

跟踪评级公告

联合[2018]936号

江海证券有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

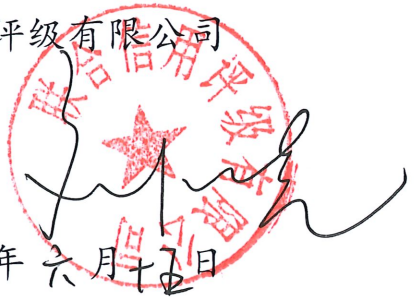
江海证券有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”
江海证券有限公司公开发行的“17 江海 G1”和“17 江海 G2”的
债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

江海证券有限公司

公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 江海 G1	10.00 亿元	3 年	AA+	AA+	2017 年 6 月 6 日
17 江海 G2	20.00 亿元	3 年	AA+	AA+	2017 年 10 月 10 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 15 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	238.02	401.87
自有资产（亿元）	170.11	350.06
可快速变现资产（亿元）	117.54	279.02
所有者权益（亿元）	101.84	102.01
自有负债（亿元）	68.27	248.05
自有资产负债率（%）	40.13	70.86
营业收入（亿元）	12.40	13.54
净利润（亿元）	3.81	2.92
营业利润率（%）	40.98	28.38
平均净资产收益率（%）	4.99	2.86
净资本（亿元）	93.89	119.88
风险覆盖率（%）	193.00	146.91
资本杠杆率（%）	53.32	24.89
短期债务（亿元）	52.17	166.42
全部债务（亿元）	63.20	240.91
EBITDA（亿元）	7.13	12.37
EBITDA 利息倍数（倍）	4.60	1.55
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.05
EBITDA 待偿本金合计（倍）	0.24	0.41

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、本报告如涉及净资产、净资产、各项风险准备之和指标均为母公司口径；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点：

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对江海证券有限公司（以下简称“公司”或“江海证券”）的评级反映了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；2017 年，在黑龙江省保持较强区域竞争力；同时，公司继续推进业务发展，自营和信用业务取得了较好发展。

联合评级同时也关注到，公司营业收入受市场行情波动及相关监管政策等因素影响较大，未来收入增长存在一定不确定性；同时，公司资产管理业务产品及股票质押业务存在较大金额违约情况，对公司当期盈利及后续或将存在一定影响；另外，期末公司 1 年内到期的债务占比较大，需要对公司流动性管理保持关注。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“17 江海 G1”和“17 江海 G2”的债项信用等级为 AA+。

优势

1. 公司是黑龙江省辖区内唯一一家国有控股券商，截至 2017 年末，在黑龙江省设有 33 家营业部，具有较强的网点优势，区域竞争力较强。

2. 2017 年，公司继续推进公司业务转型和各业务协同发展，自营业务和信用交易业务等业务发展较好，收入结构更加均衡，收入实现增长。

关注

1. 经济周期变化、市场波动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值得关注。

2. 2017 年，受市场行情下滑、债务规模

增长导致利息支出增加以及资产减值损失规模增长影响，公司盈利能力有所下滑；公司债务规模增长较快，杠杆水平较高，债务集中在 1 年内到期的占比较大，需要公司进行较好的流动性管理。

3. 2017 年，公司股票质押业务出现违约及涉诉风险事件，涉及金额共计 4.23 亿元，截至 2017 年末，公司共计提 6,930.05 万元减值准备，后续资金回收情况有待观察；公司资产管理业务所管理的资产管理计划出现违约情况，涉及自有资金出资 2.53 亿元，目前正在上诉中；以上风险事件对公司的盈利情况带来一定不利影响。

分析师

张 玮

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@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。

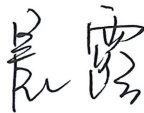
联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：  
联合信用评级有限公司

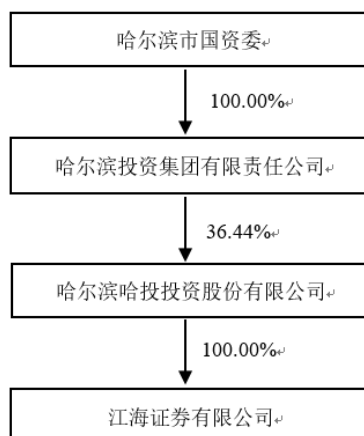
一、主体概况

江海证券有限公司（以下简称“公司”或“江海证券”）原名江海证券经纪有限责任公司，成立于 2003 年 12 月，由原哈尔滨市国际信托投资公司证券营业部、原哈尔滨市财政证券公司、原哈尔滨市证券交易中心重组设立而来，初始注册资本为 1.09 亿元。

2006 年 10 月，公司吸收合并天元证券经纪有限公司，并由哈尔滨投资集团有限责任公司（以下简称“哈投集团”）增资 2.00 亿元，合并及增资后，公司注册资本达到 3.21 亿元。2008 年 9 月，公司由原股东哈投集团、齐齐哈尔市财政局实施定向增资，注册资本金变更为 5.53 亿元。2009 年 3 月，由吉林亚泰（集团）股份有限公司、原股东黑龙江省大正投资集团有限责任公司实施增资，公司注册资本变更为 13.63 亿元。2009 年 6 月，公司名称变更为江海证券有限公司。2015 年 5 月，由哈投集团实施增资，公司注册资本变更为 17.86 亿元。

2016 年，哈投集团旗下上市子公司哈尔滨哈投投资股份有限公司（以下简称“哈投股份”，证券代码：600864.SH）收购公司其他原股东的股权，成为公司唯一出资人，2016 年 7 月，公司完成股东变更工商登记手续。2016 年 10 月，哈投股份对公司增资 49.81 亿元。截至 2017 年末，公司注册资本 67.67 亿元，为哈投股份全资子公司。哈投股份控股股东为哈投集团，持有哈投股份 36.44% 股权，哈投集团为哈尔滨市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“哈尔滨市国资委”）全资子公司，公司实际控制人为哈尔滨市国资委。

图 1 截至 2017 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：证券经纪，证券承销与保荐，证券投资咨询，证券自营，证券资产管理，融资融券，证券投资基金代销，代销金融产品；自有房屋租赁。

截至 2017 年末，公司共设有 75 家证券营业部，其中黑龙江省 33 家，其余主要分布在北京和上海；公司在上海、北京和深圳等区域共设有 17 家分公司；公司拥有全资一级子公司 2 家：江海证券投资（上海）有限公司（以下简称“江海证投”）和江海证券创业投资（上海）有限公司（以下简称“创业投资”），控股子公司 1 家：江海汇鑫期货有限公司（以下简称“汇鑫期货”）；公司共有员工 1,527 人。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 401.87 亿元，其中客户存款 39.80 亿元，客户备付金 9.81 亿元；负债总额 299.86 亿元，其中代理买卖证券款 51.81 亿元；所有者权益 102.01 亿元，其中归属于母公司所有者权益 101.60 亿元；母公司口径净资产 101.43 亿元，净资本 119.88 亿元。2017

年，公司实现营业收入 13.54 亿元，净利润 2.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额-92.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.46 亿元。

公司注册地址：哈尔滨市香坊区赣水路 56 号；法人代表：赵洪波。

二、跟踪债券概况

“17 江海 G1”

2017 年 9 月 7 日，公司发行 10.00 亿元公司债券，债券票面利率为 5.30%，期限为 3 年。本期债券的付息日为 2018 年至 2020 年每年的 9 月 7 日，到期日和兑付日为 2020 年 9 月 7 日。本期公司债券已于 2017 年 9 月 20 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“17 江海 G1”，证券代码“143283.SH”。

本期债券募集资金扣除发行等相关费用后，全部用于补充公司营运资金，与募集说明书约定的资金用途一致。本期债券尚未到首次付息时间。

“17 江海 G2”

2017 年 10 月 18 日，公司发行 20.00 亿元公司债券，债券票面利率为 5.50%，期限为 3 年。本期债券的付息日为 2018 年至 2020 年每年的 10 月 18 日，到期日和兑付日为 2020 年 10 月 18 日。本期公司债券已于 2017 年 10 月 30 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“17 江海 G2”，证券代码“143333.SH”。

本期债券募集资金扣除发行等相关费用后，全部用于补充公司营运资金，与募集说明书约定的资金用途一致。本期债券尚未到首次付息时间。

三、行业分析

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

2017 年以来，证券行业在监管趋严和市场交投活跃度较低的环境下，业绩分化有所加深，风险事件逐步得到控制。行业监管思路明确为依法监管、从严监管、全面监管，在投行业务、股票质押业务、再融资业务以及资产管理业务等方面相继出台政策法规，并加大违规事件的惩处力度；此外，证监会修订并发布了《证券公司分类监管规定》，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，引导行业聚焦主业发展，对证券行业整体信用能力的提升是利好。

2017 年，证券市场呈现结构性行情，绩优股涨幅较大，中小盘股连续下跌，指数处于震荡并小幅上升趋势，但整体市场活跃度较上年有所下降。从业务表现看，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，但降幅有所收窄；经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，2017 年，131 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,113.28 亿元，全年实现净利润 1,129.95 亿元，分别同比减少 5.08%和 8.47%。从收入结构来看，2017 年证券公司经纪业务和投行业务收入占比有所下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源。2017 年，证券投资收益（含公允价值变动）占比 27.66%，较上年度提高 10.32 个百分点；代理买卖证券业务净收入收入占比较去年减少 5.73 个百分点至 26.37%；证券承销与保荐业务净收入占比 12.34%，较上年度减少 3.51 个百分点；财务顾问业务净收入、投资咨询业务净收入、资产

管理业务净收入和利息净收入的占比分别为 4.03%、1.09%、9.96%和 11.18%。截至 2017 年底，131 家证券公司总资产为 6.14 万亿元，较 2016 年底增加 6.04%；净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，较 2016 年底分别增加 12.80%和 7.48%，资本实力有所提升。

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

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

随着监管强化和市场环境变化，证券行业竞争愈加激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。大、中、小型证券公司业绩分化格局将进一步显现，大型证券公司得益于多元化的业务布局，经营业绩受市场环境和监管政策变动的影响较小。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势；同时《证券公司分类监管规定》利好综合性大证券公司，行业集中度可能进一步上升，中小券商的竞争压力将进一步提高。

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

四、管理与内控分析

公司治理方面，跟踪期内，原公司董事长孙名扬、董事张林、监事会主席金龙泉因工作变动离任；同期，公司选举赵洪波为董事长，选举唐蕾、王春宇为独立董事，选举贾淑莉为监事会主席。公司管理人员有一定变动，但整体经营管理核心团队基本保持稳定，未对公司正常经营造成重大不良影响。

内控制度方面，跟踪期内，公司继续按照《证券公司全面风险管理规范》要求，继续推进全面风险管理体系建设，建立健全全面风险管理组织架构，完善全面风险管理体系，主要举措包括梳理各风险管理政策与流程、健全法人治理结构、建立风险报告和预警制度；公司合规管理部、风险控制部和稽核审计部通过定期检查或不定期的抽查、压力测试、实时监控、业务风险评估等方式，及时发现异常情况并向相关部门和公司领导报告和预警提示。

2017 年，公司分类评级为 BBB 级，较上年持平；公司未收到监管函或监督管理措施。

总体看，跟踪期内，公司经营和管理团队基本保持稳定，内控管理能力有所提升。

五、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来源于经纪业务、投资银行业务、自营投资业务、资产管理业务和信用交易业务，随着公司信用交易业务的开展，其对公司收入的贡献程度大幅增加。2017年，受益于自营业务的较好发展，公司营业收入同比增长9.21%，优于行业平均水平。但2017年在实现营业收入同比增长的情况下净利润同比下降23.39%，主要系公司股票质押业务计提减值准备及权益类投资业务确认减值损失所致。

表1 公司营业收入及其构成情况（单位：亿元，%）

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
经纪业务	5.12	41.27	3.99	29.48
投资银行业务	1.55	12.48	1.06	7.81
自营投资业务	2.37	19.08	4.03	29.75
资产管理业务	1.26	10.18	1.51	11.11
信用交易业务	2.28	18.38	2.78	20.48
其他业务	-0.17	-1.39	0.18	1.35
合计	12.40	100.00	13.54	100.00

资料来源：公司提供

从收入构成上看，经纪业务、自营业务和信用业务仍是公司主要收入来源。2017年，随着市场交易量持续低迷，公司经纪业务收入呈下降趋势，为3.99亿元，同比下降22.07%，占营业收入的比重由上年的41.27%下降为29.48%；2017年，受承销费率降低及债券承销规模下降影响，公司投资银行业务实现收入1.06亿元，同比下降31.61%，占营业收入比重由上年的12.48%下降为7.81%；2017年，公司自营投资业务发展较好，实现收入4.03亿元，同比增长70.04%，占比由上年的19.08%上升为29.75%；2017年，公司资产管理业务收入1.51亿元，同比增长19.84%，占营业收入比重为11.11%，较上年提升0.93个百分点；信用交易业务方面，2017年，受股票质押业务规模增长的影响，公司信用交易业务收入持续增加，为2.78亿元，同比增长21.93%，占比由上年的18.38%提升为20.48%。

总体看，2017年，公司营业收入仍主要来源于经纪业务、自营业务和信用业务，公司收入结构不断优化；同时，联合评级也关注到公司收入和利润受市场行情波动的影响较大，未来盈利增长存在一定不确定性。

2. 业务运营

（1）经纪业务

公司经纪业务由经纪业务管理总部及下属各营业部共同运营。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。2017年，随着市场行情的较大波动，公司经纪业务收入呈下降趋势，为3.99亿元，同比下降22.07%。

截至2017年末，公司共设证券营业部75家，其中，33家布局在黑龙江省内，实现了营业网点在黑龙江省内的全面深入覆盖，具有较强的区域竞争优势；省外营业部主要分布于北京、上海、

深圳等经济发达的一线城市以及福建、辽宁、山东等多个省份的发达城市。公司加快推进营业网点建设及布局优化，加强黑龙江省外的网点布局，2017年，公司在北京、上海、深圳等地区新设13家分公司，在泉州市、合肥市、长沙市、苏州市、东莞市新设5家营业部，逐步实现营业网点的全国性布局。

目前，公司证券经纪业务主要包括代理买卖证券业务及代销金融产品业务。2017年，公司代理买卖证券交易额11,138.37亿元，较上年小幅下降1.48%；交易量市场份额由上年的0.15%下降为0.14%。公司代理买卖证券仍以股票为主，2017年股票交易量为6,094.88亿元，同比下降20.47%，市场份额总体呈下降趋势。2017年，公司证券交易综合佣金费率水平进一步下降，由上年的0.060%下降为0.050%，但仍高于行业平均水平，未来仍存在一定下降压力。

表2 公司代理买卖证券业务情况（单位：亿元，%）

证券种类	2016年		2017年	
	交易量	市场份额	交易量	市场份额
A股	7,657.38	0.30	6,090.31	0.27
B股	6.79	0.23	4.57	0.23
基金	71.82	0.03	27.10	0.01
债券	3,566.15	0.07	5,009.16	0.09
其他	3.68	0.05	7.23	0.03
合计	11,305.83	0.15	11,138.37	0.14

数据来源：公司提供

总体看，2017年，公司进一步加强营业网点布局，但受市场剧烈波动和佣金率持续下降的影响，经纪业务收入呈下降趋势，未来经纪业务收入增长存在一定不确定性。

（2）投资银行业务

公司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。2017年，受承销费率降低及债券承销规模下降影响，公司投资银行业务实现收入1.06亿元，同比下降31.61%。

2017年，公司稳步推进传统投行业务，积极发展创新业务，为企业提供多样化融资服务，并以投行业务为依托，实现各业务条线的协同发展。证券承销方面，2017年，公司完成股票承销金额6.91亿元，同比增长51.87%，承销收入0.39亿元，同比下降18.75%，主要系市场竞争激烈导致承销费率下降所致。2017年受债券发行市场行情较差、发行成本攀升的影响，公司债券承销金额有所下降，为24.50亿元，同比下降57.76%，承销收入0.28亿元，同比下降54.10%。公司其他收入主要来自新三板推荐挂牌收入、持续督导收入和财务顾问收入等，2017年为0.39亿元，同比下降13.33%。

表3 公司投资银行业务规模和收入情况表（单位：亿元）

项目	2016年		2017年	
	承销金额	承销收入	承销金额	承销收入
股票	4.55	0.48	6.91	0.39
债券	58.00	0.61	24.50	0.28
其他	--	0.45	--	0.39
合计	62.55	1.54	31.41	1.06

资料来源：公司提供

新三板业务方面，2017年，公司积极抢占新三板市场份额，重点推荐新兴领域的成长型企业，

新增新三板推荐挂牌企业 17 家、做市企业 9 家。截至 2017 年末，公司累计推荐挂牌企业 72 家，做市企业 43 家。

储备项目方面，截至 2017 年末，公司股权类和债权类业务已申报项目共 22 个，项目类型涵盖 IPO、企业债和公司债等，总募集金额 299.53 亿；公司作为主承销商核准未发行的债权类项目共 5 项，包括 4 个非公开发行项目和 1 个小公募项目。整体看，公司项目储备情况良好。

总体看，2017 年，公司股票承销规模有所提升，债券承销规模有所下降，整体证券承销业务净收入有所下降。

（3）自营业务

公司自营业务主要投资品种包括权益类和固定收益类产品。

2017 年，自营业务坚持以价值投资为基础，立足于多层次资本市场，丰富投资品种，实现收入来源的多元化。2017 年，公司自营投资业务发展较好，实现收入 4.03 亿元，同比增长 70.04%。

2017 年，公司加大了自营业务投资规模，截至 2017 年末为 157.68 亿元，较上年末大幅增长 595.85%；受股票市场行情震荡影响，公司调整投资结构，缩减了股票投资占比，扩大了债券投资占比，截至 2017 年末，股票投资占比 9.01%，债券投资占比 54.70%；其他主要包括集合理财产品、信托计划、期货投资、基金投资、委托其他证券公司投资、银行理财投资等，规模增长较快主要系公司增加了债券和固定收益类信托产品投资所致，需关注债券市场违约风险及其他投资规模增加带来的投资风险。2017 年，公司自营业务实现收益率 5.42%，受市场行情下滑影响，投资收益率呈下降趋势，收益率水平尚可。

表 4 公司自营业务情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	规模	占比	收益率	规模	占比	收益率
股票（包括股指期货）	4.66	20.56	23.25	14.21	9.01	15.88
债券	6.38	28.15	9.89	86.26	54.70	3.32
其他	11.61	51.24	5.59	57.22	36.29	5.98
合计	22.66	100.00	10.44	157.68	100.00	5.42

资料来源：公司提供

根据证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，截至 2017 年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 14.16%，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 168.30%，均符合监管标准。

总体看，2017 年，公司自营业务规模大幅增长，并根据市场行情变化调整投资策略，收益率水平尚可；自营业务收益率受市场波动影响较大，未来收入存在较大不确定性；同时，需关注债券市场违约风险及其他投资增长较快带来的投资风险

（4）资产管理业务

2017 年，公司按照监管层“回归监管本源，坚守资管底线”整体要求，积极发展以资产证券化为代表的主动管理型资产管理业务。从管理资产的规模来看，截至 2017 年，公司资产管理业务总规模为 3,490.69 亿元，较上年末增长 27.52%；截至 2017 年末，存续产品数量 458 只，管理规模排名行业第 11 位（公司提供），其中仍以定向资产管理为主，定向资产管理规模 3,194.09 亿元，较上年末增长 19.89%，保持稳定增长；集合资产管理规模 67.33 亿元，较上年末大幅增长 214.77%；专项理财方面，截至 2017 年末，公司资产证券化项目已累计成功落地 6 单，存续专项理财产品总规模 229.27 亿元，较上年末大幅增长 342.61%，跻身行业排名前 20%（公司提供）。

从收入构成来看，2017 年，公司资产管理业务收入仍以定向资产管理业务为主，为 74.67%，较上年的 96.09%大幅下降，随着市场竞争日趋激烈，此部分业务利润空间不大；集合资产管理业务实现收入 0.27 亿元，较上年大幅增长 440.00%；专项理财方面，2016 年和 2017 年分别实现收入 0.0019 亿元和 0.10 亿元，规模很小。

表 5 公司资产管理业务¹情况表（单位：亿元）

项目	2016 年		2017 年	
	规模	净收入	规模	净收入
集合理财	21.39	0.05	67.33	0.27
定向理财	2,664.20	1.23	3,194.09	1.12
专项理财	51.80	0.0019	229.27	0.10
合计	2,737.39	1.28	3,490.69	1.50

资料来源：公司提供

2018 年，公司管理的资产管理计划出现违约事件，涉及公司自有资金出资 2.53 亿元，目前此案正在上诉中，详见本报告“经营分析-重大事项”部分。

总体看，2017 年，公司资产管理业务发展较好，业务规模呈增长趋势，集合理财产品和专项理财产品增速较快，但目前仍以定向理财产品为主，但随着市场竞争日趋激烈，此板块利润空间有限，未来公司将大力发展主动管理及资产证券化业务。

（5）信用交易业务

公司信用交易业务是为客户提供融资融券、股票质押式回购、约定购回等服务。2017 年，受股票质押业务规模增长的影响，公司信用交易业务收入持续增加，为 2.78 亿元，同比增长 21.93%。

融资融券业务方面，截至 2017 年末，公司账户数目为 3.06 万户，较上年末增长 8.90%；融资融券业务规模 27.46 亿元，较上年末下降 5.05%；实现融资融券利息收入 2.28 亿元，较上年基本持平。

表 6 公司融资融券业务情况表（单位：万户，亿元）

项目	2016 年	2017 年
融资融券账户数目	2.81	3.06
融资融券余额	28.92	27.46
融资融券利息收入	2.29	2.28

资料来源：公司提供

其他信用业务方面，2017 年，公司的股票质押式回购业务余额大幅增长，年末余额为 163.10 亿元，较上年末大幅增长 134.74%，获得利息收入 3.08 亿元，同比增长 327.78%。约定购回业务方面，随着整个市场业务规模的持续萎缩，截至 2017 年末，公司已无约定购回业务余额。

2017 年，公司股票质押业务出现因质押的股票股价下跌、标的公司股份冻结等因素触发的违约及涉诉等风险事件，公司共计提了 6,930.05 万元的资产减值准备²。

截至 2017 年末，公司信用业务杠杆率为 130.42%，较上年末的 80.43%提升较快，主要系股票质押业务规模增长较快所致，公司信用业务杠杆率较高。

总体看，2017 年，公司信用交易业务仍以融资融券和股票质押业务为主，已成为公司重要收

¹ 表格中数据均采用母公司口径，造成表格中合计数与公司报表中资产管理业务净收入不一致。

² 详见本报告“经营分析-重大事项”部分。

入来源，股票质押业务规模快速增长，但出现违约及涉诉风险事件，需对后续情况的处置及信用业务自身风险管理方面保持关注。

3. 子公司业务

江海证投

江海证投成立于 2014 年 6 月，注册资本为 2,000.00 万元，为公司全资子公司。2016 年和 2017 年，公司分别对江海证投进行两次增资，截至 2017 年末，江海证投资本 5.00 亿元。江海证投主营业务是证券咨询（不得从事金融证券、保险业务），金融信息服务（除金融业务），实业投资，项目投资，项目管理，资产管理，投资咨询（除经纪），财务咨询（不得从事代理记账），市场信息咨询与调查（不得从事社会调研、社会调查、民意调查、民意测验）。江海证投在公司增资后，各业务逐渐实现了全面建设和开展。截至 2017 年末，江海证投资产总额 2.84 亿元，净资产 2.83 亿元，2017 年全年实现营业收入 0.18 亿元，净利润 0.12 亿元。

创业投资

创业投资成立于 2017 年 7 月，注册资本 5.00 亿元，是公司成立的私募基金业务平台，经营范围包括：创业投资；投资管理；投资管理咨询。因设立时间较短，创业投资经营尚不成熟，截至 2017 年末，创业投资总资产 161.11 万元，净资产 158.15 万元，2017 年全年实现营业收入 0.10 万元，净利润-41.85 万元。

汇鑫期货

汇鑫期货成立于 1995 年 5 月，初始注册资本为 1,500.00 万元，经历次增资扩股，截至 2017 年末，汇鑫期货注册资本为 1.00 亿元，其中公司持股 65.00%。汇鑫期货拥有上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所的会员资格，是中国金融期货交易所的交易结算会员，主要从事商品期货和金融期货经纪业务、期货投资咨询、资产管理业务，其中期货经纪业务占收入的 95% 以上。截至 2017 年末，汇鑫期货分别在北京、上海、营口、沈阳、蚌埠和鞍山设 6 家期货营业部。2017 年，汇鑫期货实现营业收入 4,592.03 万元，同比增长 4.04%；净利润 203.24 万元，较上年下降 26.00%。

总体看，公司子公司运营情况尚可，但整体规模较小，对公司的收入和利润贡献有限。

4. 重大事项

诉亿阳集团股份有限公司违约事项

公司分别在 2016 年 12 月 13 日和 2017 年 2 月 16 日与亿阳集团股份有限公司（以下简称“亿阳集团”）签订了股票质押式回购交易业务协议书，亿阳集团将其持有的 1,349 万和 288 万股亿阳信通股份有限公司（以下简称“亿阳信通”）股票（ST 信通，600289）作为股票质押式回购交易的标的证券，双方约定的初始成交金额分别为 1 亿元和 2,300.00 万元，购回利率分别为 7%和 7.5%，交易到期日分别为 2017 年 6 月 13 日和 2018 年 2 月 15 日。2017 年 9 月 21 日，上海市黄浦区人民法院根据大同证券有限责任公司的申请，将亿阳集团持有的亿阳信通 207,573,483.00 股股票司法冻结，占其持有的亿阳信通股票 100%，司法冻结期限为三年。期后，亿阳集团持有的股权被多家法院轮候冻结。

2017 年 10 月 25 日，公司向亿阳集团发出了《关于亿阳集团股份有限公司股票质押业务的风险通知函》，明确要求其提前购回在公司的股票质押融资债务，否则公司将对标的证券进行违约处置。亿阳集团至今未按协议约定提前购回质押标的证券及承担相应违约责任。公司于 2017 年 12 月 29 日向哈尔滨市仲裁委员会申请仲裁，目前已被受理，尚未裁决。

公司按照谨慎性原则，对该笔业务单项计提减值准备 5,124.97 万元，并对其应收利息 435.60 万元全额计提坏账准备。

诉北京弘高慧目投资有限公司违约事项

2016 年 11 月 29 日，公司与北京弘高慧目投资有限公司（以下简称“弘高慧目”）签订了股票质押式回购交易业务协议书，弘高慧目将其持有的北京弘高创意建筑设计股份有限公司（以下简称“弘高创意”）6,500 万股股票（*ST 弘高，002504）作为股票质押式回购交易的标的证券，双方约定的具体初始成交金额为 3 亿元，购回利率为 5.6%，交易到期日 2018 年 2 月 28 日。

2017 年 5 月 2 日，弘高创意发布了《北京弘高创意建筑设计股份有限公司关于公司股票交易被实施退市风险警示暨停牌的公告》，该公司股票自 2017 年 5 月 3 日起被实施退市风险警示特别处理，股票简称由“弘高创意”变更为“*ST 弘高”。

公司于 2017 年 5 月 2 日向弘高慧目发出了《关于客户北京弘高慧目投资有限公司股票质押式回购业务提前购回的通知函》，要求其于 2017 年 5 月 10 日前进行提前购回，并未得到正面回应。公司于 2017 年 6 月 22 日、8 月 8 日和 9 月 8 日又两次向弘高慧目发送了《关于客户北京弘高慧目投资有限公司股票质押式回购业务提前购回的通知函》，要求弘高慧目进行购回并承担违约责任，给付违约金，均未得到正面回复，根据《业务协议》相关规定，公司可以通过司法途径处置标的证券维护其合法权益。

2017 年 11 月 17 日，北京弘高中太投资有限公司与公司签订了《股票质押担保合同》，合同约定以其持有的 1000 万股 *ST 弘高股票质押给公司，作为弘高慧目履行义务的合法有效担保。

2017 年 12 月 21 日，弘高慧目未按照合同规定支付利息，公司向其发送了《关于客户北京弘高慧目投资有限公司股票质押式回购业务违约情况的通知函》要求支付利息，同日弘高慧目向公司出具了《关于延迟付息的说明》，说明指出“预计 2018 年 1 月 3 日向贵公司支付利息”，但未如期支付利息。

2017 年，公司按照谨慎性原则，对该笔业务单项计提减值准备 900.00 万元，并对其应收利息 469.48 万元全额计提坏账准备。

公司于 2018 年 1 月 26 日向哈尔滨市仲裁委员会申请仲裁。2018 年 6 月 1 日，哈尔滨仲裁委员会作出裁决结果，判定弘高慧目给付公司欠款本金及利息、违约金、差旅费和财产保全费合计 3.29 亿元以及自 2018 年 1 月 26 日起至实际偿付日为止的利息、违约金。

总体看，公司股票质押业务出现违约及涉诉风险事件，公司计提了减值准备，对公司净利润造成一定不利影响，联合评级将持续关注其后续处理结果以及或存在继续对公司造成的损失情况。

诉左洪波违约事项

2017 年 3 月 15 日，公司代表“江海证券浩瀚 3 号集合资产管理计划”与左洪波签订了《江海证券有限公司股票质押式回购交易业务客户协议》。约定双方开展股票质押式回购交易，左洪波以其所持有的股票（股票简称：奥瑞德，证券代码：600666）质押向申请人融入资金。

2017 年 3 月 28 日，公司与左洪波签署了《股票质押式回购交易业务协议书》，约定标的证券为左洪波持有的 5,142.93 万股“奥瑞德”股票（后因发生送股，质押股数变更为 8,228.688 万股），初始交易成交金额 10.00 亿元（其中公司出资 1.60 亿元）。交易到期日为 2018 年 3 月 27 日，付息日为每季度末月 20 日。

2017 年 4 月 12 日，公司与左洪波签署了《股票质押式回购交易业务协议书》，约定标的证券为左洪波持有的 2,907.07 万股“奥瑞德”股票（后因发生送股，质押股数变更为 4,651.312 万股），初始交易成交金额 5.81 亿元（其中公司出资 0.93 亿元）。交易到期日为 2018 年 4 月 11 日，付息

日为每季度末月 20 日。

公司与褚淑霞、左昕、大庆奥瑞德创新研究院有限公司、大庆映奥科技有限公司、河南瑞弘源科技有限公司、通宝（湖北）产业投资壹号基金（有限合伙）分别签署了《保证合同》，约定为左洪波提供连带责任保证。

在上述业务待回购期间内，经公司催告，左洪波未能依约履行偿付本息及违约金的义务，褚淑霞、左昕、大庆奥瑞德创新研究院有限公司、大庆映奥科技有限公司、河南瑞弘源科技有限公司、通宝（湖北）产业投资壹号基金（有限合伙）亦未履行其担保义务，均已构成违约。公司依法向仲裁委申请了仲裁，要求左洪波尽快偿还申请人的融资本金 15.81 亿元及相应的利息、违约金及实现债权费用等。目前，哈尔滨仲裁委员会已经受理申请人的仲裁申请，该案正在审理中。上述事件中，共涉及资管计划资金 15.81 亿元，其中公司自有资金 2.53 亿元，金额较大，联合评级将持续关注相关情况的处理结果。

5. 未来发展

公司确定了“以经纪业务为基础，以投资银行业务为龙头，以资产管理业务和自营业务为两翼”的战略发展思路，旨在打通投行业务与经纪业务、投行业务与自营业务、投行业务与资管业务之间的协同渠道，建立利益共享机制，持续提升合规风险管理能力，实现各项业务在风险管控的前提下协同发展。

在投行业务与资管业务、经纪业务协同发展方面，投资银行业务以其专业优势，可以为资产管理业务在创新产品设计和发行商提供有力支持，而资产管理业务为投资银行业务的创新提供了产品通道，使其创新最终得以实现，另外投资银行业务和资产管理业务的联合可以达成项目主体与投资主体的衔接。经纪业务拥有广大的客户群体，能为投资银行业务及资产管理业务提供客户资源，另一方面，在金融市场的不断发展中，客户对产品及服务的需求趋向多样化和专业化，投资银行业务和资产管理业务可以为其提供专业化服务的建议和多样化的投资品种。

公司将发挥在黑龙江地域上的区位优势，以现有业务为基础，逐步为黑龙江省打造一个以证券业务为核心的综合金融服务平台，并与其它金融机构建立更为深入广泛地合作，形成一个强大的资本市场金融服务平台，通过资源共享，把金融服务延伸到省内各地。同时，公司还将在本地多层次资本市场建设方面发挥作用，为本地经济发展贡献力量。

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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年合并财务报表已经大华会计师事务所审计，并出具了无保留意见的审计报告；公司合并范围差异较小，财务数据可比性较强。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 401.87 亿元，其中客户存款 39.80 亿元，客户备付金 9.81 亿元；负债总额 299.86 亿元，其中代理买卖证券款 51.81 亿元；所有者权益 102.01 亿元，其中归属于母公司所有者权益 101.60 亿元；母公司口径净资产 101.43 亿元，净资本 119.88 亿元。2017 年，公司实现营业收入 13.54 亿元，净利润 2.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额-92.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.46 亿元。

2. 资产质量和流动性

2017 年，公司资产总额持续增长，截至 2017 年末，公司总资产 401.87 亿元，较上年末增长 68.84%，主要系自营投资规模增长导致买入返售金融资产和公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增加所致。截至 2017 年底，公司自有资产 350.06 亿元，较年初增长 105.78%，其中可快速变现资产 279.02 亿元，较年初增长 137.39%，公司可快速变现资产占自有资产的比重为 79.71%，较上年末有所上升，自有资产仍以可快速变现资产为主。截至 2017 年底，公司可快速变现资产以融出资金（占比 10.15%）、买入返售金融资产（占比 37.53%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 33.24%）和可供出售金融资产（占比 14.58%）为主。

截至 2017 年末，公司融出资金 28.33 亿元，较上年末减少 4.39%，主要系融资融券业务规模下降所致，其中期限在 1~3 个月的融出资金余额占比 42.36%，3~6 个月的占比 17.06%，6~12 个月的占比 9.68%，流动性较强；2017 年公司融出资金按 0.21% 的比例计提坏账准备，共计提 0.06 亿元。截至 2017 年末，受股票质押式回购业务规模影响，公司买入返售金融资产 104.70 亿元，较年初大幅增长 100.27%，其中股票质押式回购资金余额占比 70.95%，其余为债券回购，股票质押式回购的剩余期限均在 1 年以内的占比 58.79%；公司对买入返售金融资产计提了坏账准备，整体计提比例为 0.90%。截至 2017 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 92.73 亿元，较上年末大幅增长 669.18%，主要系增加债券投资规模所致，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要以债券为主，占比达 86.37%，其余为股票和基金，占比分别为 9.73% 和 3.29%。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产 96.33 亿元，较上年末增长 69.64%，主要系债券投资、理财产品投资和信托计划投资增加所致，其中债券占 35.47%，股票占 6.78%，理财产品占 10.83%，其余为信托计划及资管计划投资等，占比 46.92%。

表 7 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末
自有资产	170.11	350.06
可快速变现资产	117.54	279.02
其中：自有货币资金	7.31	6.54
自有结算备付金	2.22	6.02
可供出售金融资产	14.03	40.69
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	12.06	92.73
融出资金	29.63	28.33
买入返售金融资产	52.28	104.70
其他资产	67.91	51.81
其中：客户资金存款	48.01	39.80
客户备付金	17.08	9.81
资产总额	238.02	401.87

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：可快速变现资产已剔除可供出售金融资产中的理财产品、信托产品及其他。

总体看，2017 年，公司自有资产规模持续增加，以可快速变现资产为主，变现能力较强，流动性较好，资产质量较高；同时，联合评级关注到公司自营投资规模大幅增长，其资产中债券、信托计划类投资增长较快，需对此类投资的风险保持关注。

3. 负债及杠杆水平

2017 年，公司负债总额持续增长，截至 2017 年末，公司负债总额 299.86 亿元，较年初大幅增长 120.20%，主要系自有负债增长所致。截至 2017 年末，公司自有负债规模 248.05 亿元，较上年末增长 263.34%，主要系卖出回购金融资产款大幅增加所致；其中，卖出回购金融资产款占比为 50.55%，应付短期融资款占比 7.23%，应付债券占比为 12.25%。截至 2017 年末，公司卖出回购金融资产款 125.38 亿元，较年初大幅增长 296.49%，主要系公司扩大了债券质押融资规模，按卖出回购标的来看，主要为债券，占比 85.64%，其他为融资融券资产收益权等。截至 2017 年末，公司应付短期融资款 17.94 亿元，较上年末下降 10.29%，主要系收益凭证规模减少，公司应付短期融资款全部为收益凭证，票面利率在 4.10%~10.39% 之间。截至 2017 年末，公司应付债券 30.39 亿元，较上年末增长 175.57%，为公司发行的面值 30.00 亿的公司债“17 江海 G1”和“17 江海 G2”，期限均为 3 年。截至 2017 年末，公司其他负债 69.29 亿元，较上年末大幅增长 36.57 倍，主要系公司发行的 44.10 亿元次级债和一年内到期的非流动负债增加所致。

表 8 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末
自有负债	68.27	248.05
其中：卖出回购金融资产款	31.62	125.38
应付短期融资款	20.00	17.94
应付债券	11.03	30.39
其它负债	1.84	69.29
非自有负债	67.91	51.81
其中：代理买卖证券款	67.91	51.81
负债总额	136.18	299.86
净资本/负债	138.23	48.39
净资产/负债	149.29	40.95
自有资产负债率	40.13	70.86

资料来源：公司审计报告、监管报表，联合评级整理。

2017 年公司债务规模增长较快，净资本/负债和净资产/负债指标呈下降趋势，分别为 48.39% 和 40.95%，均高于行业监管标准；2017 年公司自有资产负债率提升较快，由上年末的 40.13% 提升为 70.86%，杠杆已处于较高水平。

有息债务方面，截至 2017 年末，公司总债务规模 240.91 亿元，较年初增长 281.21%，主要系卖出回购金融资产款和次级债增加所致；其中短期债务占 69.08%，长期债务占 30.92%，公司总体债务增长较快且期限偏短期，公司面临一定的短期偿付压力，需要公司进行较好的流动性管理。

表 9 截至 2017 年末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元，%）

到期日	金额	占比
1 年及以内	166.42	69.08
1~2 年	0.00	0.00
2 年以上	74.49	30.92
合计	240.91	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2017 年，公司自有负债快速增长，债务负担较高，且面临一定的短期偿债压力；公

司杠杆水平上升较快，需对公司的偿债能力和流动性情况保持关注。

4. 资本充足性

公司主要通过利润留存及股东注资及发行次级债补充资本，2017 年新发 44.10 亿元次级债。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 102.01 亿元，较上年末基本持平，其中归属于母公司所有者权益 101.60 亿元。在归属于母公司所有者权益中，公司股本、资本公积、盈余公积、未分配利润和风险准备分别占比 66.61%、12.95%、2.86%、11.99%和 5.71%，公司股东权益的稳定性较好。2017 年，公司现金分红金额为 1.80 亿元，较上年持平，占当年净利润的 61.64%，公司分红力度较大，利润留存对资本补充的作用不高。

截至 2017 年末，母公司口径（下同）的净资本 119.88 亿元，较上年末增长 27.68%，主要系公司发行 30 亿次级债计入附属净资本所致；公司净资产规模 101.43 亿元，较上年末基本持平。截至 2017 年末，公司的各项风险资本准备之和为 81.60 亿元，较年初增长 104.19%，主要系资产管理业务规模和自营业务规模增加所致。从主要风控指标来看，截至 2017 年末，受各项风险准备之和增加影响，风险覆盖率指标由上年末的 193.00%下降为 146.91%；资本杠杆率指标为 24.89%，较上年末下降 28.43 个百分点；受净资本增长幅度较大影响，净资本/净资产指标由 2016 年末的 92.59%上升至 118.18%；公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 10 公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末	监管标准	预警标准
核心净资本	93.39	89.01	--	--
附属净资本	0.50	30.87	--	--
净资本	93.89	119.88	--	--
净资产	101.40	101.43	--	--
各项风险准备之和	48.65	81.60	--	--
风险覆盖率	193.00	146.91	≥100	≥120
资本杠杆率	53.32	24.89	≥8	≥9.6
净资本/净资产	92.59	118.18	≥20	≥24

数据来源：公司净资本监管报表，以上指标均为母公司口径；

注：2016 年，证监会修改了《证券公司风险控制指标管理办法》，自 2016 年 10 月 1 日起正式实施。

总体看，2017 年，公司各项风险控制指标均符合监管要求，整体资本充足性较好。

5. 现金流

从现金流情况来看，2017 年，公司经营性现金流仍呈净流出状态，流出规模 92.95 亿元，较上年变化不大，主要系市场行情低迷导致经纪业务和融资融券业务收入减少以及代理买卖证券流入金额减少所致。公司投资活动的现金流规模较小，2017 年为 1.09 亿元，较上年基本持平。筹资活动方面，随着融资需求持续增长，筹资活动现金流入持续增长，2017 年为 160.76 亿元，同比增长 51.22%；随着债务到期，筹资活动现金流出逐年增加，2017 年为 79.14 亿元，同比增长 114.20%；筹资活动现金流量净额 81.62 亿元，同比增长 17.67%。整体看，公司融资渠道较为畅通，且考虑到公司作为上市公司的子公司，具备一定再融资能力，整体现金流状况处于较好水平。

表 11 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
经营性现金流量净额	-94.86	-92.95
投资性现金流量净额	-1.00	-1.09
筹资性现金流量净额	69.37	81.62
现金及现金等价物净增加额	-26.42	-12.46
年末现金及现金等价物余额	74.62	62.17

资料来源：公司审计报告。

总体看，2017 年，公司主要业务受市场行情影响较大，经营性现金流为净流出状态；投资规模较小；公司主要依靠筹资活动补充资金，存在较大的融资需求。公司融资渠道较为畅通，整体现金流状况较好。

6. 盈利能力

2017 年公司实现营业收入 13.54 亿元，同比增长 9.21%，好于同行业平均水平；其中，手续费及佣金净收入和投资收益占比分别为 40.75%和 60.41%。手续费及佣金净收入主要来自经纪业务收入、投资银行业务收入和资产管理业务收入，2017 年经纪业务手续费净收入 2.92 亿元，同比减少 25.69%，占手续费及佣金净收入的 52.89%，较上年下降 18.29 个百分点，主要系股票市场行情波动所致；投资银行业务手续费净收入 1.06 亿元，同比减少 31.29%，占比 19.13%，较上年下降 8.71 个百分点；资产管理业务手续费净收入 1.50 亿元，同比增长 19.05%，占手续费及佣金净收入的 27.24%，较上年上升 4.36 个百分点。2017 年，利息净收入为负主要系应付短期融资款和债券利息支出较大所致，利息净收入主要来自信用业务利息收入，2017 年占比为 31.02%。2017 年，公司实现投资收益 8.18 亿元，较上年大幅增长 224.23%，主要来自公司持有及处置金融工具取得的收益，分别占比 92.18%和 7.82%。

2017 年，公司营业支出 9.70 亿元，同比增长 32.50%。从支出构成来看，主要为业务及管理费，2017 年为 7.45 亿元，同比增长 11.73%，占比为 76.85%，业务及管理费主要是职工薪酬，2017 年为 4.89 亿元，占业务及管理费的 65.64%。2017 年，公司薪酬收入比为 36.09%，同比小幅下降；公司营业费用率小幅上升，由上年的 53.78%提升为 55.04%，成本控制能力有待加强。2017 年，公司资产减值损失 2.11 亿元，同比增长 558.09%，主要系公司股票质押业务计提减值准备及确认可供出售金融资产计提减值损失所致。

表 12 公司盈利指标（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年
营业收入	12.40	13.54
其中：手续费及佣金净收入	6.77	5.52
利息净收入	3.24	-0.62
投资收益	2.52	8.18
营业支出	7.32	9.70
其中：业务及管理费	6.67	7.45
营业利润	5.08	3.84
净利润	3.81	2.92
营业费用率	53.78	55.04
薪酬收入比	38.42	36.09
营业利润率	40.98	28.38

平均自有资产收益率	2.80	1.12
平均净资产收益率	4.99	2.86

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从盈利指标来看，2017 年公司实现净利润 2.92 亿元，同比减少 23.39%，主要系受市场行情波动影响及计提资产减值损失所致。2017 年，公司营业利润率 28.38%、平均净资产收益率 2.86%、平均自有资产收益率 1.12%，较上年分别下降 12.60 个百分点、2.13 个百分点和 1.68 个百分点。2017 年，公司净资产收益率低于行业平均水平。

总体看，2017 年，公司收入规模有所增长；受市场行情持续低迷及计提资产减值损失影响，公司盈利能力有所下降，净资产收益率低于行业平均水平。

7. 偿债能力

2017 年，公司 EBITDA 12.37 亿元，同比增长 73.52%。2017 年公司 EBITDA 由折旧和摊销（占 4.62%）、利息支出（占 64.43%）和利润总额（占 30.95%）组成，利息支出和利润总额在 EBITDA 构成中占比较大。2017 年，随着公司债务规模持续增长，公司 EBITDA 全部债务较上年下降 0.06 倍至 0.05 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力一般；EBITDA 利息倍数由上年的 4.60 倍下降为 1.55 倍，EBITDA 对利息的保护能力一般。另一方面，考虑到公司持有较大规模的可快速变现资产，截至 2017 年底，公司可快速变现资产/自有负债为 1.12 倍，该类资产可对债务形成良好保障。

表 13 公司偿债能力指标表（单位：亿元，%，倍）

项目	2016 年	2017 年
总债务	63.20	240.91
自有资产负债率	40.13	70.86
可快速变现资产/自有负债	1.72	1.12
EBITDA	7.13	12.37
EBITDA 全部债务比	0.11	0.05
EBITDA 利息倍数	4.60	1.55

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2018 年 4 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2017 年末，公司无对外担保；存在 2 起重大未决诉讼情况，详见本报告“经营分析-重大事项”部分。

截至 2017 年末，公司共取得银行授信额度 367.24 亿，其中未使用授信余额 304.24 亿元。

总体看，2017 年，公司债务负担有所加重，考虑到公司可快速变现资产对自有负债保障能力较好、EBITDA 利息倍数等偿债能力指标尚可以及股东增资使得公司资本实力进一步增强，公司整体偿债能力很强。

七、跟踪公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年末，公司可快速变现资产 279.02 亿元，为公司“17 江海 G1”和“17 江海 G2”本金合计（30.00 亿元）9.30 倍，公司可快速变现资产对债券的覆盖程度高；净资本（母公司）口径 119.88 亿元，为债券本金（30.00 亿元）4.00 倍，公司较大规模的可快速变现资产和净资本能够对“17 江海 G1”和“17 江海 G2”的按期偿付起到良好的保障作用。

用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 12.37 亿元，为债券本金（30.00 亿元）的 0.41 倍，公司 EBITDA 对“17 江海 G1”和“17 江海 G2”的覆盖程度较强。从现金流情况来看，公司 2017 年经营性现金流量净额为负，无法覆盖债券本息。

综合以上分析，并考虑到公司为上市公司的子公司，在资本实力和对外融资等方面具有一定优势，公司对“17 江海 G1”和“17 江海 G2”的偿还能力很强。

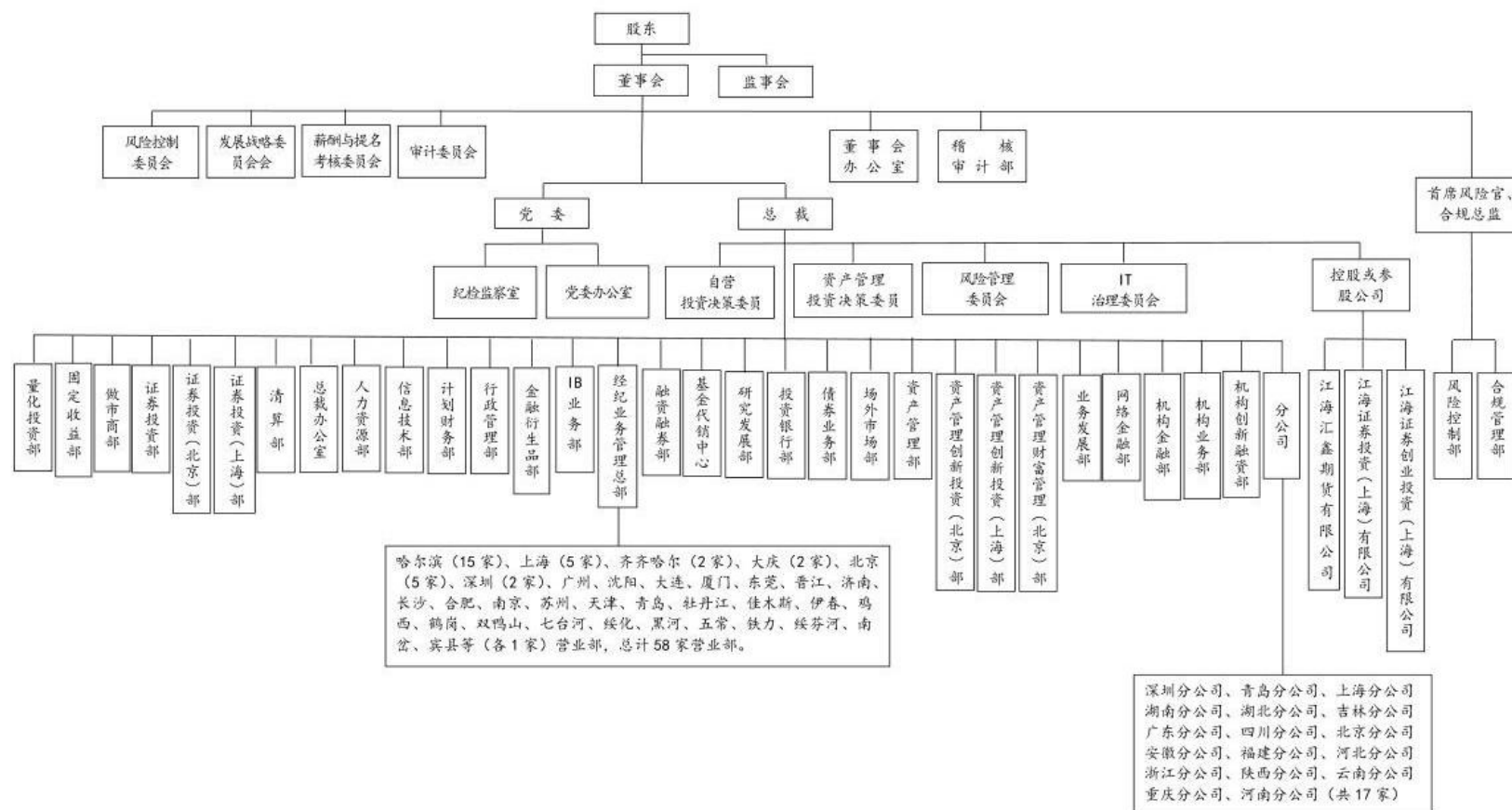
八、综合评价

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；2017 年，在黑龙江省保持较强区域竞争力；同时，公司继续推进业务发展，自营和信用业务取得了较好发展。

联合评级同时也关注到，公司营业收入受市场行情波动及相关监管政策等因素影响较大，未来收入增长存在一定不确定性；同时，公司资产管理业务产品及股票质押业务存在较大金额违约情况，对公司当期盈利及后续或将存在一定影响；另外，期末公司 1 年内到期的债务占比较大，需要对公司流动性管理保持关注。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“17 江海 G1”和“17 江海 G2”的债项信用等级为 AA+。

附件 1 江海证券有限公司组织结构图



附件 2 江海证券有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	238.02	401.87
自有资产（亿元）	170.11	350.06
可快速变现资产（亿元）	117.54	279.02
所有者权益（亿元）	101.84	102.01
自有负债（亿元）	68.27	248.05
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.72	1.12
自有资产负债率（%）	40.13	70.86
营业收入（亿元）	12.40	13.54
净利润（亿元）	3.81	2.92
营业利润率（%）	40.97	28.38
营业费用率（%）	53.80	55.04
薪酬收入比（倍）	0.38	0.36
平均自有资产收益率（%）	2.80	1.12
平均净资产收益率（%）	4.99	2.86
净资本（亿元）	93.89	119.88
风险覆盖率（%）	193.00	146.91
资本杠杆率（%）	53.32	24.89
流动性覆盖率（%）	211.72	257.20
净稳定资金率（%）	138.90	132.03
信用业务杠杆率（%）	80.43	130.42
短期债务（亿元）	52.17	166.42
长期债务（亿元）	11.03	74.49
全部债务（亿元）	63.20	240.91
EBITDA（亿元）	7.13	12.37
EBITDA 利息倍数（倍）	4.60	1.55
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.05
EBITDA 待偿本金合计（倍）	0.24	0.41

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	$[(\text{本期}/\text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有资产负债率	自有负债/自有资产 $\times 100\%$
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
信用业务杠杆率	$(\text{融出资金} + \text{买入返售金融资产} - \text{买入返售金融资产中的债券回购部分}) / \text{所有者权益} \times 100\%$
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+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债

长期债务=长期借款+应付债券

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。