资产减值准备		188.81	3,885.67
固定资产折旧	4.89	59.05	153.57
无形资产摊销	0.94	29.48	125.15
提取未到期责任准备金		14,432.07	29,599.86
投资收益	-7,499.09	-28,589.45	-39,391.96
提取未决赔偿准备金			953.90
经营性应收项目的增加	-40.88	-1,294.94	-10,790.84
经营性应付项目的增加	2,201.31	17,204.92	23,889.32
汇兑损失	829.57	3,885.10	-455.28
递延所得税	-73.39	585.59	1,754.54
经营活动产生的现金流量净额	-876.30	22,586.13	25,425.47

附件 11 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
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（含社会保险）/营业收入
平均资产收益率	净利润/平均自有资产
平均净资产收益率	净利润/平均净资产
EBITDA	利润总额+利息支出+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+交易性金融资产+融出资金+买入返售金融资产+可供出售金融资产-客户资金存款-客户备付金

注：全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金

长期债务=长期借款+长期债券

附件 12 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 恒泰证券股份有限公司 2014 年证券公司债券 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年恒泰证券股份有限公司公告年报后 1 个月内对恒泰证券股份有限公司 2014 年证券公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

恒泰证券股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。恒泰证券股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注恒泰证券股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现恒泰证券股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如恒泰证券股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至恒泰证券股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站、交易所网站予以公布并同时报送恒泰证券股份有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二〇一五年六月十五日

