

信用等级公告

联合[2017]474 号

江海证券有限公司：

联合信用评级有限公司通过对江海证券有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，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”
江海证券有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月六日



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

2017 年公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级: AA+

发行人主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

本次发行规模: 不超过 40 亿元 (含 40 亿元)

债券期限: 不超过 5 年 (含 5 年)

还本付息方式: 每年付息一次, 到期一次还本

评级时间: 2017 年 6 月 6 日

主要财务数据:

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	137.19	191.90	238.02	290.24
自有资产 (亿元)	75.98	102.09	170.11	229.65
可快速变现资产 (亿元)	66.78	91.11	117.54	211.36
所有者权益 (亿元)	27.59	50.63	101.84	102.66
自有负债 (亿元)	48.39	51.45	68.27	126.99
自有资产负债率 (%)	63.68	50.40	40.13	55.30
营业收入 (亿元)	11.47	20.65	12.40	2.71
净利润 (亿元)	3.89	8.55	3.81	0.75
营业利润率 (%)	45.13	55.47	40.97	36.25
平均净资产收益率 (%)	15.39	21.85	4.99	0.73
净资本 (亿元)	26.61	43.35	93.89	--
风险覆盖率 (%)	--	131.73	193.00	--
资本杠杆率 (%)	--	39.96	53.32	--
短期债务 (亿元)	37.11	44.21	52.17	111.20
全部债务 (亿元)	37.11	44.21	63.20	122.47
EBITDA (亿元)	7.08	15.50	9.16	0.98
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.13	4.29	2.53	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.19	0.35	0.14	0.01
EBITDA/ 本次发债额度 (倍)	0.18	0.39	0.23	--

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、2017 年 3 月数据未经审计, 相关指标未经年化。

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, 且代理买卖证券方面在黑龙江省占有较高市场份额, 同时, 近年来, 公司积极推进业务发展, 各项业务取得了较好发展。2016 年, 上市公司哈尔滨哈投投资股份有限公司 (以下简称“哈投股份”) 通过重大资产重组, 收购公司原其他股东股份, 公司成为其全资子公司。同年 10 月, 哈投股份对公司增资 49.81 亿元, 资本实力的明显增强将有力支撑公司经营规模持续增长。

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; 公司债务集中在 2017 年到期的占比较大, 面临一定的短期偿付压力。

未来随着资本市场的持续发展和公司业务的稳步推进, 公司业务规模和盈利水平有望进一步提升, 整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 截至 2016 年末, 公司在黑龙江省设有 33 家营业部, 具有较强的网点优势, 区域内代理买卖证券市场份额保持在 15%~20%, 区域竞争力较强。

2. 2016 年哈投股份收购公司原其他股东股份, 公司成为上市公司子公司, 融资方面将更加畅通。同年 10 月, 哈投股份对公司增资 49.81 亿元, 公司资本实力得到明显增强, 有

力支撑经营规模持续增长。

3. 近年来,公司积极推进公司业务转型和各业务协同发展,投资银行和信用交易业务等业务发展较好,收入结构更加均衡。

关注

1. 公司目前规模仍不大,易受经济周期变化、国内股票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,抵抗系统性风险的能力较弱。

2. 目前,公司营业收入主要来源于自营业务和经纪业务,受市场行情波动的影响较大,未来公司营业收入的增长存在一定不确定性。

3. 公司债务集中在 2017 年到期的占比较大,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。

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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：


张祎 张露

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、哈尔滨市财政证券公司、哈尔滨市证券交易中心重组设立，原注册资本为 1.09 亿元。

2006 年 10 月，经中国证券监督管理委员会《关于江海证券经纪有限责任公司吸收合并天元证券经纪有限公司并增资扩股的批复》（证监机构字[2006]258 号）批准，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”）增资人民币 2 亿元。合并增资后，公司注册资本达到 3.21 亿元。2008 年 9 月，经中国证券监督管理委员会《关于核准江海证券经纪有限责任公司变更注册资本的批复》（证监许可[2008]1085 号）批准，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，经中国证券监督管理委员会《关于核准江海证券经纪有限责任公司变更注册资本的批复》（证监许可[2009]72 号）批准，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，经哈尔滨市工商行政管理局《核准变更登记通知书》（[哈]内资核准号 2301000906160006 号）核准，公司名称变更为江海证券有限公司。2009 年 6 月 18 日，公司换领企业法人营业执照。2015 年 5 月，经中国证券监督管理委员会《关于核准江海证券有限公司变更注册资本的批复》（黑证监许可字[2015]2 号）批准，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 3 月末，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。

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（有效期至 2018 年 7 月 10 日）；自有房屋租赁。

截至 2016 年末，公司共设有 50 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；公司暂未设分公司，拥有全资一级子公司 1 家：江海证券投资（上海）有限公司（以下简称“江海证投”），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 1,379 人。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 238.02 亿元，其中客户存款 48.01 亿元，客户备付金 17.08 亿元；负债总额 136.18 亿元，其中代理买卖证券款 67.91 亿元；所有者权益（含少数股东权益）101.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益 101.44 亿元；母公司口径净资产 101.40 亿元，净资产 93.89 亿元。2016 年，公司实现营业收入 12.40 亿元，净利润（含少数股东损益）3.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额-94.80 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.42 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 290.24 亿元，其中客户存款 43.61 亿元，客户备付金 13.91 亿元；负债总额 187.58 亿元，其中代理买卖证券款 60.59 亿元；所有者权益（含少数股东权益）102.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 102.25 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.71 亿元，净利润（含少数股东损益）0.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.16 亿元。

公司注册地址：哈尔滨市香坊区赣水路 56 号；法人代表：孙名扬。

二、债券概况

1. 本次债券概况

公司拟发行的公司债券名称为“江海证券有限公司2017年公开发行公司债券”，发行规模为不超过（含）人民币40亿元（含40亿元），期限为不超过5年（含5年），可分期限、分品种发行。本次债券面值100元，按面值平价发行。本次公司债券的票面利率为固定利率，具体将由公司根据询价情况确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券面向合格投资者公开发行。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行的债券募集资金扣除发行等相关费用后，拟全部用于补充营运资金。

三、行业分析

1. 证券行业概况

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

（1）证券市场发展概况

证券市场的规模不断扩大，市场活跃度不断提高

股票市场方面，根据交易所公布的数据，截至 2016 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,052 家，股票市场总市值为 50.77 万亿元，较 2015 年底减少 4.45%，平均市盈率为 28.58 倍，较 2015 年底减少 18.80%；2016 年全部 A 股成交额为 126.51 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比减少值均为 50.05%。融资融券业务规模较 2015 年有所降低。截至 2016 年底，市场融资融券余额为 0.94 万亿元，其中融资余额占比为 99.63%，融券余额占比为 0.37%。股票一级市场发行方面，2016 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.94 万亿元，同比增加 27.63%，共完成 IPO 为 227 家、增发 793 家、配股 10 家。

债券市场方面，根据 Wind 资讯统计数据，截至 2016 年底，债券余额为 64.27 万亿元，较 2015 年底增加 32.42%。债券发行方面，2016 年国内共发行各类债券 2.90 万只，发行额达 36.33 万亿元。2016 年国内债券交易总金额为 1,051.43 万亿元，其中，现券交易成交金额为 125.24 万亿元，回购交易成交金额为 830.38 万亿元，同业拆借 95.81 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2016 年全国期货市场累计成交额为 195.63 万亿元，同比下降 64.70%；其中，中国金融期货交易所的交易金额为 18.22 万亿元，占全国市场份额 9.31%，同比下降 95.64%。

多层次资本市场已初步建立并不断完善

中小板和创业板分别于 2004 年和 2009 年设立；新三板自 2012 年开始启动扩容并于 2013 年扩大至全国。截至 2016 年底，挂牌企业数量达 10,163 家，较 2015 年底增加 98.15%；区域性股权交易市场建设也在持续推进中。《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》（以下简称“建议”）也对构建多层次资本市场提出了新的要求，《建议》指出“积极培育公开透

明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”、“支持战略性新兴产业发展”等要求。未来对构建多层次资本市场可以预期的方向包括区域股权市场和新三板市场合作对接机制的设立、新三板分层制度的完善、转板制度的出台、上交所战略新兴板的建立、区域股权市场创新（如科创板的完善）等。

金融创新产品和服务不断推出

在证券市场持续发展和监管政策推动下，金融创新产品和服务不断推出。在债券市场方面，推出了如非公开发行公司债、中小企业可交换债、绿色债券、永续期债和熊猫债等品种，丰富了债券种类，提升了审批效率；在股票市场方面，优先股、融资融券、约定购回式证券交易、股权激励行权融资、股票质押式回购、RQFII 等相继推出，进一步丰富了投资工具；在衍生品市场方面，近年来推出了股指期货、国债期货、上证 50ETF 期权和原油期货等投资品种，为投资者提供了更加多元化的风险对冲工具。

（2）证券公司发展概况

近年来，随着资本市场建设力度的加大以及整体市场环境的逐步好转，证券公司的数量呈稳步增长态势，同时总资产、净资产规模逐年扩大，杠杆水平有所提高，盈利能力显著提升。一方面，证券市场整体业务规模的扩张和监管政策的推动使证券公司资本规模不断得到补充，这也在一定程度上提升了证券公司的抗风险能力；另一方面，创新类业务的发展进一步丰富了证券公司的收入来源。随着证券公司对创新类业务的重视和推进，以及自身资本规模增长带动业务杠杆效应的显现，证券公司的盈利能力得到提升，逐步形成了传统业务和创新业务相互促进的稳定格局。但从目前收入结构来看，仍以传统的经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主。

表 1 证券行业概况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
证券公司家数(家)	114	115	120	125	129
盈利家数(家)	99	104	119	124	124
盈利家数占比(%)	86.84	90.43	99.17	99.20	96.12
营业收入(亿元)	1,294.71	1,592.41	2,602.84	5,751.55	3,279.94
净利润(亿元)	329.30	440.21	965.54	2,447.63	1,234.45
总资产(万亿元)	1.72	2.08	4.09	6.42	5.79
净资产(万亿元)	0.69	0.75	0.92	1.45	1.64
净资本(万亿元)	0.50	0.52	0.68	1.25	1.47

数据来源：中国证券业协会

2016 年以来，证券行业在监管趋严和市场整体平淡的背景下，出现了一定的经营波动，合规风险也逐步暴露。一方面，证券市场行情受年初“熔断”的影响，市场连续下跌，信心不足，指数基本处于低位徘徊；下半年在流动性充足、深港通预期等因素作用下，指数有所反弹。但整体来看，市场反弹力度不大，成交量下降明显。从业务表现看，经纪业务、自营业务和信用交易业务业绩下滑明显，而受益于政策层面的稳定（如 IPO 推进稳中有升）、国企改革的深入以及券商自身转型等，投资银行业务和资产管理业务业绩有所增长，整体收入结构更加均衡。另一方面，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、并购重组业务、公司债发行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《证券公司风险控制指标及管理办法》，建立了以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系，

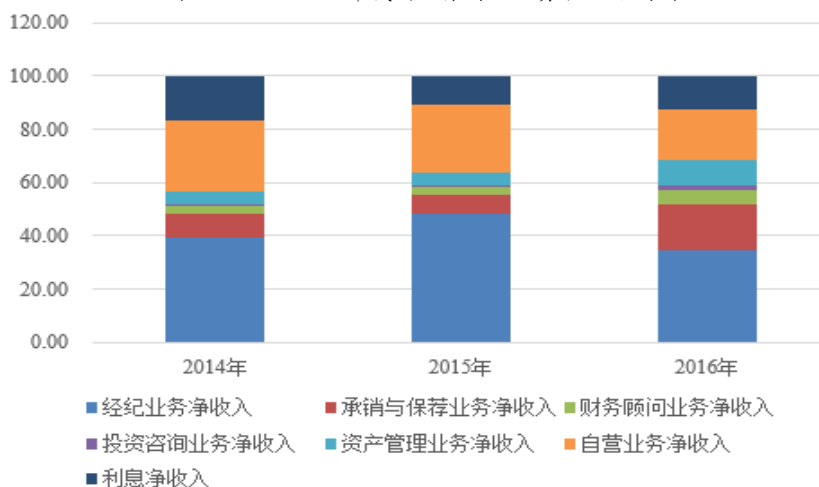
对于行业的长期健康发展具有重要意义。未来，在监管政策和行业转型的推动下，证券公司肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥，中国资本市场的持续发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

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，截至 2016 年底，129 家证券公司总资产为 5.79 万亿元，较 2015 年底减少 9.81%；净资产为 1.64 万亿元，净资本为 1.47 万亿元，较 2015 年底分别增加 13.10%和 17.60%，资本实力有所提升。2016 年，129 家证券公司中，124 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,279.94 亿元，全年实现净利润 1,234.45 亿元，分别同比减少 42.97%和 49.57%，经营业绩明显下滑。

2. 业务分析

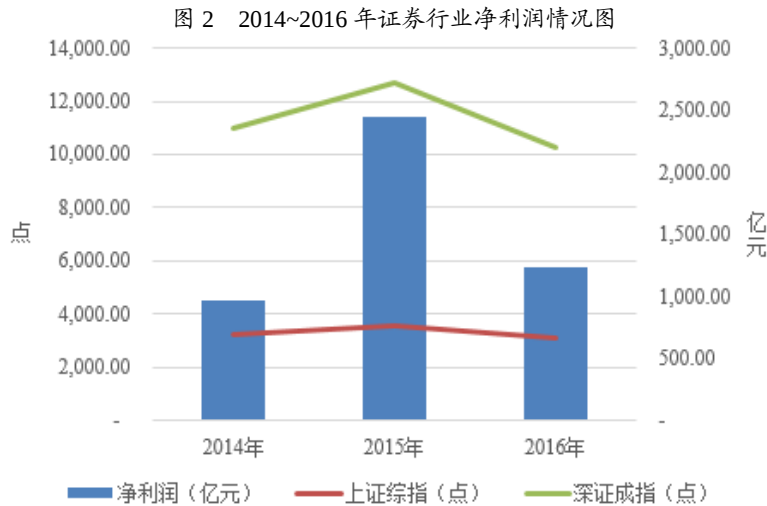
我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。证券经纪业务是我国证券公司目前最主要的业务组成部分，是收入的主要来源，收入占比均在 30%以上。近年来，证券公司各项业务板块持续发展，但受市场行情影响较大。2015 年，受益于证券整体成交量的持续增加，行业经纪业务、自营业务均实现大幅增长，2016 年以来，整体行情较为低迷，经纪业务和自营业务收入下滑较大。随着 2014 年 IPO 重启及各家券商积极调整投资银行业务结构，近年来行业投资银行收入呈增长趋势，年均复合增长 47.14%；资产管理业务发展较快，收入持续增长，但整体收入规模仍相对较小。

图 1 2014~2016 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

由于证券公司的收益水平与证券市场交易量及市场指数正相关，近三年我国证券行业净利润呈现波动增长的态势。



（1）经纪业务

由于市场竞争加剧、互联网金融的兴起，经纪业务市场平均佣金率不断下滑。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。直到 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，轻型营业部应运而生。2014 年下半年以来，国内股票市场经历较长时间的熊市迎来牛市行情，市场交易量明显上涨，证券公司的经纪业务面临新的业务发展机遇和调整。同时，随着融资融券业务的发展以及现金管理型产品的推出，都为经纪业务带来新的增长动力。

近年来随着经纪业务竞争的加剧，经纪业务也从传统的股票交易业务，增加了财富管理的理念，开展多金融产品交叉营销，券商逐渐完成了传统经纪业务的转型。但经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性风险。2015 年 6 月中旬股市开始持续下跌，两市市值大幅下降、成交量下滑；成交量的下降也影响了经纪业务收入下滑。2016 年，股票市场行情景气度不高，129 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 1,052.95 亿元，仅为去年同期收入的 39.13%。

（2）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。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

2016 年，证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入 519.99 亿元，占全行业营业收入的 15.85%，占比较 2015 年提高了 8.76 个百分点。一方面，IPO 业务延续了放开的态势，2016 年国内沪深两市累计 IPO 家数为 227 家，首发募集资金 1,496.08 亿元；增发家数为 793 家，增发募集资金 1.80 万亿元。另一方面，国内债券市场合计发行债券（含同业存单）29,254 只，发行额 36.36 万亿元，较 2015 年分别大幅增加 71.61% 和 56.72%。

就市场格局来看，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，表现出该业务集中度较高，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%。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。

但值得注意的是，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，也会影响证券公司资金的流动性。同时，股票承销业务受监管审批政策的影响较大，IPO 政策的变化对承销与保荐业务具有较大影响。

（3）自营业务

自营业务随着证券公司资金规模的扩大和监管的放松，近年来在各家券商业务中发展较快，主要包括权益类投资和固定收益类投资。2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。自营资产中，权益类及衍生品资产占比近四年保持稳步提升，2015 年年中，权益类及衍生品资产占比 38%；2016 年以来，随着股票市场趋冷，权益类资产占比有所下降。2016 年，129 家证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)568.47 亿元，同比减少 59.78%。自营业务受市场风险影响较大，收入实现存在一定不确定性。

（4）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，但是各券商未来业务发展的一大重点。目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，原有的业务限制有望进一步放宽。这有助于推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。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 2016 年末，证券公司行业受托的资产管理规模约为 17.58 万亿元，较年初增长 47.86%。2016 年，证券公司实现资产管理业务净收入 296.46 亿元，同比增长 7.85%。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品规模仍是主要部分，但其占比有所下降，通道转主动型资管产品将是趋势。目前，券商受人力等多方面限制，每个项目都做到实地尽职调查的可行性不高，导致对项目实际情况及风险不能完全把控；同时，券商通道类业务占比较高，一旦业务发生问题，券商资管作为委托人将面临很大风险。

（5）创新业务

2012 年以来，证券公司创新业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的创新业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务、股票质押式回购业务等。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，融资融券相关业务是券商创新业务的主力部分，发展迅速，为券商业绩的增长贡献较大。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2014 年末，证券市场融资融券余额为 10,256.56 亿元，较上年增长 6,800.29 亿元，较 2013 年上升 195.98%。截至 2015 年 6 月 18 日，沪深两市融资融券余额达到峰值 22,730.35 亿元，为 2014 年底的 2.22 倍。自 2015 年 6 月中旬股市开始暴跌，两融业务规模大幅下降。截至 2015 年底，沪深两市融资融券余额为 11,742.67 亿元。2015 年 7 月 1 日，证监会正式发布《证券公司融资融券业务管理办法》（下称《办法》）规定，两融业务将在维持现有融资融券合约期限最长不超过六个月的基础上，允许证券公司根据客户信用状况等因素与客户自主商定展期次数；允许证券公司与客户自行商定补充担保物的期限与比例的

具体要求，同时，不再将强制平仓作为证券公司处置客户担保物的唯一方式，增加风险控制灵活性和弹性。这些措施都将鼓励券商在保证资金安全的前提下，有序开展此项业务。2016 年以来，受股票市场成交量下降影响，截至 2016 年底，市场融资融券余额为 9,392.49 亿元，较年初有所下降，其中融资余额占比 99.63%，融券余额占比 0.37%。另一方面，股票质押式回购业务等创新业务也得到较快发展。根据沪深交易所股票质押式回购交易业务月报显示，截至 2016 年 9 月 30 日，沪深两市股票质押回购待购回初始交易金额达 1.62 万亿元，取得了较快发展。2015 年 3 月，中国证券业协会已发布了《证券公司股票质押式回购交易业务风险管理指引（试行）》，要求证券公司以自有资金出资的，融出资金余额不得超过其净资本的 200%。因此尽管近年来股票质押式回购业务增长较快，股票质押式回购业务的总余额与保证金融资业务相比依然较小，200%的净资本要求仍为该业务预留了大幅的增长空间。券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。

3. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力，例如华泰证券收购联合证券，宏源与申万合并，方正证券收购民族证券，中信证券收购万通证券；2014 年末以来，国内证券公司上市的有：国泰君安、东兴证券、东方证券、国信证券以及恒泰证券港股上市、安信证券并入国投安信等，也有证券公司登陆新三板如联讯证券、湘财证券、国都证券等，另外还有多家证券公司如华西证券完成了股改并筹备上市。也有部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

此外，CEPA 协议（内地与香港和澳门关于建立更紧密经贸关系的安排）下合资券商设立进程加速，民营资本进入到证券行业的步伐也逐渐加大，政策宽松环境下券商牌照或将逐步放开，导致行业竞争程度加剧。大型券商依靠先发优势在竞争和转型中继续保持优势，而小型券商在细分市场也扩大了市场份额，排名中游的券商将面临大券商、小型券商以及新进入证券公司的全方位竞争。

同时，随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2016 年底证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计 1,909.77 亿元，净利润 699.56 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 58.23%和 56.67%；截至 2016 年底，前十大证券公司资产总额为 3.46 万亿元，占全行业总资产的 59.76%，前十大证券公司以上指标占比均超过 50%，行业集中度较高。

表 2 2016 年主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1,457.89	5,974.39	380.02	109.81
2	海通证券	1,219.58	5,608.66	280.12	89.31
3	国泰君安	1,107.52	4,117.49	257.65	113.53
4	华泰证券	856.60	4,014.50	169.17	65.19
5	广发证券	813.53	3,598.01	207.12	84.09
6	招商证券	599.15	2,430.58	116.95	54.17
7	银河证券	583.54	2,458.81	132.40	51.85
8	申万宏源	540.73	2,754.89	147.20	55.28
9	光大证券	486.37	1,776.37	91.65	30.77

10	国信证券	484.45	1,930.29	127.49	45.56
合计		8,149.36	34,663.99	1,909.77	699.56

数据来源: wind 资讯

证券公司业务收入来源集中和盈利模式单一雷同, 导致证券公司间竞争激烈的同时伴有不当竞争现象。如 IB 业务市场资源有限, 个别券商在投资者合规方面放水并因此被证监会立案调查; 同时, 为大力开展业务, 多数券商在创新业务的风险控制上都滞后于产品设计。随着监管的日益加强, 整个行业发展分化也日益明显, 违规者将受到监管层的严肃治理, 规范者且竞争力强的公司则会取得相应发展。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、业务规范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, 行业集中度将进一步上升。

4. 风险因素

证券业务是与市场呈强周期关系的, 具体风险主要体现如下:

(1) 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。2014 年以来, 股票市场从回暖、火热到大幅下跌, 走势波动较大, 市场风险加剧, 对自营业务影响较大, 但也对证券公司应对市场风险的策略和技术提出了更高要求。

(2) 信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。现阶段, 证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算, 因此该类风险实际上很小。融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等, 其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。目前, 宏观经济下行, 实体经济经营困难, 企业信用风险逐渐暴露, 在一定程度上增加了债券投资类业务风险; 同时, 2016 年以来, 债券市场违约事件频发, 波动较大, 证券公司投资类业务面临信用风险加大。

(3) 流动性风险

在证券公司经营过程中, 如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外, 证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况; 控制自营业务投资规模, 并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则; 关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况, 并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产; 通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段, 解决公司短期的资金需求。近年来, 随着创新业务的发展和深化, 证券公司经营和资产负债结构日趋复杂化, 流动性风险体现三种新

趋势，一是资产流动性下降和负债杠杆率提高；二是表外业务膨胀发展隐含着表外负债的增长，未来以结构性投融资、资产证券化、部分资管产品为载体的表外业务在创新活动中也将迅速增长；三是资本性承诺的潜在冲击，新股发行市场化定价使得投行业务的包销风险不断加大，单个项目包销金额明显上升，低等级债券市场的扩大也将对证券公司以包销模式发展债券销售业务提供操作空间。

（4）操作风险

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作流程来控制人为失误；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。近年来，证券公司在制度和内控上不断加强和完善业务合规性，控制人为失误；2015年以来，中国证监会也在强化以常规方式打击证券期货市场违法违规的同时组织了相关领域的专项执法活动；2016年，证监会行政处罚力度进一步加大，根据2016年分类评价结果，包括7家公司分别因经纪业务、两融业务和新股发行保荐业务涉嫌违法违规被证监会立案调查。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

（5）法律政策风险

法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面，一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场的波动影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。近年来，国家对证券市场的政策监管不断调整，证券公司在业务开展上机遇与挑战并存；同时，证券公司创新业务蓬勃发展，须关注创新业务合规性与否所带来的法律政策风险。

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

5. 未来动向

（1）风险管理水平有所提高，监管力度加强

证券公司风险主要包括市场风险、信用风险、流动性风险以及操作风险。目前，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。2014 年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。比较突出的一点是：2015 年，国内股市出现了大幅震荡，各家证券公司凭借较好的风险管理能力，未受到市场的过大冲击，各项业务整体运营平稳。

2016 年 6 月，中国证监会发布修订后的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，并于 10 月 1 日正式实施。此次修订，一方面在维持总体框架不变基础上，对不适应行业发展需要的具体规则进行调整；另一方面，结合行业发展的新形势，通过改进净资本、风险资本准备计算公式，完善杠杆率、流动性监管等指标，明确逆周期调节机制等，提升风控指标的完备性和有效性，有利于券商进一步提升风险管理能力。

2015 年以来，中国证监会在强化以常规方式打击证券期货市场违法违规的同时，针对一些特定领域出现的严重扰乱市场秩序的典型案件，组织开展“2015 证监法网专项执法行动”。2016 年 7 月，证监会确定并公布了 2016 年证券公司分类评价结果。根据 2016 年分类评价结果，中信证券、海通证券、国信证券、广发证券、华泰证券、方正证券、兴业证券等 7 家公司分别因经纪业务、两融业务和新股发行保荐业务涉嫌违法违规被证监会立案调查，虽未正式作出行政处罚，但反映出相关公司在有关业务环节的内部控制上出现了问题，根据《证券公司分类监管规定》予以扣分，导致其分类评价结果与去年相比出现不同程度的下降。其中，中信证券、海通证券、国信证券、广发证券、华泰证券、兴业证券 6 家公司由去年的 AA 级降为 BBB 级，方正证券由 A 级降为 C 级。

在证监会调整风控指标、下调多家证券公司分类评价结果以及空前加大的执法力度下，显示证监会对证券公司风险管理能力提出了更高要求，对证券公司监管更为严格，同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

(2) 资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司将不断推动业务转型，并在相关业务面临较好的发展机遇，同时对自身风控能力提出更高要求。

2017 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。首先，区域股权市场的发展、新三板市场的分层改革将进一步带动多层次资本市场的建设；其次，IPO 审核发行的提速、再融资政策新规、绿色债券的政策鼓励和 PPP 项目推动的资产证券化等也将完善股票和债券相关发行交易制度；最后，互联网金融的推进、资本中介业务的扩张、资产管理业务主动管理能力的提升使得证券公司在传统业务的基础上不断推动自身业务转型。因此，未来资本市场将在防范金融泡沫的前提下，推进改革和加强监管并重，证券市场将在稳定健康的环境中“稳中有升”，市场行情和投资环境有望逐步向好，有利于证券公司经营情况的改善。

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，同时也对自身风控能力提出了更高的要求。

四、规模与竞争力

1. 公司经纪业务在黑龙江省具有较强的区域竞争优势

公司营业部建设尚未成熟，目前分布以黑龙江省为主，截至 2016 年末，公司营业部数量为 50 家（不含分公司），其中 33 家集中在黑龙江省，其余多分布在北京、上海等经济发达地区。受益于此，公司代理买卖证券业务在黑龙江省内有较强的区域竞争优势，近三年在黑龙江省内的市场份额分别为 17.70%、18.06%和 16.83%，持续保持较高水平。

总体看，公司在黑龙江省具有较强的区域竞争优势，在哈投股份对其增资后，资本实力及主

要业务经营情况排名均有望提升。

2. 公司股东为上市公司，在资金上给予公司较大支持

2016 年以来，哈投股份先后收购公司原其他股东股份，公司成为哈投股份的全资子公司，有利于公司借助上市公司平台建立持续的资本补充机制。哈投股份是哈尔滨市大型的地方热电联产企业，是在政府批准的供热区域内，唯一合法的集中供热企业。哈投股份主要从事热电供应业务，同时还从事能源、矿业、房地产、建筑、高新技术、农林方面的投资。2016 年，哈投股份通过重大资产重组，在原有主营业务上增加了证券服务业务，构成“公用事业+金融”的双主业经营。

2016 年 10 月，哈投股份完成对公司的增资，出资 49.81 亿元，公司注册资本增至 67.67 亿元，本次增资后公司资本实力大大增强，将有助于未来各项业务的开展；公司成为上市公司子公司后，融资方面将更加畅通。

总体看，公司在黑龙江省具备较强的竞争力，股东在资金上给予公司较大支持；公司成为上市公司子公司后，融资方面将更加畅通。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》、《证券公司监督管理条例》等法律、法规和规范性文件，建立了由股东、董事会、监事会和高级管理层组成的治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间相互协调和相互制衡的机制。公司股东、董事会、监事会和高级管理层均能按照相关规定，规范有效运作。

公司股东是哈投股份，为公司唯一出资人。股东应按公司章程履行以下职责：决定公司经营方针和投资计划；委派和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会及监事会报告；审议批准公司年度财务预算、决算方案及利润分配方案等。

公司董事会由 6 名董事组成，其中独立董事 2 名。近年来，董事会召开多次会议，就高级管理人员的考核选聘、公司重大经营决策、主要管理制度的制定等重大事宜形成决议。公司董事会下设风险控制委员会、薪酬与提名委员会、审计委员会。其中，薪酬与提名委员会、审计委员会由独立董事担任负责人。各专门委员会对董事会负责，在董事会授权下开展工作。结合证券公司治理准则（2012 年 11 月）要求，公司对董事会专门委员会的职能做了进一步细分，从而充分发挥专门委员会对董事会决策的支持作用。

公司监事会承担对董事会、高管层及公司经营状况的监督职能。监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名，外部监事 2 名。近年来，公司监事会较好地执行了监督职能。

公司高管层设总裁 1 名，副总裁 6 名（其中 1 名兼任董事会秘书），合规总监兼首席风险官 1 名。公司出台了高管人员绩效考核办法，实施了部分绩效工资延期发放措施，在激励高管人员工作积极性的同时能够在一定程度上避免短期行为，以确保公司中长期规划的落实。

总体看，公司的治理体系逐步完善，整体运营情况良好。

2. 内控及合规

公司根据自身业务发展情况持续调整内部组织架构，公司组织架构见附录。公司按照业务条线建立并逐步完善各项业务管理制度，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，有效确保了业务的规范开展和风险防范。

公司合规总监全面负责合规管理工作，对内向公司董事会和股东会负责，对外向监管部门负责，并向经理层通报合规工作建设及执行情况。公司设有合规管理部，是公司合规管理工作的专责部门，是公司合规管理的常设机构，在合规总监的领导下，对全公司的合规风险进行统一管理，并对各部门、各分支机构的合规工作进行监督和指导。

公司设立合规管理部、风险控制部和稽核审计部三个专职风险管理部门。合规管理部主要负责全公司的合规风险进行统一管理，并对各部门、各分支机构的合规工作进行监督和指导。风险控制部主要负责公司风险控制工作，建立健全公司风险防范、监控体系。稽核审计部主要负责制定并完善公司内部审计管理制度、内部审计的标准以及工作方法；负责组织公司例行内部审计项目和专项审计，定期向公司管理层汇报审计结果，并及时准确披露违规操作和业务风险；负责监控、跟踪审计报告和意见提交后被审计的单位的改进情况。

公司制定了人力资源管理与薪酬控制的相关制度，在规范作业流程、调动员工积极性方面提供了制度保障。公司重视员工队伍建设，持续引进人才，通过多层次的培训体系培养了一批高素质的员工团队，并通过建立市场化的人才激励机制和员工保障体系有效提升员工工作积极性。

2014~2016 年证监会分类评级中，公司分别获得 B 级、BBB 级和 BBB 级，近三年未收到证监会监管函，亦未有扣分项。

总体看，公司的内控体系较为健全，内部控制水平逐步提升，对业务风险的监控比较到位，较好地支撑了各项业务的发展。

六、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来源于经纪业务和自营投资业务，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。近年来，证券市场出现明显波动，2014~2015 年上半年持续回暖，而 2015 年下半年以来持续低迷，受此影响，公司营业收入波动较大，2014~2016 年，公司分别实现营业收入 11.47 亿元、20.65 亿元和 12.40 亿元，复合增长率为 3.99%，其中 2016 年公司营业收入下降明显主要系经纪业务和自营业务收入同比大幅下降所致；2014~2016 年，公司分别实现净利润 3.89 亿元、8.55 亿元和 3.81 亿元，复合减少 1.02%。

表 3 公司营业收入及占比情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪业务收入	5.11	44.59	12.37	59.92	5.12	41.27
投资银行业务收入	1.10	9.63	0.81	3.91	1.55	12.48
自营投资业务收入	3.05	26.60	4.15	20.10	2.37	19.08
资产管理业务收入	1.31	11.44	1.61	7.79	1.26	10.18
信用交易业务收入	0.71	6.19	2.06	9.96	2.28	18.38
其他业务收入	0.18	1.56	-0.35	-1.67	-0.17	-1.39
营业收入合计	11.47	100.00	20.65	100.00	12.40	100.00

资料来源：公司提供

从收入构成上看，经纪业务和自营业务是公司最大收入来源，近年来，公司收入结构不断优化，投资银行业务和信用交易业务发展情况良好。2014~2016 年，随着市场行情的较大波动，公司经纪业务收入波动较大，分别为 5.11 亿元、12.37 亿元和 5.12 亿元，占营业收入的比重分别为 44.59%、

59.92%和41.27%，系公司第一大收入来源；近年来，公司注重投资银行业务的发展，公司投资银行业务分别实现收入1.10亿元、0.81亿元和1.55亿元，三年复合增长18.71%，2016年增长较快主要系承销规模扩大所致，占营业收入比重分别为9.63%、3.91%和12.48%。近三年受市场行情波动影响，公司自营投资业务收入波动下降，分别为3.05亿元、4.15亿元和2.37亿元，占比呈下降趋势，分别为26.60%、20.10%和19.08%。2014~2016年，公司资产管理业务收入1.31亿元、1.61亿元和1.26亿元，占营业收入比重分别为11.44%、7.79%和10.18%，收入和占比均波动下降，2016年收入较上年有所下降主要系集合理财业务收入下滑所致。信用交易业务方面，受融资融券业务和股票质押业务规模增长的影响，信用交易业务收入持续增加，近三年分别为0.71亿元、2.06亿元和2.28亿元，占比分别为6.19%、9.96%和18.38%，占比持续增长。

2017年1~3月，公司实现营业收入2.71亿元，同比增长18.86%，实现净利润0.75亿元，同比增长10.29%。

总体看，公司营业收入主要来源于经纪业务和自营业务，近年来，公司收入结构不断优化，投资银行业务和信用交易业务发展情况良好，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。

公司建立了一支具备相当规模 and 良好业务素质的营销团队和投资顾问队伍，为经纪业务的稳健发展奠定了人力基础。截至2016年末，公司暂未设分公司，证券营业部共50家（不含分公司），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，在当地同业中具有较强的市场竞争力；省外营业部广泛分布于全国其他省市，除设在北京、上海、深圳等经济发达的一线城市外，还分布在福建、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4月，获批筹建18家营业部，主要分布在北京市、重庆市、武汉市、成都市、杭州市、长沙市等省会城市及经济发达地区，未来有望实现网点的全国性布局。

公司以加快进行营业部网点由现场向非现场转型并全面推进，降低经纪业务的刚性成本，实现经纪业务整体运营成本的大幅下降。同时，不断丰富金融产品线，满足客户对金融产品的需求，为经纪业务全面向财富管理转型提供了有效手段。公司营业部多分布于黑龙江省内，区域优势明显，近三年公司代理买卖证券金额（规模）在黑龙江省内市场份额分别为17.70%、18.06%和16.83%，保持较高水平。近年来，公司证券交易综合佣金费率水平有所下降，近三年分别为0.885‰、0.741‰和0.602‰，但仍远高于行业平均水平，未来仍存在一定下降压力。

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。受证券市场剧烈震荡影响，公司经纪业务手续费净收入波动幅度较大，2014~2016年分别为4.29亿元、10.84亿元和3.93亿元。2014~2016年，受证券市场大幅波动的影响，公司代理买卖证券交易额呈现一定程度波动，分别为10,139.81亿元、20,368.84亿元和11,305.83亿元；交易量市场份额持续下降，分别为0.29%、0.25%和0.15%，主要由于公司债券交易主要为中小投资者进行债券质押式回购的融券交易，因市场利率持续下降，导致该部分客户投资方向转移。代理买卖股票方面，近年来公司

市场份额呈持续下降趋势，但交易量大幅超过债券，成为代理买卖证券业务的主要组成部分，近三年交易量波动增长，分别为 5038.80 亿元、16,702.60 亿元和 7664.20 亿元。

表 4 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		2016 年度	
	交易量	市场份额	交易量	市场份额	交易量	市场份额
A 股	5,034.63	0.34	16,687.14	0.33	7,657.38	0.30
B 股	4.17	0.21	15.41	0.21	6.79	0.23
基金	33.14	0.04	203.81	0.07	71.82	0.03
债券	5,067.67	0.27	3,453.75	0.13	3,566.15	0.07
其他	0.21	0.10	8.74	0.14	3.68	0.05
合计	10,139.81	0.29	20,368.84	0.25	11,305.83	0.15

数据来源：公司提供

2017 年 1~3 月，证券市场行情持续疲软，公司实现经纪业务手续费净收入 0.80 亿元，同比下降 29.93%。

总体看，近年来，得益于公司在网点布局、服务拓展等各方面工作的开展以及经纪业务转型的推动，公司经纪业务取得了较好的发展，但受市场剧烈震荡、佣金率持续下降和市场份额波动下降的影响，经纪业务收入呈现较大波动，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。公司投资银行业务以中型规模客户为主要服务对象，立足于北京、上海、广州和深圳等经济发达的城市。公司于 2009 年取得证券承销业务资格，于 2011 年取得保荐机构资格，目前全牌照经营。业务团队方面，截至 2016 年末，公司投资银行部共有保荐代表人 9 人和准保荐代表人 6 人。公司投资银行部项目风险控制独立于投资银行部，在风险控制部设有质量控制小组，项目均通过风险控制部做内核。

近年来，公司稳步推进传统投行，大力发展创新投行，2014~2016 年，公司证券承销业务收入分别为 1.10 亿元、0.80 亿元和 1.54 亿元。

公司股票承销业务范围主要包括 IPO、配股、公开增发、非公开发行、优先股等，旨在根据客户自身条件和个性化特点以及股权结构和资本结构的差异化要求，通过提供不同股本金融资方式和金融服务，满足不同企业不同阶段对权益资本的需求。近三年，公司分别完成承销金额 2.50 亿元、0.00 亿元和 4.55 亿元，承销收入分别为 0.20 亿元、0.00 亿元和 0.48 亿元。2015 年报证监会的 2 个 IPO 项目受发行进度影响未实现收入，该 2 单 IPO 业务于 2016 年完成并确认收入。

近年来，公司大力推动债券发行承销业务，随着债券市场扩容，债券承销业务稳步发展，近三年的承销金额波动增长，分别为 56.30 亿元、49.00 亿元和 58.00 亿元，承销收入分别为 0.66 亿元、0.24 亿元和 0.61 亿元。其他产品承销主要为 ABS 产品，获得收入 0.45 亿元。新三板业务方面，近年来，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，截至 2016 年末，公司累计推荐挂牌企业 55 家，做市企业 34 家。

表 5 公司证券承销业务规模情况表（单位：亿元）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	承销金额	承销收入	承销金额	承销收入	承销金额	承销收入
股票	2.50	0.20	0.00	0.00	4.55	0.48
债券	56.30	0.66	49.00	0.24	58.00	0.61

其他	0.00	0.25	14.85	0.57	0.00	0.45
合计	58.80	1.10	63.85	0.80	62.55	1.54

资料来源：公司提供

储备项目方面，截至 2016 年末，股权融资方面，公司有重大资产重组项目 1 个，已通过证监会审核，另有 IPO 储备项目 35 个；债券融资方面，企业债项目已获发改委批文 1 个，已报发改委并审核通过 1 个，已报发改委待审核 1 个，另有企业债及公司债项目 34 个正在承做中。

2017 年 1~3 月，公司实现投资银行业务手续费净收入 0.19 亿元，同比下降 53.66%。

总体看，公司投资银行业务整体实力一般，近年来证券承销业务净收入波动增加，投资银行业务对营业收入的贡献度有所提高。

（3）自营业务

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。

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。

2014~2016 年，公司自营投资规模增长较快，投资结构逐渐多元化。2016 年，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，截至 2016 年末，债券投资占比 20.56%，股票投资占比 28.16%，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，2016 年规模增长较快主要系公司增加了固定收益类信托产品投资所致。2014~2016 年，公司自营业务平均投资规模分别为 13.44 亿元、15.33 亿元和 22.66 亿元，实现收益率分别为 27.13%、26.40%和 10.44%，2016 年受市场行情下滑影响，投资收益率较上年下降明显，整体处于较高水平。

表 6 公司自营业务情况表（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率
股票（包括股指期货）	4.46	43.69	6.92	46.84	4.66	23.25
债券	6.75	21.31	3.73	11.11	6.38	9.89
其他	2.23	11.58	4.69	8.40	11.61	5.59
合计	13.44	27.13	15.33	26.40	22.66	10.44

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，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 8.80%，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 81.44%，均符合监管标准。

2017 年 1~3 月，公司取得自营业务收入 0.39 亿元。

总体看，公司自营业务策略稳健，取得了较好的投资收益。同时，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。

(4) 资产管理业务

公司于 2011 年获批并开展资产管理业务。公司资产管理业务中定向资产管理业务发展较快，集合资产管理业务规模较小，近两年开始有专项资产管理业务，但未取得净收入。公司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。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。

公司主要通过营业部和银行渠道进行产品销售。对于营业部销售渠道，零售业务总部负责制定相应销售政策及目标；对于银行销售渠道，资产管理部负责与代销银行签署相关协议进行销售工作。近年来，公司加大人才培养力度，逐步在权益投资类集合资管业务、证券市场有关的融资类业务（OTC、股权质押等）上有所突破。在有效控制风险的前提下，公司积极发展定向资产管理通道业务合作伙伴，其中，银行类合作伙伴由数十家发展到数百家大型国有及股份制银行的一级分行，与四大资产管理公司的定向资管通道类业务也取得了实质性进展。

表 7 公司资产管理业务¹情况表（单位：亿元）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	规模	净收入	规模	净收入	规模	净收入
集合理财	3.73	0.05	3.31	0.26	21.39	0.05
定向理财	2,142.62	1.27	2,769.41	1.40	2,664.20	1.23
专项理财	0.00	0.00	14.80	0.00	51.80	0.0019
合计	2,146.35	1.32	2,787.52	1.66	2,737.39	1.28

资料来源：公司提供

近年来，公司资产管理业务发展迅速，从管理资产的规模来看，截至 2016 年末，公司资产管理业务总规模 2,737.39 亿元，产品数量 392 只，管理规模和产品数量分别排名行业第 17 位和第 15 位（公司提供），其中仍以定向资产管理为主，总规模 2,664.20 亿元，较上年末小幅下降 3.80%，集合资产管理规模 21.39 亿元，同比大幅增长 546.22%。专项理财方面，2015 年公司新增专项理财产品 1 只，为“哈尔滨物业供热集团热费收益权一期资产支持专项计划”，规模为 14.80 亿元，截至 2016 年末，该产品尚未到管理费支付日；2016 年公司新增专项理财产品 1 只，为“合富 2 号信托收益权资产支持专项计划”，规模为 37.00 亿元，当年取得管理费收入 19 万元。

从收入构成来看，以定向资产管理业务为主，近三年分别占比 96.21%、84.34%和 96.09%，但随着市场竞争日趋激烈，此部分业务利润空间不大；公司集合资产管理业务方面，2016 年净收入大幅下降，主要系市场行情下滑，且竞争日趋激烈导致手续费率及收益率下降所致。

2017 年 1~3 月，公司实现资产管理业务手续费净收入 0.40 亿元，同比增长 42.86%。

总体看，近年来，公司资产管理业务发展较好，业务规模整体呈增长趋势，尤其是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。公司于 2012 年取得融资融券业务资格和约定购回式证券交易业务资格，2013 年获得股票质押式回购交易业务资格和转融通业务试点资格。

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

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。

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。

融资融券业务方面，自业务开展以来，实现了较快增长。截至2014年末，公司融资融券账户数目2.19万户，融资融券账户余额32.53亿元，全年实现利息收入1.13亿元。2015年国内股票市场经历大幅震荡，融资融券总体交易量仍大幅增加，公司融资融券业务规模与收入进一步增长。截至2015年末，公司融资融券账户数目增长至2.71万户，融资融券余额增长为36.17亿元，分别较年初增加23.74%和11.19%，全年实现利息收入3.95亿元，同比大幅增长249.56%。2016年以来，受证券市场持续低迷的影响，融资融券业务规模有所下降，截至2016年末，公司融资融券总账户数虽有增长，但融资融券余额较年初下降20.04%至28.92亿元，全年实现利息收入2.29亿元，同比大幅下降42.03%。

表8 公司融资融券业务情况表（单位：万户，亿元）

项目	2014年	2015年	2016年
融资融券账户数目	2.19	2.71	2.81
融资融券余额	32.53	36.17	28.92
融资融券利息收入	1.13	3.95	2.29

资料来源：公司提供

其他信用业务方面，近三年，公司的股票质押式回购业务余额持续增长，2014~2016年末分别为14.23亿元、20.62亿元和69.48亿元，三年分别获得利息收入分别为0.09亿元、0.47亿元和0.72亿元。约定购回业务方面，随着整个市场业务规模的持续萎缩，近几年公司约定购回业务规模较小且呈持续下降趋势。

表9 公司股票质押业务和约定式购回业务情况表（笔，亿元）

项目	2014年	2015年	2016年
股票质押笔数	865	7,745	238
股票质押账户余额	14.23	20.62	69.48
股票质押利息收入	0.09	0.47	0.72
约定回购笔数	36	4	2
约定回购账户余额	0.08	0.02	0.02
约定购回利息收入	0.02	0.01	0.002

资料来源：公司提供

2017年1~3月，受证券市场持续疲软影响，公司实现利息净收入（主要来源于信用交易业务）0.37亿元，同比下降49.32%。

总体看，公司信用交易业务以融资融券和股票质押业务为主，保持较快的发展速度，并成为公司重要收入来源。同时，融资融券业务情况受市场波动影响较大，未来收入存在一定的不确定性。

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 3 月末，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）。因设立时间较短，江海证投经营尚不成熟，增资后将推动江海证投的进一步建设及业务的全面开展。截至 2016 年末，江海证投资产总额 2,515.64 万元，净资产 2,418.10 万元，2016 年全年实现营业收入 345.50 万元，净利润 260.41 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 3 月末，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 3 月末，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。

2016 年，汇鑫期货实现营业收入 4,413.52 万元，其中手续费收入 4,157.90 万元，较上年有所下降；净利润 274.66 万元，较上年大幅增长 12.01 倍。近两年汇鑫期货经营情况较快。

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. 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。

七、风险管理分析

公司风险管理的目标是公司的各项经营活动严格执行国家有关法律法规、行业监管规定以及公司内部管理制度；在确保经营过程中所面临风险的可测、可控、可承受前提下，促进公司经营目标和发展战略目标的实现；形成良好的风险管理文化，使全体员工强化风险管理意识。公司实行“董事会及董事会风险控制委员会——公司风险管理委员会及首席风险官——公司风险管理部门——各级部门负责人及风控岗”的四级风险管理组织体系。

公司实行全面风险管理，倡导务实高效的风险管理文化，建立健全与公司自身发展战略相适应的全面风险管理体系。主要包括建立可操作的风险管理机制与制度、健全的组织架构、可靠的信息技术系统、量化的风险指标体系、专业的人才队伍、有效的风险应对机制以及良好的风险管理文化。

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。

1. 市场风险管理

公司建立健全了以净资本为核心的风险控制指标管理体系，结合情景假设、压力测试、敏感性分析、VaR 风险控制模型等手段，通过科学的计量方法，量化市场风险，持续对市场风险进行识别、评估、测量和管理，力争做到可测可控可承受的标准。同时，公司建立了内控平台系统，为市场风险管理提供了良好的基础支持和监控平台。该系统主要职能包括覆盖所有业务活动环节，及时反映有关业务和市场变化对公司各项风险控制指标的影响；根据预先设定的阈值对各项风险控制指标进行自动预警；结合公司实际情况，按照监管标准计算各项风险控制指标；生成风险控制指标动态监控报表。

此外，公司针对新产品新业务风险指标设置情况进行及时跟踪，并结合业务实际开展完善风险评估、风险控制流程和应对措施，根据业务实际情况修正风险控制指标及阈值设置，确保现有新业务、新产品在风险可测、可控、可承受范围内开展。针对可能存在的问题和风险，公司风险控制部门及时下发风险提示，相关业务部门、营业部管理人员对所收到的风险预警报告负有处理责任，并在规定时限内上报书面反馈材料。同时，风险控制部对风险预警报告中涉及的风险事项处理负有跟踪监控责任。

2. 信用风险管理

公司信用风险主要涵盖融资融券业务和固定收益业务。公司建立健全了业务部门与内部控制部门的双重信用风险管理机制，对信用风险的识别与评估方法进行完善、评估模型进行校验。通过研究分析信用主体的资信品格及投资标的信用评级，选择确定交易对手及投资项目，各项应收款项均需经过公司严格的信用审核和审批流程方能支付，未将信用风险集中于单个债务人或债务人群体。通过有效的信用风险暴露水平控制方法，采取客观审慎的措施应对主要业务信用风险。

3. 流动性风险管理

公司资金统一管理和运作，建立了完善的客户资金和自有资金管理体系及净资本测算、预警及补充机制，能够有效地防范和化解流动性风险。逐步建立了资金业务的风险评估和监测制度，严格控制流动性风险。通过建立有效的压力测试和敏感性分析机制，及时对公司流动性风险进行

评测，评测结果报告公司经营管理层。同时强化拆借、回购等资金业务风险评估与检测机制，将资金支付及划拨纳入统一流程管理，并加强对交易对手的信用跟踪，筛选信用评级良好的机构合作，审慎、合理确定业务期限配置，规避拆借、回购等资金业务带来的流动性风险。

截至 2016 年末，公司净稳定资金率和流动性覆盖率分别为 138.90%和 211.72%，均符合监管要求。

4. 操作风险管理

操作风险是指由于内部程序、人员或系统的不足以及外部事件等带来亏损的风险，包括未能遵守现行法律、法规和公司内部制度所造成的损失。公司建立了各项业务监控系统，通过系统实时监测各项业务的开展情况，监测业务的操作风险。合规管理部、风险控制部和稽核审计部通过对各营业部及业务部门进行定期合规检查和不定期的专项检查。公司建立并完善信息隔离墙管理制度，在部门设置、业务运作、岗位设置等方面建立防火墙机制，确保各项业务在人员、资金、信息等方面的有效隔离，规范各项业务的独立决策运作。

总体看，公司风险偏好较为审慎，风险管理体系初步搭建，能够满足当前业务发展的需要。行业创新的发展趋势要求公司进一步加强风险计量、风险管理系统等方面的建设。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年的合并财务报表已经大华会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2017 年 3 月数据未经审计。近年来公司合并范围差异较小，财务数据可比性较强。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 238.02 亿元，其中客户存款 48.01 亿元，客户备付金 17.08 亿元；负债总额 136.18 亿元，其中代理买卖证券款 67.91 亿元；所有者权益（含少数股东权益）101.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益 101.44 亿元；母公司口径净资产 101.40 亿元，净资产 93.89 亿元。2016 年，公司实现营业收入 12.40 亿元，净利润（含少数股东损益）3.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额-94.80 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.42 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 290.24 亿元，其中客户存款 43.61 亿元，客户备付金 13.91 亿元；负债总额 187.58 亿元，其中代理买卖证券款 60.59 亿元；所有者权益（含少数股东权益）102.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 102.25 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.71 亿元，净利润（含少数股东损益）0.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.16 亿元。

2. 资产质量和流动性

近年来，公司资产规模呈持续扩大趋势。2014~2016 年，公司自有资产持续增长，年均复合增长 49.63%。截至 2016 年底，公司自有资产 170.11 亿元，其中可快速变现资产 117.54 亿元，较年初增长 29.01%，公司可快速变现资产占自有资产的比重为 69.09%，自有资产以可快速变现资产为主。公司可快速变现资产以融出资金（占比 25.21%）、买入返售金融资产（占比 44.48%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 10.26%）和可供出售金融资产（占比 11.94%）为主。

2014~2016 年末，公司融出资金波动下降，年均复合减少 4.48%，主要系融资融券业务规模波

动所致，截至 2016 年末，公司融出资金 29.63 亿元，其中期限在 1~3 个月的融出资金余额占比 55.14%，3~6 个月的占比 11.56%，6~12 个月的占比 6.65%，流动性较强；2016 年公司融出资金按 0.17% 的比例计提坏账准备，共计提 0.06 亿元。2014~2016 年末，随着股票质押式回购业务规模不断增加，公司买入返售金融资产持续快速增长，年均复合增长 72.96%，截至 2016 年末，公司买入返售金融资产 52.28 亿元，较年初大幅增长 123.81%，其中股票质押式回购资金余额占比 69.82%，约定购回式证券、股票质押式回购的剩余期限均在 1 年以内；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 0.35%。2014~2016 年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产持续增加，年均复合增长 35.75%，主要系增加自营投资规模所致；截至 2016 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 12.06 亿元，主要以债券为主，占比达 76.43%，其余为股票和基金，占比分别为 14.47% 和 9.10%。近三年，公司可供出售金融资产增长较快，年均复合增长 222.48%，主要系债券投资、理财产品投资和信托计划投资增加所致；截至 2016 年末，公司可供出售金融资产 56.78 亿元，其中信托计划投资占比最大，为 51.74%，债券占比 13.70%，股票占比 10.35%，理财产品占比 15.66%。

表 10 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末
自有资产	75.98	102.09	170.11
可快速变现资产	66.78	91.11	117.54
其中：自有货币资金	2.76	11.04	7.31
自有结算备付金	2.43	1.62	2.22
可供出售金融资产	5.10	7.79	14.03
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	6.54	11.17	12.06
融出资金	32.47	36.13	29.63
买入返售金融资产	17.48	23.36	52.28
其他资产	61.21	89.81	67.91
其中：客户资金存款	44.95	73.33	48.01
客户备付金	15.89	15.07	17.08
资产总额	137.19	191.90	238.02

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资产管理产品、信托产品及其他。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额 290.24 亿元，较年初增长 21.94%，其中自有资产 229.65 亿元，较年初增长 35.00%，自有资产中，买入返售资产 53.21 亿元，较年初变化不大；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 55.00 亿元，较年初大幅增长 356.22%，主要系自营业务扩大了投资规模所致；可供出售金融资产 72.55 亿元，较年初增加 27.77%，主要系增加了理财产品及信托计划投资所致；融出资金 29.56 亿元，较年初基本持平。

总体看，近年来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。

3. 负债及杠杆水平

近三年，公司自有负债持续增长，年均复合增长 18.78%，截至 2016 年末，公司自有负债规模 68.27 亿元，其中，卖出回购金融资产款占比为 46.32%，应付短期融资款占比 29.30%，应付债券占比为 16.16%。2014~2016 年末，公司卖出回购金融资产款波动上升，年均复合增长 23.54%，

截至 2016 年末，公司卖出回购金融资产款 31.62 亿元，较年初减少 7.18%，主要系公司缩减了债券质押融资规模，按卖出回购标的来看，主要为债券和融资融券资产收益权，占比分别为 56.99% 和 43.01%。近三年，公司应付短期融资款增长较快，年均复合增长 63.51%，主要系发行收益凭证规模增加所致，截至 2016 年末，公司应付短期融资款 20.00 亿元，全部为收益凭证，票面利率在 4.10%~4.70% 之间。2016 年，公司新增应付债券 11.03 亿元，全部为长期收益凭证。2014~2016 年，公司其他负债减少幅度较大，主要系公司从股东借入次级债务后转股本及一年内到期的长期收益凭证减少所致。

表 11 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末
自有负债	48.39	51.45	68.27
其中：卖出回购金融资产款	20.72	34.07	31.62
应付短期融资款	7.48	7.34	20.00
应付债券	0.00	0.00	11.03
其它负债	8.69	4.85	1.84
非自有负债	61.21	89.81	67.91
其中：代理买卖证券款	61.21	89.81	67.91
负债总额	109.60	141.27	136.18
净资本/负债	55.54	85.01	138.23
净资产/负债	56.66	98.39	149.29
自有资产负债率	63.68	50.40	40.13

资料来源：公司审计报告、监管报表，联合评级整理。

截至 2016 年末，受股东增资影响，公司净资本大幅上升，净资本/负债和净资产/负债指标较 2015 年有大幅上升，分别为 138.23% 和 149.29%，均高于行业监管标准；近三年，公司自有资产负债率逐年下降，分别为 63.68%、50.40% 和 40.13%，结合公司所处的证券行业来看，整体处于较低水平，仍有加大杠杆的空间。

有息债务方面，近三年，公司债务规模持续增加，总债务年均复合增长 30.50%，截至 2016 年末，公司总债务规模 63.20 亿元，较年初增长 42.94%，主要系应付短期融资款和应付债券增加所致；其中短期债务占 82.55%，长期债务占 17.45%。从债务偿还期限来看，截至 2016 年末，公司债务在 2017 年到期的占比 82.55%，2018 年到期的占比 17.45%，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，但公司总体债务负担一般。

表 12 截至 2016 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
2017 年	52.17	82.55
2018 年	11.03	17.45
2019 年及以后	0.00	0.00
合计	63.20	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年 3 月末，公司负债总额 187.58 亿元，较年初增加 37.75%，其中应付短期融资款 31.03 亿元，较年初增加 55.15%，主要系收益凭证增加所致；应付债券 11.27 亿元，较年初变化不大；卖出回购金融资产款 78.90 亿元，较年初减少 7.18%。受短期债务大幅增加影响，公司总债务 122.47 亿元，较年初大幅增长 93.80%；自有资产负债率达 55.30%，较年初增长 15.17 个百分点，提升较快。

2017年4月，公司发行21.50亿次级债，债务水平进一步上升。

总体看，近三年，公司自有负债呈增长趋势，债务负担一般，面临一定的短期偿债压力；2017年以来，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

近三年，公司主要通过利润留存及股东注资补充资本。截至2016年底，公司所有者权益合计101.84亿元，其中归属于母公司所有者权益101.44亿元。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66.71%、12.97%、2.58%、11.74%和5.17%，公司股东权益的稳定性较好。2014~2016年，公司现金分红金额分别为0.33亿元、0.00亿元和1.80亿元，占当年净利润分别为8.48%、0.00%和47.24%，公司2016年分红力度较大，利润留存对资本补充的作用一般。

近三年，公司确保了各项风险控制指标持续符合监管标准，抵御风险的能力稳步提升。证监会自2016年10月1日起正式实施新的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，改进净资本、风险资本准备计算公式，公司对2015年末风险控制指标进行了追溯。截至2016年末，母公司口径（下同）的净资本和净资产规模分别为93.89亿元和101.40亿元，分别较2015年末增长116.59%和102.11%，主要系股东增资所致。截至2016年末，公司的各项风险资本准备之和为48.65亿元，较上年末增长63.37%，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2016年末，由于净资本增幅较大，风险覆盖率指标由上年末的131.73%上升为193.00%；资本杠杆率指标为53.32%，较上年末增长13.36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2015年末的86.40%上升至92.59%；公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表13 2014~2016年末公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2014年末	2015年末	2016年末	监管标准	预警标准
核心净资本	--	42.85	93.39	--	--
附属净资本	--	0.50	0.50	--	--
净资本	26.61	43.35	93.89	--	--
净资产	27.15	50.17	101.40	--	--
各项风险准备之和	--	32.91	48.65	--	--
风险覆盖率	--	131.73	193.00	≥100	≥120
资本杠杆率	--	39.96	53.32	≥8	≥9.6
净资本/净资产	98.02	86.40	92.59	≥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；公司对2015年相关指标进行了追溯。

总体看，受股东增资的影响，公司资本实力大幅增强，目前，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，2014~2016年，公司经营性现金流波动下降，三年分别为16.70亿元、28.90亿元和-94.80亿元，2016年较2015年由净流入转为净流出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，近三年呈净流出状态，净流出金额分别为0.47亿元、0.55亿元和1.00亿元。筹资活动方面，

近年来随着公司业务的发展，融资需求持续增长，筹资活动现金流入持续增长，三年分别为 14.48 亿元、30.91 亿元和 106.31 亿元；随着债务到期，筹资活动现金流出逐年增加，三年分别为 0.34 亿元、24.23 亿元和 36.94 亿元；筹资活动现金流量净额三年分别为 14.14 亿元、6.68 亿元和 69.37 亿元。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，整体现金流状况处于较好水平。

表 14 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
经营性现金流量净额	16.70	28.90	-94.80
投资性现金流量净额	-0.47	-0.55	-1.00
筹资性现金流量净额	14.14	6.68	69.37
现金及现金等价物净增加额	30.36	35.02	-26.42
年末现金及现金等价物余额	66.02	101.05	74.62

资料来源：公司审计报告。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流净流出 19.95 亿元；投资活动现金流净流出 0.22 亿元，同比变化不大；筹资活动现金流净额 11.02 亿元，上年同期为-10.15 亿元。

总体看，近年来，公司主要业务受市场行情影响较大，经营性现金流转为净流出状态；投资规模有所下降；公司主要依靠筹资活动补充资金，存在一定的融资需求。公司融资渠道较为畅通，整体现金流状况较好。

6. 盈利能力

近三年，受证券市场行情波动变化影响，公司营业收入呈波动增长趋势，年均复合增长率为 3.99%，2016 年公司实现营业收入 12.40 亿元，同比下降 39.96%，主要系 2016 年市场行情低迷导致经纪业务和自营业务收入减少所致。手续费及佣金净收入、利息净收入和投资收益是公司营业收入的主要来源，2016 年分别占比 54.57%、26.09%和 20.35%。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，2016 年经纪业务收入占手续费及佣金净收入的 31.67%，较上年末下降 20.83 个百分点，主要系股票市场行情下滑所致；投资银行业务收入占比 12.39%，较上年上升 8.50 个百分点，占比有所提升；资产管理业务收入占手续费及佣金净收入的 10.18%，较上年末有所上升。利息净收入主要来自信用业务利息收入，2016 年占营业收入比重为 26.09%。2016 年，投资收益 2.52 亿元，占营业收入比重为 20.35%，主要来自持有及处置金融工具取得的收益，分别占比 35.27%和 64.73%。

公司营业支出近年来波动增长，年均复合增长 7.86%，主要是由于业务扩张使得成本支出上升所致。从支出构成来看，公司业务及管理费占比在 80%以上，主要是职工薪酬，2016 年占业务及管理费的 71.44%，占比较上年增长 1.24%。同时，受公司营业收入下降和人力成本增长影响，公司薪酬收入比持续增长，三年分别为 26.88%、27.78%和 46.27%，公司营业费用率呈波动增长趋势，三年分别为 45.46%、38.22%和 53.80%，成本控制能力有待加强。

表 15 公司盈利指标（单位：亿元，%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入	11.47	20.65	12.40
其中：手续费及佣金净收入	6.86	13.37	6.77
利息净收入	0.94	3.20	3.24

投资收益	3.20	3.89	2.52
营业支出	6.29	9.20	7.32
其中：业务及管理费	5.33	7.90	6.67
营业利润	5.17	11.46	5.08
净利润	3.89	8.55	3.81
营业费用率	46.45	38.22	53.80
薪酬收入比	26.88	27.78	46.27
营业利润率	45.13	55.47	40.97
平均自有资产收益率	3.85	9.60	2.80
平均净资产收益率	15.39	21.85	4.99

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从盈利指标来看，2014~2016 年，受市场行情波动影响，公司净利润波动下降，年均复合下降 1.02%；2016 年公司实现净利润 3.81 亿元，同比减少 55.45%，2016 年，公司营业利润率 40.97%、平均净资产收益率 4.99%、平均自有资产收益率 2.80%，较上年分别下降 14.50 个百分点、16.86 个百分点和 6.80 个百分点。根据 Wind 资讯数据，与发行过债券的 74 家证券公司相比，公司 2016 年的平均净资产收益率排名约在 64 位，排名较为靠后。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.71 亿元，同比增长 15.43%，净利润 0.75 亿元，同比增长 14.55%，盈利规模有所上升。

总体看，近年来受市场波动影响，公司收入波动较大；2016 年以来，随着市场行情持续低迷，公司盈利能力下降明显，平均净资产收益率在发行过债券的证券公司中排名较为靠后。

7. 偿债能力

近三年，随着公司利润总额的波动，公司 EBITDA 波动增长，分别为 7.08 亿元、15.50 亿元和 9.16 亿元，年均复合增长 13.71%。2016 年公司 EBITDA 由折旧和摊销（占 4.71%）、利息支出（占 39.47%）和利润总额（占 55.82%）组成，利息支出和利润总额在 EBITDA 构成中占比较大。近三年，公司债务规模持续增长，公司 EBITDA 全部债务比波动下降，分别为 0.19 倍、0.35 倍和 0.14 倍，EBITDA 对利息的保护能力一般；EBITDA 利息倍数逐年下降，分别为 5.13 倍、4.29 倍和 2.53 倍，EBITDA 对利息的保护能力较好。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 2016 年底，公司可快速变现资产/自有负债为 1.72 倍，该类资产可对债务形成良好保障。

表 16 公司偿债能力指标表（单位：亿元，%，倍）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
总债务	37.11	44.21	63.20
自有资产负债率	63.68	50.40	40.13
可快速变现资产/自有负债	1.38	1.77	1.72
EBITDA	7.08	15.50	9.16
EBITDA 全部债务比	0.19	0.35	0.14
EBITDA 利息倍数	5.13	4.29	2.53

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 2017 年 5 月 8 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 2016 年末，公司无对外担保情况。

截至 2016 年末，公司共有未决诉讼 3 起，分别为：公司作为原告诉黑龙江省盛恒基房地产开发集团有限责任公司（以下简称“盛恒基”），此案一审判决已生效，判决盛恒基向公司交付 4,000 万房产投资建设本金及利息；原告自然人宋丕业因融资融券业务事宜诉公司及哈尔滨花园街第二证券营业部，要求赔偿原告的经济损失 260 万元，此案正在审理中；原告甘孜农村信用联社股份有限公司诉广安科塔金属有限公司向原告支付资产管理计划欠款及逾期利息 1.32 亿元，中鸿联合融资担保有限公司等公司为其承担连带保证责任，公司及恒丰银行重庆分行、民生信托作为案件第三人在原告未获清偿的范围内向原告承担赔偿责任，此案正在审理中。联合评级将持续关注以上案件的进展情况。

截至 2017 年 3 月末，公司共取得银行授信额度 318.00 亿，其中已使用 71.00 亿元，未使用授信余额 247.00 亿元。

总体看，近年来，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良好以及 2016 年 10 月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。

九、本次债券偿付能力分析

1. 本次债券发行对公司目前负债的影响

截至 2017 年 3 月末，公司债务总额为 122.47 亿元。本次拟发行公司债规模为不超过（含）40 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度较大，债务负担将大幅增加。

以 2017 年 3 月末财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 40 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为 61.93%，债务负担进一步上升，本次债券期限为 5 年，将使得公司全部债务结构产生较大变化，长期债务占比将提升，有助于推动公司业务发展。

2. 本次债券偿债能力分析

公司本次拟发行不超过（含）40 亿元的公司债，本次债券发行成功后，公司负债水平将有所上升。以 2016 年末的财务数据为基础，按照公司发行 40 亿元公司债估算可快速变现资产、EBITDA、净利润和股东权益对本次债券本金的保障倍数，对公司债各项偿付能力指标良好。

表 17 本次债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2016 年末
可快速变现资产/本次债券本金	2.94
EBITDA/本次债券本金	0.23
净利润/本次债券本金	0.10
股东权益/本次债券本金	2.55

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，公司持有一定规模的可快速变现资产，对债券本金的覆盖程度较好，公司在成为上市公司全资子公司后，融资将会更加畅通。综上所述，公司对本次债券偿债能力很强。

十、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，

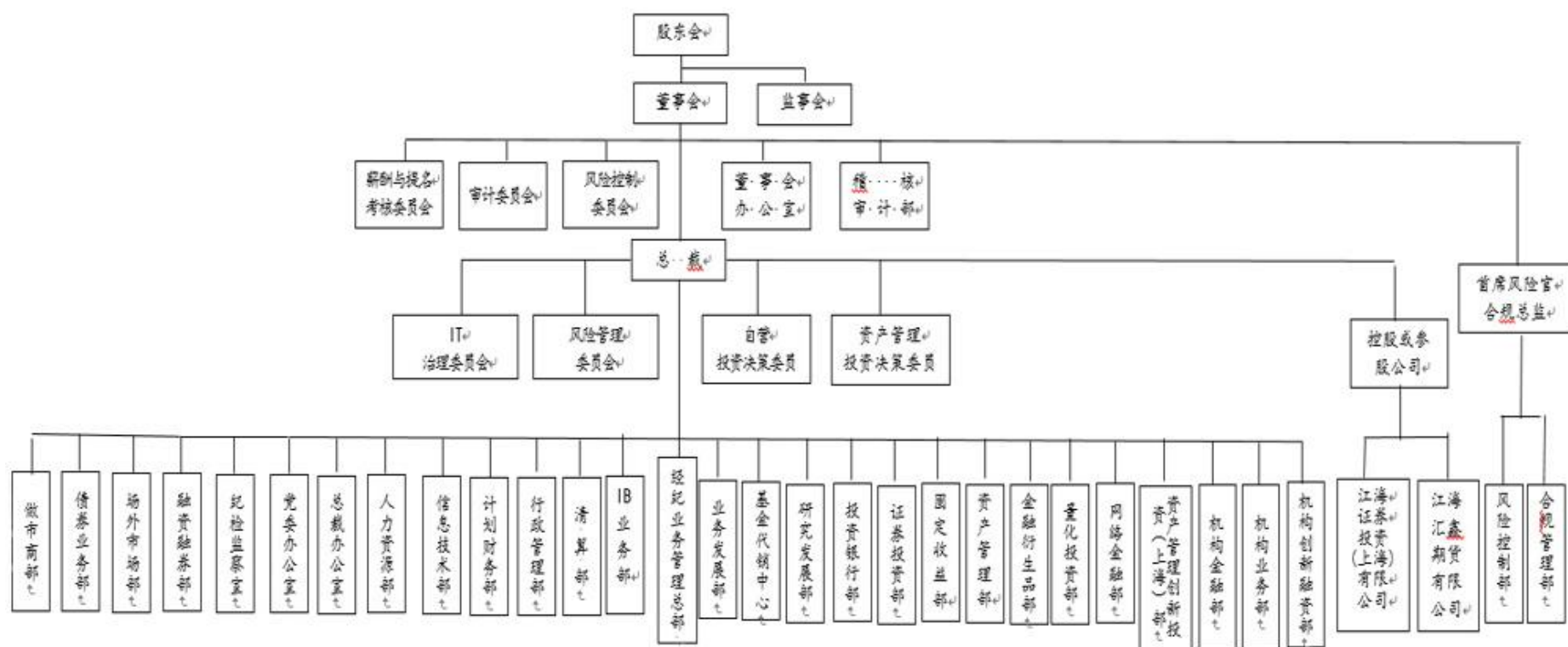
且代理买卖证券方面在黑龙江省占有较高市场份额，近年来，公司积极推进业务发展，各项业务取得了较好发展。2016 年，上市公司哈尔滨哈投投资股份有限公司（以下简称“哈投股份”）通过重大资产重组，收购公司原其他股东股份，公司成为其全资子公司。同年 10 月，哈投股份对公司增资 49.81 亿元，资本实力的增强将有力支撑公司经营规模持续增长。

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；公司债务集中在 2017 年到期的占比较大，面临一定的短期偿付压力。

未来随着资本市场的持续发展和公司业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	137.19	191.90	238.02	290.24
自有资产（亿元）	75.98	102.09	170.11	229.65
可快速变现资产（亿元）	66.78	91.11	117.54	211.36
所有者权益（亿元）	27.59	50.63	101.84	102.66
自有负债（亿元）	48.39	51.45	68.27	126.99
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.38	1.77	1.72	1.66
自有资产负债率（%）	63.68	50.40	40.13	55.30
营业收入（亿元）	11.47	20.65	12.40	2.71
净利润（亿元）	3.89	8.55	3.81	0.75
营业利润率（%）	45.13	55.47	40.97	36.25
营业费用率（%）	46.45	38.22	53.80	62.62
薪酬收入比（倍）	0.27	0.28	0.46	--
平均自有资产收益率（%）	3.85	9.60	2.80	0.38
平均净资产收益率（%）	15.39	21.85	4.99	0.73
净资本（亿元）	26.61	43.35	93.89	--
风险覆盖率（%）	--	131.73	193.00	--
资本杠杆率（%）	--	39.96	53.32	--
流动性覆盖率（%）	--	165.58	211.72	--
净稳定资金率（%）	--	152.58	138.90	--
短期债务（亿元）	37.11	44.21	52.17	111.20
长期债务（亿元）	0.00	0.00	11.03	11.27
全部债务（亿元）	37.11	44.21	63.20	122.47
EBITDA（亿元）	7.08	15.50	9.16	0.98
EBITDA 利息倍数（倍）	5.13	4.29	2.53	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.35	0.14	0.01
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.18	0.39	0.23	--

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+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。

联合信用评级有限公司关于 江海证券有限公司

2017 年公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年江海证券有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

联合评级将密切关注江海证券有限公司的相关状况，如发现江海证券有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

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

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送江海证券有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一七年六月六日