

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]251 号

东兴证券股份有限公司：

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

东兴证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为“稳定”

东兴证券股份有限公司发行的“14 东兴债”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：

二零一六年四月一日

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>

东兴证券股份有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级分析报告

发行人主体长期信用等级

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

债券简称：14 东兴债

债券期限：2+2 年

债券发行规模：20 亿元

担保方式：不可撤销连带责任保证担保

担保方：中债信用增进投资股份有限公司

债项信用等级

上次评级结果：AAA

跟踪评级结果：AAA

上次评级时间：2016 年 1 月 6 日

本次评级时间：2016 年 4 月 1 日

主要财务数据：

发行人：东兴证券股份有限公司

项 目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	426.07	731.81
自有资产(亿元)	298.78	524.52
自有负债(亿元)	224.43	388.67
全部债务(亿元)	208.14	362.48
所有者权益(亿元)	74.35	135.85
净资产(亿元)	61.47	135.85
净资产/净资产(%)	88.87	101.24
净资产/负债(%)	35.67	39.02
自有资产负债率(%)	75.11	74.10
净资产/各项风险准备之和(%)	798.48	923.71
营业收入(亿元)	25.98	53.57
净利润(亿元)	10.41	20.44
EBITDA(亿元)	22.63	48.83
营业利润率(%)	48.76	47.20
平均净资产收益率(%)	15.43	19.45
EBITDA 利息倍数	2.53	2.13
EBITDA 全部债务比	0.11	0.13

担保方：中债信用增进投资股份有限公司

项目	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额(亿元)	86.22	118.46	158.96
股东权益(亿元)	70.26	72.43	73.61
资产负债率(%)	18.51	38.86	53.69
营业收入(亿元)	15.79	12.36	9.07
净利润(亿元)	7.19	3.59	2.66

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

2、本报告中涉及净资产、净资产、各项风险准备之和指标均为母公司口径。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对东兴证券股份有限公司（以下简称“公司”或“东兴证券”）的跟踪评级反映了其作为国内综合性券商之一，在跟踪期内积极推进业务发展及转型，受益于证券市场的良好局面，各项业务发展良好。2015 年 2 月，公司成功上市，资本实力得到增强；2015 年公司营业收入和利润规模均有大幅提升，盈利能力进一步增强。

受公司发行债券、受益凭证、两融资产授权转让并回购融资、转融通融入资金等债务融资规模扩大的影响，跟踪期内公司自有负债规模大幅增长，但受益于公司资产及盈利规模的大幅上升，资产及盈利对债务的保障程度继续上升，整体偿债能力仍属极强。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。

本次债券的担保方中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增信”）在跟踪期内虽然盈利水平有所下降、负债水平大幅增加，但股东背景和资本实力依旧强大，并继续保持了很强的代偿能力。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“14 东兴债”“AAA”的债项信用等级。

优势

1. 跟踪期内，证券行业取得快速发展，绝大多数的证券公司处于盈利状态；未来，随着多种鼓励创新和监管放松政策的持续落实，公司仍将迎来业务创新和发展的良好外部机遇。

2. 2015 年 2 月，公司成功发行股票并上市，资本实力得到增强，有力支撑公司经营规模持续增长；跟踪期内，受益于证券市场交投

活跃的较好局面，加之公司积极推动业务转型及发展，2015 年公司营业收入和利润规模均有大幅增加，盈利能力进一步提高。

3. 跟踪期内，公司可快速变现资产在自有资产中占比较高，经营活动现金流活动情况良好，整体资产的质量较高。

关注

1. 受公司发行债券和卖出回购业务规模大幅增加的影响，公司自有负债规模大幅增长。

2. 随着公司融资渠道的拓宽，财务杠杆水平将逐步提高，需对公司偿债能力和流动性状况保持关注。

3. 未来经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素仍将可能对公司经营带来的不利影响。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

张祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@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. 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：



一、主体概况

东兴证券股份有限公司（以下简称“公司”或“东兴证券”）是由中国东方资产管理公司（以下简称“东方资产”）、中国铝业股份有限公司和上海大盛资产有限公司共同出资 15.04 亿元，于 2008 年 5 月正式成立的全国性综合类证券公司。2011 年 10 月，经证监会批准，公司增资扩股 5 亿元。

2015 年 1 月 30 日，公司经中国证监会证监许可【2015】191 号文《关于核准东兴证券股份有限公司首次公开发行股票的批复》核准，首次向社会公众发行人民币普通股 5 亿股，于 2015 年 2 月 26 日在上海证券交易所上市，股票简称“东兴证券”，股票代码“601198”。

截至 2015 年底，公司股本为 25.04 亿元，前五大股东持股情况见表 1，控股股东为东方资产。

表 1 截至 2015 年底公司前五大股东及持股情况

股东	持股比例
中国东方资产管理公司	58.09%
上海国盛集团资产有限公司	3.87%
泰禾集团股份有限公司	2.80%
北京永信国际投资（集团）有限公司	2.28%
方正和生投资有限责任公司	2.16%
合计	69.20%

资料来源：公司提供

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品业务；公开募集证券投资基金管理业务。

截至 2015 年底，公司分别在福建、上海、深圳和新疆设有 4 家分公司；在全国开设了 61 家证券营业部；拥有全资一级子公司 4 家：东兴期货有限责任公司（以下简称“东兴期货”）、东兴证券投资有限公司（以下简称“东兴证投”）、东兴资本投资管理有限公司（以下简称“东兴资管”）和东兴证券（香港）金融控股有限公司（以下简称“东兴香港”）。截至 2015 年底，公司及主要子公司在职员工合计 2,773 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 731.81 亿元，其中客户存款 105.94 亿元，客户备付金 51.23 亿元；负债总额 595.96 亿元，其中代理买卖证券款 160.21 亿元；所有者权益（含少数股东权益）135.85 亿元；母公司口径净资产 134.19 亿元，净资本 135.85 亿元。2015 年，公司实现营业收入 53.57 亿元，净利润（含少数股东损益）20.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 42.84 亿元。

公司注册地址：北京市西城区金融大街 5 号（新盛大厦）B 座 12、15 层；法人代表：魏庆华。

二、债券概况

2015 年 4 月 7 日，公司公开发行 2014 年公司债券，发行规模为人民币 20 亿元，债券票面利率为 4.89%，期限为 4 年，附第 2 年末投资者回售选择权及发行人上调票面利率选择权。本次债券的付息日为 2016 年至 2019 年每年的 4 月 7 日，到期日和兑付日为 2019 年 4 月 7 日。本次债券已于 2015 年 4 月 27 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“14 东兴债”，证券代码“122353.SH”。

三、经营管理分析

1. 管理分析

2015 年，公司首席风险官许学礼因工作调整，辞去首席风险官职务；陈江旭因年龄原因，辞去公司董事长职务；同时，陈景耀、徐勇力因个人工作原因辞去董事职务，高健因个人工作原因辞去副总经理职务。

2015 年 3 月，公司第三届董事会第十五次会议选举魏庆华先生为公司董事长；2015 年 9 月，聘任许学礼为公司合规总监、副总经理，聘任张军为首席风险官；2015 年 12 月，公司选举印建民、秦斌为董事。

2015 年 2 月，公司成功发行股票并上市，公司制度更加规范严格，相关的管理与内控水平得以进一步提高。公司在 2012~2014 年度连续被评为 A 类 A 级证券公司，2015 年度，公司被评为 A 类 AA 级证券公司。

总体看，公司相关议事规则及管理体制延续了原有相关规则，虽然公司管理层有所变化，但整体影响不大。

2. 经营分析

(1) 经营环境

从证券市场的整体环境来看，2015 年我国股票市场波动较大，2015 年 1 月至 6 月中旬，股市大幅上涨；2015 年 6 月中旬受证监会控制场外配资的影响以及前期杠杆泡沫吹大带来的风险，股市开始持续暴跌，震荡幅度较大；2015 年 1 月 15 日，证监会发布修订后的《公司债券发行与交易管理办法》，主要内容涵盖了扩大发行主体范围、丰富债券发行方式、增加债券交易场所、简化发行审核流程、实施投资者分类管理、加强债券市场监管以及强化持有人权益保护等七个方面，公司债监管制度的改革促使公司债发行迅猛增长。受益于 2015 年上半年股票市场行情较好和债券市场扩容，证券公司经纪业务、资产管理业务和投资银行业务均较上年有较大增长且收入结构进一步优化。同时，中国经济着力推进供给侧结构性改革，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，为资本市场长期健康稳定发展奠定了坚实基础。在这一转型路径下，证券行业的监管机构以关键制度改革、多层次资本市场建设、资本市场内外开放、提升投融资功能、强化事中事后监管等为主要抓手，不仅在新股发行制度、优先股试点、国企改革、沪港通、再融资审核机制、并购重组配套融资政策、公司债券市场化改革等方面取得了进展，还加强了法治建设和稽查执法，营造了良好的市场环境，持续为证券行业注入发展活力，进一步拓宽了创新发展空间。

根据中国证券业协会公布的经营数据，证券公司未经审计财务报表显示，2015 年，125 家证券公司实现营业收入、净利润分别为 5,751.55 亿元和 2,447.63 亿元，同比分别增长 120.97%和 153.50%；截至 2015 年底，125 家证券公司总资产 6.42 万亿元、净资产 1.45 万亿元。由此，证券行业在 2015 年实现了较好发展，证券公司的资产规模、经营业绩实现了较大幅度的提升，收入结构也有所调整。

2016 年，我国宏观经济将保持中高速增长。改革发展的推动，经济金融总量持续扩大，经济结构调整持续深化，为资本市场发展提供了广阔的空间。随着国家政策和监管部门的大力支持，“十三五”规划明确提出积极培育多层次资本市场、推进股债发行交易制度改革，提高直接融资比重。目前科创板已启动并挂牌，股转系统已出分层意见，深港通、注册制也正在循序渐进，这都将有利于资本市场的发展，也将提高证券公司各项业务收入。但市场竞争也将加剧，尤其是资本需求压力和加杠杆及其所带来的流动性风险防范要求也将日益提升。

同时，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。另外，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，并且市场行情的波动等情况都可能使证券公司面临一定的经营风险。

总体看，跟踪期内，证券行业快速发展，绝大多数的证券公司处于盈利状态；未来证券公司在资产证券化的推行、股票发行注册制改革、深港通开通和新三板分层等方面面临着较大的发展机会。

（2）经营分析

2015年，公司获得多项创新业务资格：私募基金业务外包服务机构、利率互换业务、军工涉密业务咨询服务安全保密资格、期权结算业务资格、上海证券交易所股票期权交易参与人(股票期权经纪、自营业务交易权限)等，新业务资格的获得有利于公司保持业务发展的行业地位及公司积极推进创新转型发展。公司于2015年2月在上海证券交易所挂牌上市，公司资本规模得到快速扩张，极大促进了各项业务发展。

2015年，我国证券市场全年走出了一轮先扬后抑的行情：上半年，在改革红利不断释放、货币政策定向宽松的政策下，证券市场出现一轮快速上涨行情，下半年，证券市场在融资盘去杠杆、市场流动性紧缩等众多不利因素的影响下出现多次急速下跌。2015年，我国证券市场总体交投活跃，公司把握良好市场发展机会，在上半年积极把握市场快速上扬机遇，下半年市场向下调整时着力化解各项业务风险，积极推进各项业务发展，公司整体呈现良好发展势头。2015年，公司实现营业收入53.57亿元，较上年大幅增长106.21%，其中，证券经纪业务手续费净收入24.41亿元，同比增长134.02%，尽管同期投资银行业务、资产管理业务、自营业务等业务规模也呈现大幅增长，但证券经纪业务仍是营业收入的主要构成部分，证券手续费净收入在营业收入中占比由2014年的40.15%小幅增长至45.56%；投资银行业务手续费净收入7.01亿元，同比大幅增长207.78%，在营业收入中占比由2014年的8.77%增长至13.09%；资产管理业务手续费净收入4.97亿元，同比大幅增长165.37%，在营业收入中的占比达9.27%；受金融工具投资收益大幅增长影响，公司公允价值变动损益扭负为正，相关收益大幅增长，2015年，公司实现投资收益和公允价值变动损益合计20.11亿元，同比增长65.39%，是营业收入的重要组成部分。从盈利情况来看，受益于营业收入的持续增长，2015年公司实现的净利润20.44亿元，同比大幅增长96.42%。

表 2 2014~2015 年公司营业收入及占比情况 单位：亿元、%

项 目	2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	14.75	56.79	36.63	68.37
其中：经纪业务手续费净收入	10.43	40.15	24.41	45.56
投资银行业务手续费净收入	2.28	8.77	7.01	13.09
资产管理业务手续费净收入	1.87	7.21	4.97	9.27
利息净收入	-0.95	-3.64	-3.19	-5.96
投资收益	12.19	46.94	18.97	35.41
公允价值变动损益	-0.04	-0.14	1.14	2.13
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.01
其他业务收入	0.01	0.05	0.02	0.04
营业收入合计	25.98	100.00	53.57	100.00

资料来源：公司年报

总体看，2015年，得益于国内证券市场交投活跃，公司各项业务均有较好发展，公司营业收入和利润规模均有大幅增长，盈利能力大幅提高。同时联合评级也关注到，公司主要收入来源于经纪业务、自营业务，受证券市场行情波动影响大。

经纪业务

公司经纪业务由经纪管理部、零售业务部、财富管理部、机构业务部共同管理。各营业部设有客户经理营销团队、投资顾问团队、呼叫中心客服人员等前台业务人员及存管柜台和风险控制专员等中后台人员，共同负责经纪业务的营销与风险管理等工作。公司机构经纪业务由机构业务部负责管理，各营业部负责机构经纪业务的渠道销售。

截至2015年底，公司拥有61家证券营业部，其中福建33家，北京4家，广东3家，上海、浙江、四川、辽宁各2家，天津、江苏、重庆、广西、江西、湖北、湖南、安徽、河南、山西、山东和河北各1家。网下方面，公司2015年下半年起加大分支机构建设力度，全年完成北京、大连、宁波三家营业部开业，另有7家分支机构已获批准建设，正处于开业筹备阶段。跟踪期内，公司进一步加强公司总部及营业部投顾团队建设，积极引进人才，截至2015年底，公司具有投顾资格员工较上年底增长20%，并通过扩大超级投顾团队以提升对高净值客户的服务品质。

2015年，公司紧抓市场机遇，从“网上+网下”两方面着力推进经纪业务发展。网上业务方面，公司加强营销策划，推广“一惠通”账户营销，先后开启了与新浪网、同花顺的战略合作，开展移动终端引流合作服务等，2015年公司全年经纪业务新开户数量为36万户，新增经纪业务客户中超过80%客户通过手机端开户。此外，公司大力推进互联网金融体系建设，CRM系统、网上商城、微信平台、极速交易系统均已完成上线运行，有效提升了公司品牌知名度。

产品销售业务方面，为加快公司从传统通道业务向财富管理及投融资中介转型的速度，公司积极拓展金融产品销售业务。2015年，公司实现金融产品销售收入4,032.06万元。

表3 2014~2015年公司代理买卖证券业务情况（单位：亿元、%）

证券种类	2014年度		2015年度	
	交易量	市场份额	交易量	市场份额
A股	14,422.98	0.97	49,721.79	--
B股	9.18	0.46	28.06	--
基金	299.07	0.32	1,391.47	--
债券	5,350.59	0.29	5,354.47	--

数据来源：公司提供

注：1、上表中的股票基金交易量包括公司证券经纪业务及自营业务对应的代理买卖证券交易量。

2、上表中的债券交易量包括债券现券及债券回购对应的交易量。

2015年，A股市场经历了“先扬后抑”行情，整体交投量较为活跃，公司证券经纪业务代理买卖证券手续费净收入是公司手续费及佣金收入的主要来源。2015年，公司代理买卖证券交易量56,495.79亿元，较上年度增长181.33%，特别是代理买卖A股交易量较上年度大幅增长244.74%至49,721.79亿元。受益于交投活跃的市场行情，公司实现证券经纪业务手续费净收入24.41亿元，较上年度大幅增长134.02%。

总体看，2015年，受益于股票二级市场交投活跃，公司证券经纪业务手续费净收入取得了较快的增长。同时，联合评级也关注到，经纪业务收入受市场行情波动的影响较大，未来收入增长存在不确定性。

投资银行业务

公司投资银行业务主要为企业提供证券承销、保荐以及财务顾问等服务。公司投资银行业务以中型规模客户为主要服务对象，并不断拓展高成长性、创新类中小型客户资源，适当开拓大型客户，目前已形成了立足北京、上海和深圳，服务全国的业务平台。

2015 年，公司投行业务团队快速扩张，公司严格执行落实团队考核淘汰机制，优化内部机构设置和业务流程。同时，公司新设质量控制部，并对投行项目立项标准、项目执行质量要求等均进行明确制度约束，进一步加大公司风险管控力度，降低操作风险。

证券承销业务方面，公司投资银行总部和债券业务部在对客户开展服务的过程中，采取前后台职能适当分离、同时又相互支持的服务模式。前台指业务团队，主要职责是市场开发、客户服务、具体材料制作等工作；后台指综合管理部、资本市场部、质量控制部等部门内设管理服务职能部门，主要为业务发展提供综合管理和服务，支持和规范业务团队的业务拓展活动。2015 年，公司加大团队引进建设和项目承揽力度，特别是债券承销业务发展迅速：全年完成 4 单增发主承销、4 单企业债主承销、22 单公司债主承销和 4 单其他债券主承销，全年总承销金额合计 286.88 亿元，较上年度大幅增长 538.74%，具体情况如下表所示：

表 4 近两年公司证券承销金额情况（单位：亿元、%）

项目类型	2014 年度	2015 年度	增长率
A 股增发	--	35.30	--
债券发行	26.00	232.59	794.56
其他	18.91	19.00	0.45
合计	44.91	286.88	538.74

数据来源：公司年报

2015 年，公司积极推进财务顾问业务发展。公司财务顾问业务主要涉及企业改制、并购重组、为企业提供融资顾问服务及场外市场服务。2015 年，公司完成并购重组项目 2 单，全年共实现财务顾问收入 2.14 亿元，同比增长 32.00%。

2013 年 2 月，公司取得全国中小企业股份转让系统主办券商资格。2015 年，公司大力推进新三板业务发展，全年新三板新增挂牌 64 家，市场排名 18 位。

截至 2015 年底，公司在会审核 IPO 保荐项目 4 个，再审的再融资保荐项目 6 个，投资银行业务储备项目含 IPO 项目 4 个，再融资项目 10 个，债券项目 10 个，并购重组项目 3 个，公司储备项目较为丰富。未来，公司的投行业务将在严格把控业务风险的前提下，探寻更多的业务发展和收入模式，逐步转变为 IPO、增发、并购重组、新三板、公司债等齐头并进的格局；在确保合规的前提下，加强与东方资产投资业务、公司资管业务、直投业务的联动，为客户打造“投资+融资+投行”相结合的综合金融服务，提升创新能力。

总体看，2015 年，公司投资银行业务较好的把握市场机遇，项目储备情况较好，收入规模大幅增长。同时，联合评级也关注到，投行业务收入受市场行情波动、政策变化的影响较大，未来收入增长存在不确定性。

自营投资业务

公司自营业务主要投资品种包括权益类、固定收益类产品。公司证券投资部负责权益类证券的投资，固定收益部负责固定收益类产品投资。公司董事会确定每年自营业务投资规模限额，证券投资部和固定收益部根据年度投资规模和资产配置要求制定投资策略报告并报送高管层下设的

投资决策管理委员会审批。

近年来，公司的自营业务一直秉持稳健的投资理念。在风险管理层面，通过集体决策、组合投资、套期保值、信息化管理等方式防范各类风险；权益类自营业务注重对上市企业的基本面研究，结合行业政策及宏观经济的发展态势，以集中持有优质的价值成长型公司为主要投资方式。同时，通过动态套期保值操作对冲市场波动风险并降低持仓组合向下波动的概率及幅度，通过加强宏观研究提前把握市场情绪波动，主动调整仓位，降低持仓组合市值大幅下降的风险。固定收益部主要投资于债券等固定收益类产品，持有相对较高信用等级的债券获取票息收入、提高把握市场能力获得债券交易价差收入为主要的盈利模式，并逐渐增加无风险套利收入。

表 5 近两年公司自营业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2015 年	
	规模	收益率	规模	收益率
股票（包括股指期货）	3.63	32.26	16.56	45.72
基金	7.10	25.98	38.73	18.01
债券	29.44	9.70	68.04	8.14
其他 ¹	13.38	9.30	22.71	11.33
合计	53.55	13.29	146.04	15.51

资料来源：公司提供

注：规模=报告期内自营证券占用成本累计日积数/报告期天数，收益率=综合收益/规模×100%

从权益类投资来看，2015 年 A 股市场出现“先扬后抑”的快速波动行情，全年指数振幅高达 70%，公司在市场高位时及时控制了权益投资规模，并保持投资方向多元化，由国有的以二级市场为主拓展为涵盖二级市场、定向增发、量化投资、新股申购等多元化权益类投资领域；固定收益类投资方面，2015 年下半年股票市场的大幅下调引发了投资者的风险偏好回落，大量资金进入债市，公司于 2015 年下半年加大了固定收益类投资配置规模，在严格控制风险的前提下积极投资，优化仓位结构及债券品种，同时通过动态套期保值对冲市场风险，增加无风险套利收入。截至 2015 年底，公司股票投资余额 16.56 亿元，基金投资余额 38.73 亿元，债券投资余额 68.04 亿元，其他类投资余额 22.71 亿元。截至 2015 年底，公司母公司口径自营权益类及证券衍生品/净资本和自营固定收益类证券/净资本分别为 65.16%和 116.68%，远低于监管指标（<100%和<500%）。

从投资收益来看，公司自营业务取得了较好的投资收益，2015 年公司实现投资收益 18.97 亿元，公允价值变动损益扭负为正，为 1.14 亿元，自营业务收入规模及贡献度较上年度有大幅提升。

总体看，2015 年，公司积极把握市场投资机会，取得了良好投资收益。同时联合评级也关注到，自营业务受市场波动影响较大，未来自营业务收入的增长存在一定的不确定性。

资产管理业务

公司于 2009 年获批开展资产管理业务。公司资产管理业务主要包括定向资产管理业务和集合资产管理业务。公司资产管理业务实行分级授权制和部门总经理、投资经理负责制。资产管理部设投资决策小组，对定向资产管理业务和集合资产管理业务进行论证并作出决议。定向资产管理业务实行投资主办人负责制；集合资产管理业务经投资决策小组论证通过后，提交资产管理业务投资和决策委员会审议。

自开展业务以来，公司资产管理业务规模增长较快。2015 年，公司资产管理业务把握市场机

¹其他类投资主要系集合理财产品类投资。

遇，全年实现资产管理业务收入 5.38 亿元，同比增长 116.16%。截至 2015 年底，公司受托资产总规模 600 亿元，其中集合资产管理产品管理规模 219 亿元，同比增长 87%；全年新设立集合计划 20 只，累计存续集合计划 52 只，其中，在经历了 2015 年市场大幅下调后，累计实现正收益的为 49 只；截至 2015 年底，公司定向资产管理计划共 102 只，管理规模 376 亿元，专项资产管理计划 1 只，管理规模 5 亿元。

在管理规模提升的同时，公司创新资产产品有所突破，产品类型覆盖了权益类、固定收益类、非标类、量化、FOF、资产证券化等各类产品，2015 年，公司获得“券商最佳权益类投资团队”称号。

公司于 2015 年上半年取得公募基金牌照，2015 年 9 月份在前期市场大幅下跌后完成首支公募基金产品的发行和建仓。截至 2015 年底，公司已完成 2 支公募基金发行。

2015 年，公司实现资产管理业务手续费净收入 4.97 亿元，较上年大幅增长 165.39%，在营业收入中占比 9.27%，较上年略有增长。

总体看，公司资产管理业务规模较大提升，收入规模大幅增长，对营业收入贡献度仍然不高。

信用交易类业务

作为第四批试点单位之一，公司于 2012 年 5 月取得融资融券业务资格。公司融资融券部负责融资融券业务产品及流程设计、征信授信及风险监控工作。公司制定了明确的业务流程及有效的风险管理办法。公司融资融券业务依托于零售业务销售体系开展，以公司存量客户为基础，通过客户分类与筛选，构建融资融券潜在客户池，以确保在推动业务发展的同时控制风险。2015 年 4 月以来，公司采用根据个股风险状态及时调整融资融券标的证券与可冲抵保证金证券范围、全面下调融资融券标的证券与可冲抵保证金证券折算率等多种方式，积极降低融资融券业务风险。2015 年上半年，受市场快速上涨和加杠杆影响，公司融资融券业务发展迅速，融出资金峰值达 299 亿元，下半年，市场大幅回调，公司融资融券业务融出资金规模大幅下降，截至 2015 年底，公司融资融券业务融出资金余额 130.00 亿元。

其他信用业务方面，公司于 2013 年 8 月获准在上交所及深交所开展股票质押式回购业务，分别于 2012 年 12 月及 2013 年 2 月获准在上海交易所及深圳交易所开展约定购回业务。2015 年，公司股票质押回购业务余额 9.64 亿元，实现利息收入合计 7,754.56 万元，同比大幅增长 90%。

公司信用业务严格把控客户适当性管理、征信、授信等环节，对标的证券、交易集中度、客户维持担保比例等指标进行严格监控并逐日盯市。截至 2015 年底，公司融资融券业务和股票质押式业务的整体维持担保比例分别为 299%和 287%，安全边际较高。

2015 年，公司实现信用业务收入 6.94 亿元，较上年大幅增长 124.76%，信用业务发展迅速。

总体看，公司信用业务发展迅速，已逐渐成为公司营业收入和利润的重要组成。

子公司业务

（1）东兴投资

公司全资子公司东兴投资成立于 2012 年 2 月，注册资本为 3.00 亿元，主要从事金融产品的投资业务。东兴投资初步构建了较为健全的风险管理组织架构和制度体系，为业务发展提供了制度保障。东兴投资的另类投资业务以主动投资管理为主，通过投资于信托计划、资产管理计划、有限合伙企业权益等产品为企业提供融资类服务，并收取投资收益、财务顾问费等。此外，东兴投资于 2014 年 7 月开始从事衍生品量化交易，主要交易品种报告期货、期权等交易所产品及场外

衍生品等。

截至 2015 年末，东兴投资资产总额 54.57 亿元，当年实现营业收入-2.17 亿元，实现净利润-2.39 亿元。

（2）东兴期货

公司全资子公司东兴期货成立于 2009 年 5 月，注册资本为 3.18 亿元。目前，东兴期货拥有烟台、太原、福州及北京 4 家营业部，经营范围为商品期货和金融期货经纪业务、期货投资咨询。近年来，东兴期货营业收入增长较快，2015 年实现营业收入 7,450.63 万元，目前对公司的收入贡献度仍属较低。

（3）东兴资本

公司全资子公司东兴资本成立于 2013 年 12 月，注册资本为 1 亿元。主要业务范围包括投资管理、投资顾问、股权投资；托管股权投资基金；财务顾问服务。东兴资本成立时间较短，对公司营业收入的贡献尚未显现。

（4）东兴香港

公司于 2015 年 2 月取得中国证监会批复，核准公司以自由资金出资在香港设立子公司，注册资本港元 2 亿元。东兴香港已于 2015 年 7 月正式注册成立，公司持股 100%，截至 2015 年底，公司尚未实际出资。

总体看，资产管理业务及其他创新业务的不断发展对公司业务结构优化起到推动作用。目前公司呈现出以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，资产管理业务占比逐渐提高的业务架构。未来，公司将着力打造多元化的财富管理产品体系，业务结构将更趋均衡，市场波动对公司经营业绩的影响程度有望弱化。此外，公司可以充分共享与整合控股股东东方资产及其下属公司范围内的客户、品牌、产品创新、渠道及信息等方面的资源，这有助于公司打造核心竞争力。

3. 重大事项

2015 年 11 月，公司筹划非公开发行股票，公司预计向不超过 10 名的特定对象发行不超过（含）4 亿股股票，募集资金总额不超过 80 亿元。本次非公开发行股票所募集资金扣除发行费用后拟全部用于增加公司资本金、补充营运资金，扩大公司业务规模，推进创新业务发展，优化业务结构，具体用途如下：加大对互联网金融业务投入、在符合监管要求的情况下适时扩大信用交易业务规模、加大对子公司及新设分支机构的投入并积极发展海外业务、积极拓展场外市场业务、适时扩大自营业务规模、拓展资产管理及基金管理业务、加强信息系统建设并持续提升信息化巩固走水平、其他安排。

截至目前，公司非公开发行股票事宜尚未取得证监会核准，该事项存在较大不确定性。

总体看，若公司非公开发行股票事宜获得核准，公司资产规模将进一步增强，有利于公司各项业务进一步发展。

4. 未来发展

2016 年，面对复杂的国内外经济环境和资本市场环境，公司将继续发挥东方资产金融控股集团和上市券商优势，以“机构客户和高净值客户”为中心，加强人力资本建设，增强盈利能力，全面提升品牌影响力。公司的工作重点将体现在以下几个方面：

一是加大“货币资本”、“品牌资本”、“人力资本”建设力度，提升公司综合竞争力，包括：1、加强“货币资本”建设，快速做大企业规模，尽快择机完成公司非定向增发工作，同时积

极寻求外延式扩张收购机会，推动公司利用较强的资本实力加快发展；2、加强“品牌资本”建设，全面提升行业市场地位。公司将加大各项业务市场排名的权重考核力度，加强与集团业务协同，依托集团全牌照金控背景，进一步加强和集团以及各平台公司的业务合作，充分借助集团统一的品牌、渠道、平台、客户、资金、声誉资源，加大机构客户、高净值客户的拓展；3、加大“人力资本”投入，在人才培养和引进上取得更大突破。探索创新公司激励机制，加大内部人才培养力度，坚持引进和淘汰相结合。

二是继续推进大风控体系建设，坚守合规风控底线，加强合规风控体系队伍建设，特别是要充实业务一线和创新业务的风险团队建设，充实专业人才力量；进一步完善风险管理考核体系，落实量化管理细节，进一步强化风险敞口的控制管理，并做好风险对冲措施。

三是加强“网下”和“网上”两大平台建设，加快投融资产品体系建设，包括：1、加快实体分支机构建设，逐步建立以分公司为核心的分支机构体系，通过分公司统筹区域网点的建设和多元化业务的开展；2、创新思维模式，积极运用互联网的理念和思维；3、加强研究客户需求，为投融资提供丰富的产品服务支持；4、加快业务模式创新，加强与东方资产各部门、平台公司的总体看，公司制定了明晰的战略目标，通过内部创新推进各项业务均衡发展，逐步增强市场综合竞争力。

总体看，公司战略目标清晰，定位明确，符合自身特点和未来发展需要；公司战略发展方向与行业发展趋势相吻合，具有良好发展前景。

四、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015 年年度合并财务报表，财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留的审计意见。2015 年，公司新纳入合并范围的子公司 3 家，但整体规模不大，财务报表可比性强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 731.81 亿元，其中客户存款 105.94 亿元，客户备付金 51.23 亿元；负债总额 595.96 亿元，其中代理买卖证券款 160.21 亿元；所有者权益（含少数股东权益）135.85 亿元；母公司口径净资产 134.19 亿元，净资本 135.85 亿元。2015 年，公司实现营业收入 53.57 亿元，净利润（含少数股东损益）20.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 42.84 亿元。

2. 资产质量与流动性

截至 2015 年底，公司资产仍以公司自有资产为主，其他资产主要为客户资金、客户备付金与应付合并结构性主体权益持有者款项。2014~2015 年，公司自有资产占总资产规模分别为 75.63% 和 70.12%，占比较高。

2015 年，受公司自营业务规模、买入债券逆回购规模及融资融券业务等规模增长等因素影响，公司可快速变现资产较年初大幅增长 98.87% 至 437.70 亿元，自有资产规模较年初大幅增长 75.55% 至 524.52 亿元。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（剔除非快速变现资产）是公司可快速变现资产的重要组成部分。截至 2015 年底，该五项资产在可快速变现资产中的占比分别为 4.87%、29.58%、18.19%、14.59% 和 30.94%。截至 2015 年底，公司自有货币资金为 21.30 亿元；公司融出资金价值 129.49 亿元，其中期限在 1~3 个月的融出资金余额占比 8.79%，期限在 3~6 个月的融出资金余额占比 90.61%；

公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额 79.60 亿元，其中基金投资余额占比 81.67%，股票投资余额占比 18.33%；公司买入返售金融资产余额 63.87 亿元，其中股票质押式回购资金余额占比 22.11%，债券逆回购资金余额占比 77.89%；可供出售金融资产（剔除非快速变现资产）余额 135.44 亿元，其中债券投资余额占比 71.01%。鉴于债券、基金较好的变现能力以及融出资金期限集中在 6 个月以内，公司资产的流动性较好。

表 6 近两年公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2014 年末	2015 年末
自有资产	298.78	524.52
可快速变现资产	220.09	437.70
其中：货币资金	31.02	21.30
融出资金	91.51	129.49
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	11.90	79.60
买入返售金融资产	34.01	63.87
可供出售金融资产	45.95	135.44
其他类资产	127.29	207.29
其中：客户资金存款	73.40	105.94
客户备付金	33.51	51.23
应付合并结构性主体权益持有者款项	19.06	47.08
资产总额	426.07	731.81

资料来源：公司审计报告。

注：可快速变现资产不包含可供出售金融资产中的资产管理产品、信托产品及其他；2014 年和 2015 年分别为 81.46 亿元和 116.73 亿元；货币资金已剔除客户资金存款。

从现金流来看，2015 年，虽然客户交易结算资金净流入以及利息、手续费及佣金收支抵减后净流入规模有所增长，但公司投资交易性金融资产和融出资金规模大幅增长使得净流出规模大幅增长，公司经营性现金流由净流入 92.82 亿元下降为净流出 13.05 亿元；公司把握市场行情提高了对外投资规模，导致 2015 年投资性现金流由净流出 18.76 亿元大幅增长至净流出 112.43 亿元；因公司各类资本中介型业务的开展需要，2015 年，公司发行股票并上市导致现金流入及发行债券等对外融资规模增长导致现金流入规模较大，公司筹资性现金流量净额由净流入 12.22 亿元大幅增长至 142.22 亿元。总体看，公司融资渠道较为畅通，整体现金流状况处于较好水平。

表 7 近两年公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年
经营性现金流量净额	92.82	13.05
投资性现金流量净额	-18.76	-112.43
筹资性现金流量净额	12.22	142.22
现金及现金等价物净增加额	86.27	42.84
期末现金及现金等价物余额	143.63	186.47

资料来源：公司年报

总体看，2015 年，公司可快速变现资产占比较高，经营活动现金流活动情况良好，整体资产的质量较高、流动性较好。

3. 负债及杠杆水平

2015 年，受卖出回购业务规模的大幅增加以及发行债券等因素的影响，公司自有负债规模明显增加，公司自有负债占负债总额的比重继续上升，截至 2015 年末，该指标为 65.22%，较 2014

年末上升 1.41 个百分点。截至 2015 年底，公司自有负债余额 388.67 亿元，较年初大幅增长 73.18%，其中，卖出回购金融资产款占比为 40.52%，短期借款占比为 10.34%，应付债券占比为 31.39%。截至 2015 年底，公司卖出回购金融资产款为 157.50 亿元，较年初大幅增长 52.22%，按业务类别来看，主要为债券正回购和融资融券债权收益权转让回购，占比分别为 58.48%和 41.52%。

表 8 近两年公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2014 年末	2015 年末
自有负债	224.43	388.67
其中：卖出回购金融资产款	103.47	157.50
短期借款	50.30	40.18
应付债券	20.00	122.00
非自有负债	127.29	207.29
其中：代理买卖证券款	108.23	160.21
应付合并结构性主体权益持有者款项	19.06	47.08
负债总额	351.72	595.96
可快速变现资产/自有负债（倍）	0.98	1.13
净资本/负债（%）	35.67	39.02
净资产/负债（%）	40.14	38.54
自有资产负债率（%）	75.11	74.10

资料来源：公司年报

2015 年，公司自有负债规模大幅上升，但其增幅落后于自有资产增幅，自有资产负债率有所下降，截至 2015 年底，公司的自有资产负债率达 74.10%，较 2014 年底下降 1.01 个百分点，结合公司所处的证券行业来看，整体处于正常水平。

受 2015 年 2 月公司成功发行股票并上市、发行次级债券等因素影响，公司净资本规模大幅上升，增幅超过负债增幅，2015 年，公司净资本/负债由 2014 年底的 35.67%增长至 39.02%；由于净资产增幅落后于负债增幅，2015 年底公司净资产/负债指标由 2014 年底的 40.14%下降至 38.54%，公司财务杠杆水平变化不大。

总体看，2015 年，随着公司业务规模的扩大，公司自有负债规模大幅增长，但由于公司发行股票并上市导致净资本和净资产规模大幅上升，公司整体杠杆水平变化不大，整体处于适中水平。

4. 资本充足性

随着 2015 年 2 月成功发行股票并上市以及公司收入和利润的大幅增加，公司所有者权益稳定增长，截至 2015 年底，公司所有者权益合计 135.85 亿元，较年初大幅增长 82.71%，其中，实收资本 25.04 亿元（占比为 18.43%），资本公积 52.99 亿元（占比为 39.00%），盈余公积 7.39 亿元（占比为 5.44%），一般风险准备 12.72 亿元（占比为 9.36%），未分配利润分别为 33.15 亿元（占比为 24.40%），其他综合收益 4.57 亿元（占比为 3.36%），公司所有者权益的稳定性一般。2015 年，公司现金分红 6.26 亿元，占当年净利润的 41.36%，公司分红力度较大。

从主要风控指标来看，截至 2015 年底，公司净资本和净资产规模较上年底大幅增长，受公司发行次级债券等因素影响，公司净资本增幅大于净资产增幅影响，公司净资本/净资产指标由 2014 年底的 88.87%上升至 101.24%。跟踪期内，公司业务规模持续扩大，各项风险准备之和大幅增加，但由于公司净资本增幅较大，公司净资本/各项风险准备之和指标较 2014 年底有所上升，为 923.71%。

表 9 近两年公司风险控制指标表（单位：亿元、%）

项目	2014 年	2015 年末	预警标准	监管标准
净资本（亿元）	61.47	135.85	--	--
净资产（亿元）	69.17	134.19	--	--
净资本/净资产（%）	88.87	101.24	>48	>40
净资本/负债（%）	35.67	39.02	>9.6	>8
净资产/负债（%）	40.14	38.54	>24	>20
净资本/各项风险资本准备之和（%）	798.48	923.71	>120	>100

资料来源：公司净资本监管报表（母公司口径），联合评级整理

总体看，2015 年公司发行新股的完成对资本补充力度较大，这为公司各项业务发展提供了较为有力的资金支持。公司净资本规模处于行业中位水平，以净资本为核心的风险控制指标均显著优于监管标准。

5. 盈利能力

2015 年，我国证券市场总体交投活跃，公司积极把握良好市场行情，经营整体呈现良好发展势头。2015 年，公司实现营业收入 53.57 亿元，同比大幅增长 106.21%。2015 年，随着股票市场交投活跃，经纪业务手续费净收入增至 24.41 亿元，较 2014 年增长 134.02%；投资银行业务发展迅速，实现投资银行业务手续费净收入 7.01 亿元，较 2014 年增长 207.78%；资产管理业务手续费净收入 4.97 亿元，较 2014 年增长 165.39%；公司积极把握市场动态，自营业务取得较好发展，实现投资收益 18.97 亿元，同比增长 55.56%，公允价值变动收益扭负为正，实现收益 1.14 亿元。

从营业支出来看，公司营业支出规模随着营业收入的增加而持续增加，且增幅略高于营业收入增速。从支出构成来看，业务及管理费占比较大，2015 年公司营业支出中业务及管理费占 80.50%，其中主要为人力成本费用。2015 年，公司职工薪酬大幅上升，虽然公司营业收入持续增长，但公司的薪酬收入比由 2014 年的 28.29% 上升至 2015 年的 32.27%，公司薪酬收入比呈上升趋势。受证券市场活跃因素影响，2015 年公司营业收入大幅增长，且其增幅略高于费用增幅，公司营业费用率由 2014 年的 43.21% 微幅下降至 42.50%。

从利润规模来看，2015 年，公司营业收入的大幅增长推动公司营业利润持续增长，公司营业利润同比大幅增加 99.63%，达 25.29 亿元。但营业收入增幅略低于营业支出增幅，公司营业利润率由 2014 年的 48.76% 微幅下降至 47.20%。

表 10 公司营业利润情况表（单位：亿元、%、倍）

项 目	2014 年	2015 年
净利润	10.41	20.44
营业利润率	48.76	47.20
营业费用率	43.21	42.50
薪酬收入比	28.29	32.27
平均自有资产收益率	4.50	4.97
平均净资产收益率	15.43	19.45

资料来源：公司年报，联合评级整理

从盈利指标来看，2015 年 2 月公司发行股票并上市，资本实力进一步增强，推动公司业务良好发展，受益于公司利润的大幅增长，公司平均自有资产收益率和平均净资产收益率均较 2014 年有明显提升，分别达 4.97% 和 19.45%，盈利能力得以进一步提高。

表 11 2015 年主要证券公司盈利指标情况（单位：亿元、%）

公司名称	营业利润率	净资产收益率	净利润/营业收入
光大证券	58.81	23.07	46.75
广发证券	52.86	22.54	40.70
西南证券	50.21	19.88	41.72
太平洋证券	52.55	16.42	41.36
东兴证券	47.20	19.45	38.15

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，2015 年，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

受加大卖出回购业务规模、应付债券规模增加等因素影响，2015 年底公司总债务规模较年初大幅增长 74.15%，截至 2015 年底，公司总债务为 362.48 亿元，其中短期债务为 240.48 亿元，长期债务为 122.00 亿元；自有资产负债率为 74.10%，受自有资产增幅略高于自有负债增幅影响，公司债务负担较上年底略有下降。

从资产对负债的保障程度来看，2015 年公司债务规模大幅增长，受成功发行股票并上市等因素影响，公司净资产规模大幅增长，母公司口径的净资产/负债指标由 2014 年底的 35.67% 微幅增长至 2015 年底的 39.02%；合并报表口径的可快速变现资产/自有负债指标由 2014 年底的 0.98 倍增长至 2015 年底的 1.13 倍，可快速变现资产对自有负债的保障程度有所提高。

从盈利对债务的保障程度来看，受利润大幅增加的影响，公司 EBITDA 同比大幅增加 115.76%，达 48.83 亿元，同期，公司债务规模增长迅速，总债务规模较上年底增长 74.15%，低于 EBITDA 增幅，公司的 EBITDA 全部债务比由 2014 年底的 0.11 倍上升至 2015 年底的 0.13 倍，对全部债务保障程度一般；受公司债务规模大幅增长影响，公司利息支出大幅上升，EBITDA 利息倍数由 2014 年底的 2.53 倍下降至 2015 年底的 2.13 倍，EBITDA 对利息支出仍能够形成良好保障。

表 12 公司偿债能力指标情况表（单位：亿元、%、倍）

项目	2014 年	2015 年末
总债务（亿元）	208.14	362.48
自有资产负债率（%）	75.11	74.10
可快速变现资产/自有负债（倍）	0.98	1.13
EBITDA（亿元）	22.63	48.83
EBITDA 全部债务比	0.11	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	2.53	2.13

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，2015 年，公司债务负担显著提升，但其增幅落后于资产及盈利增幅，资产及盈利对自有负债的保障程度有所上升；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，公司偿债能力仍属极强。

五、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司可快速变现资产为 437.70 亿元，为公司“14 东兴债”本金合计（20 亿元）的 21.89 倍，公司可快速变现资产对债券的覆盖程度高；净资产（母公司口

径)为 134.19 亿元,为债券本金合计(20 亿元)的 6.71 倍,公司较大规模的可快速变现资产和净资产能够对“14 东兴债”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看,2015 年,公司 EBITDA 为 48.83 亿元,为债券本金合计(20 亿元)的 2.44 倍,公司 EBITDA 对“14 东兴债”的覆盖程度高。

从现金流情况来看,公司 2015 年经营活动产生的现金流入 168.70 亿元,为债券本金合计(20 亿元)的 8.44 倍,公司经营活动现金流入量对公司债券的覆盖程度高。

综合以上分析,考虑到公司作为全国性综合类证券公司,在资本实力、业务规模和业务创新等方面具有优势,公司对“14 东兴债”的偿还能力极强。

六、债权保护分析

1. 担保条款

根据中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增信”)为本次债券向债券持有人出具的《担保函》,中债增信为公司本次发行的 20 亿元证券公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围为:本次债券票面总额不超过人民币 20 亿元,以及该款项至实际支付日的所有应付利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。担保期限为:本次发行债券存续期及债券到期之日起二年。

2. 担保人信用分析

(1) 中债增信概况

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增信”)成立于 2009 年 9 月 7 日,是国内首家专业债券信用增进机构,接受中国人民银行监管,由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,注册资本 60 亿元。其中,中国石油天然气集团公司、英大国际控股集团有限公司(原国网资产管理有限公司)、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、中银投资资产管理有限公司(原北京万行中兴实业投资有限公司)各持 16.50% 的股份,中国银行间市场交易商协会持 1.00% 股份,中债增信的股东背景和资本实力强大。

中债增信经营范围包括:企业信用增进服务;信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广;信用产品的创设和交易;资产投资;资产受托管理;投资策划、投资咨询;经济信息咨询;人员技术培训;会议服务。

(2) 规模与竞争力

中债增信注册资本 60 亿元,股东由中国银行间市场交易商协会及 6 家实力雄厚的央企组成,在业务开展、资本补充及风险防御等方面中债增信得到了股东的大力支持。近年我国债券市场,尤其是银行间债券市场发行规模较大,中债增信作为国内首家专业债券信用增进机构,面临较大的市场空间。

中债增信的市场定位是立足于债券市场,成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商;债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者;债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者。根据规划,中债增信在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用级别的大型企业债务融资工具的发行提供信用增进服务。

(3) 经营概况

中债增信的经营以信用增进业务为主,主要包括对短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、企业债、定向融资工具等债券类产品以及银行理财产品、信托计划等投资类产品的增信。

2014 年以来，中债增信凭借其明确的市场定位，增信业务规模快速上升，积累了较丰富的项目和客户资源，截至 2014 年末，中债增信增信责任余额达 941.15 亿元，较年初增长了 4.96%。截至 2015 年 3 月末，中债增信增信责任余额达 901.78 亿元，尚在责任期内增信项目 108 个，涉及企业 200 家。

从中债增信截至 2014 年末的增信业务所涉及产品类型来看，中期票据占比 19.36%、定向融资工具占比 34.11%、企业债和公司债合计占比 28.63%、信托计划占比 4.95%、区域集优项目占比 9.54%、短期融资券占比 0.32%，中债增信增信业务涉及的产品较为丰富，且集中度不高。

从期限结构来看，截至 2015 年 3 月末，中债增信期限为 3 年以上的项目涉及金额 342.50 亿元，占增信余额 37.98%；期限为 1~3 年的项目涉及金额 323.69 亿元，占增信余额 35.89%；剩余期限均在 1 年以内（含 1 年），涉及金额 235.59 亿元，占增信余额 26.12%，增信项目期限配置较为合理。

从项目主体外部信用等级来看，截至 2015 年 3 月末，AA+及以上级别企业增信责任余额占全部增信责任余额的 41.45%、AA 级别的占比 31.14%、AA-级别的占比 14.25%，项目主体评级总体较高，违约风险较小。

为控制增信业务风险，中债增信采取包括第三方保证担保、股票质押、股权质押、应收账款质押和房产土地抵押等风险缓释措施。

2014 年以来，随着信用增进业务规模扩大，中债增信主营业务收入有所增长。2014 年，中债增信实现增信业务收入 7.45 亿元，同比增长 1.30%，2015 年 1~9 月，中债增信实现增信业务收入 4.82 亿元，较去年同期的 5.29 亿元有所下降。

表 13 2013~2014 年中债增信主营业务收入及占比情况（单位：万元）

项目	2013 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
信用增进业务收入	73,536.82	99.82%	74,496.45	100.00
信用风险缓释工具收入	33.79	0.04%	--	--
财务顾问费收入	100.00	0.14%	--	--
合计	73,670.61	100%	74,496.45	100%

资料来源：中债增信审计报告

总体看，2014 年，中债增信风险管理体系运作情况良好，随着增信业务规模持续扩大，中债增信的增信责任余额和增信业务收入均较上年有所增加。

（4）财务概况

从资本实力来看，中债增信目前资金来源以资本金为主，并根据资金业务的需要调整负债规模。截至 2015 年 9 月末，中债增信净资产为 73.61 亿元，其中注册资本 60 亿元，资本实力强。中债增信股东承诺在其发展需要时给予补充资本。

从负债情况来看，截至 2015 年 9 月末，中债增信负债总额为 85.35 亿元，较年初大幅增加 85.43%。中债增信的资产负债率由 2014 年年末的 38.86%增长至 53.69%，偿债压力显著增加。

从盈利水平来看，2015 年 1~9 月，中债增信实现净利润 2.66 亿元，较去年同期的 2.77 亿元下降 3.89%，中债增信盈利能力有所下降。

从代偿能力来看，中债增信面临的主要风险为信用增进业务的代偿风险。为提高风险抵御能力，保持业务稳健经营和持续发展，中债增信在 60 亿元资本金的雄厚基础上，按照董事会审议通过的《准备金计提管理办法》及时足额计提风险准备金，用于弥补信用增进对象不能按时还本付息时因履行代偿而可能发生的损失。

随着增信业务发展，中债增信信用增进规模逐步扩大。中债增信在充分考虑反担保、抵质押及针对不同业务类型进行的精细化风险分类的基础上，充分、足额地计提风险准备金。截至 2015 年 9 月末，中债增信尚在责任期内增信项目的责任余额 901.78 亿元；净资产为 73.61 亿元，净资产增信倍数（增信余额/净资产）12.25 倍，较年初的 12.99 倍有所下降，整体代偿能力略有上升，仍属极强。

总体看，中债增信作为国内首家专业债券信用增进机构，股东背景和资本实力强大。2014 年以来，中债增信业务持续扩大，资本较为充足，虽然盈利规模明显下降，但整体担保实力依然极强。

综合以上分析，联合评级维持中债增信的主体长期信用等级为“AAA”。

3. 债权保护效果

本次债券由中债信用增进投资股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。以 2015 年 9 月末财务数据测算，本次东兴证券公司债券发行规模（20 亿元）占担保方中债增信资产总额的 12.58%、所有者权益总额的 27.17%，整体占比较大。中债增信经营规模和资产规模较大、盈利能力较强，其所提供的担保对本次债券信用状况具有积极的影响。

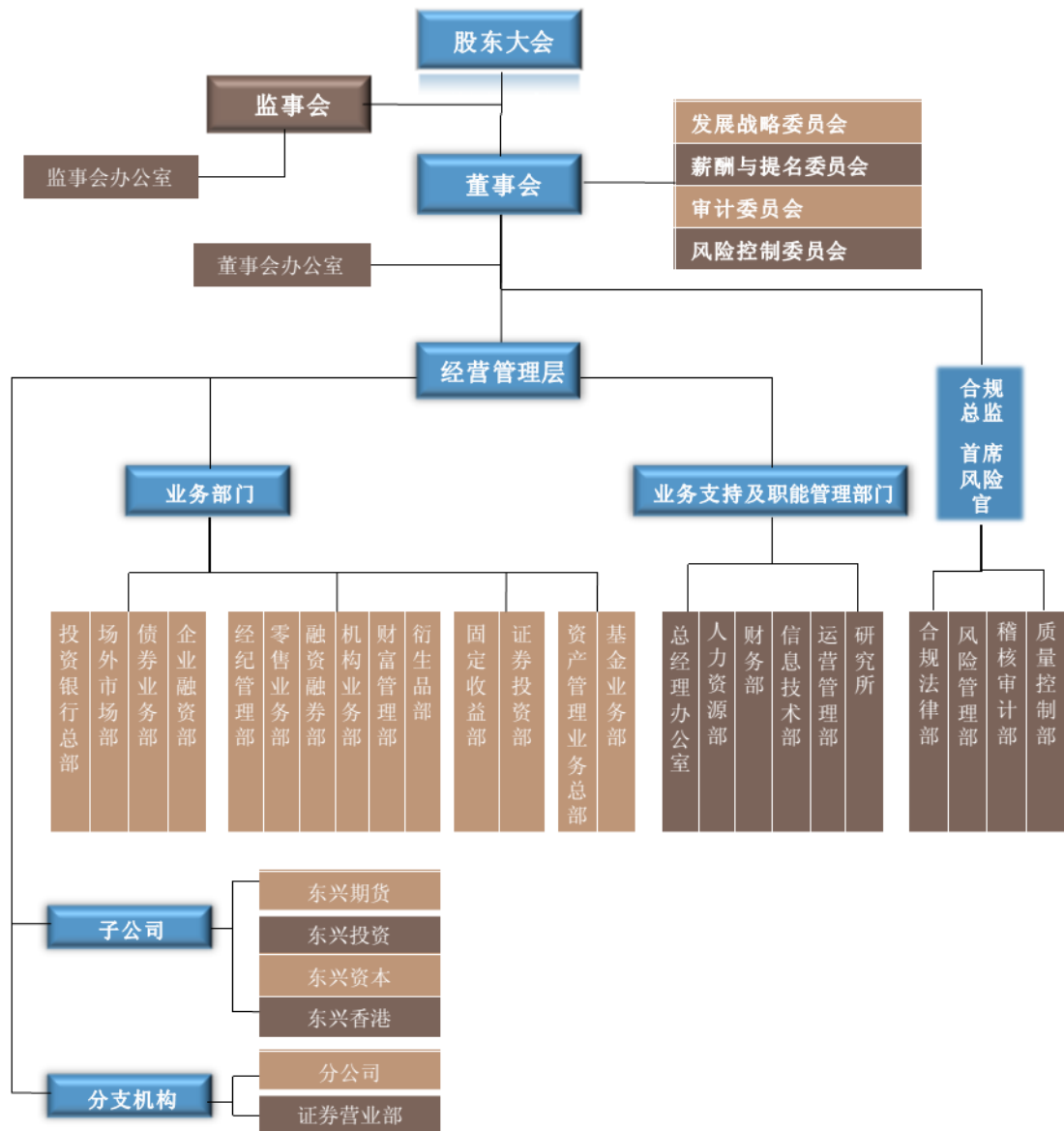
七、综合评价

公司作为国内综合性券商之一，具备较为完整的证券业务板块以及多元化经营的发展模式，具有较强的经营实力；公司股东实力雄厚，对公司支持力度较大。跟踪期内，公司经纪业务、自营业务、投资业务等各项业务均取得较好发展，创新业务稳步推进，盈利能力较强，资本较为充足。公司于 2015 年 2 月成功发行股票并上市，资本规模明显提升，未来随着市场环境的好转以及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。

2014 年以来，本次债券的担保方中债信用增进投资股份有限公司虽然盈利水平有所下降、负债水平大幅增加，但股东背景和资本实力强大，并继续保持了极强的代偿能力。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“14 东兴债”“AAA”的债项信用等级。

附件 1 东兴证券股份有限公司 组织结构图



附件 2 东兴证券股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	426.07	731.81
自有资产（亿元）	298.78	524.52
可快速变现资产（亿元）	220.09	437.70
所有者权益（亿元）	74.35	135.85
自有负债（亿元）	224.43	388.67
可快速变现资产/自有负债(倍)	0.98	1.13
自有资产负债率(%)	75.11	74.10
短期债务（亿元）	188.14	240.48
长期债务（亿元）	20.00	122.00
全部债务（亿元）	208.14	362.48
净资本（亿元）	61.47	135.85
净资本/净资产（%）	88.87	101.24
净资本/各项风险准备之和（%）	798.48	923.71
净资本/负债（%）	35.67	39.02
营业收入（亿元）	25.98	53.57
净利润（亿元）	10.41	20.44
EBITDA（亿元）	22.63	48.83
平均自有资产收益率(%)	4.50	4.97
平均净资产收益率(%)	15.43	19.45
营业利润率（%）	48.76	47.20
营业费用率(%)	43.21	42.50
薪酬收入比（倍）	0.28	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	2.53	2.13
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.13

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
年均增长率	$[(\text{本期/前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-应付合并结构性主体权益持有者款项
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-应付合并结构性主体权益持有者款项
自有资产负债率	自有负债/自有资产 $\times 100\%$
营业利润率	营业利润/营业收入 $\times 100\%$
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入 $\times 100\%$
营业费用率	业务及管理费/营业收入 $\times 100\%$
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产 $\times 100\%$
平均净资产收益率	净利润/平均净资产 $\times 100\%$
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+融出资金+ 买入返售金融资产+可供出售金融资产 -客户资金存款-客户备付金-扣除不能快速变现的投资资产

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+应付短期融资款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债

长期债务=长期借款+长期债券

附件 4 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。