

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的恒泰证券股份有限公司 2014 年主体跟踪信用评级报告不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零一四年七月二十九日



信用等级公告

联合[2014] 1418 号

联合资信评估有限公司通过对恒泰证券股份有限公司的信用状况进行跟踪分析，确定维持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。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十九日



恒泰证券股份有限公司

2014 年主体跟踪信用评级报告

本次评级结果

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2014 年 7 月 29 日

上次评级结果

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2014 年 5 月 14 日

评级观点

恒泰证券股份有限公司(以下简称“公司”)公司治理与内部控制水平稳步提升,主营业务平稳发展,公司经纪业务在内蒙古地区具有一定的市场竞争优势,债券自营业务业绩良好,未来随着公司综合化经营的推进及创新业务的发展,公司的收入来源将进一步拓宽,竞争力有望提升。公司目前财务杠杆水平不高,资本充足,为未来业务的发展奠定了良好基础。联合资信评估有限公司确定维持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,该评级结论反映了公司偿还债务的能力很强。

优势

- 公司经纪业务在内蒙古地区市场占有率较高,当地佣金率高于全国平均水平,这对公司营业收入形成积极影响;
- 公司自有负债规模不大,财务杠杆水平不高,偿债压力不大;
- 综合化运营平台已初步搭建,这有助于公司综合竞争力的提升。

关注

- 整体市场竞争力有待提升;
- 营业收入对经纪及自营业务收入的依赖度较高,易受证券市场行情波动的影响;
- 创新业务的开展对其内部控制、风险管理水平提出更高要求,对综合竞争力和盈利能力的提升作用有待观察;
- 需关注经济周期波动、国内股票市场持续低迷及相关监管政策的变化等因素对证券公司经营带来的影响。

主要数据

项 目	2013 年末	2012 年末	2011 年末
资产总额(亿元)	99.04	96.48	99.02
自有资产(亿元)	64.90	57.40	57.38
自有负债(亿元)	18.34	13.73	15.78
总债务(亿元)	13.72	8.24	15.04
股东权益(亿元)	46.57	43.67	41.60
净资本(亿元)	31.83	35.43	31.52
净资本/净资产(%)	69.31	82.24	77.06
净资本/自有负债(%)	173.62	258.01	258.89
自有资产负债率(%)	28.25	23.92	27.50
净资本/各项风险资本准备之和(%)	656.90	658.14	423.51
项 目	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入(亿元)	12.84	7.26	6.89
净利润(亿元)	3.99	1.12	0.92
EBITDA(亿元)	6.31	2.66	2.39
营业费用率(%)	51.77	73.62	77.62
平均自有资产收益率(%)	6.53	1.94	1.67
平均净资产收益率(%)	8.85	2.62	2.21
总债务/EBITDA(倍)	2.17	3.10	6.29
EBITDA 利息倍数(倍)	12.24	4.52	3.67

注:净资本、净资本/净资产、净资本/自有负债以及净资本/各项风险资本准备之和指标为母公司口径;

分析师

温丽伟 宋 歌

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

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

网址: www.lhratings.com

声 明

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

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为委托人于 2013 年获准额度内发行的短期融资券的存续期,根据跟踪评级的结论,有效期内委托人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前身为成立于 1992 年的内蒙古自治区证券公司。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(以下简称“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 2013 年末，北京市西城区国资委通过其全资或控股子公司合计持有公司股权比例为 25.79%，公司股东持股情况见表 1(股权结构图见附录 1)。

表 1 公司前五大股东持股情况 单位：%

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

2013 年 2 月，证监会下达《关于恒泰证券股份有限公司与恒泰长财证券有限责任公司业务整合有关事宜的复函》(机构部部函【2013】104 号)，批准了公司与恒泰长财证券有限责任公司的业务整合方案，核准恒泰长财证券有限责任公司增加证券承销业务资格，并减少证券经纪、证券投资咨询业务的资格。未来恒泰长财证券有限责任公司将成为专营投资银行业务的专业子公司。

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；证券投资基金代销；金融产品代销。

截至 2013 年末，公司在全国设有 60 家营业部，其中内蒙古自治区 31 家，吉林省 17 家、上海市 4 家，北京市 3 家，其余分布于深圳、杭州、济南等城市；设有 2 家分公司——北京

分公司及深圳分公司，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”)，1 家参股子公司——新华基金管理有限公司(以下简称“新华基金”，持股比例 43.75%)；公司员工人数 1380 人。

截至 2013 年末，公司资产总额 99.04 亿元，其中客户资金存款 26.85 亿元；负债总额 52.47 亿元，其中代理买卖证券款 33.56 亿元；所有者权益 46.57 亿元；母公司净资产 31.83 亿元。2013 年，公司实现营业收入 12.84 亿元，净利润 3.99 亿元。

注册地址：内蒙古自治区呼和浩特市新城区新华东街 111 号

法定代表人：庞介民

二、营运环境

1. 经济金融环境分析

(1) 国际经济环境

金融危机爆发以来，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。为恢复经济增长，主要经济体都采取了大量的经济刺激政策和金融纾困手段。在各种经济政策和救助工具拉动下，全球经济增长呈现分化发展趋势。

美国经济增长内生动力持续增强，经济复苏态势逐步增强，但财政减支对经济增长的消极影响仍将持续。随着美国经济形势的好转，美联储退出量化宽松货币政策的时机和节奏也可能给全球经济运行造成较大的影响。欧债危机爆发以来，通过国际救助机构的帮助以及危机国家实施的一系列紧缩和改革措施，核心国经济缓慢复苏，重债国衰退减弱，总体帮助欧元区经济从底部温和回升，然而整个欧元区经济仍面临内需疲软、就业形势恶化、公共和私营部门债务过高等问题，经济复苏前景仍不明

朗。在“安倍经济学”指导下，日本政府开始推行以“量化和质化宽松货币政策(QQE)、灵活的财政政策、结构性改革”作为核心的经济增长战略，日本经济在短期内强劲反弹，但受内在增长动力不足影响，经济增速明显放缓，安倍经济学对日本经济的长远影响有待观察。

随着美国经济形势的好转，国际资本纷纷撤离新兴市场，部分新兴经济体金融市场经历大幅动荡，面临较大的资金外流和货币贬值压力，金融风险明显增加。除动荡的外部金融环境外，新兴经济体内部也正面临各种结构性问题的挑战，使得新兴经济体的脆弱性更为突出，经济下行风险仍然存在。

(2)国内经济环境

在金融危机期间，中国经济在以政府投资和宽松的货币政策为主的经济刺激政策推动下，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、三次上调存贷款基准利率，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，我国明确了“稳增长、调结构、促改革”的政策思路，经济发展呈现稳中向好的良好态势，消费需求平稳增长，投资增速稳中有降，进出口结构逐步优化，工业生产增速企稳回升，整体经济保持在合理区间运行。据初步统计，2013年，我国GDP增长率为7.7%，同比下降0.1个百分点，下降程度有所放缓(见表2)。

目前，国内经济面临的挑战之一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。未来，中国经济将步入改革的关键时期，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。

表2 宏观经济主要指标

单位：%/亿美元

项目	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年
GDP增长率	7.7	7.8	9.2	10.3	9.2
CPI增长率	2.6	2.6	5.4	3.3	-0.7
PPI增长率	-1.9	-1.7	6.0	5.5	-5.4
M2增长率	13.6	13.8	13.6	19.0	27.7
固定资产投资增长率	19.3	20.6	23.8	23.8	30.1
社会消费品零售总额增长率	13.1	14.3	17.1	18.3	15.5
进出口总额增长率	7.6	6.2	22.5	34.7	-13.9
进出口贸易差额	2592	2311	1551	1831	1961

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind资讯。

(3)我国证券市场发展状况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。历经20多年的发展，我国证券市场初步形成以股票市

场、债券市场及衍生品市场为主的市场格局，证券市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。

表 3 2009~2013 年我国股票市场主要指标

项目	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年
境内上市公司数(家)	2489	2494	2342	2063	1718
境内股票筹资额(亿元)	2802.76	3127.54	5073.07	8954.90	3894.53
股票市价总值(万亿元)	23.10	23.04	21.48	26.54	24.39
股票全年成交金额(万亿元)	46.87	31.47	42.16	54.56	53.60
上证综合指数(点)	2115.98	2269.13	2199.42	2808.08	3277.14
股票有效帐户数(亿户)	1.32	1.40	1.41	1.34	1.20
证券化率(%)	40.61	44.37	45.55	66.69	71.56

资料来源：中国证监会网站。

自 2005 年股权分置改革以来，我国股票市场制度建设逐步完善，股票市场日趋成熟。中小板、创业板的陆续建立、三板市场的升级扩容以及酝酿之中的国际版的后续推出，都将深入地推动证券市场多层次发展。截至 2013 年末，我国境内上市公司数量达 2489 家；股票总市值达 23.10 万亿元；股票有效账户超过 1.32 亿户，相比 2012 年有所下降，主要是由于证券市场低迷，市场交易活跃度降低，投资者处于观望状态或将资金投向收益率更高的金融资产；受 IPO 暂停政策影响，全年境内股票筹资金额 2802.76 亿元，相比 2012 年有所下降；全年股票成交金额 46.87 万亿元；证券化率(股票总市值/GDP 总值)为 40.61%(见表 3)。

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

投资策略选择，但相关风险也会增加。

我国的债券市场主要由银行间债券市场和交易所市场组成。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量、成交量及托管余额均呈现较快增长的态势(见表 4)。与股票市场和债券市场相比，衍生品市场起步较晚，尚处于稳步推进发展之中。2013 年，全国债券发行总额为 9.02 万亿元，其中政府债券、政策性金融债和政府支持债券合计占比约为 47%，非金融企业债务融资工具占比约为 32%，央行票据占比 5.94%；债券市场现券成交量为 41.43 万亿元，较 2012 年下降 44.30%，债券市场交易活跃度明显降低，主要是由于 2013 年，债券市场监管和规范力度进一步加强，人民银行针对债券市场交易结算行为和券款对付结算规则等问题出台了相关办法来加强管理和规范银行间市场，此外，下半年货币市场利率创历史新高，带动债券市场价格快速下行。2013 年末，债券存量余额为 29.95 万亿元，其中政府债券、央行票据、政策性金融债和政府支持债券合计占比约为 64%，非金融企业债务融资工具占比约为 18%。

表 4 2009~2013 年我国债券市场发行额、成交额及存量余额

单位：万亿元

项目	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年
债券发行总额(含央票)	9.02	8.10	7.82	9.35	8.70
债券发行总额(不含央票)	8.49	8.10	6.41	5.12	4.88
债券存量余额	29.95	26.24	22.40	20.67	18.10
银行间债券市场现券成交量	41.43	74.38	63.26	63.65	46.89

资料来源：Wind 资讯。

证券市场的快速发展一定程度上推动了我国经济增长，但与国外较为成熟的资本市场相比，我国证券市场仍存在市场化程度不高、结构不均衡、市场的深度和广度有待拓展、法制体系待健全等问题。未来随着证券市场的持续发展，证券场所肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。证券市场持续快速发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

2. 行业分析

(1) 市场主体及竞争格局

证券公司是证券市场重要的中介机构，与证券市场的发展相辅相成。证券公司提供证券市场投融资及投资管理等中介服务，证券公司作为机构投资者也是证券市场主要的机构参与者。证券业协会根据证券公司未经审计财务报表数据统计显示，截至 2013 年末，我国共有 115 家证券公司，全行业资产总额 2.08 万亿元，净资产 7538.55 亿元，净资本 5204.58 亿元，证券公司行业资产总额、净资产和净资本均较 2012 年末有所上升。2013 年，证券公司全行业实现营业收入 1592.41 亿元，净利润 440.21 亿元，全行业营业收入和净利润均较 2012 年有所上升。

近年来，我国证券公司的对外开放稳步推进。外资参股证券公司包括两种方式，一是参与新设合资证券公司，二是战略入股证券公司。截至目前，共有十余家合资证券公司获准设立。此外，根据合格境外机构投资者(QFII)管理办法，外资还可以依法通过 QFII 购买上市公司股权。2012 年，证监会放宽了外方股东对合资证券公司的持股比例上限，缩短了合资证券公司扩大业务范围的经营年限，有利于合资证券公司业务发展。另一方面，部分证券公司也积极实施“走出去”策略。截至 2012 年末，已有二十余家证券公司经批准通过新设或收购方式在中国香港设立证券子公司，开展跨境证券业务，包括证券承销、经纪、自营、资产管理等

业务。

由于业务种类和主要收入来源趋同，证券公司间的同质化竞争激烈。近年来，行业的加速整合使得部分行业领先的公司具备更强大市场竞争力。一批优质证券公司通过增资扩股、合资合作、购并重组、发行上市、发行次级债券等方式进一步扩大资本规模、提升竞争力，行业集中度整体提高。截至 2012 年末，资产总额、净资产、净资本、营业收入以及净利润排名前 10 家的证券公司合计占全行业的比重分别为 44.64%、46.30%、42.29%、42.29% 和 56.20%。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势，行业集中度可能进一步上升。

此外，尽管我国金融业实行分业经营体制，但随着各种创新业务品种和模式的推出，商业银行、保险公司和其他非银行金融机构也在向证券公司传统业务领域渗透，证券公司面临行业竞争加剧的风险。

(2) 主营业务

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

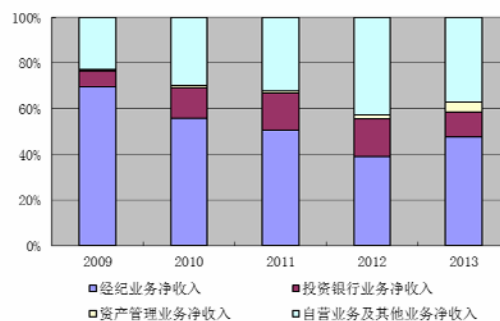


图 1 近几年我国证券行业业务收入结构图

资料来源：中国证券业协会网站。

经纪业务

由于市场竞争加剧，经纪业务市场平均佣金率不断下滑。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《证券公司代销金融产品管理规定》，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，这可能会改变市场竞争格局。近年来融资融券业务的发展以及现金管理型产品的推出将为经纪业务带来新的增长动力。随着经纪业务竞争的加剧，证券公司将逐步向全方位金融服务提供商转变，借助业务间的相互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，给券商传统经济业务佣金模式带来了较大冲击。

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。2013 年，证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入 128.62 亿元，约占全行业营业收入的 8%。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，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，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。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 暂停对承销与保荐业务短期内带来一定冲击。

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投资范围和方式的放开以及证券公司另类投资子公司设立，意味券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。

资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小。目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及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，审批有望放松。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 2013 年末，证券公司行业受托的资产管理规模约为 5.20 万亿元，较 2012 年末增长约 175%。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、证券约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务等。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。

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

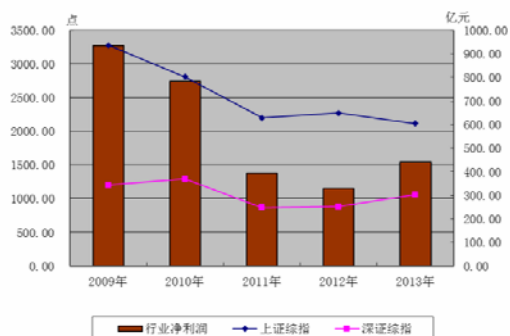


图 2 近几年我国证券行业净利润情况图

资料来源：中国证券业协会网站。

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

(3) 证券公司风险

在 2001~2004 年期间证券公司集中爆发破产清算风险后，监管部门推行的综合整治措施和客户交易结算保证金第三方存管政策改善了

证券行业发展环境，加强了风险监控力度，证券行业迎来了新的稳定发展期。目前，证券公司普遍将完善公司治理结构作为风险管理的重要组成部分，明确了不同主体在风险管理上的职能；通过制定基本风险管理制度、内部控制制度或定期制作风险评估报告，明确风险管理的具体方法；依据监管要求，各证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据，风险管理能力较行业综合治理之前有了明显的进步。现阶段我国证券公司面临的主要风险包括以下几个方面：

市场风险。市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或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融券业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。融资融券业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。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。

法律及政策风险。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。

(4)监管与政策支持

我国金融行业实行分业经营和分业管理体制，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，新设流动性覆盖率及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。

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。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

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。2011~2013 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。公司高级管理层共 8 人，包括总裁 1 名、副总裁 6 名、合规总监及财务总监各 1 名，其中财务总监由 1 名副总裁兼任。公司高级管理层下设自营投资决策执行委员会、发行定价决策委员会、资产管理决策执行委员会、营销服务委员会等四个专门委员会。

总体看，公司搭建了较为完善的公司治理架构，公司治理水平不断提升，这有助于其实现持续稳健发展。

2. 内部控制

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(见附录 2)。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及稽核审计部，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，公司持续推进合规管理体系建设，一是加强公司内控制度完备性与规范性建设，为各项业务发展提供制度保障；二是加强合规管理专业化建设，引进专业人才，强化专业培训，保证合规管理能力与业务发展水平相匹配；三是加强对新产品、新业务的管理，并着重加强在事前风险识别与评估环节的管理，针对性建立风险应对措施，提高业务风险防控能力；四是加大合规检查与稽核审计力度，多角度审视经营管理与业务运行的合规性，不断改进合规管理手段与方式，防范化解合规风险隐患；五是加强投资者风险教育，落实适当性管理措施，切实保护投资者利益。

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办法，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的建设，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；分支机构的增设和创新业务的开展，将对公司的内控管理提出更高要求。

3. 发展战略

公司的发展目标是成为一流的证券公司，为股东、投资者和员工创造最大价值。为实现

上述目标，公司制定了 2013-2017 年发展规划。新的发展规划明确了公司未来发展路径，将积极推进公司在 A 股挂牌上市，增强公司的净资产实力，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待关注。

四、主营业务分析

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。近年来，公司主要的业务收入来源以经纪业务和自营业务收入为主，综合市场竞争力有待进一步加强。目前，公司针对各项业务制定了较为明确的发展规划和战略目标，未来随着业务规模的扩张以及创新业务的开展，公司主营业务竞争力有望增强。

1. 经纪业务

公司经纪业务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。2013 年，公司积极推动与全资子公司恒泰长财的业务整合，收购恒泰长财在辽宁、吉林、黑龙江三省区域内下辖的 18 家证券营业部，由经纪事业部负责统一管理分布在内蒙古、吉林、上海、北京、深圳等多个省市的 60 家证券营业部，整合原有后台管理部门，降低经纪业务运营成本，提升经纪业务整体盈利能力。公司已于 2014 年 1 月顺利完成与恒泰长财经纪业务交易系统的切换和客户数据的迁移，实现平稳过渡。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，业务发展空间有望进一步拓宽。

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。

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，公司融资融券业务实现较快发展。截至 2013 年末，公司融资融券客户数量已接近 2 万户，融资余额 12.65 亿元。2013 年 5 月，公司获得了转融通业务资格，融资业务资金来源得到进一步拓宽，这有利于公司融资融券业务的进一步发展。融资融券业务有望成为公司经纪业务新的收入增长点。

近年来，受股票二级市场交易行情以及市场竞争加剧等因素的影响，公司代理买卖证券业务交易规模波动较大，综合佣金率水平呈下降趋势。2011~2013 年，公司代理买卖证券净收入分别为 5.69 亿元、4.19 亿元、5.36 亿元，

对营业收入的贡献度呈逐年下降趋势，由 2011 年的 82.54% 下降至 2013 年的 41.78%。2013 年，公司代理买卖证券业务净收入行业排名第 47 名。但近年来，公司在内蒙古地区的市场占有率持续保持较高水平，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，目前约为 0.12%，这对公司经纪业务收入形成明显的有利因素。

总体看，公司经纪业务在内蒙古地区具有一定的区位优势，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挤压；随着融资融券和其它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。

2. 投资银行业务

公司设立北京分公司负责投资银行业务的统一经营管理(北京分公司是在原公司投资银行总部的基础上于 2010 年成立的)。目前，北京分公司下设六个部门，分别为债券融资部、资本市场部、质量控制部、综合管理部，以及投行北京部和投行华南总部。

北京分公司成立初始，公司面临着投资银行业务骨干离职、储备项目流失等诸多问题，投资银行业务面临较大的经营压力。面对上述问题，一方面，公司不断调整激励机制，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。

2011~2013 年，公司投资银行业务共完成 3 个 IPO 项目、3 个再融资项目、7 个债券主承销项目以及 70 余个债券副主承销项目(见表 5)。2013 年以来，受监管机构暂停审核 IPO 影响，公司投资银行业务发展重心逐步向财务顾问业务和私募债承销业务倾斜。同时，公司将着力

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。近三年，公司投资银行业务收入(含证券承销业务净收入、财务顾问业务净收入和保荐业务净收入)分别为 0.44 亿元、0.54 亿元、0.63 亿元，呈逐年增加的趋势，但对营业收入的贡献度仍较小，业务竞争力有待提升。

2014 年以来，随着公司与恒泰长财业务整合方案的实施，恒泰长财将成为专营投资银行业务的子公司。恒泰长财将在公司现有的投资银行业务团队基础上继续拓展业务，业务整合短期内对公司投资银行业务的影响不大。

表 5 投资银行项目家数及收入情况 单位：家/亿元

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
主承销 IPO 项目	0	2	1
再融资项目	2	1	0
债券主承销项目	6	0	1
债券副主承销及分销项目	19	28	25
财务顾问项目	21	9	8
投资银行业务收入	0.63	0.54	0.44

总体看，近年来公司投资银行业务发展相对平稳，竞争力有待增强。未来公司投资银行业务的发展仍受外部的监管政策以及自身的市场定位、核心能力培育等多个方面的影响，未来发展情况有待关注。

3. 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、自营投资决策专业委员会、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，在股票市场持续低迷的前提下，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，投资品种以信用等级较高的城投债和蓝筹股为主，整体投资策略较为审慎。公司依据债券市场行情的变化，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。2011~2013 年，公司自营业务投资规模呈逐年下降趋势。截至 2013 年末，公司自营业务投资余额 30.93 亿元(见表 6)，其中债券投资余额为 19.58 亿元，股票投资余额为 7.38 亿元，基金投资余额 3.98 亿元。

表 6 自营证券投资结构 单位：亿元

项 目	2013 年末	2012 年末	2011 年末
交易性金融资产	15.61	16.35	27.46
其中：债券	11.85	13.52	27.34
股票	1.62	0.77	0.12
基金	2.14	2.05	-
可供出售金融资产	15.32	20.42	0.38
其中：债券	7.73	10.39	-
股票	5.76	9.12	-
基金	1.84	0.91	0.38
持有至到期投资	-	-	14.35
其中：债券	-	-	14.35
合 计	30.93	36.77	42.20

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。2011~2013 年，公司分别实现投资收益 0.75 亿元、2.46 亿元、4.61 亿元，公司自营业务持续保持盈利，主要得益于公司债券投资业务的良好表现。

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，但投资收益的稳定性有待观察。

4. 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，资产管理业务规模快速增长。截至 2013 年末，公司受托管理资产规模 234.47 亿元，较上年末增幅明显，其中集合资产管理计划 23 只，受托管理资金规模 121.82 亿元，相当于上年末的 6.89 倍，投资品种主要包括股票 64.11 亿元、债券 40.60 亿元、信托计划投资 19.14 亿元；定向资产管理计划 119 只，受托管理资金规模 112.65 亿元，较上年末略有降低，但规模仍较大，该类产品收益相对较低，对收入贡献小。

随着集合资产管理规模的迅速扩张，受托资产管理业务净收入较之前年度增幅明显。2011~2013 年，公司受托资产管理业务净收入分别为 0.13 亿元、0.40 亿元、1.06 亿元，其中 2013 年集合资产管理业务实现净收入 0.83 亿元，占当期资产管理业务净收入的比重达 78.57%。

总体看，近年来公司资产管理业务发展速度快，形成了一定的市场竞争力，随着业务范围的拓宽和产品种类的丰富，未来公司资产管理业务有望保持较快的发展速度，对公司收入的贡献度有望进一步提高。

5. 子公司业务

公司通过全资子公司恒泰期货开展期货经纪业务。恒泰期货成立于 1992 年，注册资本 1 亿元，注册地为上海市。截至 2013 年末，恒泰期货客户权益总额 3.21 亿元，股东权益 0.93 亿元，全年实现营业收入和净利润分别为 0.41 亿元和 -0.01 亿元。总体看，恒泰期货目前业务规模较小，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，目前注册资本 1 亿元。截至 2013 年末，恒泰长财资产总额 11.01 亿元，其中客户资金存款 6.19 亿元；负债总额 7.47 亿元，其中代理买卖证券款 7.37 亿元；所有者权益 3.54 亿元。2013 年，恒泰长财实现营业收入 1.17 亿元，净利润 0.06 亿元。随着公司与恒泰长财业务整合方案的推进，恒泰长财将成为公司专营投资银行业务的子公司。目前公司已搭建了专业的投资银行业务团队，建立了较为完善的制度体系，业务结构逐步完善，并且拥有一定数量的项目储备，夯实了投资银行业务未来的发展基础，未来恒泰长财投资银行业务有望实现较快发展，成为公司主要的收入来源之一。

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，恒泰先锋共募集资金近 6 亿元，实现营业收入 532 万元。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。

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。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。

五、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价值（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。

六、财务分析

公司提供了 2011~2013 年合并财务报表。其中中瑞岳华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2011~2012 年财务报表进行了审计，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2013 年财务报表进行了审计，上述两家会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告。在瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2013 年财务报表进行审计的过程中，对 2012 年数据进行了重述调整，本报告中 2012 年数据为经过重述调整后的数据。

自 2011 年起，公司将全资子公司恒泰长财和恒泰期货列入合并口径；自 2013 年起，公司

将当年新设立的全资子（孙）公司恒泰资本、恒泰先锋、深圳恒泰资本股权投资基金管理有限公司和上海盈沃投资管理有限公司列入合并口径。

1. 盈利能力

近年来，受投资收益增幅显著影响，公司营业收入快速上升（见表 7）。公司营业收入主要来自手续费及佣金净收入、投资收益和利息净收入，其中手续费及佣金净收入是最主要的收入来源。

表7 公司营业收入情况

单位：亿元/%

项 目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
手续费及佣金净收入	7.13	55.56	4.53	62.46	5.41	78.52
其中：证券经纪业务净收入	5.16	40.24	3.37	46.44	4.75	68.94
期货经纪业务净收入	0.33	2.55	0.24	3.31	0.09	1.31
投资银行业务净收入	0.56	4.33	0.52	7.18	0.44	6.39
投资咨询服务净收入	0.02	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00
受托客户资产管理业务净收入	1.06	8.26	0.40	5.53	0.13	1.89
利息净收入	1.20	9.39	0.52	7.10	0.44	6.24
投资收益	4.61	35.95	2.46	33.88	0.75	10.89
公允价值变动收益	-0.31	-2.42	-0.27	-3.75	0.28	4.06
汇兑净收益	-0.01	-0.05	0.00	-0.01	-0.01	-0.15
其他业务收入	0.20	1.58	0.02	0.32	0.03	0.44
营业收入合计	12.84	100.00	7.26	100.00	6.89	100.00

近年来，受股票市场低迷及佣金率整体下滑等因素的影响，公司手续费及佣金净收入呈波动趋势，但 2013 年以来，受股票市场整体情况好转影响，公司手续费及佣金净收入水平呈现较大幅度的增加。近年来，公司手续费及佣金净收入以证券经纪业务净收入为主，手续费及佣金净收入的波动主要由证券经纪业务净收入的波动引起。近年来，公司受托客户资产管理业务净收入快速上升，占手续费及佣金净收入的比例不断上升。2013 年，受融资融券业务开展力度较大影响，公司融资融券利息收入显著增加，导致利息净收入较之前两年增幅明显。公司将金融工具持有期间取得的收益和处置时取得的收益均计入投资收益中，近年来，公司

投资收益规模快速增加，占营业收入的比例也显著上升，投资收益已成为公司营业收入的主要来源之一。2011 年，由于交易性金融工具的投资收益为负，公司整体投资收益水平较低。2012 年，公司投资收益以持有期间收益为主，持有期间收益主要来自交易性金融资产和持有至到期投资科目下的债券和权益类工具。2013 年，公司投资收益进一步增加，但收入构成有所变化，投资收益以处置的收益为主，持有期间收益大幅下降。

近年来，随着业务规模的增长，公司营业支出有所上升。从营业支出构成来看，业务及管理费支出占营业支出的比例保持在 85% 以上。近年来，由于营业收入增长，公司营业费

用率和薪酬收入比不断下降（见表 8）。2013 年，公司营业费用率和薪酬收入比分别为 51.77%和 23.65%。

近年来，公司净利润增幅明显，2013 年实现净利润 3.99 亿元。从盈利指标来看，公司平均资产收益率和平均净资产收益率逐年增长，盈利水平明显改善。2013 年，公司平均自有资产收益率和平均净资产收益率分别为 6.53%和 8.85%。

表 8 公司盈利情况 单位：亿元/%

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	3.99	1.12	0.92
薪酬收入比	23.65	35.57	40.15
营业费用率	51.77	73.62	77.62
平均自有资产收益率	6.53	1.94	1.67
平均净资产收益率	8.85	2.62	2.21

总体看，近年来公司营业收入快速上升，收入来源不断丰富，成本控制能力逐渐加强，盈利能力明显增强。未来随着市场竞争的加剧，公司经纪业务收入对营业收入的贡献度可能进一步下滑，但公司自营业务稳步发展，投资业绩良好，未来公司收入来源有望进一步拓宽。

2. 杠杆与资本充足性

截至 2013 年末，公司股东权益合计 46.57 亿元，其中股本 21.95 亿元，资本公积 8.86 亿元，盈余公积 1.88 亿元，一般风险准备 2.55 亿元，交易风险准备 2.42 亿元，未分配利润 8.91 亿元。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，2011~2013 年公司合计向股东派发 1.98 亿元现金红利，占 2010~2012 年公司合计净利润的比例为 33.50%。

近年来，母公司口径净资产有所波动（见表 9），截至 2013 年末，净资产为 31.83 亿元，较之前年度有所下降，这主要是受长期股权投资规模上升影响。由于资产结构的变化，净资产/净资产比例整体呈波动变化，截至 2013 年末，净资产/净资产比例为 69.31%。

表 9 公司风险控制指标 单位：亿元/%

项 目	2013 年末	2012 年末	2011 年末
净资产	31.83	35.43	31.52
净资产	45.93	43.08	40.90
净资产/各项风险资本准备之和	656.90	658.14	423.51
净资产/净资产	69.31	82.24	77.06
净资产/自有负债	173.62	258.01	258.89
净资产/自有负债	250.49	313.73	337.55

注：数据为母公司口径。

近年来，公司自有负债呈波动变化，母公司口径净资产/自有负债和净资产/自有负债均保持逐年下降趋势。截至 2013 年末，净资产/自有负债和净资产/自有负债指标分别为 173.62%和 250.49%，财务杠杆水平不高。2012 年，证监会放宽了风险资本准备计算标准，净资产/各项风险资本准备之和指标相应地有较大幅度提高。截至 2013 年末，净资产/各项风险资本准备之和为 656.90%，公司资本充足。

整体看，公司净资产规模处于行业中等水平，财务杠杆水平不高，资本充足。

3. 流动性

近年来，公司可快速变现资产规模不断增加（见表 10）。截至 2013 年末，公司可快速变现资产为 52.40 亿元，占资产总额的比重增至 52.91%，其中以交易性金融资产、可供出售金融资产、融出资金和货币资金为主。公司交易性金融资产和可供出售金融资产以债券和权益类投资为主，此外也包括一部分的基金，鉴于债券和权益类工具较好的变现能力，公司资产的整体流动性良好。

表 10 公司资产情况 单位：亿元

项 目	2013 年末	2012 年末	2011 年末
自有资产	64.90	57.40	57.38
其中：可快速变现资产	52.40	48.99	35.23
非自有资产	34.14	39.08	41.63
资产总额	99.04	96.48	99.02

近年来，代理买卖证券款的减少导致公司负债总额逐年下降（见表 11），但自有负债占负

债总额的比例有所上升。截至 2013 年末，公司自有负债为 18.34 亿元，占负债总额的比例为 34.94%，自有负债规模不大。

表 11 公司负债结构 单位：亿元

项 目	2013 年末	2012 年末	2011 年末
自有负债	18.34	13.73	15.78
其中：卖出回购金融资产款	6.92	8.24	11.33
非自有负债	34.13	39.08	41.63
其中：代理买卖证券款	33.56	39.01	41.63
信用交易代理买卖证券款	0.58	0.07	-
负债总额	52.47	52.81	57.41

2011~2013 年末，公司可快速变现资产/自有负债指标分别为 2.23 倍、3.57 倍和 2.86 倍，呈现一定的波动性，但整体看，公司可快速变现资产对自有负债的覆盖程度处于较好水平。

由于代理买卖证券款的现金流出增加，2011 年公司经营性现金流呈净流出状态；2012 年，公司处置交易性金融资产现金流增加明显，经营性现金流表现为净流入；2013 年，受融资业务规模大幅上升影响，公司经营性现金流呈净流出状态。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。受现金分红影响，公司筹资性现金流呈净流出状态。公司近年来期末现金及现金等价物余额呈现一定的波动性，整体看，公司现金情况有所趋紧。

表 12 公司现金流量情况 单位：亿元

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
经营性现金流量净额	-2.11	3.49	-18.73
投资性现金流量净额	-3.49	-0.61	-0.93
筹资性现金流量净额	-0.44	-0.44	-1.10
现金及现金等价物净增加额	-6.05	2.45	-20.77
年末现金及现金等价物余额	46.34	52.39	49.94

总体看，公司资产变现能力较好，自有负债规模不大，可快速变现资产对自有负债覆盖程度较高，整体流动性处于良好水平。

4. 偿债能力

近年来，公司自有资产负债率呈现一定的

波动，但债务水平不高。截至 2013 年末，公司自有负债中计息的总债务主要为卖出回购金融资产和拆入资金。从总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数指标来看，公司总债务对 EBITDA 的倍数不断下降，EBITDA 利息倍数不断上升，公司盈利对总债务和债务利息支出的保障程度处于较好水平(见表 13)。

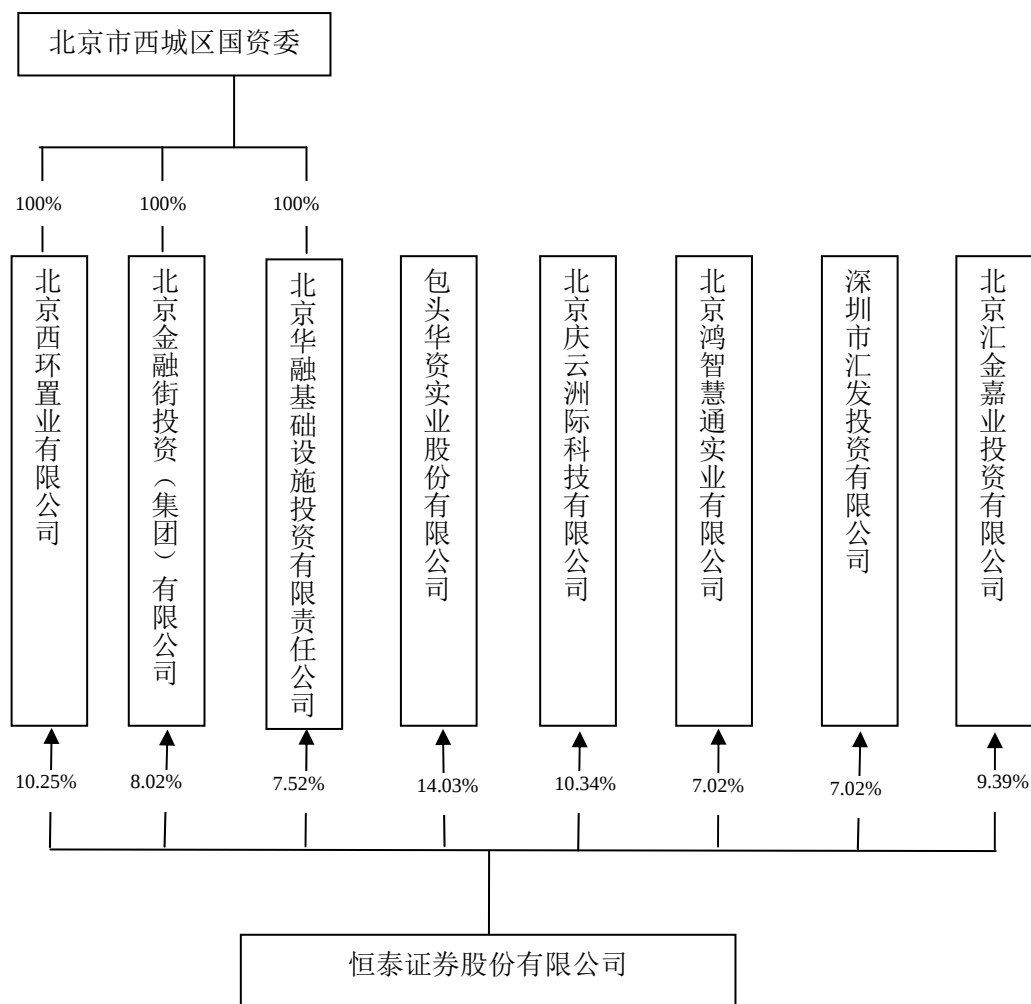
表 13 公司偿债能力指标

项 目	2013 年末	2012 年末	2011 年末
总债务(亿元)	13.72	8.24	15.04
EBITDA(亿元)	6.31	2.66	2.39
自有资产负债率(%)	28.25	23.92	27.50
总债务/EBITDA(倍)	2.17	3.10	6.29
EBITDA 利息倍数(倍)	12.24	4.52	3.67

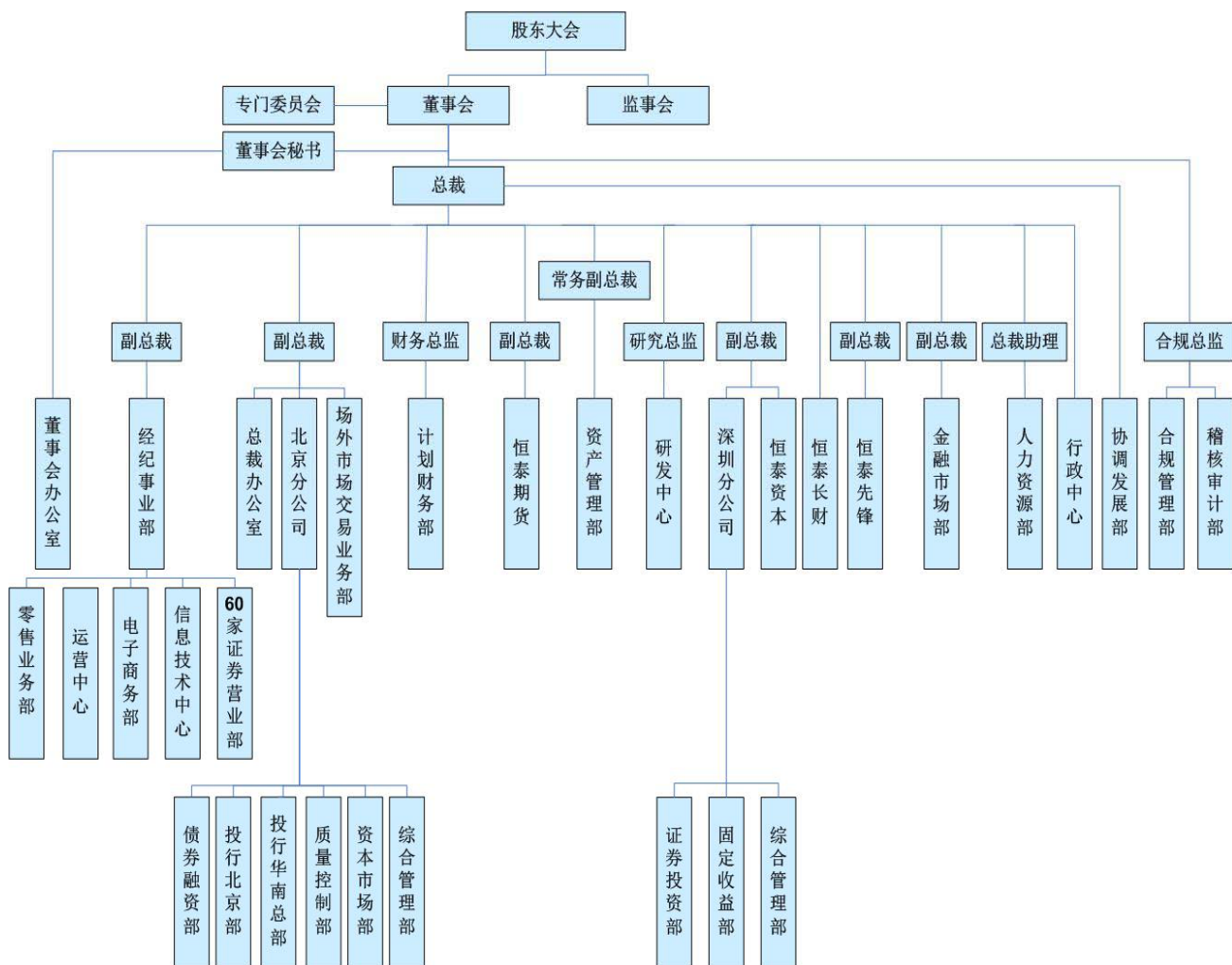
七、评级展望

近年来，公司建立了较为完善的公司治理架构，内部控制及风险管理体系逐步健全；受股票市场持续低迷影响，主营业务发展相对平稳，营业收入对经纪业务及自营业务依赖度高，未来随着公司综合化经营的推进及创新业务的发展，公司的收入来源将进一步拓宽，业务竞争力有望提升。目前公司财务杠杆水平不高，资本充足，为公司未来业务发展提供了良好的基础。另一方面宏观经济增速放缓，国内股票市场持续低迷，对证券公司经营造成一定压力。根据公司面临的外部市场环境和自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织架构图



附录 3 合并资产负债表

编制单位：恒泰证券股份有限公司

单位：亿元

项 目	2013 年末	2012 年末	2011 年末
货币资金	34.32	37.64	42.46
其中：客户存款	26.85	29.88	36.67
结算备付金	12.02	14.75	7.48
其中：客户备付金	10.95	11.27	5.89
融出资金	12.65	0.99	-
交易性金融资产	15.61	16.35	27.46
买入返售金融资产	0.28	-	0.01
应收款项	0.23	0.04	-
应收利息	0.64	0.65	0.56
存出保证金	1.26	2.11	2.76
可供出售金融资产	15.32	20.42	0.38
持有至到期投资	-	-	14.35
长期股权投资	1.54	-	-
投资性房地产	0.22	0.22	0.23
固定资产	1.83	1.78	1.84
在建工程	1.68	0.30	0.27
无形资产	0.35	0.27	0.23
商誉	0.13	0.13	0.13
递延所得税资产	0.33	0.21	0.23
其他资产	0.63	0.61	0.63
资产总计	99.04	96.48	99.02
拆入资金	6.80	-	-
卖出回购金融资产款	6.92	8.24	11.33
代理买卖证券款	33.56	39.01	41.63
信用交易代理买卖证券款	0.58	0.07	-
应付职工薪酬	0.43	0.41	0.62
应交税费	0.22	0.16	0.03
应付款项	3.32	4.03	-
应付利息	0.09	0.01	-
递延所得税负债	0.24	0.48	0.09
其他负债	0.32	0.40	3.71
负债合计	52.47	52.81	57.41
股本	21.95	21.95	21.95
资本公积	8.86	9.52	8.12
盈余公积	1.88	1.49	1.37
一般风险准备	2.55	2.15	2.03
交易风险准备	2.42	2.03	1.91
未分配利润	8.91	6.54	6.23
归属于母公司股东权益小计	46.57	43.67	41.60
股东权益合计	46.57	43.67	41.60
负债和股东权益总计	99.04	96.48	99.02

注：因四舍五入致应使合计数据加总存在一定误差。

附录 4 合并利润表（2012~2013 年）

编制单位：恒泰证券股份有限公司

单位：亿元

项 目	2013 年	2012 年
一、营业收入	12.84	7.26
手续费及佣金净收入	7.13	4.53
其中：证券经纪业务净收入	5.16	3.37
期货经纪业务净收入	0.33	0.24
投资银行业务净收入	0.56	0.52
投资咨询服务净收入	0.02	-
受托客户资产管理业务净收入	1.06	0.40
利息净收入	1.20	0.52
投资收益	4.61	2.46
公允价值变动收益	-0.31	-0.27
汇兑收益	-0.01	-0.00
其他业务收入	0.20	0.02
二、营业支出	7.61	5.78
营业税金及附加	0.71	0.41
业务及管理费	6.65	5.34
资产减值损失	0.05	0.01
其他业务成本	0.21	0.02
三、营业利润	5.22	1.48
加：营业外收入	0.02	0.04
减：营业外支出	0.00	0.00
四：利润总额	5.24	1.52
减：所得税费用	1.25	0.40
五：净利润	3.99	1.12
六：其他综合收益	-0.65	1.39
七：综合收益总额	3.34	2.51

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差。

附录 4 合并利润表（2011 年）

编制单位：恒泰证券股份有限公司

单位：亿元

项 目	2011 年
一、营业收入	6.89
手续费及佣金净收入	5.41
其中：代理买卖证券业务净收入	4.84
证券承销业务净收入	0.37
保荐业务服务净收入	0.05
财务顾问服务净收入	0.02
投资咨询服务净收入	-
受托客户资产管理业务净收入	0.13
利息净收入	0.44
投资收益（损失以“-”号填列）	0.75
公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	0.28
汇兑净收益	-0.01
其他业务收入	0.03
二、营业支出	5.78
营业税金及附加	0.42
业务及管理费	5.35
资产减值损失	-0.01
其他业务成本	0.01
三、营业利润	1.11
加：营业外收入	0.17
减：营业外支出	0.02
四、利润总额	1.26
减：所得税费用	0.34
五、净利润	0.92
六、其他综合收益	0.02
七、综合收益总额	0.94

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差。

附录 5 合并现金流量表

编制单位：恒泰证券股份有限公司

单位：亿元

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
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	2.22	11.77	0.93
处置可供出售金融资产净增加额	7.19	-	0.01
处置持有至到期投资净增加额	-	5.28	-
收取利息、手续费及佣金的现金	9.47	6.52	7.47
拆入资金净增加额	6.80	-	-
返售业务资金净增加额	-	0.01	0.70
回购业务资金净增加额	-	-	2.72
收到的其他与经营活动有关的现金	2.22	1.98	4.45
经营活动现金流入小计	27.89	25.57	16.27
支付利息、手续费及佣金的现金	1.36	1.36	1.65
支付给职工以及为职工支付的现金	3.04	2.79	3.43
支付的各项税费	2.11	1.05	1.26
代理买卖证券支付的现金净额	4.94	2.56	20.34
处置可供出售金融资产净减少额	-	7.72	-
处置持有至到期金融资产净减少额	-	-	3.39
回购业务资金净减少额	1.32	3.10	-
返售业务资金净减少额	0.28	-	-
融资业务资金净减少额	11.72	0.99	-
支付的其他与经营活动有关的现金	5.24	2.51	4.94
经营活动现金流出小计	30.01	22.07	35.01
经营活动产生的现金流量净额	-2.11	3.49	-18.73
二、投资活动产生的现金流量			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00
构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1.95	0.61	0.94
投资所支付的现金	1.54	-	-
投资活动现金流出小计	3.49	0.61	0.94
投资活动产生的现金流量净额	-3.49	-0.61	-0.93
三、筹资活动产生的现金流量			
筹资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00
偿还债务所支付的现金	-	-	-
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	0.44	0.44	1.10
筹资活动现金流出小计	0.44	0.44	1.10
筹资活动产生的现金流量净额	-0.44	-0.44	-1.10
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-6.05	2.45	-20.77
加：期初现金及现金等价物余额	52.39	49.94	70.71
六、期末现金及现金等价物余额	46.34	52.39	49.94

注：因四舍五入数效应致使合计数据加总存在一定误差。

附录 6 财务计算公式

指 标	计 算 公 式
自有资产	总资产-代理买卖证券款-信用交易代理买卖证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-信用交易代理买卖证券款
总债务	短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+融入资金+长期借款+应付债券
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
自有资产负债率	自有负债/自有资产
营业利润率	营业利润/营业收入
营业费用率	业务及管理费/营业收入
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产
平均净资产收益率	净利润/平均净资产
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+融出资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产-理财类投资-客户资金存款-客户备付金
净资本	净资产-金融资产的风险调整-其他资产的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目
风险资本准备	根据监管部门相关规定，对证券公司各项业务、设立分支机构等按一定比例计提的风险资本

附录 7 证券公司主体长期信用等级设置及其含义

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

级 别	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。