

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的国开证券有限责任公司 2015 年主体长期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

二零一五年六月一日



信用等级公告

联合[2015] 676 号

联合资信评估有限公司通过对国开证券有限责任公司的信用状况进行综合分析和评估，确定

国开证券有限责任公司
主体长期信用等级为 AAA
评级展望为稳定

特此公告。



国开证券有限责任公司

2015 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间

2015 年 6 月 1 日

主要数据

项目	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产总额(亿元)	285.77	176.93	169.42
自有资产(亿元)	271.06	164.82	160.97
自有负债(亿元)	178.28	82.12	81.25
总债务(亿元)	125.04	80.60	79.70
股东权益(亿元)	92.78	82.69	79.72
净资本(亿元)	75.93	72.68	75.53
自有资产负债率(%)	65.77	49.83	50.47
净资本/净资产(%)	82.13	88.38	94.74
净资本/自有负债(%)	42.59	88.50	92.96
净资本各项风险资本准备之和(%)	797.35	742.76	1266.70
项目	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入(亿元)	15.26	10.26	9.91
净利润(亿元)	7.20	4.41	4.86
EBITDA(亿元)	14.69	7.99	7.60
营业费用率(%)	31.38	36.20	30.50
平均自有资产收益率(%)	3.30	2.71	4.02
平均净资产收益率(%)	8.24	5.45	6.96
总债务/EBITDA(倍)	8.51	10.09	10.48
EBITDA 利息倍数(倍)	3.06	4.38	7.02

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 丁倩岩

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

评级观点

国开证券有限责任公司（以下简称“公司”）前身为航空证券有限责任公司（以下简称“航空证券”），由国家开发银行股份有限公司（以下简称“国家开发银行”）于 2010 年在收购原航空证券全部股权的基础上增资设立而成。成立以来，公司不断完善公司治理架构，持续健全内部控制和风险管理体系。2010 年以来，公司实施了增资扩股，资本实力已处于行业中上水平。同时，通过借助股东强大的客户和渠道资源优势以及和国家开发银行各分支机构的协同机制，公司各项业务实现较快发展，特别在债券承销业务方面，公司已形成明显的行业竞争优势。然而受原航空证券业务品种单一、业务基础薄弱影响，公司综合竞争力有待进一步提升。未来，随着业务发展基础的夯实，公司各项业务有望实现较快发展，盈利能力有望进一步增强。联合资信评估有限公司确定国开证券有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

优势

- 作为国家开发银行的全资子公司，股东强大的财务实力、客户及渠道优势将有助于公司快速提升业务规模和综合竞争力；
- 公司债券承销业务借助与国家开发银行总行和各分支机构的协同机制，形成了明显的客户和渠道优势，市场竞争力强；
- 盈利水平整体提升，资本充足；
- 资本市场改革创新及监管转型的推进对证券公司行业发展产生良好的促进作用。

关注

- 业务发展不均衡，收入来源高度依赖债券承销和自营业务，经纪业务和资产管理业务竞争力有待提高；
- 业务的较快发展对公司内部控制、风险管理、资金补充等方面提出更高要求；
- 需完善市场化的激励考核机制，加大人才引进和培养力度。

声 明

一、本报告引用的资料主要由国开证券有限责任公司(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 2015 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

国开证券有限责任公司(以下简称“公司”)是国家开发银行全资拥有的证券公司,由国家开发银行在收购原航空证券全部股权基础上增资设立而成。公司前身为航空证券有限责任公司(以下简称“航空证券”)。航空证券于 2003 年 12 月 29 日设立,主要原始股东为中国航空工业集团公司。2009 年 9 月,中国航空工业集团公司及航空证券其他 4 家股东将其持有的公司股权通过天津产权交易所挂牌转让,并最终与国家开发银行签署了股权转让协议。2010 年 6 月,公司正式更名为国开证券有限责任公司,注册资本 58.70 亿元。2012 年 3 月,公司实施增资扩股,注册资本变更为 73.70 亿元。

公司经营范围:证券经纪;证券投资咨询;证券交易、证券投资活动有关的财务咨询;证券承销与保荐;证券的自营买卖;证券资产管理业务;融资融券业务;证券投资基金销售;中国证监会批准的其他业务。

截至 2014 年末,公司在全国设有 8 家证券营业部,其中北京 3 家,深圳 2 家,上海、天津、保定各 1 家;在江苏、湖南、吉林等地设有 6 家分公司;公司员工人数 545 人。公司设有 1 家控股子公司——国开泰富基金管理有限责任公司,持股比例 66.7%。

截至 2014 年末,公司资产总额 285.77 亿元,其中客户资金存款 8.40 亿元;负债总额 193.00 亿元,其中代理买卖证券款 14.71 亿元;所有者权益 92.78 亿元;净资产(母公司口径) 75.93 亿元。2014 年,公司实现营业收入 15.26 亿元,实现净利润 7.20 亿元。

注册地址:北京市朝阳区安华外馆斜街甲 1 号泰利明苑写字楼 A 座二区四层

法定代表人:侯绍泽

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。2014 年,世界经济在温和复苏中进一步分化调整,发达经济体经济运行分化加剧,发展中经济体增长放缓;货币政策措施分化严重,国际金融市场动荡加剧;世界经济复苏依旧艰难曲折。

美国经济增长内生动力持续增强,政府去杠杆逐步放缓,美国国会通过的财政拨款预算法案,进一步拓展了美国财政空间,减轻了财政减支对经济增长的消极影响。随着美国经济形势的好转,2014 年 10 月,美国完全退出量化宽松,同时明确下一步政策重点将转向加息。美国政策的转变可能引发国际资本流动的微妙变化,加剧国际金融市场的不确定性,也给新兴经济体带来挑战。欧债危机爆发以来,欧盟采取了欧洲稳定机制、宽松货币政策、加持主权债务等举措,经济开始驶入复苏轨道,2014 年欧盟实现了正增长,但仍然没有摆脱低迷状态,失业率居高不下,内需疲软,通货膨胀率持续走低,公共和私营部门债务过高等,都将是欧洲经济复苏面临的严峻问题。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”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和消费税上调的影响,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。

随着美国政策重点的转变,国际金融市场动荡的风险将会增大,部分新兴经济体面临较大的资金外流和货币贬值压力。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。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，以及持续的进行逆回购操作，保证了市场的流动性，全年货币供给保持平稳增长，保障了实体经济的平稳发展。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态势。2014 年，我国经济发展进入“新常态”，政府将稳增长和调结构并重，创新宏观调控的思路和方式，简政放权，定向调控，保证了国民经济在新常态下的平稳运行。2014 年我国经济结构持续优化，消费对经济增长的贡献度逐步提升，成为经济增长的首要拉动因素。同时，与改善民生密切相关的就业与居民收入指标表现良好，化解产能过剩和节能减排也取得一定进展。但受

到制造业持续产能过剩、需求不足，以及房地产市场调整带动房地产投资下行等因素的影响，我国投资增长乏力，是拖累当前经济增长的主要原因。此外，企业经营依然困难，融资瓶颈约束明显，也对经济增长造成一定的负面影响。经初步核算，2014 年，我国 GDP 增长率为 7.4%，同比下降 0.3 个百分点；CPI 增长率为 2.0%，同比下降 0.6 个百分点，增速有所放缓（见表 1）。

目前，我国处于经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期，三期叠加的结果是较大的经济下行压力。在经济发展新常态下，如何打造经济增长的新引擎，调整经济结构，优化资源配置，增强可持续发展的动力是国内经济面临的重要挑战。展望 2015 年，我国经济运行国际环境总体趋好，世界经济将继续保持复苏态势，但主要发达经济体宏观政策调整、地缘政治冲突等也带来了一些风险和不确定性。国内基本面和改革因素仍可支撑经济增长，政府定向调控政策效应逐步释放，加大简政放权、允许民间资本创办金融机构以及加大推动市场化、财税体制等多领域改革等，对经济增长潜力的提高作用将在未来一段时间逐步显现，对 2015 年的经济增长具有正面作用，我国经济整体将保持平稳发展。

表 1 宏观经济主要指标

单位：%/亿美元

项 目	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
GDP 增长率	7.4	7.7	7.8	9.2	10.3
CPI 增长率	2.0	2.6	2.6	5.4	3.3
PPI 增长率	-1.9	-1.9	-1.7	6.0	5.5
M2 增长率	12.2	13.6	13.8	13.6	19.0
固定资产投资增长率	15.7	19.3	20.6	23.8	23.8
社会消费品零售总额增长率	10.9	13.1	14.3	17.1	18.3
进出口总额增长率	2.3	7.6	6.2	22.5	34.7
进出口贸易差额	23489	2592	2311	1551	1831

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

注：2014 年进出口贸易差额的单位为亿元。

(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，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 2 2010~2014 年我国股票市场主要指标

项 目	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
期末境内上市公司数(家)	2613	2489	2494	2342	2063
境内股票筹资额(亿元)	4856.43	2802.76	3127.54	5073.07	8954.90
期末股票市价总值(万亿元)	37.25	23.10	23.04	21.48	26.54
股票全年成交金额(万亿元)	74.39	46.87	31.47	42.16	54.56
期末上证综合指数(点)	3234.68	2115.98	2269.13	2199.42	2808.08
期末股票有效帐户数(亿户)	1.42	1.32	1.40	1.41	1.34
证券化率(%)	58.53	40.61	44.37	45.55	66.69

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 2014 年末，我国境内上市公司数量达 2613 家；股票总市值达 37.25 万亿元；股票有效账户 1.42 亿户。2014 年，随着 IPO 的重启以及股票二级市场的回暖，全年境内股票筹资金额 4856.43 亿元，全年股票成交金额 74.39 万亿元，均较上年大幅提升；证券化率（股票总市值/GDP 总值）为 58.53%（见表 2）。

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包括银行间债券市场和交易所债券市场。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，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势（见表 4）。2014 年，我国债券市场发行总额 10.98 万亿元，其中银行间债券市场发行占比 54.19%。从债券发行品种看，国债占比 19.80%，金融债券占比 33.29%，公司信用类债券（包括非金融企业债务融资工具、企业债券以及公司债、可转债等）占比 46.91%。截至 2014 年末，我国债券存量余额 35.32 亿元，其中银行间债券市场存量余额占比 81.34%（见表 3）。

自 2013 年以来，中国人民银行进一步加强了对债券市场的监管和规范力度，针对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债券市场，加之债券市场的调整、股票市场活跃度的提升以及央票发行规模的减少，我国银行间债券市场现券交割量较此前年度大幅下降。2014 年，我国银行间市场现券交割量 30.98 亿元。

表 3 2010~2014 年我国债券市场概览

项 目	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
市场发行总额(万亿元)(不含央票)	10.98	8.49	8.10	6.41	5.12
其中：银行间债券市场	5.95	5.11	5.86	5.55	4.85
期末债券存量余额(万亿元)	35.32	29.95	26.24	22.40	20.67
其中：银行间债券市场	28.73	25.91	23.76	21.36	20.17
银行间债券市场现券交割量(万亿元)	30.98	41.43	74.38	63.26	63.65

资料来源：中国债券网、中国人民银行网站。

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 2014 年末，我国共有 120 家证券公司，全行业资产总额 4.09 万亿元，净资产 9205.19 亿元，净资本 6791.60 亿元，证券行业资产总额、净资产和净资本较 2013 年末均有所上升。

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。截至目前，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 2013 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 47.03%、45.05%、40.70%、40.87% 和 51.59%。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。

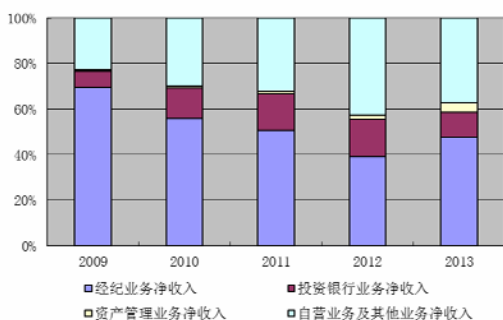


图1 近几年我国证券行业业务收入结构图

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。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。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审批与发行节奏的放缓对股票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。近年来，随着监管层放开证券公司的投资范围以及准许证券公司设立另类投资子公司，证券公司自营业务逐步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。近年来，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，但由于通道类资产管理业务的收费较低，资产管理业务对证券公司营业收入的贡献度仍处于较低水平。

创新业务

近年来，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。

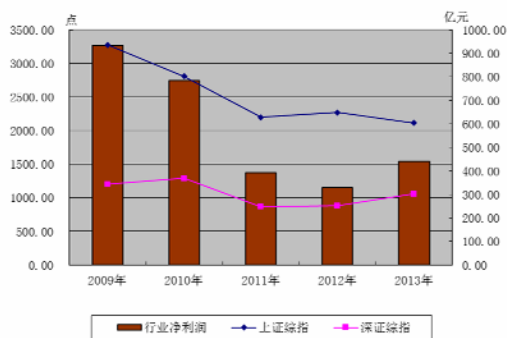


图2 近几年我国证券行业净利润情况图

资料来源：中国证券业协会网站。

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）。2014年，得益于市场活跃度的回升、IPO业务的重启以及融资融券业务的

快速发展，证券公司盈利情况较上年明显提升，全行业实现营业收入 2602.84 亿元，净利润 965.54 亿元。

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。2014年10月，经中国证监会批准，沪深证券交易所发布《证券公司短期公司债券业务试点办法》，准许证券公司在交易所债券市场试点发行短期公司债券，这对证券公司拓宽融资渠道、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

公司为国家开发银行全资子公司。国家开发银行成立于1994年，是由国务院批准设立的国有政策性金融机构，初始注册资本500亿元，由财政部拨付。2008年，国家开发银行整体改制成国家开发银行股份有限公司，经资本公积、盈余公积、一般风险准备及未分配利润转增股本后，股本总额增至3000亿元。截至2014年末，国家开发银行实收资本3067.11亿元，资本实力雄厚。截至2014年末，国家开发银行资产总额103170.30亿元，其中贷款净额76693.51亿元；负债总额96361.90亿元，其中发行债券余额63535.59亿元；股东权益6808.40亿元；不良贷款率0.65%；按照原《商业银行资本充足率管理办法》口径计算的资本充足率为11.88%，核心资本充足率为7.71%。2014年，国家开发银行实现营业收入2245.75亿元，净利润976.83亿元。国家开发银行主要通过发行金融债券的方式筹集资金，以信贷方式为国民经济中长期发展战略服务，支持国内基础设施、基础产业、支柱产业、高新技术产业及中央政府审批的重点项目；同时，国家开发银行还从事金融创新和直接投资等活动。公司在国家开发银行未来发展战略中具有重要地位。国家开发银行遍及全国的分支机构、与各地政府良好的合作关系、综合化的业务平台及丰富的客户资源为公司业务发展提供了有力支撑。

公司根据《公司法》、《证券法》、《证券公司治理准则》、《证券公司内部控制指引》等法律、法规和规范性文件的规定，制定了一整套公司治理相关制度，建立了符合公司发展需要的运行机制。公司不设立股东会，股东为公司最高权利人，董事会为决策机构，监事会

为监督机构。公司决策机构、监督机构和执行机构之间形成了权责明确、相互协调、相互制衡的治理机制。对于超出权限范围内的重大事项和议事规则，需上报国家开发银行进行审批。

近年来，公司不断完善董事会和监事会议事规则，坚持规范经营，实现稳健发展。截至 2014 年末，公司董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 1 名，其余 6 名董事由国家开发银行委派。目前，公司董事会已设立薪酬与提名委员会和风险控制委员会，审计委员会正在推进建立。近年来，公司董事会审议了包括经营计划、公司治理、风险管理、内部控制等多项议案，全体董事均能认真出席会议并审议各项议案，有效发挥决策职能。

监事会是公司的内部监督机构。截至 2014 年末，公司监事会由 5 名监事组成，其中职工监事 3 名。近年来，监事会按照法律、法规及《公司章程》规定履行监督职责，对公司财务、董事会和高级管理层履行职责的合法、合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益。

公司高级管理人员包括总裁 1 名，副总裁 3 名，财务总监 1 名，合规总监 1 名。公司总裁主持经营管理工作，组织实施董事会决议，并负责建立健全内部控制和 risk 管理制度，确保各项规章制度的贯彻执行。公司高级管理人员学历背景较高，拥有丰富的金融监管或金融行业经营管理经验，有利于其更好地执行股东和董事会的决策。

总体看，公司具有明显的国有独资企业的管理独特性，目前公司建立了适合自身发展需要的公司治理架构，各治理主体能够有效履行各自职责，有助于公司实现持续稳健发展。

2. 内部控制

公司依据《企业内部控制基本规范》、《证券公司内部控制指引》等规章制度不断建立和完善相应的内部控制机制，并根据自身业务发展情况持续调整内部组织架构（见附录 2）。

公司构建了多层次内部控制和风险管理架

构：风险管理岗位负责开展业务合规管理；风险管理部履行综合性的风险管理职能，享有风险管理相关事项的知情权、报告权和执行检查权。合规法律部主要负责对经营管理活动和员工执业行为进行合规管理，以及管理公司的法律事务工作。财务资金部负责公司整体的流动性风险管理；审计稽核部定期和不定期对公司内部控制情况进行监督和评价，实行三道防线管控。目前，公司内部形成了较为合理的内控组织架构，内部控制体系不断完善。公司制定了人力资源与薪酬管理的相关制度，但考核与薪酬机制尚未完善，部分业务部门岗位职能尚不明确，有待改进。

近年来，公司按照业务条线建立并逐步完善内部管理制度体系，对相应业务流程中的报告、授权、批准、执行、记录等事项进行了明确规定，有效促进了业务的规范开展和风险防范。近年来，公司规范了尽职调查、内核业务、质量控制等方面的工作流程，建立了任职和聘用、培训、日常管理等人员管理规范，并梳理了岗位权限和系统权限，将内部控制风险监测覆盖到公司各个工作环节。

近年来，为提高内部管理的规范化水平，公司开展了针对资产管理、债务融资、融资融券等重点业务的持续监督，对经纪业务条线开展了现场检查。同时，公司就流动性管理、工程竣工决算等方面开展了专项审计工作，对整改情况进行督促跟踪。此外，公司还开展了高级管理人员任期经济责任审计工作。

总体看，公司逐步完善组织架构设置，不断健全内部控制体系，稽核审计力度不断加大，但业务的创新及快速发展对公司稽核审计力度、审计手段提出了更高的要求。

3. 发展战略

在综合考虑宏观经济形势、行业发展及自身特点等因素的基础上，公司制定了 2013-2020 年战略规划。公司发展目标是：争取 2016 年内实现上市计划，2020 年收入和利润排名全行业

前三。公司将分三个阶段实施战略规划：2014~2015 年为突破期，公司以投行业务和国际业务为突破，巩固提高债券业务；2016~2018 年为提升期，公司成为以固定收益和国际业务为特色的大型上市券商；2019~2020 年为腾飞期，成为机构客户首选的一流券商。

为实现上述战略目标，公司制定了五项战略措施：建立有效协同客户覆盖模式以全面满足客户需求，充分发掘国家开发银行总行、各分行以及其他子公司的协同业务机会；建立高度专业化的人才队伍、系统化人力资源体系和科学的薪酬体系设计和管理；各业务部门大力发展已经获得资质的创新业务，抓住国内市场创新业务发展机遇与国内互联网巨头合作；持续跟踪与各类机构联盟合作的进度，推动各类联合开发服务客户项目，评估合作效果并不断完善合作模式，搭建合作服务平台；成立并购战略专项小组，实现业务跨越式的发展。

总体看，公司制定了较为清晰的战略目标，指明了公司未来发展的方向，战略目标符合自身情况和行业发展情况。未来公司也将依托国家开发银行协同业务平台优势，以提供综合服务的业务转型为根本，逐步增强综合竞争力。

四、主营业务分析

公司主要业务板块包括证券经纪、投资银行、证券自营以及资产管理等业务。目前公司的竞争优势在于借助股东丰富的客户和渠道资源等优势，重点拓展债券承销业务，尤其在企业债发行领域积累了丰富的经验，业务规模位居同行业前列，已形成一定的债券承销品牌优势。

1. 经纪业务

公司经纪业务是在原航空证券经纪业务基础上发展的，基础相对薄弱，营业网点覆盖范围小。自成立以来，公司新增 3 家营业部，目前在全国共设有 8 家证券营业部，主要分布在

北京、上海、深圳、天津、保定等城市，网点数量相对较少，经纪业务服务覆盖范围有待扩展。随着非现场开户政策的放开，公司经纪业务覆盖范围有望得到扩大。目前，公司已完成非现场开户业务的相关制度、系统的准备工作，并积极推动上述业务的开展，且已在客户拓展方面取得一定的成效。

随着行业创新步伐的推进，近两年公司陆续获得了约定购回式证券交易、融资融券、股票质押式回购交易等业务资格，业务种类不断丰富。目前，公司已建立了较为完善的经纪业务管理制度，有力保障了经纪业务的正常运营。此外，公司也建立了可以支撑较大规模交易量的交易平台和客户服务平台，可以为客户提供交易、银证转账、账户查询、业务咨询和信息咨询等全方位的证券服务。

公司制定了平稳有序开展融资融券和重点发展股票质押式回购交易的业务方针。为加强信用交易业务的管理，公司对融资融券、股票质押式回购、约定购回等业务面临的信用风险采取信用评级、控制授信额度、设定较低质押率、强制平仓等手段来控制风险敞口。在股票质押式回购业务方面，公司还采用与担保人签订担保合同等方式来降低信用风险。此外，为进一步加强风控系统建设，公司对融资融券等业务实行后台实时监控，以便能够及时发现、预警和控制风险。截至 2014 年末，公司股票质押式回购余额 31.13 亿元，剩余期限主要集中在 3 个月以上；融资融券业务余额 8.40 亿元，全部为融资业务，融出资金担保物公允价值合计 23.18 亿元，相当于融资余额的 2.76 倍，对融出资金的保障程度良好。随着信用交易业务规模的快速增加，信用交易业务收入增幅明显。2014 年，公司实现信用交易业务利息收入合计 1.65 亿元，已成为公司新的收入增长点。

受股票市场行情回暖影响，近年来公司经纪业务稳步发展，但业务规模仍处于同业较低水平。随着市场竞争的加剧，公司佣金率有所下滑，但综合佣金费率仍高于行业平均水平。

2012-2014 年，公司证券经纪业务净收入稳步增长。2014 年，公司经纪业务按照“降本增效、控制风险”的经营策略，通过缩减营业部面积、压缩运营成本、积极开发客户、严控经营风险等措施，全面提升业务盈利水平。2014 年，公司实现证券经纪业务净收入 1.07 亿元，对营业收入的贡献度由 2012 年的 5.78% 上升至 2014 年的 7.01%。随着营业部设立政策的放宽和非现场开户方式的引入，公司经纪业务面临发展机遇的同时，也将面临更加激烈的竞争，未来经纪业务的发展情况有待观察。

总体看，公司经纪业务基础不断夯实，经纪业务实现稳步发展，但受市场波动及证券营业网点数量少的影响，经纪业务收入对公司收入的贡献度低。未来随着股票质押、融资融券等创新业务的推进，公司的经纪业务有望得到进一步发展。

2. 投资银行业务

公司投资银行业务主要包括债券承销业务、财务顾问业务、证券保荐业务以及投资咨询业务。公司设有投资银行部和债券融资部，投资银行部下设财务顾问部、股权融资部、场外市场业务部和国际业务部，主要负责财务顾问业务、保荐与承销业务、“新三板”业务以及投资咨询等业务。近年来，公司不断完善投资银行业务团队建设，截至 2014 年末，公司投资银行业务团队共 170 人，其中投资银行部 67 人（保荐人 5 人），债券融资部 103 人。

公司债券融资部负责企业债券、公司债券、中小企业私募债券、金融债、地方政府债券等债券产品的承销。近年来，公司通过与母公司国家开发银行总行及其各分行以及各地方政府平台进行合作，开展“协同业务”，拓宽项目来源渠道，积极开展债券融资业务。2012-2014 年，公司债券承销业务迅速发展，业务规模位居同行业前列。2014 年，公司累计承销债券 132 支，承销金额 1842.07 亿元，其中企业债承销业绩稳居市场前列。随着城投债项目审批的收

紧，公司在巩固原有优势业务的基础上，积极推动产品创新，先后在地方政府债、中小企业私募债、金融债等债券承销业务中实现突破，产品种类进一步丰富。未来，公司将重点拓展项目收益债券、公司债券等债券品种，增加承销业务收入来源，巩固自身的市场竞争优势。

公司投资银行部下设的股权融资部主要负责保荐与承销业务，包括 IPO、上市公司再融资、公司债券承销与保荐等业务。2012 年 7 月，公司的保荐业务资格获得证监会核准。2014 年，公司通过整合资源、突出重点、提升服务，项目储备数量稳步增长，新增立项项目近 60 个，先后完成多个分销项目、定向增发项目，投资银行业务实现稳步发展。公司投资银行部下设的场外市场业务部主要负责“三板挂牌”业务。公司依托母公司国家开发银行丰富的客户资源和综合金融服务优势，积极开发项目，截至目前，已拥有 10 多个项目资源储备，涉及行业覆盖了金融、船舶、水电、化工、机械和电子等领域。

公司投资银行部下设的财务顾问部主要负责财务顾问业务。近年来，公司充分利用国家开发银行的人才、信息、科技、组织协调等方面的优势，为客户的投融资、资本运作、资产及债务重组、财务管理、企业战略发展规划等提供咨询、分析、方案设计等服务，财务顾问业务得到稳步发展。公司财务顾问业务的客户主要为非上市企业，行业领域主要集中在能源、资源等行业，并重点拓展核电和天然气项目，支持国家中长期战略发展。

随着投资银行业务的发展，2012-2014 年，公司投资银行业务（含债券承销业务及财务顾问业务）净收入呈波动上升趋势，分别为 4.40 亿元、3.48 亿元和 5.30 亿元，是公司最主要的收入来源之一。

总体看，公司债券承销业务具有很强的市场竞争力，投资银行业务稳步发展。未来，公司将继续推进财务顾问项目、保荐项目、新三

板项目的承揽和储备，拓宽收入来源并优化收入结构。

3. 自营业务

公司销售交易部负责开展证券自营业务。公司对证券自营业务实行两级动态监控，自营部门对证券自营业务的相关风险控制指标实施动态监控，对触及监控标准的情况及时处置；公司风险管理部负责对证券自营业务实施独立再监控，对触及监控标准的情况督促自营部门及时调整风险敞口。此外，公司自营业务实行严格的止损机制。触及止损指标时，自营业务部门根据公司要求盘中实时平仓，或按照部门总经理、分管领导、投资决策委员会的分级职权采取相应的控制措施，确保开展证券自营业务的风险可测、可控、可承受。

近年来，公司坚持稳健的投资策略，自营业务品种以债券投资为主，权益类投资占比小。近年来，公司把握市场机会，及时调整投资组合，持仓规模持续增长，在开拓结构化产品投资的同时加大可转债投资规模，投资收益实现较快增长。截至 2014 年末，公司投资资产余额 207.57 亿元，其中债券投资占比 89.62%，资产支持证券占比 9.97%，权益类投资占比小（见表 4）。其中，资产支持证券为公司购买的以国家开发银行信贷资产为标的而发行的资产支持证券产品。2012-2014 年，公司分别实现投资收益 4.25 亿元、5.42 亿元和 9.33 亿元，主要为可供出售金融资产持有期间取得的投资收益。

2012-2014 年末，公司交易性金融资产公允价值变动损益分别为-0.02 亿元、-0.02 亿元和 1.25 亿元，可供出售金融资产公允价值变动对资本公积的影响分别为-0.13 亿元、-2.24 亿元和 0.65 亿元，公司自营业务面临一定的市场风险。

表 4 自营证券投资结构 单位：亿元

项目	2014 年末	2013 年末	2012 年末
交易性金融资产	96.07	25.20	11.12
其中：债券	95.53	25.02	10.82
股票	0.00	0.00	0.00

货币基金	0.30	0.00	0.00
可转债	0.24	0.18	0.29
可供出售金融资产	91.52	109.59	98.54
其中：债券	90.50	106.87	92.45
资产支持证券	0.72	1.93	4.54
其他	0.30	0.79	1.55
应收款项类投资	19.98	1.95	1.95
其中：资产支持证券	19.98	1.95	1.95
合计	207.57	136.75	111.61

总体看，公司自营业务投资策略稳健，业务规模不断扩大，是公司收入的主要来源之一。

4. 资产管理业务

公司资产管理业务品种主要为定向资产管理业务。公司于 2011 年取得资产管理业务资格，并于 2012 年正式开展资产管理业务。鉴于资产管理业务经验少、客户基础薄弱，公司针对自身状况制定了资产管理业务依托股东资源优势，打好基础，循序渐进，突出重点的发展方针。公司根据机构和高端个人投资者的不同理财需求和风险偏好，为客户提供委托资产管理服务。

近年来，公司资产管理业务规模增长较快。截至 2014 年末，公司定向资产管理计划共 9 笔，资产管理总规模达 369.97 亿元，投资方向以债券和信托投资为主。2012-2014 年，公司资产管理业务净收入分别为 0.03 亿元、0.29 亿元和 0.40 亿元，实现稳步增长，但对营业收入贡献度仍较低。未来，公司计划在协同国家开发银行业务、依托公司资源优势、充分了解和借鉴行业经验基础上，寻求自身发展的定位，从通道式业务向自主管理型业务转型，积极尝试开发货币市场投资产品、结构化产品等，以实现规模和收入的稳步增长。

总体看，公司资产管理业务拥有较大的发展空间，未来资产管理业务收入有望进一步提升。

5. 子公司业务

2013年6月，公司与台湾国泰证券投资信托

股份有限公司合资成立国开泰富基金管理有限责任公司（以下简称“国开泰富”）。截至2014年末，国开泰富注册资本2.00亿元，注册地位于北京市，公司持有国开泰富66.7%的股权。成立以来，国开泰富加快产品创新，成功发行了首只货币基金，募集资金规模达43.34亿元，并不断拓宽专户业务覆盖范围，先后成立专户产品5只，管理资产规模合计15亿元。总体看，国开泰富是公司综合金融服务体系的重要补充，公司可借助基金公司平台，进一步加强两岸金融合作，实现资源共享和优势互补，但国开泰富目前尚处于起步阶段，盈利能力尚未显现。

五、风险管理分析

公司建立了风险管理制度体系，实行“董事会、高级管理层、中后台管理职能部门、各级业务部门的风险管理岗”的四级风险管理组织体系，各级组织和人员需在授权范围内履行风险管理的职责，超过权限需报上一级风险管理组织和人员决策。董事会是风险管理的最高机构，负责审批总体风险管理战略与重大政策，确定公司可以承受的总体风险水平，监督和评价风险管理的全面性及有效性。高级管理层构建具体风险管理框架，对权限范围内的重大项目进行风险评估。风险管理部、合规法律部、审计稽核部是公司风险管理的主要中后台管理部门，明确了风险管理的程序、报告路径、绩效考核以及责任追究机制。风险管理部对公司各项业务风险进行评估，对公司量化指标实施监控及管理，定期编制风险报告；审计稽核部对公司经营管理进行尽职监察审计，揭示风险并进行反馈。

公司风险管理的总体目标是通过建立以净资本为核心的风险监管体系，在达到“可控、可测、可承受”的前提下，审慎开展各项业务，实现风险调整的资本收益率最大化。公司建立了以净资本核心的风险指标动态监控系统，覆盖所有影响净资本及其他风险控制指标的业务

活动环节，动态计算净资本等各项风险控制指标，能够及时反映有关业务和市场变化对公司风险控制指标的影响。

公司通过建立全面风险管理体系，不断优化风险管理的治理架构、风险管理策略、风险监控指标、风险评估流程，将风险管理贯穿事前、事中和事后各个环节。公司根据业务特点，尤其对创新业务进行了严格的风险把控，着重在事前和事中进行风险管理，并针对创新业务不断修改、完善相关风险监控指标与风险评估流程，确保创新业务的稳健推进。

1. 市场风险管理

公司涉及的市场风险为持有的金融工具的公允价值或未来现金流量因市场价格变动而发生波动的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。

公司面临市场风险的业务主要为自营业务。公司自营部门定期对持有的股票、债券、基金等证券进行市值测试，并按照止盈止损制度进行相应操作。同时，公司在投资系统中设置相关风险控制指标对投资交易行为进行前端控制。

公司通过独立于业务部门的风险管理部对公司整体市场风险进行全面的评估、监测和管理，并将评估、监测结果向管理层汇报。风险管理部主要通过 VaR 和敏感性分析等手段对市场波动情况下的可能损失进行衡量，同时采用压力测试对极端情况下的可能损失进行评估。公司对业务部门设置了风险限额以控制盈亏波动水平和市场风险暴露程度，风险管理部对风险限额进行每日监控，当接近或突破风险限额时，风险管理部将向相关业务管理人员进行预警提示。

利率风险方面，公司利用敏感性分析工具对持有的利率敏感性金融工具进行量化分析，评估市场风险对收益及权益的影响，据此进行利率风险敞口控制。汇率风险方面，公司只有少量因 B 股业务形成的自有外币资产与负债，

面临的汇率风险很小。

2. 信用风险管理

公司信用风险主要来自两个方面：一是信用交易业务的信用风险；二是债券投资的违约风险。

信用交易业务的信用风险主要包括客户未及时足额偿还负债、客户担保比例不足并未能及时补足、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物涉及法律纠纷等方面。公司在开展信用交易业务时，通过对客户进行风险教育，并对征信、授信等环节进行严格把控，保证了目标客户具有良好的资信水平；通过对标的证券、交易集中度、客户维持担保比例等指标的严格监控，保证了客户违约风险的可控、可查；通过客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式保证了公司融出资金的安全。

公司建立了信用评价机制来控制债券信用风险，通过对可投资信用产品的信用等级限制以及分散化投资策略降低因债券发行人信用风险带来的损失；通过交易对手准入制度、黑名单制度限定交易对手的最低等级要求，最小化因交易对手违约带来的损失程度。

3. 流动性风险管理

流动性风险是指持有的金融工具不能以合理的价格迅速变现而遭受损失及无法偿还到期债务的风险。公司对资金实行统一管理和运作，注重资金管理体系的建设，明确了资金拆借、回购、发行债券等业务的具体职权部门。由于实施客户资产第三方存管，不存在挪用客户资金及由其产生的偿还义务，故公司面临的流动性风险主要是自有负债的偿付风险。公司持有大量自有货币资金及流动性较好的金融工具，能够满足自有负债的偿付需求，同时公司在银行间市场等交易场所具有较好的资信水平，建立了比较稳定的拆借、回购等短期融资通道，从而使整体流动性能有效保持在较为安全的水

平。

4. 操作风险管理

公司通过建立和不断完善法人治理体系与内部控制制度，健全操作风险识别和评估体系，加强识别和评估内部控制有效性等措施，有效降低了操作风险发生的概率。

为实现各项业务的合理隔离，规范不同业务部门间的合作与交流活动，切实防范利益冲突及内幕交易，公司根据相关法律、法规及相关制度，制定了《信息隔离墙管理办法》，对利益冲突的业务，在物理上和制度上采取严格的业务隔离措施，对投资银行、证券经纪、证券投资、研究咨询、资产管理等业务在人员、信息、账户、清算、资金上严格分开管理，保持相对独立；信息技术部门、财务部门、风险管理部门与业务部门人员不得相互兼任；对因业务需要知悉内幕信息的人员，制定严格的批准程序和监督措施。

总体看，公司建立了较为全面的风险管理制度，能够满足当前业务发展的需要。但业务规模的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化水平。

六、财务分析

公司提供了 2012 年财务报表、2013-2014 年合并财务报表。2012-2014 年财务报表经德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了标准无保留的审计意见。2013 年，公司财务报表合并范围包括控股子公司国开泰富，2014 年财务报表合并范围新增交银施罗德保本增值 7 号、交银施罗德保本增值 8 号、国邮福睿 1 号和兴开银证 1 号等结构化主体。公司对上述结构化主体的投资决策具有控制，且享有普通股全部可变回报，导致公司持有的可变回报的影响较大，故纳入合并范围。

1. 盈利能力

近年来，公司营业收入持续增长，2012-2014 年年均复合增长率为 24.09%。2014 年，公司实现营业收入 15.26 亿元。公司营业收入主要来自手续费及佣金净收入和投资收益（见表 5）。

公司的手续费及佣金净收入以投资银行业务净收入为主，经纪业务净收入和资产管理业务净收入贡献度较低。近年来，公司投资银行业务净收入呈波动上升的态势，主要是由于债券承销业务净收入的波动所致。随着证券市场逐步回暖，二级市场交易规模的增加，近年来公司经纪业务净收入持续增长，但对营业收入的贡献度仍较低。公司于2012年初开展资产管理业务，主要为定向资产管理业务。近年来公司资产管理业务净收入增速较快，但对公司的收入贡献度较小。2012-2014年，公司手续费及

佣金净收入分别为4.97亿元、4.70亿元、6.93亿元，占营业收入的比重分别为50.20%、45.76%、45.42%，对营业收入的贡献度有所下降。近年来，由于卖出回购金融资产利息支出快速增长以及结构化主体权益持有者利息支出，公司利息支出增长显著，并由利息净收入转为利息净支出。2012-2014年，公司分别实现利息净收入0.70亿元、0.17亿元、-2.27亿元。2013年，公司新增融资融券、股票质押式回购等信用交易类业务，随着公司大力发展信用交易类业务，未来利息净收入对营业收入贡献度有望提升。公司投资收益主要来源于金融工具投资收益，投资资产持有期间和处置时的收益均计入投资收益中。近年来，公司投资收益规模及其对营业收入的贡献度均逐年上升。2012-2014年，公司分别实现投资收益4.25亿元、5.42亿元和9.33亿元，年均复合增长48.21%。

表5 公司营业收入结构

单位：亿元/%

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	6.93	45.42	4.70	45.76	4.97	50.20
其中：经纪业务手续费净收入	1.07	7.01	0.78	7.60	0.57	5.78
投资银行业务手续费净收入	5.30	34.75	3.48	33.88	4.40	44.38
资产管理业务手续费净收入	0.40	2.59	0.29	2.78	0.03	0.27
利息净收入	-2.27	-14.86	0.17	1.67	0.70	7.07
投资收益	9.33	61.16	5.42	52.84	4.25	42.87
公允价值变动收益(损失)	1.25	8.21	-0.02	-0.22	-0.02	-0.24
汇兑收益	0.00	0.02	-0.01	-0.11	0.00	0.00
其他业务收入	0.01	0.05	0.01	0.06	0.01	0.10
营业收入合计	15.26	100.00	10.26	100.00	9.91	100.00

近年来，公司营业支出逐年增加，2012-2014 年年均复合增长 26.42%。从支出构成来看，公司营业支出以业务及管理费为主，该类费用占营业支出比重保持在 80%以上。公司业务及管理费主要是以职工薪酬等人力成本为主。2014 年，公司业务及管理费支出 4.79 亿元，其中职工薪酬支出 2.39 亿元；公司薪酬收入比为 15.69%，营业费用率为 31.38%。总体看公司成本控制较好。作为知识密集型行业，公司对优秀的证券专业人才刚性需求较大，随着经纪业

务、资产管理业务和投资银行业务等常规业务的持续发展以及融资融券等创新业务的进一步开展，人力成本支出将推动公司的营业支出进一步增长。

从盈利指标来看，近年来公司净利润有所波动，导致平均自有资产收益率和平均净资产收益率均呈现一定的波动（见表 6）。2014 年，公司实现净利润 7.20 亿元，平均自有资产收益率 3.30%，平均净资产收益率 8.24%，盈利指标较上年有所提高，盈利能力仍有待进一步提高。

总体看，近年来公司营业收入保持较快增长，投资银行手续费净收入和投资收益是公司最主要的收入来源，证券经纪业务和资产管理业务对营业收入的贡献度较低，但信用交易类业务发展较快，未来将有望拓宽公司的收入来源；公司成本控制较好，盈利水平有望进一步提升。

表 6 公司盈利指标 单位：亿元/%

项目	2014 年	2013 年	2012 年
业务及管理费	4.79	3.72	3.02
净利润	7.20	4.41	4.86
营业利润率	62.52	57.42	63.88
营业费用率	31.38	36.20	30.50
薪酬收入比	15.69	16.79	14.35
平均自有资产收益率	3.30	2.71	4.02
平均净资产收益率	8.24	5.45	6.96

2. 杠杆与资本充足性

近年来，公司主要通过增资扩股和利润留存方式来补充资本。2011 年和 2012 年，国家开发银行分别对公司现金增资 35.00 亿元和 15.00 亿元，两次增资后公司注册资本由 23.70 亿元增至 73.70 亿元。截至 2014 年末，公司股东权益合计 92.78 亿元，其中，股本 73.70 亿元，资本公积 0.65 亿元，盈余公积和未分配利润分别为 1.69 亿元和 12.81 亿元，其余为一般风险准备。近年来，公司未派发现金红利，利润留存对公司资本补充的作用逐步显现。

近年来，公司净资产规模呈小幅增长态势，净资本规模基本保持平稳，净资本/净资产指标呈下降趋势，但在同业中仍处于较好水平，2014 年末该指标为 82.13%（见表 7）。

表 7 公司资本充足性指标(母公司口径) 单位：亿元/%

项目	2014 年末	2013 年末	2012 年末
净资本	75.93	72.68	75.53
净资产	92.45	82.23	79.72
净资本/各项风险资本准备之和	797.35	742.76	1266.70
净资本/净资产	82.13	88.38	94.74
净资本/自有负债	42.59	88.50	92.96
净资产/自有负债	51.85	100.14	98.12

近年来，公司自有负债规模大幅增加，主

要是由于卖出回购金融资产规模增长所致。截至 2014 年末，公司净资本/自有负债指标为 42.59%，净资产/自有负债指标为 51.85%，较前两年显著降低，杠杆水平大幅提高。近年来，公司净资本/各项风险资本准备之和指标整体呈下降趋势，2014 年末为 797.35%，资本充足。

总体看，公司净资本规模处于行业中上水平，财务杠杆水平显著上升，但以净资本为核心的风险控制指标均远高于监管标准，公司资本保持充足水平。

3. 流动性

公司自有资产以可快速变现资产为主。近年来，公司可快速变现资产占自有资产的比重保持在 90%左右（见表 8）。公司可快速变现资产主要包括自有货币资金、交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产、结算备付金和融出资金。近年来，由于自营业务规模的快速增长，公司可快速变现资产结构有所变化，其中交易性金融资产和买入返售金融资产比重显著上升，可供出售金融资产和自有货币资金比重明显下降。截至 2014 年末，公司可快速变现资产余额 240.72 亿元，其中自有货币资金占比 5.27%，交易性金融资产占比 39.91%，买入返售金融资产占比 16.61%，可供出售金融资产占比 37.60%。从可快速变现资产具体构成来看，债券类资产规模上升较快。截至 2014 年末，公司债券投资余额 194.87 亿元，占可快速变现资产的 80.96%。整体看，鉴于债券较好的变现能力，公司资产流动性良好。

表 8 公司资产结构 单位：亿元

项目	2014 年末	2013 年末	2012 年末
自有资产	271.06	164.82	160.97
可快速变现资产	240.72	153.22	149.94
非自有资产	14.71	12.11	8.45
资产总额	285.77	176.93	169.42

2012 年以来，由于公司大力发展债券自营业务，卖出回购金融资产规模显著增加，从而导致自有负债规模大幅增长（见表 9）。截至 2014

年末，公司自有负债余额 178.28 亿元，占负债总额的 92.38%。2012-2014 年末，公司可快速变现资产/自有负债指标分别为 1.85 倍、1.87 倍和 1.35 倍，可快速变现资产对自有负债的保障程度良好。

表 9 公司负债结构 单位：亿元

项目	2014 年末	2013 年末	2012 年末
自有负债	178.28	82.12	81.25
其中：卖出回购金融资产款	125.04	80.60	74.70
非自有负债	14.72	12.12	8.45
其中：代理买卖证券款	14.71	12.12	8.45
负债总额	193.00	94.24	89.70

从经营活动现金流看，2013 年，由于卖出回购业务资金净增加额的减少，导致公司经营性现金流净流入量大幅缩小；2014 年，由于融出资金以及支付利息和手续费及佣金的规模大幅增加，公司经营性现金流由净流出转为净流出状态。从投资活动现金流看，2012-2013 年，公司投资规模较大，投资性现金流呈现较大规模净流出状态；2014 年，公司收回投资收到的现金规模较大，使得投资性现金流由净流出转为净流入状态。从筹资活动现金流看，2013 年筹资性现金净流入为子公司国开泰富吸收少数股东投资收到的现金（见表 10）。截至 2014 年末，公司现金及现金等价物余额 20.42 亿元，整体呈下降的趋势，公司整体现金流有所趋紧。

表 10 公司现金流量情况 单位：亿元

项目	2014 年	2013 年	2012 年
经营性现金流量净额	-52.06	1.83	48.14
投资性现金流量净额	52.09	-26.78	-49.44
筹资性现金流量净额	-	0.67	-
现金及现金等价物净增加额	0.03	-24.29	-1.30
年末现金及现金等价物余额	20.42	20.39	44.69

总体看，公司资产流动性良好，自有负债规模持续增加，可快速变现资产对自有负债保障程度良好，公司整体流动性保持良好水平。

4. 偿债能力

近年来，公司主要通过卖出回购金融资产

的方式融入资金，债务规模呈上升趋势（见表 11）。2012 年以来，由于公司卖出回购金融资产规模增长迅速，自有负债和总债务规模均大幅增加。受上述因素影响，2014 年末公司自有资产负债率较 2012 年有所上升。近年来，尽管 EBITDA 逐年上升，但 EBITDA 利息倍数逐年下降，公司盈利对利息支出的保障程度有所下降，但仍处于较好水平；公司总债务/EBITDA 指标逐年下降，公司盈利对债务的保障程度有所提高。此外，考虑到公司可快速变现资产规模较大，此类资产对公司债务的保障能力强。

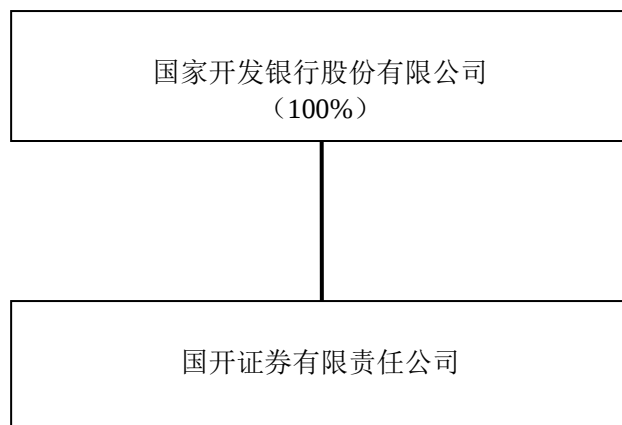
表 11 公司偿债能力指标

项目	2014 年末	2013 年末	2012 年末
总债务(亿元)	125.04	80.60	79.70
自有资产负债率(%)	65.77	49.83	50.47
EBITDA(亿元)	14.69	7.99	7.60
总债务/EBITDA(倍)	8.51	10.09	10.48
EBITDA 利息倍数(倍)	3.06	4.38	7.02

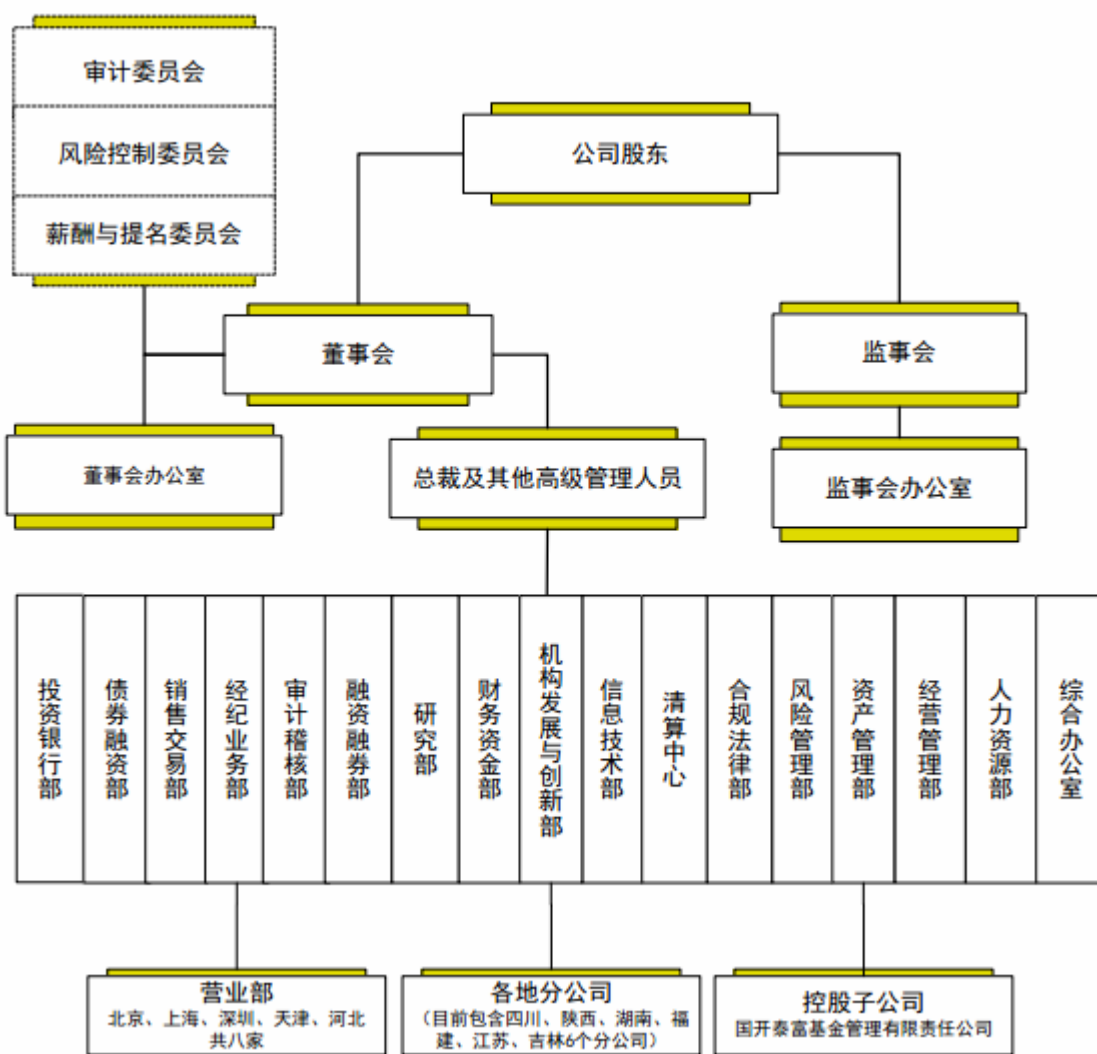
七、评级展望

近年来，公司持续健全公司治理机制，逐步完善内部控制和风险管理体系。公司经纪业务基础较为薄弱，受股票市场行情影响较大；债券承销业务优势明显，市场竞争力强；自营业务稳步发展，对公司营业收入贡献度大；信用类业务和资产管理业务发展较快；公司资产流动性好，资本充足。未来，公司将依托国家开发银行强大的客户和渠道优势拓展业务，业务发展具有较大的空间；同时，公司也有望借助国家开发银行的财务实力，在资本金补充等方面得到支持。根据公司面临的外部经营环境、自身经营情况以及控股股东的支持等因素，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 组织结构图



附录 3 合并资产负债表

编制单位：国开证券有限责任公司

单位：亿元

项目	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产：			
货币资金	12.68	16.78	42.35
其中：客户资金存款	8.40	10.01	6.31
结算备付金	7.74	3.61	2.33
其中：客户备付金	6.25	2.04	1.98
融出资金	8.40	0.69	-
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	96.07	25.20	11.12
买入返售金融资产	39.97	11.32	8.42
应收款项	1.28	0.49	0.20
应收利息	6.54	4.85	2.86
存出保证金	0.10	0.07	0.17
可供出售金融资产	91.52	109.59	98.54
应收款项类投资	19.98	1.95	1.95
固定资产	0.70	0.75	0.65
无形资产	0.38	0.27	0.14
递延所得税资产	0.07	0.92	0.19
其他资产	0.34	0.45	0.51
资产总计	285.77	176.93	169.42
负债：			
拆入资金	7.50	-	5.00
卖出回购金融资产款	125.04	80.60	74.70
代理买卖证券款	14.71	12.12	8.45
应付职工薪酬	1.42	0.76	0.62
应交税费	0.18	0.20	0.43
应付款项	41.20	0.03	0.12
应付利息	0.58	0.32	0.18
递延所得税负债	0.35	-	-
其他负债	2.01	0.21	0.19
负债合计	193.00	94.24	89.70
所有者权益：			
实收资本	73.70	73.70	73.70
资本公积	0.65	-2.24	-0.13
盈余公积	1.69	1.08	0.62
一般风险准备	3.38	2.15	1.23
未分配利润	12.81	7.40	4.31
归属于母公司的所有者权益合计	92.22	82.10	79.72
少数股东权益	0.55	0.60	-
所有者权益合计	92.78	82.69	79.72
负债和所有者权益总计	285.77	176.93	169.42

注：2012 年的数据为追溯调整后的数据

附录 4 合并利润表

编制单位：国开证券有限责任公司

单位：亿元

项目	2014 年	2013 年	2012 年
一、营业收入	15.26	10.26	9.91
手续费及佣金净收入	6.93	4.70	4.97
其中：经纪业务手续费净收入	1.07	0.78	0.57
投资银行业务手续费净收入	5.30	3.48	4.40
资产管理业务手续费净收入	0.40	0.29	0.03
利息净收入	-2.27	0.17	0.70
投资收益	9.33	5.42	4.25
公允价值变动收益(损失)	1.25	-0.02	-0.02
汇兑收益(损失)	0.00	-0.01	0.00
其他业务收入	0.01	0.01	0.01
二、营业支出	5.72	4.37	3.58
营业税金及附加	0.93	0.66	0.56
业务及管理费	4.79	3.72	3.02
资产减值损失	-	-	0.00
其他业务成本	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	9.54	5.89	6.33
加：营业外收入	0.02	0.01	0.02
减：营业外支出	0.00	0.00	0.01
四、利润总额	9.55	5.90	6.34
减：所得税费用	2.35	1.49	1.48
五、净利润	7.20	4.41	4.86
六、其他综合收益	2.88	-2.11	-0.15
七、综合收益总额	10.08	2.31	4.71

附录 5 合并现金流量表

编制单位：国开证券有限责任公司

单位：亿元

项目	2014 年	2013 年	2012 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	-	-	-
收取利息、手续费及佣金的现金	12.66	8.16	7.66
回购业务资金净增加额	15.79	24.40	69.54
代理买卖证券收到的资金净增加额	2.60	3.66	-
拆入资金净增加额	7.50	-	5.00
收到其他与经营活动有关的现金	1.79	0.15	0.03
经营活动现金流入小计	40.34	36.38	82.24
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	69.38	16.82	11.08
回购业务资金支付的现金净额	-	2.90	8.42
代理买卖证券支付的现金净额	-	-	8.02
拆入资金净减少额	-	5.00	-
融出资金净增加额	7.71	0.69	-
支付利息、手续费及佣金的现金	8.27	3.26	1.86
支付给职工以及为职工支付的现金	1.74	1.73	1.21
支付的各项税费	3.08	2.41	2.03
支付其他与经营活动有关的现金	2.22	1.74	1.47
经营活动现金流出小计	92.40	34.55	34.09
经营活动产生的现金流量净额	-52.06	1.83	48.14
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	45.91	-	-
取得投资收益收到的现金	6.50	2.81	2.34
取得固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	52.41	2.81	2.34
投资支付的现金	-	29.06	51.43
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	0.32	0.53	0.35
投资活动现金流出小计	0.32	29.59	51.78
投资活动产生的现金流量净额	52.09	-26.78	-49.44
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	0.67	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	0.67	-
筹资活动现金流入小计	-	0.67	-
筹资活动产生的现金流量净额	-	0.67	-
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	-0.01	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	0.03	-24.29	-1.30
加：期初现金及现金等价物余额	20.39	44.69	45.98
六、期末现金及现金等价物余额	20.42	20.39	44.69

注：2012 年的数据为追溯调整后的数据

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
自有负债	总负债-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-信托-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。

联合资信评估有限公司关于 国开证券有限责任公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)将在国开证券有限责任公司(以下简称“委托人”)于 2015 年获准额度内发行的短期融资券的存续期内进行跟踪评级。

委托人应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。委托人如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注委托人的经营管理状况及相关信息，如发现委托人出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整委托人主体长期信用等级。

如委托人不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权调整或撤销信用等级。

联合资信将指派一个联系人及时与委托人联系，并及时出具有关跟踪评级报告。

