

信用等级公告

联合[2017]766 号

华融证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对华融证券股份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：

华融证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

华融证券股份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：

二零一七年六月十九日

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>

华融证券股份有限公司

2017年公开发行公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过15亿元（含）

债券期限：3年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017年6月19日

主要财务数据

项 目	2014年	2015年	2016年
资产总额（亿元）	429.88	758.28	1,357.50
自有资产（亿元）	213.72	404.21	438.37
自有负债（亿元）	140.69	314.58	330.37
所有者权益（亿元）	73.03	89.63	108.00
自有资产负债率（%）	65.83	77.83	75.36
可快速变现资产（亿元）	170.41	180.85	221.84
营业收入（亿元）	31.74	60.58	53.20
净利润（亿元）	8.65	18.18	15.77
营业利润率（%）	35.65	40.15	39.37
营业费用率（%）	33.04	24.06	27.51
净资产（亿元）	65.19	108.81	139.93
平均净资产收益率（%）	13.64	22.36	15.96
风险覆盖率（%）	--	223.58	231.91
资本杠杆率（%）	--	27.89	29.45
短期债务（亿元）	74.65	116.60	169.10
长期债务（亿元）	20.30	38.63	52.77
总债务（亿元）	94.95	155.22	221.87
EBITDA（亿元）	16.47	33.72	33.68
EBITDA 利息倍数（倍）	3.47	3.75	2.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.22	0.15
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.10	2.25	2.25

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、本表中，净资产、净资本、净资产/净资本、净资产/自有负债、净资产/各项风险准备之和为母公司口径，其他各项指标为合并口径；3、由于公司并表结构化主体规模较大，且子公司资产规模较小，因此公司可快速变现资产所计算的采取母公司口径。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对华融证券股份有限公司（以下简称“公司”或“华融证券”）的评级反映了公司作为国内综合性券商之一，业务网点覆盖国内主要地区，拥有稳定优质的客户群，整体经营实力较强。近年来，公司财务顾问业务竞争优势比较明显，资产管理业务收入排名靠前，自营业务业绩较好，盈利水平逐步提升，整体资本充足性较好。

公司控股股东中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）作为重要的资本市场业务平台，资本实力雄厚，具备很强的综合品牌竞争实力，公司能够得到中国华融在客户资源、销售渠道、品牌建设及产品创新等方面的有力支持。

同时，联合评级也关注到，公司所处的证券行业易受到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策等因素变化的影响；近年来公司杠杆水平持续大幅攀升；作为营业收入重要来源的证券自营业务、投资银行业务和经纪业务受市场行情波动及监管政策影响较大，未来公司营业收入的增长存在一定不确定性。

未来随着资本市场的持续发展和公司各项业务的稳步推进，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. 公司是国内综合性券商之一，已购建拥有证券、期货、直接投资、基金等各类证券业务的多元化经营模式，业务网点覆盖国内主要地区，拥有稳定优质的客户群，整体竞争力

强。

2. 公司治理运行良好，内部控制和风险管理体系比较健全，在证券公司分类评价中，公司连续六年获评A类券商。

3. 公司控股股东中国华融实力雄厚，拥有多样化的金融业务板块、下属分公司遍布全国，在资金、业务拓展和营销方面给予公司较大支持。

4. 公司财务顾问业务具有较强的同业竞争优势，资产管理业务收入排名靠前，自营业务整体业绩较好。

关注

1. 经济周期波动、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素可能对公司业务发展和收益水平带来系统性风险。

2. 近年来公司杠杆水平整体呈上升趋势，同时需对公司未来的短期偿债能力和流动性保持关注。

3. 近年来公司证券自营业务收入增长迅速，其在营业务收入占比较高，成为公司收入占比最高的业务板块，后续需关注相关产品的投资风险，作为公司主要收入来源的投资银行业务及经纪业务受市场环境及监管政策影响较大，在外部环境趋严的环境下，对公司投资银行业务的风险管理水平提出了更高的要求。

分析师

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

贾一晗

电话：010-85172818

邮箱：jiayh@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：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

华融证券股份有限公司（以下简称“华融证券”或“公司”）是经中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）批准筹建，于 2007 年 9 月正式注册成立的证券公司，初始注册资本 15.10 亿元，其中：中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）出资 15.00 亿元，占比 99.34%，中国葛洲坝集团公司出资 0.10 亿元，占比 0.66%。公司分别于 2010 年、2011 年、2013 年、2014 年和 2015 年经股东大会决议进行增资，新增注册资本金额分别为 8.93 亿元、6.00 亿元、1.75 亿元、5.77 亿元和 9.19 亿元。2016 年 7 月第三次临时股东大会决议，中国华融等 7 名股东对公司进行增资，增加注册资本 4.68 亿元，变更后注册资本为 51.42 亿元，截至 2016 年末，公司注册资本为 51.42 亿元，中国华融为公司的控股股东，持股 81.77%，中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）为中国华融控股股东，公司最终实际控制人为财政部。

表1 截至2016年末公司前五大股东明细（单位：%）

股东名称	所占比例
中国华融资产管理股份有限公司	81.77
中国葛洲坝集团股份有限公司	4.62
深圳市科铭实业有限公司	3.97
北京纽森特投资有限公司	2.03
九江和汇进出口有限公司	1.54
合计	93.93

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营业务、证券资产管理；融资融券；代销金融产品业务；公开募集投资基金管理业务。

截至 2016 年末，公司共设有 65 家证券营业部、14 家分公司；公司拥有 2 家控股子公司，分别为华融期货有限责任公司（以下简称“华融期货”）和华融瑞泽投资管理有限公司（以下简称“华融瑞泽”）。截至 2017 年 3 月末，公司员工总数 2,185 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 1,357.50 亿元，其中客户资金存款 70.37 亿元，客户备付金 21.86 亿元；负债总额 1,249.50 亿元，其中代理买卖证券款 78.52 亿元，信用交易代理买卖证券款 5.21 亿元；所有者权益合计 108.00 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 107.42 亿元；母公司口径的净资产 139.93 亿元；2016 年，公司实现营业收入 53.20 亿元，净利润 15.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 15.17 亿元；经营活动现金流量净额 134.99 亿元，现金及现金等价物余额 136.61 亿元。

公司注册地址：北京市西城区金融大街 8 号；法定代表人：祝献忠。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“华融证券股份有限公司 2017 年公开发行公司债券”，本次发行规模不超过 15 亿元（含 15 亿元），期限 3 年；债券票面金额 100 元/张；本次发行的公司债券的具体利率水平将根据市场询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定，采用单利按年计息，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。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金用于满足公司业务营运需要，调整公司债务结构，补充公司流动资金等用途。

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 2 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。

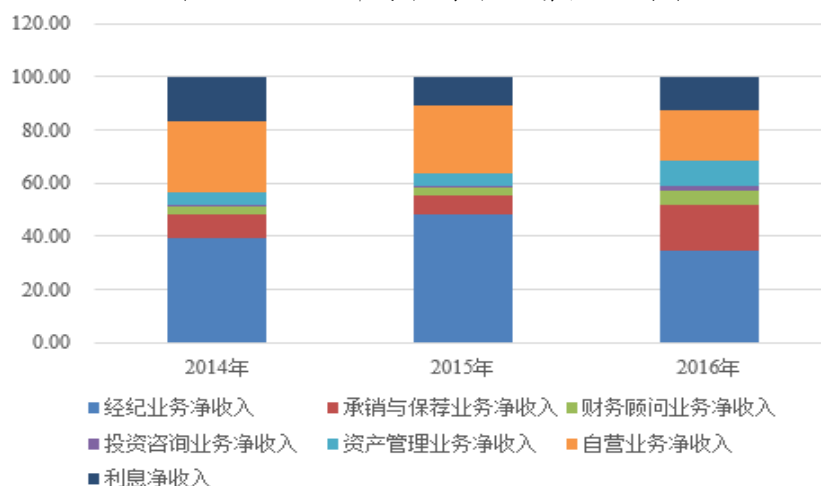
根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，截至 2016 年底，129 家证券公司总资产为 5.79 万亿元，较 2015 年底减少 9.81%；净资产为 1.64 万亿元，净资本为 1.47 万亿元，较 2015 年底分别增加 13.10%和 17.60%，资本实力有所提升。2016 年，129 家证券公司中，124 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,279.94 亿元，全年实现净利润 1,234.45 亿元，分别同比减少 42.97%和 49.57%，经营业绩明显下滑。

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 40% 以上。近年来，证券公司各项业务板块均呈持续增长态势。受益于整体成交量的持续增加，行业经纪业务净收入近三年年均复合增长 88.27%；随着近两年证券市场回暖，2013~2015 年行业自营业务收入复合增长 115.10%。随着 2014 年 IPO 重启及各家券商积极调整投资银行业务结构，近两年行业投资银行收入呈增长趋势，年均复合增长 74.92%；资产管理业务发展较快，收入持续增长，但整体收入规模相对较小。

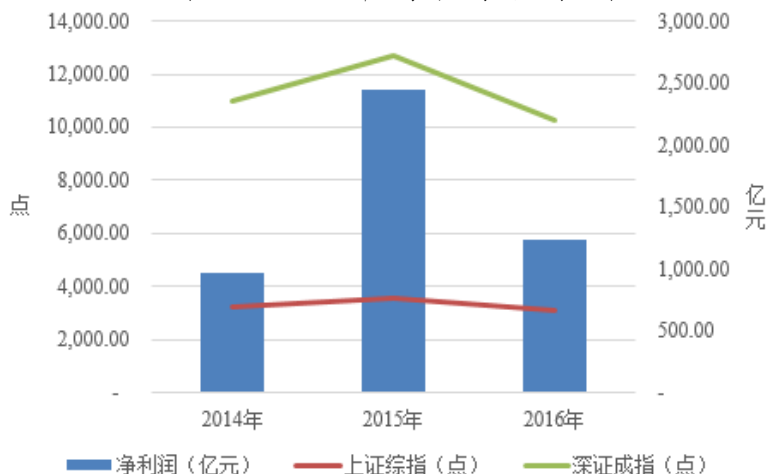
图 1 2014~2016 年我国证券行业业务收入结构图



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。

图 2 2014~2016 年证券行业净利润情况图



资料来源：中国证券业协会网站

(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，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，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。

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 2015 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 3,191.29 亿元，净利润 1,332.36 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 55.49%和 54.43%；截至 2015 年底，前十大证券公司资产总额为 3.87 万亿元，占全行业总资产的 60.28%，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 3 2015 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	1,417.37	6,161.08	560.13	203.60
2	海通证券	1,169.28	5,764.49	380.86	168.41
3	国泰君安	1,016.37	4,543.42	375.97	166.95
4	华泰证券	815.29	4,526.15	262.62	107.98
5	广发证券	798.21	4,190.97	334.47	136.12
6	银河证券	572.49	2,818.06	262.60	98.77
7	申万宏源	518.66	3,335.69	304.63	124.28
8	国信证券	498.88	2,443.53	291.39	139.49
9	招商证券	484.32	2,916.56	252.92	109.28
10	光大证券	424.24	1,970.73	165.71	77.47
合计		7,715.09	38,670.68	3,191.29	1,332.36

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正当竞争现象。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 and 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，2015年下半年以来，证券市场波动较大，证券公司融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，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”，包括中信证券、海通证券、华泰证券、广发证券等多家经营规模排名行业前10的大型证券公司因违规被立案调查。证监会还向公安部集中移送了数起涉嫌操纵市场、内幕交易、利用未公开信息交易等犯罪案件。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对照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。

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。

四、规模与竞争力

公司证券业务资质齐全，风险管控水平较高，经营状况良好，具有一定的市场影响力

公司成立以来，成功申请了多项业务资格，在夯实传统业务的同时，坚持业务创新，取得了多项创新业务资格，证券业务资质齐全。公司作为连续六年被评为 A 类的证券公司，风险管理能力在行业内较高，在市场变化中能较好地控制业务扩张的风险，各项评价指标均保持稳定，业务发展、风险管控能力等方面持续稳定。

截至 2016 年末，公司下辖 66 家证券营业部，16 家分公司，经纪业务网点覆盖全国 25 个省、自治区、直辖市。随着监管条件的放开，公司正积极计划在全国其他地区新设营业网点，实现对国内各省市地区的基本覆盖，公司整体经营规模有望进一步扩大。

经营方面，公司各类经营指标在行业内排名在中上水平。公司资产管理业务和财务顾问业务收入实现状况较好。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第 4 位，处于行业前列。从公司资产规模指标来看，公司亦处于行业靠前水平，截至 2016 年底，公司净资产和净资本分别为 106.57 亿元和 139.93 亿元。

经过多年积累，公司凭借良好的经营业绩和规范的管理，树立了良好的市场形象，品牌价值和影响力不断提升，获得了众多财经媒体颁发的荣誉，得到了监管机构、同行业与投资者的广泛认同。

股东实力雄厚，对公司支持力度大

截至 2016 年 12 月末，中国华融持有公司 81.77% 的股权，为公司控股股东。中国华融是由财政部、中国人寿保险集团（公司）发起设立的非银行金融机构，2014 年 8 月，中国华融引进美国华平集团、中信证券国际、马来西亚国库控股公司、中金公司、中粮集团、复星国际、高盛集团等 7 家境内外战略投资者，逐步形成了以不良资产处置经营为主业，资产经营管理、银行、证券、金融租赁、信托、投资、基金、期货、置业等业务平台协同运作的多元化经营格局。中国华融遍及全国的分支机构、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，中国华融资产管理规模较大，与政府、大型企业集团和各类金融机构合作关系紧密，业务涉及范围广泛。2015 年 10 月，中国华融于香港交易所正式挂牌，融资渠道更为畅通，资本实力进一步增强。

中国华融在资金、业务、营销等方面给予公司较多支持。在资金上，中国华融作为控股股东，除向公司注入资本金外，还多次向公司出借资金（次级债务），极大促进了公司的发展；在业务上，截至 2016 年底，中国华融总资产达人民币 14,119.7 亿元，较上年末增长 62.9%，继续保持中国最大资产管理公司地位；净资产达人民币 1,500.8 亿元，较上年末增长 26.3%；2016 年实现净利润人民币 231.1 亿元，较上年增长 36.3%，继续处于同业领先水平。截至 2016 年末，中国华融服务网络遍及全国 30 个省、自治区、直辖市和香港特别行政区，在全国设有 33 家分公司，2 家营业部和 30 余家控股子公司，旗下拥有华融湘江银行股份有限公司、华融租赁股份有限公司、华融国际信托有限责任公司、华融证券股份有限公司等多家平台公司，已初步建设成为国有大型金融控股集团，可对外提供资产经营管理、银行、证券、信托、租赁、投资、基金、期货、财富管理、置业等全牌照、多功能、一揽子综合金融服务，均给公司提供业务机会。中国华融是众多企业尤其是大型国有企业的股东（例如：中国中车股份有限公司、重庆建工集团股份有限公司、杭州杭氧股份有限公司等），公司为上述企业提供股票主承销及财务顾问等服务，并先后帮助中国北车、杭氧股份成功登陆中国资本市场；自成立以来，公司依托中国华融的综合金融服务体系、广泛的集

团客户资源等优势实现了快速的发展。

总体看，公司股东实力雄厚，市场声誉良好，具备很强的规模优势和经营竞争力；股东能够在品牌、客户以及渠道等方面给予公司较大的支持，有利于公司发挥业务协同效应，培育核心竞争力。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司根据《公司法》和中国证监会有关规定，结合公司实际情况，构建了由股东大会、董事会、监事会及经营管理层组成的、符合现代企业制度的法人治理架构，并制定了相关议事规则，公司治理体系逐步完善。

股东大会是公司最高权力机构，主要负责决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会的报告，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案等议案。近年来，公司能够按照《公司章程》、《股东大会议事规则》的要求召集和召开年度股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 3 名。董事会是公司的决策机构，下设战略与执行委员会、风险管理及审计委员会、提名与薪酬委员会三个专门委员会。各委员会就相关审议事项提出意见，并根据董事会授权行使相应的决策职能。近年来，公司董事会及其专门委员会按照相关议事规则召开多次会议，审议通过了成立直接投资子公司、利润分配预案、内部控制评价方案、财务决算报告等多项议案。

监事会是公司的内部监督机构，对股东大会负责。公司监事会由 5 名监事组成，其中职工监事 2 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、董事会和经营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。

公司经营层为经营执行机构，对董事会负责，公司现任经营层人员包括副总经理（主持工作）1 名、副总经理 4 名、董事会秘书 1 名、合规总监 1 名（由副总经理兼任）、总经理助理 1 名。经营层人员按照董事会的授权从事公司的经营管理工作，组织实施董事会各项决议，并向董事会提出建议，有效履行经营管理职责。经营管理层大多拥有丰富的金融机构管理经验，这有助于公司的科学决策和稳健经营。

总体看，公司建立了较为完善的治理架构，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. 内控及合规管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《证券公司监督管理条例》、《证券公司治理准则》、《证券公司内部控制指引》等相关法律法规、规范性文件及公司章程的规定，综合考虑内部环境、风险管理组织体系、控制活动、信息与沟通、内部监督等因素，制订并逐步完善各项内部控制制度，建立健全内部控制机制。

公司遵循“统一管理、区别授权、权责明确、严格监管”的原则，实行统一法人体制下的授权管理。目前，公司已建立了前、中、后台分离的内部控制架构，实行集中管理的模式，并通过人员隔离、业务隔离、账户隔离、资金隔离、信息隔离和物理隔离等措施，在经纪、投资银行、自营、资产管理、研究咨询业务之间建立隔离墙机制，防范利益冲突和风险传递，并设立严密的“双人、双职、双责第一道防线”、“相关部门、相关岗位之间相互监督制衡的第二道防线”及“内

部稽核部门对各岗位、各部门、各项业务全面实施监督反馈的第三道防线”。

公司高度重视合规管理工作，建立了合规总监、合规审查部、合规风控岗三层级的合规管理体系，并制定了一系列合规管理细则，构成了公司合规管理制度体系。近年来，合规部门积极开展合规审查工作，通过对公司制度流程和主要业务活动实行事前合规审查、系统监测公司合规状况、为业务部门提供合规咨询服务、对营业网点及业务部门进行合规检查，以及建设公司合规管理系统等方面，强化合规管理。

公司坚持以风险为导向的审计模式，持续开展对经纪、投资银行、资产管理、自营等重点业务条线的监督检查。公司按照市场化、规范化的原则，建立了适应市场化改革创新需要和监管要求的制度体系，覆盖公司治理、业务管理、行政管理、财务资金、合规管理、内部审计等领域。近年来，为提高内部管理和业务开展的规范化水平，公司组织各部门对各项业务和管理制度进行了全面梳理，修订或新建制度涵盖业务发展、内部管理、队伍建设、风险管控、系统建设等各个方面。

2014~2016 年，公司在券商分类评级中评级分别为 A 类、AA 类、A 类，维持在 A 类水平。

总体看，公司持续优化组织架构设置，不断健全内部控制体系，稽核审计力度不断加大，为公司防范风险、规范运作提供了较强的保障，较好地支撑了各项业务的发展。

六、经营分析

1. 经营概况

公司所经营的主要业务板块包括经纪业务、信用交易业务、投资银行业务、资产管理业务和自营业务等。近年来，证券市场呈现出明显的波动态势，2014~2015 年上半年，证券市场表现持续向好，2015 年下半年以来，证券市场波动较大，整体下跌趋势。受证券市场行情波动影响，2014~2016 年，公司分别实现营业收入 31.74 亿元、60.58 亿元和 53.20 亿元，呈波动增长趋势，三年年均复合增长 29.46%；净利润分别为 8.65 亿元、18.18 亿元和 15.77 亿元，呈波动增长态势，三年复合增长率 35.03%。

从收入结构来看，投资收益、手续费及佣金净收入和利息净收入为公司营业收入的主要来源。2014~2016 年，公司实现投资收益分别为 20.93 亿元、31.82 亿元和 26.09 亿元，主要由公司自营业务及资管业务投资所产生，呈波动上升趋势，年均复合增长 11.64%，占营业收入比重分别为 65.95%、59.81%和 49.04%，占比有所下降，但仍是公司第一大收入来源。其中，2015 年受益于公司结构化投资规模稳定增长，投资收益较 2014 年上升 52.01%，2016 年公司受股票二级市场行情低迷和债券市场信用风险频发影响，投资收益同比下降 18.01%。近三年，公司实现手续费及佣金净收入分别为 9.65 亿元、23.82 亿元和 18.14 亿元，年均复合增长 37.09%。其中，投资银行业务手续费及佣金净收入分别为 4.35 亿元、9.53 亿元和 13.48 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长率高达 76.10%，占营业收入比重分别为 13.69%、17.91%和 25.33%，逐年提升。2014~2016 年，公司传统经纪业务手续费及佣金净收入波动下降，三年实现收入分别为 4.02 亿元、10.24 亿元和 3.89 亿元，年均复合小幅下降 1.62%，占营业收入比重为 12.65%、19.25%和 7.30%；其中，2015 年受证券市场成交总量增长拉动，公司经纪业务手续费及佣金净收入同比大幅上升 155.02%，但自 2015 年下半年以来，证券市场较为低迷，成交量下降明显，导致 2016 年经纪业务手续费及佣金净收入快速下降 62.05%。投资咨询业务和资产管理业务收入贡献度较低，投资咨询业务收入占营业收入比重波动下降，2016 年占比达 0.43%，实现收入 0.23 亿元，同比下降 85.49%；资产管理业务手续费及佣金净收入占比波动下降，2016 年降至 0.37%，实现收入 0.20 亿元，同比大幅下

降 90.34%。公司利息净收入主要是信用交易业务收入所产生的利息净收入，2014~2016 年，实现三年年均复合增长 781.54%，增速显著，2016 年受市场行情及公司策略侧重影响，利息净收入水平大幅增长，实现净利息收入 8.60 亿元，同比增长 55.06%，占收入比重提升至 16.16%，是公司收入重要组成部分。2016 年，公司公允价值变动收益由负转正，实现收益 0.34 亿元。汇兑损益和其他业务收入对公司整体收入贡献较低，2016 年分别实现收入 0.03 亿元和 0.004 亿元。

表 4 公司 2014~2016 年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
手续费及佣金净收入	9.65	30.41	23.82	39.32	18.14	34.10
其中：经纪业务净收入	4.02	12.65	10.24	19.25	3.89	7.30
投资银行业务净收入	4.35	13.69	9.53	17.91	13.48	25.33
投资咨询业务净收入	0.13	0.41	1.59	3.00	0.23	0.43
资产管理业务净收入	0.97	3.06	2.05	3.85	0.20	0.37
投资收益	20.93	65.95	31.82	59.81	26.09	49.04
公允价值变动收益/（损失）	1.04	3.29	-0.66	-1.24	0.34	0.63
利息净收入	0.11	0.35	5.55	10.42	8.60	16.16
汇兑损益	0.00	0.00	0.02	0.04	0.03	0.06
其他业务收入	0.00	0.00	0.04	0.07	0.00	0.01
营业收入合计	31.74	100.00	60.58	100.00	53.20	100.00

资料来源：公司审计报告

注：占比百分比按照公司审计报告原始数据计算，与本表中四舍五入到“亿元”的收入数据计算的百分比存在尾数差异。

总体看，近年来，受市场波动的影响，公司营业收入和净利润呈波动增长态势，证券自营业务、投资银行业务始终为公司主要收入来源，信用交易业务呈持续增长态势，已成为公司营业收入重要组成部分，整体收入规模处于行业中上游水平。同时联合评级也关注到，公司经纪业务和自营业务受证券市场行情影响较大，未来盈利增长存在一定的波动性。

2. 业务运营

经纪业务

随着行业创新步伐的推进，公司经纪业务产品种类不断丰富，近年来公司陆续获得了融资融券、约定购回式证券交易、转融通、代销金融产品、股权质押式回购等业务资格，业务品种更加齐全，公司稳步推进网点布局建设，截至 2016 年末，公司拥有 65 家营业部，14 家分公司，主要分布于北京市、天津市、山西省、辽宁省、上海市等 25 个省、自治区、直辖市。未来公司将进一步加大营业部网点建设力度，依托中国华融分支机构建设轻型营业部，完善网点布局。

近年来公司加大了营销队伍的培训力度，以满足营业部发展的需要；另一方面跟踪客户需求，配合公司投行业务和财富管理业务的发展定位，推进业务创新，通过为客户提供特色化、差异化的产品，提高客户忠诚度，稳定佣金水平；此外，公司加大市场拓展力度，发挥中国华融及下属分支机构的协同作用，扩大公司的市场影响力，提升经纪业务市场竞争力。

近年来，公司着力推进研究咨询业务市场化转型，深化研究业务基础建设，开展为基金公司、中国华融分支机构和其他机构客户提供研究咨询服务的业务模式，拓宽收入来源，探索新的研究业务盈利模式。

近年来经纪业务市场竞争加剧，佣金率有所下滑，2016 年以来公司佣金率维持在 0.494‰的

水平，高于行业平均水平。2016 年公司大力发展私募产品销售业务，引入了大量高净值机构经纪客户，加强投顾业务的推广与发展，以投顾服务签约的方式增强客户粘性，避免以降佣为主要手段进行客户挽留与维护，该模式已初显成效，但由于公司部分营业部所在地区平均佣金率较高，且公司存量客户和中小客户较多，综合佣金费率维持在较高水平。

2014~2016 年，公司代理买卖证券余额分别为 0.70 万亿元、2.07 万亿元和 2.64 万亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长高达 94.20%。2016 年得益于债券交易大幅增长，经纪业务交易额同比增长 27.54%，达 2.64 万亿元。其中，股基交易额为 0.81 万亿元，同比下降 50.00%，主要系股票二级市场持续低迷影响所致，市场份额较 2015 年下降 0.009 个百分点，市场排名第 61 位；债券交易额 1.83 万亿元，同比增长 306.67%，主要受债券市场持续扩容影响，二级市场交易量亦增长，公司债券代理买卖业务大幅增长所致，市场份额较 2015 年上升 0.80 个百分点，提升明显。

从收入来看，2014~2016 年，公司证券经纪业务净收入三年复合下降 1.62%。2016 年受证券市场波动的影响，公司经纪业务实现手续费及佣金收入 5.33 亿元，同比大幅下降 58.31%，其中代理买卖证券实现手续费及佣金收入 5.08 亿元，同比大幅下降 59.47%；代销金融产品业务实现手续费及佣金收入 0.09 亿元，同比下降 64.60%，主要是代销理财产品收入下降所致。

表 5 2014~2016 年经纪业务代理买卖证券情况（单位：万亿元，%）

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股基	0.40	0.2573	1.62	0.3054	0.81	0.2964
债券	0.30	0.1875	0.45	0.0827	1.83	0.78
合计	0.70	--	2.07	--	2.64	--

资料来源：公司提供

总体看，近年来，受证券市场行情波动的影响，公司经纪业务手续费净收入呈现波动态势，随着公司经纪业务与中国华融各分支机构的不断深化合作，仍具备一定的增长空间。同时联合评级也关注到，经纪业务受到佣金率水平下降和市场行情波动影响较大，未来经纪业务收入增长存在一定的不确定性。

信用交易业务

公司信用交易业务包括融资融券业务和股票质押式回购业务。2012 年 7 月，公司正式开展融资融券业务。为加强对公司融资融券业务的管理，公司制定了一整套制度体系，对融资融券业务的组织架构、业务流程、风险控制以及信息披露等做了规定，以规范业务操作，防范业务风险。公司建立了融资融券集中监控系统，对融资融券业务规模、标的证券及担保品集中度、担保比例等指标进行集中监控，在监控指标超出限值时将实现自动预警。2012 年和 2013 年，公司分别获得约定购回式证券交易和股票质押式回购业务资格。

近年来受市场活跃度大幅提升影响，同时公司使用转融资借款满足融资融券业务的资金需求，信用交易业务业务量大幅增长。从收入情况来看，近三年公司融资融券业务收入年均复合增长率高达 71.69%。截至 2016 年末，公司融资融券账户数目为 2.37 万户，较 2015 年末增加 7.24%；融资融券业务余额 32.11 亿元，较 2015 年底下降 21.66%；从剩余期限结构来看，1~3 个月的融出资金占 22.42%，3~6 个月的融出资金占 77.58%，融出资金期限较短，流动性较好。

表 6 2014~2016 年末公司融资融券业务情况表（单位：万户，亿元）

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末
期末融资融券账户数目	1.82	2.21	2.37
期末融资融券余额	37.37	40.99	32.11
融资融券业务收入	1.15	3.09	3.39

资料来源：公司提供

2012 年和 2013 年，公司分别获得约定购回式证券交易和股票质押式回购业务资格。近年来，公司股票质押式回购业务规模快速增长，近三年股票质押式回购利息净收入年均复合增长 392.72%。截至 2016 年末，公司股票质押回购业务规模 378.30 亿元，较 2015 年末增长 48.49%，其中融出方为自有资金出资规模为 60.90 亿元，较 2015 年末增长 690.90%。2016 年，股票质押回购利息净收入 4.37 亿元，同比增加 1,648.00%，主要系公司积极开展对资本金占用较小的股票质押式回购业务，业务规模快速增长所致。

表 7 2014~2016 年末股票质押业务情况（单位：笔，亿元）

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末
股票质押笔数	93	191	322
期末股票质押账户余额	80.90	254.77	378.30
股票质押式回购利息净收入	0.18	0.25	4.37

资料来源：公司提供

总体看，公司信用交易业务以融资业务及股票质押式回购业务为主，近年来收入实现大幅增长，发展较快，对收入贡献度迅速提升，已经发展成公司重要收入来源。

投资银行业务

公司投资银行业务主要包括股票和债券的承销与保荐业务以及财务顾问业务。2013 年，根据业务发展需要，公司对投资银行管理总部架构设置进行了梳理调整，新设二级部门债券部，负责固定收益类证券承销业务，并新设资本市场部，加强证券销售能力。公司设立了内核委员会作为投行业务的最高内部核查机构，并在投资银行管理总部下设质量控制部负责项目内核工作。近年来，公司不断培养投资银行专业人员队伍，扩大资深从业人员储备人数。

近年来，公司 IPO 业务受监管审批政策影响增速较缓，债券承销业务保持稳步发展。2015 年，投资银行业务条线全年完成股票承销项目 4 单，其中，IPO 项目 1 单，主承销金额人民币 10.02 亿元；再融资项目 3 单，主承销金额人民币 36.05 亿元；完成企业债、公司债、金融债及资产支持证券主承销项目 26 单，主承销金额人民币 322.65 亿元。2016 年，公司完成股票承销项目 4 单，其中 IPO 项目 2 单，主承销金额 12.99 亿元；再融资项目 2 单，较 2015 年减少 1 单，主承销金额 39.25 亿元。年内公司完成公司债、企业债、金融债及资产支持证券主承销项目 39 单，较 2015 年增加 13 单，主承销金额 539.42 亿元，同比增长 67.18%。

收入实现方面，近年来受债券市场持续扩容影响，公司证券承销业务手续费及佣金收入水平大幅提升，2014~2016 年年均复合增长达 144.99%。2016 年，公司证券承销业务实现手续费及佣金净收入 6.30 亿元，同比增长 65.69%，占投资银行手续费及佣金收入的 44.49%。公司证券保荐业务对投资银行业务收入贡献度较低，2016 年证券保荐业务实现手续费及佣金收入 0.02 亿元，占投资银行手续费及佣金收入的 0.14%。

近年来，公司抓住经济结构调整的外部机遇，依托中国华融的资源优势和渠道优势，不断开拓业务来源，寻求多种合作模式，重点发掘和开拓并购重组、管理咨询等方面的财务顾问业务，现已

成为投资银行业务收入的重要来源，2014~2016 年，公司财务顾问业务分别实现净收入 2.90 亿元、5.66 亿元和 7.19 亿元，年均复合增长 57.46%。2016 年财务顾问业务实现手续费及佣金收入占投资银行手续费及佣金收入的 55.39%，其中主要的项目有：公司担任长城电脑吸收合并长城信息并购交易被收购方独立财务顾问，涉及购买资产交易价格合计 227.69 亿元，该重组是国企改革的示范项目；担任南洋股份收购天融信 100.00%股权上市公司独立财务顾问，项目交易作价 57 亿元创上市公司并购新三板公司交易额新高，成功践行“投行+投资”的创新模式。

新三板业务方面，2016 年新三板业务坚持“精品投行”战略，牢牢把握“以价值创造为核心的中小企业创新型投行”的市场定位，以新经济、新模式下的中小企业为主要服务对象，全面提升挂牌、做市、融资、IPO 转板、并购重组等一体化、综合化金融服务能力和水平。2016 年，公司新三板业务稳健发展，截至 2016 年末，公司新增完成万国体育（837629）、掌慧纵盈（835736）、鸿图隔膜（835844）等 35 家优质中小企业挂牌，累计成功挂牌 75 家，挂牌业务发展较稳定；股权融资方面，成功为生物谷（833266）、曼恒数字（834534）、金力永磁（835009）等 17 家挂牌企业完成股票非公开发行 21 次，累计募集资金 14.57 亿元；做市业务方面，成功为 147 只股票提供做市服务，较 2015 年增加 68 家，做市业务发展情况良好。

总体看，公司依托中国华融的资源和渠道优势积极推动投行业务快速发展，其对整体收入贡献持续提升，已成为公司重要收入来源；近年来，公司债券承销业务增速显著，财务顾问业务保持了较强的市场竞争力，新三板及代办股权转让业务持续推进，整体投行板块发展较好。

自营业务

公司自营业务主要包括权益类自营业务和债券自营业务。自营业务决策实行“分级授权、分级管理、分级决策、分级负责”的原则。自营决策体系按照董事会、证券自营投资决策委员会、自营部门（证券投资部、固定收益部）三级体制设立。董事会是公司自营业务的最高决策机构，根据公司资产、负债、收益和资本充足性等情况审批自营业务的投资规模、可承受风险的限额，审查确定重大投资策略。证券自营投资决策委员会是自营业务投资运作的最高管理机构，设主任委员一名，由主管自营业务的公司领导担任。证券投资部和固定收益部为证券自营业务的执行机构，证券投资部负责权益类自营投资，固定收益部负责债券自营投资，部门内设投资决策小组，并设置交易员、清算、风险控制、行政等岗位，负责执行交易指令，进行清算、风险监控及其他日常行政事务。

近年来，在股票二级市场行情低迷的背景下，公司自营业务坚持稳健投资原则，2014~2016 年自营投资规模年均复合增长 31.33%。同时，公司持续调整资产配置结构，对持仓品种进行优化，适当控制权益类投资规模，加大资产管理计划、应收款项类投资的投资规模。截至 2016 年末，公司自营投资规模合计 176.02 亿元，较上年末增长 4.45%，仍保持以固定收益类产品和集合资产管理计划投资为主的投资结构。其中，固定收益类投资以债券为主，投资规模为 83.62 亿元，较 2015 年末下降 7.51%，小幅下降；集合资产管理计划投资规模 47.47 亿元，较 2015 年增长 10.70%；权益类投资主要是股票，投资规模 19.03 亿元，较 2015 年末小幅增长 3.76%；资产管理计划投资规模 11.33 亿元，较 2015 年末大幅增长 252.96%；收益互换产品投资规模 16.03 亿元，与 2015 年末基本一致；其余投资类别是股权计划，投资规模 0.25 亿元，与 2015 年末基本一致。公司自营业务投资产品以债券和集合理财产品为主，近年来随着债券风险事件频发，相关信用风险仍需保持关注。截至 2016 年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 24.58%，较 2015 年末下降 0.34 个百分点，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 101.47%，较 2015 年末上升 53.08 个百分点。

表 8 自营证券投资结构（单位：亿元，%）

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
权益类	7.43	7.28	18.34	10.88	19.03	10.81
固定收益类	61.33	60.09	90.41	53.65	83.62	47.51
收益互换产品	--	--	16.05	9.52	16.03	9.11
资产管理计划	0.48	0.47	3.21	1.90	11.33	6.44
股权计划	0.25	0.24	0.25	0.15	0.25	0.14
理财产品	0.30	0.29	0.30	0.18	--	--
应收款项类投资	32.47	31.81	39.96	23.71	45.76	26.00
其中：集合资产管理计划	32.39	31.74	42.88	25.45	47.47	26.97
信托类资产	0.08	0.08	--	--	1.23	0.70
减：应收款项类投资减值准备	0.19	0.18	2.92	1.73	2.94	1.67
合计	102.06	100.00	168.52	100.00	176.02	100.00

资料来源：公司审计报告

公司固定收益投资部于 2013 年 2 月 5 日购买了“致富债”、“华光债”和“13 华光 03”三只中小企业私募债，由于发行人无法按约定支付本息而违约，涉及违约金额分别为本金 5,000 万元、2,000 万元和 2,000 万元及相应一期利息，截至 2017 年 4 月 28 日，三起诉讼仍在执行过程中，需对后需诉讼结果保持关注。

2014~2016 年，公司证券自营业务分别实现净投资收益 4.95 亿元、5.98 亿元和 4.12 亿元，公司自营业务持续保持盈利，从行业来看，自营投资业务业绩较好。

总体看，公司证券自营业务为营业收入的重要来源，固定收益类产品投资规模占比较高，业务盈利较好。同时，联合评级考虑到证券自营业务受市场行情影响较大，收入稳定性偏弱。

资产管理业务

公司自 2009 年开始开展资产管理业务，主要包括定向资产管理业务和集合资产管理业务。公司资产管理业务实行资产管理投资决策委员会领导下的投资主办人负责制。投资主办人在资产管理投资决策委员会的授权范围内，在资产管理部总经理的领导下，负责具体产品的管理。近年来，依托中国华融品牌、客户资源等方面的优势，公司不断加大资产管理业务创新力度，品牌竞争力不断提升。公司资产管理业务条线积极践行以非标业务为基石，推动产品创新，结合新三板等二级市场业务的业务发展思路积极推动规模、产品及专业能力的提升。

2013 年，公司取得了受托管理保险资金和公募基金业务资格。2014~2016 年，公司受托资产管理规模快速扩大，年均复合增长 96.62%，截至 2016 年末，公司管理资产规模 3,061.39 亿元，较 2015 年末增长 77.12%，其中集合资产资产管理业务规模 935.37 亿元，较 2015 年末增长 160.22%，大幅增长；定向资产管理资产规模 2,126.02 亿元，较 2015 年末增长 55.30%，依托银行的渠道，资产管理规模稳定增长。在中国证券投资基金业协会公布的 2016 年排名中，资产管理总规模第 13 名，在证券时报 2016 年中国优秀财富机构评选中，华融质押宝系列获得“十大创新资管/基金产品”，在新浪财经首届波特菲勒奖评选中，获得“2016 年最具创新性证券资管公司”，公司资产管理业务品牌等综合竞争力大幅提升。

收入方面，受益于近年来公司受托管理资产规模持续快速增长，2014~2016 年，公司资管业务手续费及佣金收入实现状况良好，三年分别实现 1.36 亿元、3.98 亿元和 3.04 亿元，年均复合增长 49.51%，低于资产管理规模增速，受行业竞争加剧影响，管理费率持续下行。2014~2016 年，公司资产管理业务分别实现管理费收入 3.59 亿元、5.99 亿元和 8.91 亿元，年均复合增长 57.54%，

受业务规模和业绩报酬联合推动，管理费收入增幅显著。2016 年，公司定向资产管理业务实现管理费收入 2.13 亿元，同比增长 70.40%，占管理费总收入的 23.91%；集合资产管理业务实现管理费收入 6.78 亿元，同比增长 42.74%，占管理费总收入的 76.09%，公司资产管理业务收入结构仍以集合资产管理业务收入为主。费率方面，2016 年公司定向管理业务费率为 0.10%，较 2015 年上升 0.01 个百分点；集合资产管理业务费率为 0.72%，较 2015 年下降 0.60 个百分点。

表 9 资产管理业务规模和管理费收入（单位：亿元）

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末	
	规模	管理费收入	规模	管理费收入	规模	管理费收入
定向资产管理业务	559.84	0.69	1,368.94	1.25	2,126.02	2.13
集合资产管理业务	232.01	2.90	359.46	4.75	935.37	6.78
合计	791.85	3.59	1,728.40	5.99	3,061.39	8.91

资料来源：公司提供

总体看，公司资管业务实力较强，目前以定向资产管理业务为主，逐渐加强主动型管理业务的开展，集合资产管理业务行业排名靠前，近年来，公司受托管理资产规模快速增长，收入水平持续较快提升。

子公司业务

2010 年 8 月，公司在收购星海期货经纪有限公司的基础上，成立了华融期货，经营范围包括商品期货经纪和金融期货经纪。截至 2016 年末，华融期货注册资本 3.20 亿元，注册地位于海口市，公司持有华融期货 92.50% 股权。近年来，华融期货积极推进网点布局、人才引进和业务创新、产品创新、技术创新、不断完善业务牌照、增强盈利能力、提升品牌影响力，2015 年顺利完成佛山、杭州、上海和郑州 4 家营业部设立，新设营业部业务拓展保持良好势头，市场营销及客户服务半径进一步扩大，营销能力逐步增强，主营业务收入稳步增长，收入结构日趋合理，截至 2016 年末，华融期货客户资产 12.20 亿元，较 2015 年末增长 104%，比行业平均数高 90 个百分点。资管业务与产品创新取得成效，2016 年新开户 31 户，固定收益、保本和管理型产品规模 3.05 亿元，较 2015 年增长 111.49%。经营管理稳步增长，收入结构日趋。2016 年，实现营业利润 7,924 万元，同比增长 1.80%，实现报表利润总额 3,210 万元，报表税后净利润 2,400 万元，同比增长 13.91%，行业利润排名第 59 位。2016 年华融期货在证监会组织的分类评级中，风险评级为 BB 级，与 2015 年持平。

2015 年 11 月公司投资设立华融瑞泽，通过私有化股权投资，华融瑞泽与奇虎 360 公司建立了良好的合作关系，在投资者渠道上，华融瑞泽与湖南电广传媒股份有限公司等涵盖上市公司，专业投资机构的投资者建立良好的合作关系，并逐步建立起高端净值投资者管理与维护体系。截至 2015 年末，华融瑞泽运行良好，未有风险事件发生。2016 年华融瑞泽逐渐起步，共完成 3 个股权及夹层项目的投放，累计对外投资 10.45 亿元，其中自有资金对外投资 1.02 亿元，基金管理规模 9,623 亿元。2016 年实现营业收入 973.41 万元、净利润 235.61 万元。

总体看，公司子公司业务逐步开展，收入规模快速增长，对公司利润贡献度逐渐提升。

3. 未来发展

公司的战略目标是成为国内管理规范、资本充足、机制灵活、品牌响亮的一流证券公司。自 2015 年起制定了“三年三翻番”的发展目标，具体方面，首先主要经营指标翻番，到 2018 年实现总资产、净资产、净利润比 2015 年翻一番；二是主要业务指标翻番，到 2018 年实现主营业务规模比 2015 年翻一番或多番；投资银行业务主承销家数翻两番，到 2018 年实现主营业务规模比

2015年翻两番，承销规模翻两番；资产管理总规模翻一番；财富管理客户数量、客户资产规模和股市市场份额翻一番，融资业务规模和产品销售规模翻两番；新三板挂牌家数和做市规模翻两番；权益类和固定收益类投资规模翻一番；公募基金规模翻三番；三是公司管理水平和风控能力翻番，具体表现在公司治理、风控能力、创新能力、协同效应、内部控制、信息科技等各项工作取得长足进步，公司总体工作上层次、上水平、上台阶。

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的需要，但其未来发展受市场及政策影响较大，业务稳定增长存在一定的不确定性。

七、风险管理分析

公司建立了风险管理制度体系，通过制定各项风险管理制度规定了董事会及其下设风险管理与审计委员会、经营管理层、合规总监、合规审查部、审计监察部、各业务部门及分支机构的风险管理职责，明确了风险管理的程序、报告路径、绩效考核及责任追究机制。公司董事会及其下设的风险管理与审计委员会负责制定风险管理的战略与决策，对风险进行整体把控。经营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。合规审查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。审计监察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。各业务部门及分支机构针对各自的业务特点及风险因素起草相应的风险控制细则，并设置合规风控岗，协助负责人执行风险控制的具体措施和流程。

公司建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，制定了《风险控制指标监控管理办法》，通过建立风险控制指标动态监控、预警处理、报告及保持净资本充足等机制，防范风险。公司制定了《风险控制指标敏感性分析和压力测试管理办法》，采用以定量分析为主的风险分析方法，测算压力情景下净资本等各项风险控制指标和财务指标的变化情况，评估公司的风险承受能力，并采取必要应对措施。

1. 市场风险管理

公司所面临的市场风险主要来自自营股票持仓的风险、自营债券和相关衍生品持仓的风险、持有外币资产的汇率损失，因此公司面临的市场风险主要包括其他价格风险、利率风险和汇率风险。

公司面临市场风险的业务主要有自营和资产管理等业务。针对自营业务存在的市场风险，公司主要采取分级授权、分级决策、资产配置、止盈止损、股票池管理、系统风控指标设置、股指期货套期保值等措施进行市场风险管理。自营部门建立了三级决策体系，根据投资项目的不同风险确定不同的审批权限和投资额度。部门内部对于不同投资品种有不同的项目评价系统，根据项目评价系统对投资项目的风险进行分级，根据级别确定项目的投资规模和投资方案。公司按照可投资品种的风险设立了股票池，根据风险分级确定了单只股票的投资规模，并定期对分级股票池进行维护。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，并严格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。此外，公司还积极参与以套期保值为目的的股指期货交易，以对冲现货持仓的市场风险。

针对资产管理业务市场风险，投资主办人根据所管理产品的期限、客户需求、风险偏好等因素，在充分研究的基础上设计投资组合并完成投资操作。资产管理业务部门针对集合资产管理计划建立分级股票池，根据风险分级确定了单只股票的投资规模，并对股票池进行定期维护。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。产品设计或者客户要求有止盈点或止损点的，投资主办人应按照产品设计或者客户要求要求进行止盈或止损操作。

2. 信用风险管理

公司信用风险的管理部门主要是固定收益部、融资融券部、资产管理业务部和自营业务部。固定收益部、自营业务部和资产管理业务部控制信用风险主要采取谨慎选择交易对手、限制投资品种信用级别等措施。在固定收益类投资业务方面，公司通过业务授权限定投资品种和交易对手的最低等级要求，并通过分散化策略降低投资品种和交易对手违约带来的损失程度。公司持有的债券外部信用等级均为 AA-或以上级别，公司持有债券的信用风险不大。公司的银行存款主要存放在国有商业银行或资本充足率较高的股份制商业银行，结算备付金存放在中国证券登记结算有限责任公司，公司面临的信用风险相对较低。

公司针对融资融券业务可能面临的信用风险也建立了较为有效的管理制度。开展业务前，公司对拟进行融资融券交易的客户进行征信，对客户身份、财产与收入状况、资产规模、交易特征、证券投资经验、风险偏好、信用状况及过往记录进行严格审查，评估客户信用等级，严格按照客户信用等级确定其授信额度、利率或费率，同时按照授信额度实行分级审批，严格控制客户信用风险。为了防范违约风险，融资融券部对客户融资融券交易实施逐日盯市，对维持担保比例低于 130% 且不能及时补仓的客户采取强制平仓措施。

3. 流动性管理

在流动性管理方面，公司对资金实行集中管理，加强对大额资金运用的预警和管理。公司对客户资金和自有资金实行分开管理，客户资金以“第三方存管”的模式分户存放在具备资质的商业银行，自有资金由公司总部统一集中管理，以“安全性、收益性、流动性”为前提，严格按照“预算统领、专户管理、统一调度、有偿使用”的原则进行管理。公司各部门和分支机构未经公司同意，不得自行开立银行账户。各分支机构不得从事资金的拆借、借贷、抵押、担保等融资活动。此外，公司具有境内交易所和银行间市场的相关资格，可在必要时通过拆借、回购等方式融入资金，使公司整体流动性保持在较好水平。

公司建立了以净资本为核心的风险控制指标监控管理体系，通过建立风险资本准备的预算管理体制、风险资本准备限额管理机制、净资本及各项业务规模的预警机制和业务部门风险资本准备超限的处理机制，评估业务发展对净资本及流动性的影响，实现对流动性风险的监控和管理。2013 年以来，公司财务杠杆水平有所上升，但由于配置资产的变现能力较强，整体流动性压力不大。从流动性指标来看，截至 2016 年底，公司流动性覆盖率和净稳定资金率分别为 570.00% 和 139.18%，流动性覆盖率较 2015 年末上升 322.36 个百分点，净稳定资金率较上年末下降 18.40 个百分点，公司资金流动性较好。

4. 操作风险管理

公司建立了较为完善的操作风险控制体系，针对各主要业务条线均制定了较为详尽的风险管理办法及合规管理规则。公司建立了各项业务内部管理制度及业务操作流程，明确岗位职责及各业务环节、操作节点的规范性要求。公司严格执行部门、岗位相互制衡的原则，公司前、中、后台分离，对重要业务操作实施双人、双岗、双责，一人操作、一人复核的管理措施。公司合规审查部、审计监察部对业务部门执行业务内部管理制度及业务操作流程的情况进行独立监督和检查。

总体看，公司已逐步建立全面风险管理制度，但融资融券、股票质押式回购业务资等创新业务的推进以及各项业务的扩张将导致公司逐步加大业务杠杆水平，这对公司的风险管理架构设置和技术水平等均提出了更高要求，公司需加强风险管理的精细化水平。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014 年的财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2015~2016 年的财务报表经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见。2016 年公司对于子公司华融瑞泽的持股比例有 60.00% 提升至 80.00%，华融天泽不再纳入合并范围，截至 2016 年末，纳入财务合并范围的集合资产管理计划 105 只，定向资产管理计划 1 只，纳入财务合并范围的集合资产管理计划较 2015 年增加 21 只，定向资产管理计划无变化，财务数据可比性较差。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 1,357.50 亿元，其中客户资金存款 70.37 亿元，客户备付金 21.86 亿元；负债总额 1,249.50 亿元，其中代理买卖证券款 78.52 亿元，信用交易代理买卖证券款 5.21 亿元；所有者权益合计 108.00 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 107.42 亿元；母公司口径的净资产 139.93 亿元；2016 年，公司实现营业收入 53.20 亿元，净利润 15.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 15.17 亿元；经营活动现金流量净额 134.99 亿元，现金及现金等价物余额 136.61 亿元。

2. 资产质量与流动性

2014~2016 年，公司资产总额增速显著，年均复合增长率高达 77.70%。随着公司自营业务和信用交易业务的快速发展，公司自有资产规模持续增长，年均复合增长 43.22%。截至 2016 年末，公司自有资产 438.37 亿元，较上年末增长 8.45%，公司自有资产以可快速变现资产为主，公司可快速变现资产 221.84 亿元（采用母公司口径计算），较上年末增长 22.66%，占自有资产的比重为 50.61%。截至 2016 年末，公司可快速变现资产主要由可供出售金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、融出资金和买入返售金融资产组成，其余为自有货币资金和自有结算备付金，截至 2016 年末，该四项资产在可快速变现资产中的占比分别为 20.91%、24.91%、14.25% 和 30.26%，与年初相比，买入返售金融资产占比大幅上升，主要系信用交易股票质押回购业务规模快速增长所致。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 72.62%，主要系公司增加了债券、股票等资产的投资规模以及划付证金公司救市资金所致。截至 2016 年末，可供出售金融资产账面价值为 65.14 亿元，较上年末下降 11.88%，主要系公司降低了股票持仓规模所致，可供出售金融资产以债券和收益互换产品为主，占比分别为 62.23% 和 24.61%，其余为股票、资产支持证券、股权投资、基金等，持仓结构较年初变化不大，期末可供出售金融资产中包括公司出资投给证金公司资金 15.90 亿元，可供出售金融资产已计提坏账准备 0.91 亿元，与 2015 年末一致；2016 年末可供出售金融资产受限资产余额 19.70 亿元，受限比例为 30.24%，受限比例较高，流动性偏弱。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快速增长，年均复合增长 237.19%，主要系公司加大了对债券类金融资产的投资规模影响所致，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账面价值为 505.16 亿元，较上年末大幅增长 253.79%，主要系公司所持有的资产管理计划并表，导致交易性金融资产大幅增加所致，其中债券资产占以公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产的比重 90.10%，占比较高，期末债券账面价值 422.01 亿元，较上年末增长 797.52%，其中使用受限资产金额为 24.37 亿元，为卖出回购金融资产交易的质押品，受限比例为 4.82%，受限比例偏低，流动性仍较好。2014~2016 年，公司买入返售金融资产快速增长，年均复合增长 139.65%，截至 2016 年末，公司买入返售金融资产余

额为 295.00 亿元，较上年末增长 118.18%，主要系公司股票质押回购业务规模增加所致，买入返售金融资产剩余期限主要集中在 1 年以上，期末融出资金受限资产余额 25.35 亿元，受限比例为 80.17%，受限比例较高，流动性一般。2014~2016 年末，公司融出资金规模波动下降，年均复合增长率为-7.76%，截至 2016 年末，公司融出资金账面余额为 31.62 亿元，较上年末下降 21.62%，主要是受 2016 年证券市场低迷影响导致融资融券业务规模下降，从融资融券担保物来看，主要为股票，期末公允价值 84.16 亿元，较上年末下降 24.85%，从剩余期限来看，融出资金主要集中在 3~6 个月，期限结构与上年末保持一致，流动性较好，已计提减值准备 0.41 亿元。2014~2016 年，公司自有货币资金较快增长，年均复合增长 70.18%，截至 2016 年底，公司货币资金账面价值 99.94 亿元，较上年末下降 11.40%，主要由于受证券市场影响，经纪业务客户货币资金整体减少所致，其中自有货币资金 29.57 亿元，较上年末增加 11.21%。公司整体资产流动性一般。

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	213.72	404.21	438.37
可快速变现资产	138.55	180.85	221.84
其中：自有货币资金	8.67	12.09	15.24
自有结算备付金	5.89	7.85	6.21
可供出售金融资产	21.86	52.00	46.38
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	44.43	54.50	55.26
融出资金	37.16	40.34	31.62
买入返售金融资产	20.53	14.08	67.13
资产总额	429.88	758.28	1,357.50

资料来源：公司年报，联合评级整理。

注：1、自有资产中已剔除应付合并结构性主体权益持有者款项；可供出售金融资产已剔除不可快速变现资产支持证券、收益互换产品、股权投资、资产管理计划和理财产品；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产已剔除不可快速变现金融子公司收购的不良债券、资产理财产品和资产管理计划。2、表中可快速变现资产采用母公司口径计算。

总体看，近年来，公司自营业务及信用交易业务规模快速扩大，自有资产稳定增长，资产以可快速变现资产为主，资产流动性一般，整体资产质量较高。

3. 负债及杠杆水平

2014~2016 年，公司负债总额大幅上升，年均复合增长率达 87.12%。受公司积极开展债券质押回购、债权收益权抵押融资业务及融资需求增加影响，公司自有负债规模增长较快，年均复合增长 53.24%。截至 2016 年底，公司负债总额 1,249.50 亿元，较上年末增长 86.87%，自有负债规模为 330.37 亿元，较上年末小幅上升。截至 2016 年底，自有负债占负债总额的比重为 26.44%，公司自有负债主要卖出回购金融资产款（占 50.58%）和应付债券（占 15.97%）为主。

2014~2016 年，公司卖出回购金融资产款年均复合增长 61.51%，主要系 2014 年起公司债券质押式回购业务及债权收益权抵押融资业务规模大幅增长所致，截至 2016 年底，公司卖出回购金融资产款账面价值为 167.10 亿元，较上年末增长 111.26%，主要公司债券质押式回购业务增加所致。2014~2016 年，公司应付债券年均复合增长 61.23%，截至 2016 年末，公司应付债券 52.77 亿元，较 2015 年末增长 36.62%，主要是增加应付债券天享富柜 32.77 亿元所致。

表 11 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2014 年底	2015 年底	2016 年底
自有负债	140.69	314.58	330.37
其中：卖出回购金融资产款	64.05	79.10	167.10
应付债券	20.3	38.63	52.77
非自有负债	216.17	354.07	919.14
其中：代理买卖证券款	46.10	87.85	78.52
信用交易代理买卖证券款	3.68	8.33	5.21
应合并结构性主体权益持有者款项	166.39	257.89	835.41
负债合计	356.85	668.65	1,249.50
自有资产负债率	65.83	77.83	75.36
净资本/负债	51.42	58.32	63.79
净资产/负债	53.89	46.12	48.58

资料来源：公司年报，联合评级整理

注：自有负债中已剔除应付合并结构性主体权益持有者款项，其他负债已剔除应付合并结构性主体权益持有者款项。

2014~2016 年，由于自有负债规模的大幅上升，公司负债杠杆水平总体呈波动上升趋势，近三年末自有资产负债率分别为 65.83%、77.83%和 75.36%，结合公司所处行业来看，负债水平持续上升，但仍处于正常水平。截至 2016 年末，母公司口径的净资本/负债指标为 63.79%，净资产/负债指标为 48.58%，较年初分别下降 5.47 个百分点和 2.46 个百分点，主要系负债增长较快所致。

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务年均复合增长 52.86%，截至 2016 年末，公司全部债务 221.87 亿元，较年初增长 42.93%，主要是公司债券质押式回购业务规模增加，导致卖出回购金融资产款大幅增加所致。截至 2016 年末，公司短期债务 169.10 亿元，占比为 76.22%，较年初增长 45.03%，主要是卖出回购金融资产的增加所致，公司债务构成以短期债务为主。长期融资端主要通过发行次级债和公司债，截至 2016 年底，公司长期债务 52.77 亿元，较 2015 年末增长 36.62%，主要系增加应付债券天享富柜 32.77 亿元所致。从应付债券来看，截至 2016 年底，到期期限主要集中在 2017 年，占比达 59.50%，需对 2017 年公司融资计划及资金流动性保持关注。

表 12 截至 2016 年底公司应付债券期限分布情况（单位：亿元，%）

到期期限	2017 年到期	2018 年到期	2019 年到期	2020 年及之后到期	合计
金额	31.40	21.37	0.00	0.00	52.77
占比	59.50	40.50	0.00	0.00	100.00

资料来源：公司审计报告

总体看，近年来，受公司积极开展债券质押式回购业务、债权收益权抵押融资业务影响，公司杠杆水平持续增长，从公司所处证券行业来看，公司杠杆率处于正常水平；考虑公司应付债务到期期限较为集中，需对公司未来的短期偿债能力和流动性保持关注。

4. 资本充足性

公司主要通过利润留存及股东增资补充净资产。2014~2016 年，公司所有者权益稳定增长，年均复合增长 21.61%。截至 2016 年底，公司股东权益合计 108.00 亿元，较 2015 年底增长 20.49%，主要是 2016 年股东增资和利润留存增加所致，其中归属于母公司所有者权益占比 99.46%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 58.45%，资本公积占 23.86%，公司股东权益的稳定性仍较好。2014~2016 年公司现金分红力度不大，2014 年现金分红 0.88 亿元，2015 年公司未进行现金分

红，2016 年现金红分 5.78 亿元，占当年净利润的 36.64%，分配力度较大，利润留存力度尚可。公司所有者权益稳定性较好。

公司通过增资、发行次级债券等方式补充净资本。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。近年来，母公司口径净资本稳定提升，2014 年底，公司专项合并口径的净资本规模为 65.19 亿元，净资产规模 68.33 亿元，2015~2016 年底母公司专项合并口径净资本规模分别为 108.81 亿元和 139.93 亿元，2016 年较 2015 年增长 28.60%；2015~2016 年底，母公司专项合并口径净资产规模分别为 86.06 亿元和 106.57 亿元，实现增长 23.83%，主要是股东增资和利润留存影响所致；近两年，母公司口径各项风险准备金之和呈上升趋势，截至 2016 年底母公司口径各项风险准备金之和 60.34 亿元，较 2015 年底增长 29.53%，主要是公司多项业务经营规模扩大，风险资本准备计提基数提高所致。

表 13 截至 2014 年末公司风险控制指标监管报表（单位：亿元，%）

项目	监管标准	预警指标	2014 年
净资本	--	--	65.19
净资产	--	--	68.33
净资本/各项风险准备之和	>100	>120	741.51
净资本/净资产	>40	>48	95.42

数据来源：公司净资本监管报表，以上指标均为专项合并口径。

表 14 公司风险控制指标监管报表（单位：亿元，%）

项目	2015 年底	2016 年底	监管标准	预警指标
核心净资本	77.31	97.93	--	--
附属净资本	31.50	42.00	--	--
净资本	108.81	139.93	--	--
净资产	86.06	106.57	--	--
各项风险资本准备之和	46.58	60.34	--	--
风险覆盖率	233.58	231.91	≥100	≥120
资本杠杆率	27.89	29.45	≥8	≥9.6
净资本/净资产	126.43	131.30	≥20	≥24
流动性覆盖率	247.64	570.00	≥100	≥120
净稳定资金率	157.58	139.18	≥100	≥120

资料来源：公司净资本监管报表及专项审计报告

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。

从主要风控指标来看，近三年，公司净资本/净资产指标呈持续上升趋势，2014~2016 年末净资本/净资产分别为 95.42%、126.43%和 131.30%，均保持较高水平。截至 2016 年底，公司母公司口径的净资本/净资产指标增至 131.30%，主要系公司投资类资产增加和发行次级债影响；由于各项风险准备之和大幅增长，风险覆盖率指标有所下降，达 231.91%；受核心净资本大幅上升影响，截至 2016 年底，公司资本杠杆率为 29.45%，较上年末上升 1.56 个百分点，各项指标均持续优于各项监管预警标准。

总体看，近年来，公司主要通过增资扩股、发行次级债来补充净资本，所有者权益稳定性较好；目前，公司各项风险控制指标处于较高水平，整体资本充足性较好。

5. 现金流

从现金流来看，近年来，公司经营活动现金流波动较大，2014~2016 年经营活动现金流净额分别为 46.20 亿元、-28.14 亿元和 134.99 亿元。近三年，公司经营活动现金流入分别为 123.97 亿元、185.52 亿元和 629.80 亿元，年均复合增长 125.40%，主要系合并结构化主体其他份额持有人投入资金大幅增长所致；公司经营活动现金流出分别为 77.77 亿元、213.66 亿元和 494.81 亿元，年均复合增长 152.24%，主要系自营业务规模持续扩大导致处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产减少额大幅增长所致。

2014~2016 年，公司投资活动现金流主要为净流出状态，投资活动现金流净额分别为-84.52 亿元、11.90 亿元和-150.40 亿元，波动性较大。近三年，公司投资活动现金流入分别为 57.58 亿元、28.02 亿元和 13.80 亿元，年均复合下降 51.05%，主要系收回投资所收到的现金下降所致；投资活动现金流出分别为 142.11 亿元、16.11 亿元和 164.20 亿元，年均复合增长 7.49%。2015 年降幅显著，主要为投资规模下降所致。

2014~2016 年，公司筹资活动现金流始终为流入状态，呈波动下降趋势，筹资活动现金流净额分别为 75.78 亿元、79.35 亿元和 14.27 亿元。近三年，公司筹资活动现金流入分别为 136.60 亿元、180.70 亿元和 193.20 亿元，年均复合增长 18.93%，主要系公司吸收投资和发行债券金额持续增长所致；筹资活动现金流出分别为 60.82 亿元、101.35 亿元和 178.93 亿元，年均复合增长 71.52%，系公司偿还债务和支付利息的金额增长导致。

表 15 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
经营活动现金流量净额	46.20	-28.14	134.99
投资活动现金流量净额	-84.52	11.90	-150.40
筹资活动现金流量净额	75.78	79.35	14.27
现金及现金等价物净增加额	37.46	63.13	-1.11
年末现金及现金等价物余额	74.59	137.71	136.61

资料来源：公司年报

总体看，公司经营活动现金受合并结构化主体其他份额持有人投资流入影响，波动较大，2016 年流入规模迅速增长；受处置子公司及其他营业单位影响，公司投资活动现金流持续波动。考虑到公司股东支持力度较大，融资渠道畅通，公司整体现金流状况良好。

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，2014~2016 年分别实现营业收入 31.74 亿元、60.58 亿元和 53.20 亿元，年均复合增长率为 29.46%。2015 年证券市场成交量大幅增长，公司营业收入同比大幅增长 90.86%。2016 年证券市场整体较为低迷，导致公司手续费及佣金收入下降，投资收益下跌，营业收入整体规模下降，2016 年公司实现营业收入同比减少 12.19%，但降幅显著低于行业平均水平。

公司营业收入主要由手续费及佣金净收入和投资收益构成。2014~2016 年，公司手续费及佣金净收入波动增长，分别实现 9.65 亿元、23.82 亿元和 18.14 亿元，年均复合增长 37.09%。2016 年较 2015 年同比下降 23.85%，主要系年内证券市场低迷影响。其中，公司手续费及佣金净收入主要来自经纪业务和投资银行业务。2014~2016 年，公司经纪业务手续费及佣金净收入年均复合下降 1.62%；同期，投资银行业务手续费及佣金净收入年均复合增长 76.10%。2016 年受证券市场

低迷影响，经纪业务实现手续费及佣金净收入 3.89 亿元，同比下降 62.05%；同期，投资银行业务实现手续费及佣金净收入 13.48 亿元，同比增长 41.44%，主要是债券承销业务量增加，导致手续费及佣金收入大幅增加所致。

近年来，投资收益对公司营业收入贡献度均较大，投资收益主要来自于公司自营业务和资管所进行的结构化产品所产生的投资收益。2014~2016 年，公司投资收益年均复合增长 11.64%，占营业收入比重分别为 65.95%、52.52%和 49.04%，占比持续下降，但始终为公司第一大收入来源。2016 年，公司实现投资收益 26.09 亿元，同比下降 18.01%，主要受市场行情影响导致投资收益率下降所致。

公司利息收入主要来源于股票质押式回购利息收入，2014~2016 年，公司实现利息净收入分别为 0.11 亿元、5.55 亿元和 8.60 亿元，受益于公司信用业务增长，利息净收入年均复合增长率高达 781.54%。其中，2016 年全年实现利息净收入同比增长 56.06%，主要是公司股票质押式回购业务规模增加所致。

从营业支出来看，2014~2016 年，公司营业支出年均复合增长率为 25.66%。2016 年公司营业支出 32.25 亿元，同比下降 11.04%，主要是公司职工工资及奖金有所下降。从支出构成来看，公司营业支出主要是业务及管理费和其他业务成本的支出。2014~2016 年公司业务及管理费年均复合增长 18.13%，2016 年，公司营业支出中业务及管理费占比 73.63%，金额为 14.64 亿元，同比下降 0.42%。2014~2016 年其他业务成本年均复合增长 38.32%，2016 年公司其他业务成本 16.01 亿元，同比增长 18.36%，主要是结构化产品投资规模进一步扩大所致。

受公司收入水平波动增加影响，营业费用率波动下降，2014~2016 年，公司营业费用率分别为 33.04%、24.06%和 27.51%。同样受上述因素影响，公司薪酬收入比波动下降，2014~2016 年，公司薪酬收入比分别为 0.19 倍、0.12 倍和 0.16 倍，处于较好水平。

从利润规模来看，公司利润主要由营业利润贡献，2014~2016 年，公司营业利润年均复合增长 36.05%，同期净利润年均复合增长 35.03%。2016 年，公司实现营业利润 20.95 亿元、净利润 15.77 亿元，同比分别下降 13.90%和 13.29%，主要是证券市场整体低迷，导致手续费及投资收益下降所致。

2014~2016 年，公司营业利润率呈波动增长态势，分别为 35.65%、40.15%和 39.37%。其中，2016 年，公司营业利润率较 2015 年下降 0.78 个百分点，平均自有资产收益率和平均净资产收益率分别为 3.74%和 15.96%，较 2015 年分别下降 2.14 个百分点和 6.40 个百分点，年内受股东增资及市场震动收益下降影响，平均净资产收益率亦大幅下滑，与发债 74 家券商相比，处于上游水平。

表 16 公司营业利润情况表（单位：亿元，%，倍）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入	31.74	60.58	53.20
营业利润率	35.65	40.15	39.37
利润总额	11.46	24.35	21.01
净利润	8.65	18.18	15.77
薪酬收入比	0.19	0.12	0.16
营业费用率	33.04	24.06	27.51
平均自有资产收益率	5.62	5.88	3.74
平均净资产收益率	13.64	22.36	15.96

资料来源：公司年报，联合评级整理。

总体看，近年来受市场行情震荡影响，公司营业收入和利润规模波动增长，整体成本控制能力较强，盈利能力保持较高水平；同时公司投资收益在营业收入中占比较高，受市场行情影响较大，增长存在一定的不确定性。

7. 偿债能力

近三年，公司可快速变现资产/自有负债分别为1.21倍、0.57倍和0.67倍，波动下降，主要系债务规模扩大导致公司可快速变现资产对自有负债的保障程度有所下滑，但整体资产对债务的保障程度仍属较好。

从盈利对债务的保障程度来看，2014~2015年，公司EBITDA分别为16.47亿元、33.72亿元和33.68亿元，年均复合增长43.01%，盈利规模呈波动上升趋势。2016年，公司EBITDA构成中利润总额占比62.38%，利息支出占比25.12%。近三年，公司的EBITDA全部债务比分别为0.17倍、0.22倍和0.15倍，呈波动下降趋势，公司EBITDA对全部债务的保障效果一般；同期，公司EBITDA利息倍数分别为3.47倍、3.75倍和2.81倍，呈波动下降趋势，公司EBITDA对利息的保护能力较好。

表 17 公司偿债能力指标情况表（单位：%、亿元、倍）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
自有资产负债率	65.83	77.83	75.36
全部债务	94.95	155.22	221.87
可快速变现资产/自有负债	1.21	0.57	0.67
EBITDA	16.47	33.72	33.68
EBITDA 全部债务比	0.17	0.22	0.15
EBITDA 利息倍数	3.47	3.75	2.81

资料来源：公司监管报表、审计报告，联合评级整理。

总体看，近年来，受公司信用交易业务大幅上升影响，公司整体债务水平呈快速增长趋势，但考虑到公司资本实力较强，盈利能力较好，公司仍具备较强的偿债能力。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券发行对公司目前负债的影响

截至 2016 年末，公司自有负债总额为 330.37 亿元。本次拟发行公司债券规模为不超过 15 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度较小，但债务负担仍有所增加。

以 2016 年末财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 15 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升至 76.18%，上升了 0.82 个百分点。

总体看，相对于公司目前的债务规模，本次债券发行后，公司债务负担有所增加，但仍处于正常水平。

2. 本次债券偿债能力分析

公司本次拟发行不超过 15 亿元的公司债券，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 15 亿元公司债券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，公司本次债券各项偿付能力指标良好。

表 18 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	14.86
EBITDA/本次债券本金	2.25
净利润/本次债券本金	1.05
股东权益/本次债券本金	7.20

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，公司持有较大规模的可快速变现资产，对债券本金的覆盖程度较好，股东权益对本次债券本金的覆盖程度好。同时考虑到公司控股股东整体实力雄厚，对公司业务发展支持力度大，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，业务网点覆盖国内主要地区，拥有稳定优质的客户群，整体经营实力较强。近年来，公司财务顾问业务竞争优势比较明显，资产管理业务收入排名靠前，自营业务业绩较好，盈利水平逐步提升，整体资本充足性较好。

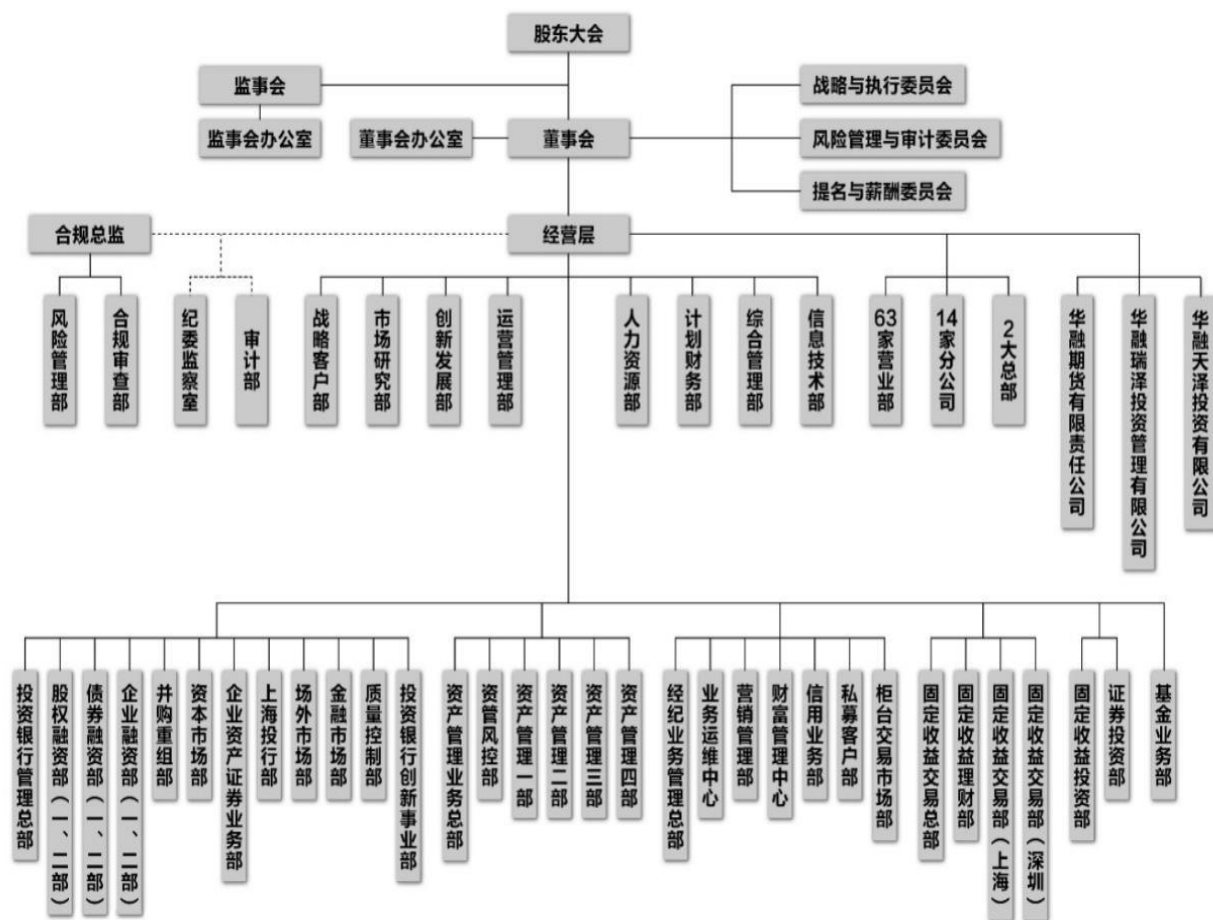
公司控股股东中国华融作为重要的资本市场业务平台，资本实力雄厚，具备很强的综合品牌竞争实力，公司能够得到中国华融在客户资源、销售渠道、品牌建设及产品创新等方面的有力支持。

同时，联合评级也关注到，公司所处的证券行业易受到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策等因素变化的影响；近年来公司杠杆水平持续大幅攀升；作为营业收入重要来源的证券自营业务、投资银行业务和经纪业务受市场行情波动及监管政策影响较大，未来公司营业收入的增长存在一定不确定性。

未来随着资本市场的持续发展和公司各项业务的稳步推进，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 华融证券股份有限公司组织结构图



附件 2 华融证券股份有限公司 主要财务指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	429.88	758.28	1,357.50
自有资产（亿元）	213.72	404.21	438.37
自有负债（亿元）	140.69	314.58	330.37
所有者权益（亿元）	73.03	89.63	108.00
自有资产负债率（%）	65.83	77.83	75.36
可快速变现资产（亿元）	170.41	180.85	221.84
营业收入（亿元）	31.74	60.58	53.20
净利润（亿元）	8.65	18.18	15.77
营业利润率（%）	35.65	40.15	39.37
营业费用率（%）	33.04	24.06	27.51
净资本（亿元）	65.19	108.81	139.93
平均净资产收益率（%）	13.64	22.36	15.96
风险覆盖率（%）	--	223.58	231.91
资本杠杆率（%）	--	27.89	29.45
短期债务（亿元）	74.65	116.60	169.10
长期债务（亿元）	20.30	38.63	52.77
总债务（亿元）	94.95	155.22	221.87
EBITDA（亿元）	16.47	33.72	33.68
EBITDA 利息倍数（倍）	3.47	3.75	2.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.22	0.15
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.10	2.25	2.25

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-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 华融证券股份有限公司 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，在每年华融证券股份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。

华融证券股份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。华融证券股份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华融证券股份有限公司的相关状况，如发现华融证券股份有限公司或本次（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。

如华融证券股份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，直至华融证券股份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华融证券股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一七年六月十九日