

信用等级公告

联合[2017] 118 号

国开证券有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

国开证券有限责任公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为“稳定”

国开证券有限责任公司拟公开发行的 2017 年公司债券的信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任： 

二零一七年二月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

国开证券有限责任公司

2017年公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次债券规模：不超过 25.00 亿元

本次债券期限：不超过 3 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 2 月 20 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
资产总额 (亿元)	176.93	285.77	456.54	399.19
自有资产 (亿元)	164.82	230.11	381.38	329.74
自有负债 (亿元)	82.12	137.33	276.30	222.74
自有资产负债率 (%)	49.83	59.68	72.45	67.55
可快速变现资产 (亿元)	152.43	147.85	211.91	170.16
可快速变现资产/自有负债 (倍)	1.86	1.08	0.77	0.76
营业收入 (亿元)	10.26	15.26	20.07	6.31
净利润 (亿元)	4.41	7.20	9.81	3.10
营业利润率 (%)	57.42	62.52	64.28	62.93
营业费用率 (%)	36.20	31.38	27.82	29.61
薪酬收入比 (%)	16.79	15.69	15.40	--
股东权益 (亿元)	82.69	92.78	105.08	107.00
净资本 (亿元)	72.68	75.93	72.01	73.63
净资本/各项风险准备之和 (%)	742.76	797.35	490.81	389.99
净资本/净资产 (%)	88.38	82.13	68.77	69.03
净资本/负债 (%)	88.60	77.88	32.54	43.14
平均自有资产收益率 (%)	2.71	3.65	3.21	0.87
平均净资产收益率 (%)	5.43	8.21	9.91	2.93
短期债务 (亿元)	80.60	132.54	270.62	200.94
长期债务 (亿元)	--	--	--	14.00
全部债务 (亿元)	80.60	132.54	270.62	214.94
EBITDA (亿元)	8.00	14.69	24.18	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.38	3.06	2.28	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.10	0.11	0.09	--
EBITDA/本次债券 (倍)	0.32	0.59	0.97	--

注：1、本报告中涉及净资本、净资产指标均为母公司口径。2、2016 年上半年财务报表未经审计，相关指标未年化。3、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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国开证券有限责任公司（以下简称“公司”或“国开证券”）的评级反映了公司股东国家开发银行股份有限公司（以下简称“国开行”）具有雄厚实力和丰富资源，能够对公司发展提供有力支持。公司作为全国性综合类证券公司之一，各项业务牌照齐全，经营规模处于行业中上游水平，具有较强综合实力。近年来，受益于证券市场的持续回暖以及公司持续推动业务转型，公司各项业务快速发展，结构趋于多元化，经营规模和盈利水平呈较快增长趋势，业务联动性明显增强，整体竞争实力逐步提升；公司债券承销业务持续处于行业前列，竞争优势明显；固定收益类证券投资能力很强，成为公司最大的利润来源。目前公司资产以可快速变现资产为主，变现能力较强，整体资产质量较高。

联合评级也关注到公司自有负债规模快速增长，债务负担显著提升，主要风险控制指标下降较快。同时，经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响。

未来随着资本市场的持续发展和公司战略的稳步推进，公司收入结构有望进一步优化；同时，公司主要业务依赖于股东国开行，随着国开行给予持续支持，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极低。

优势

1. 公司是全国性综合类证券公司，多元化业务格局逐步完善，经营规模处于行业中上游

水平，具有较强的综合实力。

2. 公司股东国开行是大型金融央企，实力雄厚，业务资源丰富，对公司支持力度较强，有助于公司各项业务的开展和资本实力的增强。

3. 近年来，公司各项业务快速发展，在收入增加的同时，业务结构、发展能力均呈改善和提高的态势；公司在继续巩固债券承销、固定收益类投资等传统优势业务的基础上，信用业务、资产管理业务、经纪业务等也实现了快速发展。

4. 公司资产以可快速变现资产为主，变现能力较强，融资渠道较为畅通，筹资能力较强，整体财务表现良好，偿债能力很强。

关注

1. 经济周期变动、国内股票市场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. 因公司各项业务的快速扩张，公司自有负债规模快速增长，债务负担显著提升；主要风险控制指标下降较快。

3. 近年来公司业务规模较快扩张，创新业务不断开展，对公司内在风险管理、内控合规管理水平提出了更高要求。

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 1201 室（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：



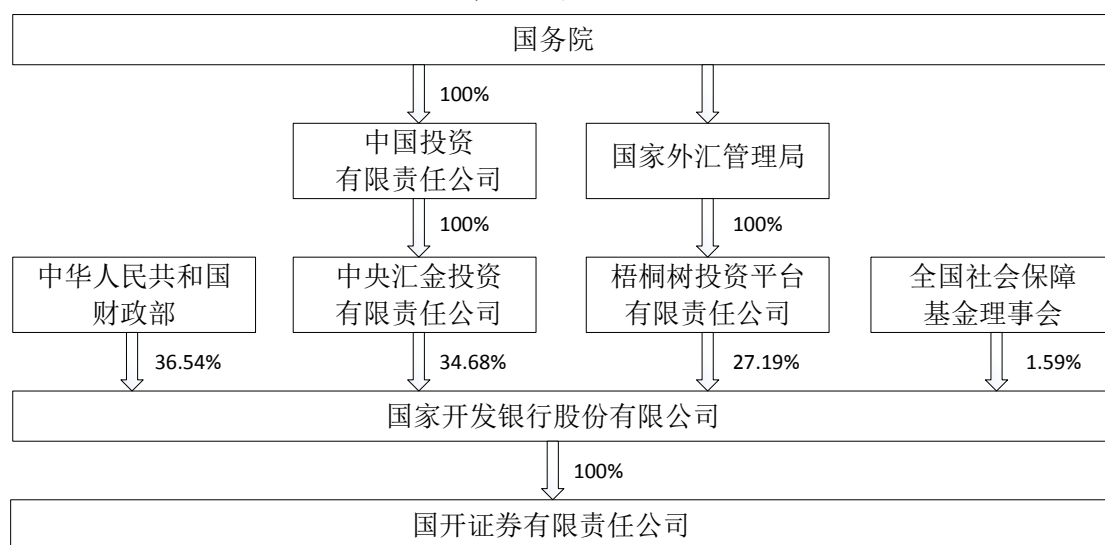
联合信用评级有限公司

贾一玲

一、主体概况

国开证券有限责任公司（以下简称“公司”或“国开证券”）的前身是成立于 2003 年的航空证券有限责任公司（下称“航空证券”）；2009 年 9 月，国家开发银行股份有限公司（以下简称“国开行”）与航空证券的原股东签署了股权转让协议；2010 年 2 月，经中国证监会《关于核准航空证券有限责任公司变更持有 5%以上股权的股东的批复》（证监许可[2010]192 号文）批准，国开行全额收购航空证券的全部股份，并进一步增资、更名设立了国开证券，公司成为国开行的全资子公司。公司于 2010 年 2 月完成股权变更工商登记手续，于 2010 年 8 月正式开业。后经多次增资，截至 2016 年 6 月末，公司注册资本为 73.70 亿元，由国开行 100.00%持股。

图1 截至2016年6月末公司股权结构



资料来源：公司提供

公司主要经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；代销金融产品。

截至 2016 年 6 月末，公司设有信用交易部、资产管理部、经纪业务部、销售交易部、债券融资部、投资银行部等 6 个业务部门，以及研究部、清算部、经营管理部、财务资金部等 14 个职能部门；公司总部设于北京，并在全国 18 个省市设立了 18 家分公司，覆盖华北、东北、西北、东南、西南等地的大部分省市，在北京、上海、天津、深圳、保定等地设立了 8 家证券营业部，拥有 1 家控股子公司国开泰富基金管理有限责任公司（以下简称“国开泰富”）；公司合并口径员工人数合计为 616 名。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 456.54 亿元，其中客户资金存款 17.82 亿元，客户备付金 2.60 亿元；负债总额 351.46 亿元，其中代理买卖证券款 20.54 亿元；所有者权益 105.08 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 104.51 亿元，少数股东权益 0.57 亿元；母公司口径下净资产 72.01 亿元。2015 年，公司实现营业收入 20.07 亿元，净利润 9.81 亿元，其中归属于母公司的净利润 9.79 亿元；经营活动产生的现金流量净额 51.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.49 亿元。

截至 2016 年 6 月末，公司合并资产总额 399.19 亿元，其中客户资金存款 13.22 亿元，客户备付金 3.77 亿元；负债总额 292.19 亿元，其中代理买卖证券款 17.06 亿元；所有者权益 107.00 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 106.45 亿元，少数股东权益 0.56 亿元；母公司口径下净资产 73.63 亿

元。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 6.31 亿元，净利润 3.10 亿元，其中归属于母公司的净利润 3.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额-27.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.56 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区安华里外馆斜街甲 1 号泰利明苑写字楼 A 座二区 4 层。法定代表人：张宝荣。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“国开证券有限责任公司 2017 年公开发行公司债券”，发行规模不超过 25.00 亿元（含 25.00 亿元），期限不超过 3 年；本次债券面向合格投资者公开发行，采用一次发行的方式，在发行结束后将申请在上海证券交易所上市；本次公司债券票面金额为 100 元，按面值平价发行；债券票面利率为固定利率，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。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券的募集资金扣发行费用后用于补充流动资金、置换有息债务。

三、行业分析

1. 我国证券市场发展状况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。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 1.67 万亿元，同比增加 9.50%，共完成 IPO 为 227 家、增发 737 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 1 证券行业概况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
证券公司家数（家）	114	115	120	125	127
盈利家数（家）	99	104	119	124	116
盈利家数占比（%）	86.84	90.43	99.17	99.20	91.34
营业收入（亿元）	1,294.71	1,592.41	2,602.84	5,751.55	2,419.58
净利润（亿元）	329.30	440.21	965.54	2,447.63	958.20
总资产（万亿元）	1.72	2.08	4.09	6.42	5.50
净资产（万亿元）	0.69	0.75	0.92	1.45	1.56
净资本（万亿元）	0.50	0.52	0.68	1.25	1.21

数据来源：中国证券业协会

2015 年来，证券行业发展中的机遇和风险并存性表现的尤为显著。一方面，在金融改革背景下行业享受多项政策放开的红利，如并购重组审核放开、新三板做市商制度推出、收益凭证试点推广、一人一户限制打开等多项政策红利持续激发证券行业增长动力，证券公司也在保持对传统经纪业务激烈竞争的态势下，从提供单纯通道向丰富交易品种、提高客户体验的方向逐步开始转变，行业升级也在推进。另一方面，在行业飞速发展过程中，业务发展和创新速度与制度约束和风险把控出现

不匹配现象。2015 年年中，在市场经历了非理性下跌之后，监管层加大对证券行业违法违规行为的监督检查工作，并对金融反腐打击力度的加大，行业的合规风险在加大。但证券公司作为资本市场的主要参与者，所肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥，其投行、资管、经纪、自营等各项业务能力也将得到充分发挥。中国资本市场的快速发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

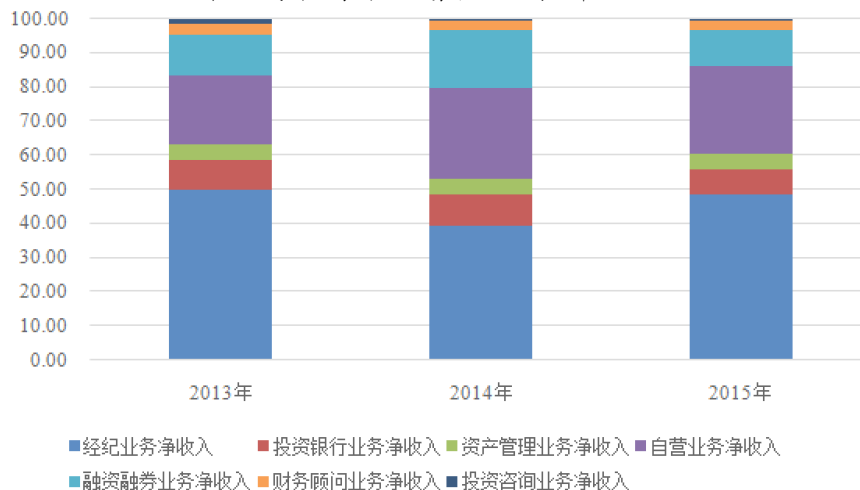
截至 2015 年底，125 家证券公司总资产为 6.42 万亿元，净资产为 1.45 万亿元，净资本为 1.25 万亿元，较 2014 年底分别增长 56.97%、57.69%和 83.82%，资本实力显著提升。2015 年，125 家证券公司中，124 家公司实现盈利，全年实现营业收入 5,751.55 亿元，全年实现净利润 2,447.63 亿元，分别同比增加 120.97%和 153.50%，收入利润均创下历史最高水平。

2016 年前三季度，股票市场趋冷、两市交易活跃度下降，证券公司经纪业务和自营业务下滑明显；但 IPO 于 2015 年底开闸、债券、新三板延续 2015 年较好发展态势，综合投行业务发展较快；根据中国证券业协会发布的证券公司 2016 年前三季度经营数据，证券公司未经审计财务报表显示，127 家证券公司当期实现营业收入 2,419.58 亿元，较去年同期下滑 44.76%，各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入 810.78 亿元、证券承销与保荐业务净收入 382.12 亿元、财务顾问业务净收入 104.11 亿元、投资咨询业务净收入 31.72 亿元、资产管理业务净收入 200.17 亿元、证券投资收益（含公允价值变动）449.76 亿元、利息净收入 273.44 亿元，当期实现净利润 958.20 亿元，同比下降 50.21%，116 家公司实现盈利。截至 2016 年 9 月 30 日，127 家证券公司总资产为 5.50 万亿元，净资产为 1.56 万亿元，净资本为 1.21 万亿元，客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.41 万亿元，托管证券市值 31.75 万亿元，受托管理资金本金总额 15.67 万亿元。

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。

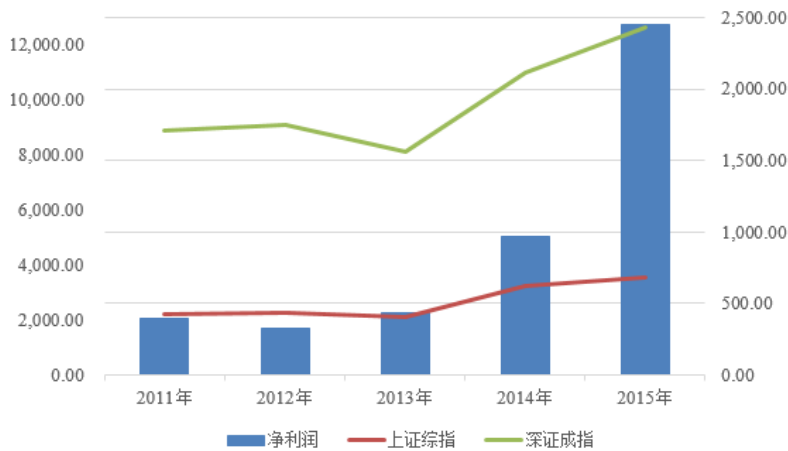
图 2 我国证券行业业务收入结构（单位：%）



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持续增长的态势。

图3 证券行业净利润情况（单位：亿元，点）



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。同时受益于证券市场交易活跃度的提升及融资融券规模的大幅增加，2015年行业经纪业务实现收入2,690.96亿元，较2014年增长156.41%。但经纪业务与股票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年前三季度，股票市场行情继续低迷，127家证券公司实现代理买卖证券业务净收入810.78亿元，仅为去年同期收入的36.97%。

（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。

2015年，证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入393.52亿元，约占全行业营业收入的7.09%。一方面，投资银行业务收入的增长主要来自上半年IPO的大规模发行，但受6月份股灾影响，7月份IPO暂停，直至12月份重新开闸；2015年国内沪深两市累计IPO家数为224家，首发募集资金1,578.29亿元。另一方面，2015年以来，随着新的公司债发行办法颁布以来，债券市场取得了

快速发展，2015 年国内市场合计发行债券（含同业存单）16,532 只，发行额 23.14 万亿元，较 2014 年分别大幅增加 133.01%和 89.81%。与此同时，再融资业务一直呈现快速增长态势，2015 年再融资上市公司达到 816 家，再融资金额达到 1.29 万亿元。债券业务已成为各券商投资银行业务新的业务增长点。2016 年以来，IPO 放开、债券市场延续 2015 年较好走势，投行业务发展较好；2016 年前三季度，A 股 IPO 首发家数 126 家，募集资金 768.16 亿元；国内市场合计发行债券（含同业存单）21,079 只，发行额 28.22 万亿元，分别为 2015 年同期的 1.87 倍和 1.78 倍；127 家证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 382.12 亿元，为去年同期的 1.58 倍。

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%；2015 年，125 家证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)1,413.54 亿元，同比增长 99.01%。但同时也应关注到，自营业务受市场风险影响较大，存在一定不确定性。2016 年前三季度，证券市场低迷，127 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）449.76 亿元，为去年同期的 43.69%。

（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 2015 年底，证券公司行业受托的资产管理规模约为 11.88 万亿元，三年复合增长 51.15%。截至 2016 年 9 月末，证券公司行业受托的资产管理规模约为 15.55 万亿元，较年初增长 30.71%。2016 年前三季度，证券公司实现资产管理业务净收入 200.17 亿元，同比增长 12.35%。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 9 月底，沪深两市融资融券余额为 9,067.09 亿元，较 2015 年 6 月 18 日下滑 60.11%，较 2014 年底下滑 11.60%；2015 年 10~12 月股市有所回暖，两融业务规模有所回升，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 9 月底，市场融资融券余额为 8,719.79 亿元，较年初有所下降，其中融资余额占比 99.64%，融券余额占比 0.36%。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 2 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处理, 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，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）新股发行注册制有望推行

2015年12月，全国人大常委会表决通过了《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》。注册制实施的进程逐步加快，注册制的实施不仅是我国资本市场改革的重要一项，也将从此打破证券公司投行旧有模式。证券公司投行原本更多体现为“通道价值”，注册制推出后对投行的风险识别、研究定价、分销管理能力提出全新要求，使传统证券公司必须快速转型，小证券公司的传统业务开户赚取佣金费，在市场竞争加剧，佣金费率逐渐降低的趋势下不得不转型研发新产品吸引客户，大证券公司将需抓住自己的强大的客户资源，为投行业务创造新资源，挖掘投行新的“服务溢价”，提高承销费增加证券公司收入。同时证券公司自我承担风险能力也随之升高，注册制的推出让证券公司提高风险意识、加强研究实力、销售网络和定价能力等核心竞争力。

（3）深港通实施

沪港通于2014年11月17日正式实施，催化了2014年底证券公司股主导的上涨行情，沪港通总体运行平稳，为启动深港通提供了基础和条件。2016年8月，国务院批准《深港通实施方案》、

中国证监会与香港证监会共同签署深港通《联合公告》，原则批准深圳证券交易所、香港联合交易所有限公司、中国证券登记结算有限责任公司、香港中央结算有限公司建立深港股票市场交易互联互通机制，这标志着深港通实施准备工作正式启动。根据公告，深股通的股票范围是市值 60 亿元人民币及以上的深证成份指数和深证中小创新指数的成份股，以及深圳证券交易所上市的 A+H 股公司股票。深港通不再设总额度限制，沪港通总额度即日起取消。深港通每日额度与沪港通现行标准一致，即深港通每日额度 130 亿元人民币，深港通下的港股通每日额度 105 亿元人民币。双方可根据运营情况对投资额度进行调整。2016 年 12 月 5 日，深港通正式实施。深港通实施后，将对股市有提振作用，利好证券公司。

（4）“营改增”新政实施

2016 年 3 月 18 日，国务院常务会议审议通过了全面推开“营改增”试点方案，明确自 2016 年 5 月 1 日起，全面推开营改增试点，将建筑业、房地产业、金融业、生活服务业纳入试点范围，其中，金融业税率确定为 6%。“营改增”新政实行后，证券公司行业整体税负变动主要取决于销项转嫁与进项抵扣，分业务看，经纪业务、自营业务、融资融券业务面临收入及利润下降压力，经纪业务竞争较充分，客户多为个人客户，税负难以转嫁，而自营业务可抵扣进项较少造成收入及利润下降；投行业务和资管业务客户以机构、企业为主，税负可转嫁，同时证券分销费用、咨询等费用可抵扣进项，收入及利润所受影响不大。总体看，“营改增”新政将对证券公司形成一定影响。

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

1. 公司是全国性综合类证券公司，具有较强经营实力

作为全国性综合类证券公司之一，公司各类证券业务经营资格较为齐全，可为投资者提供综合性证券金融服务；公司在全国大部分省级行政区设有 18 家分公司和 8 家营业部，覆盖全国大部分地区，整体布局较为全面；公司经营管理团队在证券及金融行业拥有多年的管理经验，以及丰富的监管机构从业背景，能够准确把握市场，为公司经营发展提供了良好的保障。根据证券业协会公布的 2015 年证券行业排名，公司总资产、净资产和净资本在同业分别排第 45 位、第 37 位和第 43 位，综合实力处于行业中上等水平。

总体看，公司业务牌照较为齐全，布局较为全面，具有较强的经营实力。

2. 公司控股股东为大型金融央企，实力雄厚，对公司支持力度强

公司控股股东国开行是直属国务院领导的政策性金融机构，也是全球最大的开发性金融机构，中国最大的对外投融资合作银行、中长期信贷银行和债券银行，具有雄厚的资金实力、广阔的平台与丰富的资源，旗下拥有一级子公司 4 家，涵盖证券、金融租赁、投资、中非发展基金等。公司作为国开行旗下唯一拥有零售窗口（证券营业部）的子公司，在国开行集团内具有重要的战略地位，国开行能够为公司的发展提供包括资金、平台、渠道、资源、业务协同等方面的强有力支持。

总体看，公司股东实力雄厚，资源丰富，对公司的发展支持力度强。

3. 公司特色业务居同业前列，形成独有的行业竞争优势

依托股东国开行的丰富资源，公司形成了独有的业务特色。债券承销业务作为公司的传统优势

业务持续居于同业前列，多年获得金融时报“最佳企业债承销证券公司”、证券时报“中国区最佳债券承销团队”等荣誉。根据 2015 年证券行业排名，公司各类债券主承销家数排名行业 22 位，主承销金额排名第 14 位，债券承销净收入排名 29 位。公司目前已经形成全面的债券承销业务线，特别是企业债承销方面公司位居龙头券商行列，企业债承销规模连续 4 年保持第一。与此相应，公司的自营业务也主要投资于债券，并在固定收益类证券方面形成了较强的投资能力，可有效平抑股票市场波动的风险从而取得良好的收益，自营业务也成为公司最大的利润来源。同时，公司在与股东单位的业务协作中积累了大量优质的机构客户，目前公司主要服务于机构客户。总体看，公司形成了以机构客户为主，以债券承销和债券投资业务为特色的核心竞争优势。

综合来看，公司作为全国性综合类证券公司，债券承销和债券投资业务能力强，具有较强的经营实力，公司股东国开行实力雄厚，资源丰富，对公司支持力度强。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司依照《公司法》、《证券法》、《证券公司内部控制指引》等法律法规和《国开证券有限责任公司章程》的有关规定，构建了董事会、监事、高级管理人员分权与制衡的公司治理结构，建立了符合公司发展需要的运行机制。公司独立经营，与股东、实际控制人或者其他关联方在业务、机构、资产、财务、办公场所等方面严格分开。

公司不设股东会，公司唯一股东国开行作为最高权利人按《公司法》及《公司章程》等规定行使下列职权：决定公司的经营方针、投资计划和发展战略；任命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；审议批准董事会和监事会报告，年度财务预决算方案、利润分配和弥补亏损方案；决议公司增减资、发行公司债券、合并、分立、解散、清算、变更公司形式、设立一级子公司、聘任审计会计师事务所等事项；修订公司章程；决定单项或在四个月内累计达到或超过公司最近一期经审计净资产 5% 的对外投资、收购出售资产、委托理财、资产抵押/质押事项；决定公司所有对外担保事项；决定公司与关联人发生的交易金额在 10.00 亿元以上（含）且占公司最近一期经审计净资产绝对值 20% 以上（含）的关联交易等。

公司设有董事会，对股东负责。董事会现有 6 名成员¹，其中董事长 1 名，独立董事 1 名。董事由股东委派或更换，任期三年，可经股东继续委派连任。董事连续两次未能亲自出席，也不委托其他董事出席董事会会议的，董事会可建议股东予以撤换。董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。近年来，公司董事会运转良好，依据《公司法》、《公司章程》、《董事会议事规则》等相关规定，对董事长的选举、高级管理人员的任免、公司重要制度的建立、公司战略目标及发展规划的制订等事项作出了相关决议，2015 年共召开董事会会议 8 次，切实发挥了董事会的作用。2015 年，公司在董事会下设立了薪酬与提名委员会和风险控制委员会 2 个专门委员会，并制定了相关议事规则，审计委员会正在筹建中，专门委员会成员全部由董事组成，2015 年共召开专门委员会会议 1 次。

公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，其中监事会主席 1 名，职工监事 3 名。非职工监事由股东委派，监事会主席由全体监事过半数选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事每届任期三年，可连任。监事依据《公司法》、《公司章程》的规定履行职权，包括：检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。公司监事会每年至少进行 2 次专题调研，2015 年共召开监事会会议 4 次，监事全部列席董事会会议 8 次，有效发挥了监事会的作用。

¹ 《国开证券有限责任公司章程》规定，董事会由 7 名成员构成，目前实际为 6 人，空缺 1 人股东尚未委派。

公司日常经营实行董事会领导下的总裁负责制，高级管理层主要包括总裁 1 人、副总裁 3 人、合规总监兼首席风险官 1 人等。高级管理人员均具备丰富的金融监管或金融行业经营管理经验，负责公司的日常经营管理活动。

截至 2016 年 6 月末，公司合并口径员工人数合计为 616 名；其中年龄结构上，35 岁以下占 60.23%，36~50 岁占 35.06%，50 岁以上占 4.71%；学历结构上，博士占 4.06%，硕士占 47.56%，本科占 38.80%，大专及以下占 9.58%；公司员工结构较为合理，基本满足公司业务开展需求。

总体看，公司按照现代企业制度建立了相关制度和法人治理结构，与公司的发展相适应，“三会一层”运行良好。

2. 内控与合规

机构设置方面，公司目前设有信用交易部、资产管理部、经纪业务部、销售交易部、债券融资部、投资银行部等 6 个业务部门，以及研究部、清算部、经营管理部、财务资金部等 14 个职能部门，各部门职责划分较为明确，内部组织机构设置合理，能够满足公司当前业务发展的需要。

公司建立了较完善的内控体系。公司实行全面风险管理体系和股东、董事会、经营层三级授权管理体系，董事会对合规管理、风险管理和内部控制体系的有效性承担最终责任。合规法律部是公司合规管理的核心职能部门，负责公司经营管理活动和员工执业行为的合规管理。公司设合规总监全面负责各项合规事宜，合规总监由董事长提名，董事会聘任或解聘。同时任命合规总监担任首席风险官，负责全面风险管理工作。董事长、总裁对公司全面风险管理的有效性承担主要责任。公司董事会下设风险控制委员会监督公司的总体风险管理工作，风险管理部具体履行风险管理职责，在首席风险官领导下推动全面风险管理工作，监测、评估、报告公司整体风险水平，并为业务决策提供风险管理建议，协助、指导和检查各部门、分支机构的风险管理工作。公司制订了《全面风险管理规定》《授权管理（暂行）办法》和各业务条线风险管理办法等多项内控制度，2015 年召开 7 次制度审议会议，共审议制度 89 项，清理暂行类制度 64 项，并督促各责任部门制定其余 36 项暂行类制度的修订计划，公司的内控水平和管理能力逐步提高。

公司实行内部审计稽核制度，设立了审计稽核部，配备专职审计稽核人员，对公司财务收支和经营管理活动进行内部审计稽核监督。公司制定了《内部审计稽核制度》《内部控制自我评价实施办法》《股票期权经纪业务审计办法》《投资银行业务审计办法》《风险管理审计办法》等多项制度。2015 年，审计稽核部完成专项审计、经济责任审计以及离任审计等 21 项，较好地支持了公司具体业务和整体发展。

资金管理方面，财务资金部负责资金预算管理和统一的头寸管理，监控公司的流动性风险，根据年度资金计划、资金使用需求和公司流动性状况，进行统一的资金调拨。公司信用融资由财务资金部统一管理，资产或资产收益权抵押融资根据公司授权由相应部门办理。资金使用金额在 2000 万（含）以上的，应由使用部门提交资金预约申请，有财务资金部审核处理，分支机构大额支出原则上由总部集中支付。根据公司授权，由业务部门通过场外市场进行杠杆融资的，业务部门应保证至少于用款前一个工作日资金到位。业务资金账户实行限额管理，限额以上的资金原则上划入财务资金部指定资金账户。各业务部门、分支机构间严禁直接横向资金往来。业务部门如有切实需要，可向公司申请期限不超过 1 个月的临时流动性支持。公司不得为公司股东或者股东的关联人提供融资或者担保。

公司建立了符合监管要求、并与其业务发展相适应的风控体系与实施举措。近年来，公司内部控制和合规管理上未出现重大问题。2013 年~2015 年，公司的分类监管评级结果连续保持 AA 级；

2016 年，因证监会收紧了证券公司分类评价政策，参评的 95 家券商中有 58 家被下调评级，其中 AA 级券商由 2015 年的 27 家锐减至 2016 年的 8 家，公司亦被下调为 BBB 级；其中，公司唯一扣分项为审计委员会未及时建立，公司目前正在加快审计委员会建设工作。分类评价下调可能会对公司未来的创新业务开展有所影响，但目前公司总体风控合规管理水平仍处于行业较好水平。

总体看，公司机构设置较为清晰，管理机制较为有效，风险防范和应对措施较为完备，对各项业务的发展形成了支撑，内部控制整体水平较高但仍需不断完善。

六、经营分析

1. 经营概况

公司证券经营的主要业务板块包括证券自营业务、投资银行业务、经纪业务、信用交易业务、资产管理业务等。近年来公司业务种类不断丰富，2012 年新增投资咨询、资产管理业务；2013 年新增融资融券、股票质押融资等信用类业务；2015 年新增新三板业务。公司业务以服务机构客户为主，零售业务较少，因此，公司在全国设立了 18 家分公司作为开展机构业务的触手，而仅在个别地区设置了 8 家证券营业部作为零售业务的窗口。

随着各项业务的迅速发展，同时也受益于市场行情整体较好的影响，公司整体实力持续增强，收入结构趋于优化，发展势头良好。2013 年~2015 年，公司营业收入持续快速增长，年均复合增长率为 39.83%，2015 年营业收入达 20.07 亿元，同比增长 31.54%，其中除投资银行业务外均呈快速增长趋势；三年分别实现净利润 4.41 亿元、7.20 亿元和 9.81 亿元，年均复合增长 49.09%。根据 2015 年证券行业排名，公司营业收入排名行业第 72 位，营业收入增长率排名 114 位，净利润排名第 66 位，净利润增长率排名 108 位。公司营业收入增速远低于同业增长水平，系公司业务结构以自营和投行业务为主，有别于同业以经纪业务为主的收入结构，因此在近两年股市牛市行情中未能取得同业相应的大幅增长，但公司的业务结构也能在熊市行情中规避一定的波动风险，2016 年上半年证券市场行情低迷的情况下，公司营业收入下降幅度低于同业。

从收入结构来看，虽然公司收入结构逐步实现多元化，但自营业务与投行业务（尤其是债券承销）始终是公司最重要的收入来源。2013 年~2015 年，公司不断扩大自营规模和积极把握市场行情，取得较好的投资回报，自营业务收入逐年增长，始终是公司第一大收入贡献来源，但随着其他各项业务的迅速发展，自营业务占比逐年下降，2015 年实现自营业务收入 10.06 亿元，占比 50.14%。投资银行业务是公司重点发展的业务板块之一，2014 年投行业务收入有较大幅度增长，同比增幅 49.85%；但 2015 年受城投债发行规模收缩导致债券承销规模下降的影响，投行业务收入较 2014 年下降 33.93%，2015 年投行业务收入占比降至 18.03%。近三年，公司经纪业务在维持 8 家营业部规模的基础上，积极拓展客户，经纪业务收入实现快速增长，三年年均复合增长 79.09%，2015 年实现经纪业务收入 2.97 亿元，同比增长 142.10%，占营业收入的 14.78%。公司信用交易业务自 2013 年取得业务资格以来迅速发展，年均复合增长 324.84%，2015 年取得信用交易业务收入 2.59 亿元，占比 12.92%。公司资产管理业务规模较小，但在公司营业收入中占比逐渐提高，2015 年占比达 5.54%。其他业务主要包含总部成本分摊等，大多为支出状态。整体看，公司营业收入较快增长，各业务板块发展良好，业务结构不断多元化。

表 3 公司营业收入及占比情况（单位：亿元，%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年上半年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券自营业务	5.26	51.29	6.67	43.70	10.06	50.14	1.32	20.96
投资银行业务	3.65	35.61	5.48	35.90	3.62	18.03	2.31	36.53
证券经纪业务	0.92	9.01	1.22	8.03	2.97	14.78	0.59	9.31
信用交易业务	0.14	1.40	1.45	9.50	2.59	12.92	1.55	24.50
资产管理业务	0.29	2.78	0.40	2.59	1.11	5.54	1.07	16.99
其他业务	-0.01	-0.09	0.04	0.28	-0.28	-1.41	-0.52	-8.30
营业收入合计	10.26	100.00	15.26	100.00	20.07	100.00	6.31	100.00

资料来源：公司提供

受证券市场行情低迷的影响，2016年上半年，公司实现营业收入6.31亿元、净利润3.10亿元，同比分别减少22.93%和29.74%，业务结构仍以自营业务和投行业务为主，信用交易和资产管理业务增长较快，经纪业务有所下滑。

总体看，公司营业收入以传统的自营业务和投资银行业务为主，受市场波动影响较大。近年来，公司积极把握证券行业发展的机遇，信用业务和资管业务增长迅速，各项业务逐步向均衡发展使得公司收入结构得到优化。同时，联合评级也关注到，公司营业收入对自营业务、投行业务和结构化产品的依赖性较大，易受市场行情和监管政策变化的影响，具有一定的波动性风险。

2. 业务运营

（1）自营业务

自营业务是公司的优势业务，也是主要的收入和利润来源。目前公司自营业务由销售交易部负责运营，包括固定收益证券投资和股票投资，以固定收益证券投资为主。公司固定收益证券投资业务自 2011 年开展，而股票投资业务长期以来几乎处于停顿状态，随着公司业务快速发展和人员队伍的日益壮大以及开展股票自营投资业务条件的日渐成熟，已于 2015 年由董事会授权开展，公司自营投资结构进一步优化。2013 年~2015 年，公司自营业务收入稳中有增，年均复合增长 38.25%，2015 年实现自营业务收入 10.06 亿元，占营业收入的 50.14%。

公司秉承稳健、规范的原则，注重风险分析和把控，固定收益类证券投资占自营投资的绝大部分，自营业务风险相对较小。公司固定收益自营投资业务坚持授权管理、组合管理与动态管理的原则，对重大投资实行集体决策，由投资决策委员会根据董事会的决议审批自营投资的资产配置策略、投资范围和风险限额指标等；销售交易部每日向分管领导提交业务日报，月报和年报经分管领导审定后报投资决策委员会；由风险管理部负责固定收益类自营投资的风险管理和实时监控，并执行与销售交易部相互独立的报告线，当自营投资组合总亏损达到止损限额的 80%时，风险管理部向销售交易部出具风险提示函；公司在清算中心设立专人专岗独立进行交易结算和资金清算。目前公司固定收益类证券投资总规模上限为不超过 150.00 亿元。截至 2015 年末，公司固定收益组合除信用风险很低的国债、金融债外，企业债券信用评级为 A 级（含）以上，未评级的企业债及次级资产支持证券占金融资产的 19.34%，目前没有相关的负面消息表明持有债券出现违约，同时均采用有利于公司的交易结算方式，因此面临的信用风险不大。

2013 年~2015 年，公司自营证券投资规模快速增长，年均复合增长 56.33%，截至 2015 年末，公司自营投资账面价值合计 334.21 亿元，较 2014 年末增长 61.01%。公司自营证券主要以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和应收款项类投资科目核算，公司无衍

生金融工具投资。近年来，公司投资品种不断多元化，目前主要有国债、金融债、公司（企业）债券、可转债、短期融资券、中期票据、资产支持证券、股票、基金、资产管理计划等。从投资结构来看，近三年公司投资业务由单一的债券投资逐步向多样化的策略型的投资模式转型，但自营投资仍以债券为主。2015 年债券投资占自营证券的 71.82%，占比较 2014 年下降 16.49 个百分点，主要系应收款项类投资（均为资产支持证券）快速增长以及 2015 年投入证金公司救市资金 20.00 亿元²导致权益类投资增加所致。资产支持证券投资占比提升较快，2015 年大幅提升至 20.85%，较 2013 年增加 18.01 个百分点，较 2014 年增加 9.45 个百分点；股票、基金和资产管理计划占比一直较小；2015 年其他投资金额较大，主要为 20.00 亿元的证金公司专户投资。

表4 公司自营投资业务结构（单位：亿元）

分类	项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月末
按会计科目划分	以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	25.20	96.07	153.64	120.15
	可供出售金融资产	109.59	91.52	114.62	103.31
	应收款项类投资	1.95	19.98	65.95	72.39
	合计	136.75	207.57	334.21	295.84
按投资品种划分	债券	132.07	183.31	240.02	175.78
	股票	0.00	0.01	0.90	1.03
	基金	--	0.30	3.42	0.25
	资产支持证券	3.88	23.67	69.67	76.63
	资产管理计划	--	0.30	0.01	22.20
	其他	0.79	--	20.19	19.95
	合计	136.75	207.57	334.21	295.84

资料来源：公司财务报告、公司提供，联合评级整理。

2013 年~2015 年，公司自营证券投资收益逐年增长，年均复合增长 84.17%，2015 年投资收益 18.32 亿元（含公允价值变动损益 1.25 亿元），较 2014 年的 10.58 亿元大幅增长 73.12%。截至 2015 年末，公司自营业务投资组合回报率为 27.41%，在同类型（中长期纯债基金）规模较大的 160 只基金产品中排名第一。

2016 年上半年，受市场低迷的影响，公司适当缩减自营业务投资规模至 295.84 亿元，较年初减少 11.48%；但公司在行情波动较大的情况下，自营业务仍然取得较好的收益，2016 年上半年投资收益 6.17 亿元（含公允价值变动损益-0.94 亿元）；投资结构仍以债券投资为主，但更趋多元化。

总体看，公司自营业务规模快速增长，投资风格稳健，取得收益良好；由于自营投资以固定收益类证券为主，可以较好的规避市场行情波动带来的不良影响，自营业务收入随投资规模扩大而稳定增长。

（2）投资银行业务

公司投资银行业务主要包括债券承销、股票承销保荐、“新三板”业务、结构融资、一般财务顾问业务和国际业务等，以债券承销业务为重点和特色，债券承销由债券融资部专项负责，其他投行业务由投资银行部负责运营。公司债券融资部按地域分为 4 个业务组以及 1 个质控组，共有员工 41 人。投资银行部下设股权融资、场外市场、资本市场、做市业务、结构融资、国际业务、财务顾问和中后台 8 个二级部门（业务组），共有员工 57 人。2013 年~2015 年，公司投行业务收入年均复合下降 0.49%，2015 年投行业务收入 3.62 亿元，占营业收入的 18.03%。

债券承销是公司的强项和特色业务，依托母公司国开行丰富的业务和客户资源，公司逐步在债

² 救市资金 20.00 亿元在 2015 年“其他”投资类下列示，但计算风险监管指标时，公司将其计入一般上市股票。

券承销领域积累了全面的业务资格和丰富的业务经验。目前公司已经形成了普通企业债、公司债、铁道债、永续期债、债贷组合债、普通金融债、二级资本债、企业资产证券化产品等多元结构模式，业务规模位居行业前列。依托母公司的业务资源，企业债承销是公司的重点业务，2012 年~2015 年，公司企业债券承销业绩连续四年市场排名第一；2015 年公司债券承销金额同比下降主要系发改委企业债发行审批收紧所致。公司自 2015 年中开始开展公司债承销业务，根据 2015 年证券行业排名，公司各类债券主承销家数排名 22 位，主承销金额排名第 14 位，债券承销净收入排名 29 位。2015 年，公司承销各类债券 90 只，承销金额 1,051.96 亿元，其中企业债 29 只，承销金额 211.16 亿元。项目储备方面，截至 2016 年 6 月末，公司新增立项 1 个，已批待发项目 32 个，已上报在审项目 22 个。

表5 公司投资银行业务情况表（单位：只，亿元）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年上半年		
	承销数量	承销金额	承销收入	承销数量	承销金额	承销收入	承销数量	承销金额	承销收入	承销数量	承销金额	承销收入
债券承销	63	778.50	4.42	133	1,844.27	5.39	90	1,051.96	3.04	41	377.63	1.79
股票承销	--	--	--	--	--	--	2	39.25	0.42	--	--	--
合计	63	778.50	4.42	133	1,844.27	5.88	142	1,102.67	3.47	40	376.63	1.94

资料来源：公司提供

股票保荐与承销业务方面，主要由投资银行部二级部门股权融资部负责。公司于 2012 年 7 月获得保荐业务资格。截至 2016 年 6 月末，公司共有 4 名保荐代表人，基本能够满足公司业务发展的需要。近年来，公司通过与国开行、国际投行巴克莱银行、各地方政府平台进行合作，积极开展国内外投资银行业务，为客户提供改制、辅导、推荐上市、再融资等服务。取得业务资格以来，经过几年的准备和积累，公司于 2015 年完成 2 项股票承销保荐业务，但股票承销的业务量仍然较少。项目储备方面，截至 2016 年 6 月末，公司新增立项 1 个，已批待发项目 2 个，已上报在审项目 1 个。

“新三板”业务方面，目前主要由场外市场业务组负责。新三板挂牌方面，公司于 2013 年 6 月获得“新三板”主办券商业务资格，并已完成新三板挂牌项目 7 个，新三板定增 1 个，项目所涉及行业金融、船舶、水电、化工、机械和电子等领域。新三板挂牌项目储备方面，截至 2016 年 6 月末，已立项 4 个，已上报在审项目 1 个。新三板做市方面，公司于 2015 年 1 月获得新三板做市业务资格，2015 年实现做市收入 21 万元，截至 2016 年 6 月末，公司股转证券账户持仓市值为 8,339 万元，做市股票 15 只，2016 年上半年新增实盈 1,186 万元，浮盈 1,428 万元。

国际投行业务方面，公司主要为能源和资源类企业海外并购、“境内企业走出去”“海外企业走进来”等提供规划、发展、融资、并购等顾问服务。公司通过与国开行、中非基金以及巴克莱银行等国际投行的合作，担任了多个境内企业海外并购项目、发行离岸债项目的财务顾问，其中已完成 TJHK 保密并购顾问项目，宝钢、拉合尔电网、伊斯兰堡电网 3 个项目已初步取得进展，在执行项目 4 个。

2016 年上半年，公司投资银行业务稳步发展，共实现业务收入 2.31 亿元；共完成债券承销项目 7 个，债券承销金额 559.40 亿元；股权类承销保荐项目 7 项，资产证券化项目 1 项，新三板挂牌家数 3 家。

总体看，公司投资银行业务趋于多元化，依托母公司的业务资源，公司债券承销作为重点和特色业务发展良好，股票承销和新三板业务稳步发展，国际业务和财务顾问业务主要服务于国家战略；但投行业务受市场环境和政策监管的影响较大，未来收入仍存在不确定性。

(3) 经纪业务

公司经纪业务主要由经纪业务部负责开展，主要负责经纪业务的前瞻性研究，经纪业务发展规划、营销战略、服务体系的制定，客户管理和客户服务，证券营业部的业务指导和管理考核等。公司经纪业务主要定位于完善业务板块，证券营业部作为国开行集团体系内独有的零售窗口而存在，证券零售客户的拓展主要由各营业部自行开拓为主。截至 2015 年末，公司经纪业务部有员工 14 人，从事经纪业务的人员共 131 人。截至 2016 年 6 月末，公司暂未开展投资顾问业务和互联网经纪业务。2013 年~2015 年，公司保持 8 家证券营业部的规模，短期内仍将以维持该规模为主。近三年经纪业务收入规模不大，但对利润的贡献逐步增加，2015 年经纪业务实现收入 2.97 亿元，占营业收入的 14.78%。

公司建立了较全面的经纪业务管理制度，涵盖经纪业务管理、证券经纪人管理、营业网点客户经理管理、投资者教育、客户投诉和纠纷处理等方面，有助于保障经纪业务的正常运营和降低业务风险。公司与国内主要商业银行均建立了客户交易结算资金第三方存管业务合作关系，投资者可以通过银行柜台、电话银行、网上银行、自助终端以及国开证券网上交易系统、电话委托系统和自助终端等多种方式完成银行账户和证券公司资金账户之间的资金转账。

代理买卖证券业务方面，2013 年~2015 年，公司代理买卖证券交易额快速增长，年均复合增长 110.40%。2015 年，公司代理买卖各类证券的交易总额达 3,926.94 亿元（见下表），同比增长 226.91%；其中股票基金交易额 2,974.39 亿元，同比增长 181.17%。2015 年，公司代理买卖证券业务净收入 2.57 亿元，同比增长 147.73%，根据 2015 年证券行业排名，代理买卖证券业务净收入居行业第 83 位；实现交易单元席位租赁净收入 114.28 万元，同比减少 60.78%。2013 年~2015 年，公司代理买卖证券业务平均佣金率总体呈下降趋势，分别为 0.0917%、0.0981%、0.0864%，但相比同业佣金率仍属较高水平。

表6 公司经纪业务情况表（单位：亿元，%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	831.68	0.09	1,046.44	0.07	2,959.14	0.12
基金	7.56	0.13	11.42	0.09	15.26	0.02
债券	43.71	0.22	2.53	0.01	2.09	0.00
合计	887.06	0.09	1,201.22	0.07	3,926.94	0.08

资料来源：公司提供

代销金融产品方面，公司仅有代销基金业务，且规模很小。2015 年公司代销基金实现销售佣金收入 17.49 万元。

2016 年上半年，受市场整体低迷的影响，公司经纪业务实现收入 0.59 亿元。

总体看，公司经纪业务的营业网点较少，业务规模较小，但近几年经纪业务收入增长较快。同时，联合评级也关注到，经纪业务易受市场行情波动影响，且行业佣金率持续下滑，未来经纪业务收入的增长面临一定的不确定性。

(4) 信用交易业务

公司于 2013 年先后获得融资融券、约定购回和股票质押式回购业务资格，可为客户提供买空卖空、对冲套利、盘活资产等投资工具。目前，公司信用类交易业务由信用交易部具体管理。开展业务以来，公司信用交易业务快速发展，2013 年~2015 年信用类业务收入复合增长 324.84%，2015 年收入为 2.59 亿元，占营业收入的 12.92%。

公司信用交易业务确立了“以融资融券为基础、以股票质押为主营、以创新业务为重要补充”

的业务布局，从业务开展来看，股票质押业务占比更高，与市场两融业务为主的整体情况有所差异。截至 2015 年末，公司信用交易业务规模合计 69.66 亿元，其中融资融券规模占比 18.96%，股票质押式回购业务规模占比 81.04%，公司自 2014 年后未再开展约定式购回业务。

公司在信用业务发展上坚持“三原则”：业务拓展坚持风险第一原则，业务方向坚持协同为主原则，业务增长坚持速度适宜原则。公司在信用业务中加强主动风险管理，自主研发了风险管理工具“股票质押健康度分析模型”，每月检测股票质押动态风险状况，提出业务校正建议，指导主营业务降低风险。在 2015 年股灾中，公司实现及时预警，未有任何损失。

表 7 公司信用交易业务情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年上半年
融资融券账户数目（个）	88	573	734	1,375
融资融券余额（亿元）	0.69	8.40	13.20	8.06
融资融券收入（万元）	49.94	2,108.92	11,092.58	31.16
股票质押式回购余额（亿元）	7.35	31.13	56.46	44.28
股票质押式回购收入（万元）	0.12	1.44	3.14	2.12
约定式购回余额（亿元）	0.10	--	--	--
约定式购回收入（万元）	10.07	21.57	--	--
信用业务规模合计（亿元）	8.14	39.52	69.66	52.34

资料来源：公司提供，联合评级整理。

融资融券业务方面，公司目前仅有融资业务，尚未开展融券业务。截至 2015 年末，公司融资业务规模 13.20 亿元，较 2014 年增长 57.22%，远高于行业整体增速 15.43%；市场份额由 2014 年的 0.08% 提升至 2015 年的 0.11%。根据 2015 年证券行业排名，公司融出资金余额和两融业务利息收入排名均居行业第 78 名（共 89 家券商）。

股票质押式回购业务方面，公司整体规模位列行业中上水平，但增速略慢于行业。截至 2015 年末，公司股票质押业务规模 56.46 亿元，较 2014 年增长 81.39%，略低于行业整体增速 97.33%；市场份额由 2014 年的 0.98% 小幅下降至 2015 年的 0.86%。根据 2015 年证券行业排名，公司股票质押业务规模排名行业第 30 名（共 86 家券商），股票质押利息收入排名行业第 13 名（共 88 家券商）。2015 年公司自主创新了股票质押小额贷“宜开宝”，具备互联网金融产品的基本特征，预计 2016 年三季度实现线上通行。

2016 年上半年，受市场低迷的影响，公司信用业务规模收缩至 52.34 亿元，上半年实现利息收入 2.13 亿元，信用业务净收入 1.55 亿元。

总体看，公司融资融券业务自正式开展以来发展迅速，业务规模及收入增长较快，业务风险可控。随着市场需求上升和融资渠道拓宽，公司融资融券业务有望继续保持较快的发展速度。

（5）资产管理业务

公司于 2011 年 11 月取得资产管理业务资格，2012 年 1 月正式开展业务，致力于为客户提供全方位的投资理财及咨询服务，目前仍以定向资产管理为主，有少量专项资产管理业务，集合资产管理业务尚处于摸索研究阶段。资产管理业务由资产管理部具体运营，资产管理部有员工 19 人，符合监管机构规定的具有投资主办人资格人员 5 名。公司在资产管理方面业务经验少、客户基础相对薄弱，主动管理业务于 2015 年才初步开展，主动管理能力较弱。对此公司制订了“依托股东资源优势，打好基础，循序渐进，突出重点”的资产管理业务发展方针，在充分了解和借鉴行业经验基础上，

寻求自身发展定位，实现了业务的较快发展。2013 年~2015 年，公司资产管理业务收入快速增长，年均复合增长 97.35%，2015 年为 1.11 亿元，占营业收入的 5.54%。

2013 年~2015 年，公司资产管理业务产品数量和受托规模快速增长，受托规模年均复合增长 137.89%，截至 2015 年末受托资金规模达 1,425.75 亿元。截至 2015 年末，公司共有存续资产管理产品 21 只，较 2013 年末增加 14 只；其中定向资产管理产品 18 只，规模占比 96.25%；2015 年公司专项资产管理业务取得突破，共设立 3 只专项理财产品，规模合计 53.45 亿元。

表 8 公司母公司口径资产管理业务情况（单位：只，亿元）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年上半年		
	存续数量	受托规模	收入	存续数量	受托规模	收入	存续数量	受托规模	收入	存续数量	受托规模	收入
定向理财	7	251.94	0.29	9	369.97	0.40	18	1,372.30	0.95	18	1,750.73	0.90
专项理财	-	-	-	-	-	-	3	53.45	0.03	3	53.45	0.02
合计	7	251.94	0.29	9	369.97	0.40	21	1,425.75	0.98	21	1,804.18	0.92

资料来源：公司财务报告、公司提供。

业务创新方面，2015 年，公司推出项目融资业务，通过定向资管计划投资合伙基金及专项资管计划两大类业务操作模式，解决国开行重大项目资金问题，同时通过湖北省文化旅游产业基金和武汉棚户区改造 2 个项目融资业务实现了公司主动管理业务的突破。2015 年，公司建立了投顾团队，开展资产管理顾问类业务，已签约运作项目 1 个、规模 3 亿元。2015 年，公司资产管理业务品种由 2014 年的 3 类增加到 6 类，包括银证信、银证债、股票质押融资、银证基、银证专项、资管投资顾问业务。

截至 2016 年 6 月末，公司受托管理资金规模 1,804.18 亿元，存续产品 21 只，其中定向资产管理产品 18 只，专项产品 3 只。2016 年上半年，公司实现资产管理业务净收入 1.07 亿元。

总体看，受益于股东支持和业务协同，公司资产管理业务基础薄但发展快，业务结构不断优化，收入贡献持续增长，但整体规模仍然很小，对公司收入贡献也较小，且尚无集合资管产品，主动管理能力较弱。

（6）其他业务

基金业务

公司基金业务由子公司国开泰富具体运营。国开泰富于 2013 年 7 月正式成立，注册地位于北京市，注册资本 2.00 亿元，其中公司持股 66.70%，国泰证券投资信托股份有限公司出资比例为 33.30%。国开泰富经营范围包括基金募集和销售、资产管理等。2014 年 4 月，国开泰富发起成立控股子公司北京国开泰富资产管理有限公司，注册资金 0.20 亿元。国开泰富自成立以来快速发展，2015 年已初步扭亏为盈，目前以管理“岁月鎏金”系列定期开放信用债券型基金和国开货币基金为主。截至 2015 年末，国开泰富（合并口径）总资产 4.31 亿元，所有者权益合计 1.72 亿元，管理基金规模 11.80 亿元；2015 年，实现营业收入 0.14 亿元，实现净利润 0.05 亿元。截至 2016 年 6 月末，国开泰富（合并口径）总资产 4.28 亿元，所有者权益合计 1.67 亿元，管理基金规模 13.65 亿元；2016 年上半年，实现营业收入 0.18 亿元，净亏损 0.04 亿元，主要系市场行情波动所致。总体看，子公司国开泰富处于发展期，目前对公司收入贡献较低。

研究业务

公司研究部目前的研究范围主要包括资本市场研究、业务创新与协同研究、公司战略研究等，研究部目前拥有注册分析师仅 11 人。研究部对内为业务部门提供研究支持，并协助各业务部门进行

新业务申请，目前正在申请的新业务包括股票质押小额贷款、银行间非金融企业融资工具、股票期权、利率互换、转融通等。对外服务中，2015年，公司研究团队共完成研究与信息报告282篇，同时公司积极开展国开金融、湖南电广传媒等受托研究业务，与万得、同花顺等签订协议，实现研究报告公开发布，为下一步开展卖方研究业务打好基础。研究部还研究推出开元成长50指数，指数表现持续好于大盘。总体看，公司研究业务仍处于起步阶段，但发展趋势良好。

3. 未来发展

公司发展目标是成为国内一流、有影响力、有核心竞争力的系统重要性证券公司，未来业务发展将采取协同、人才、创新、联盟和并购等五大战略，积极实施五轮驱动增长模式，坚持多层次深度挖掘股东单位的业务协同机会和资源优势，坚持突出特色业务，通过三步走的战略历程实现目标。

具体来看，自营业务适度控制规模，积极采用衍生品等创新工具对冲风险。投行业务在巩固债券业务优势的基础上优化债券结构，同时依托国开行业务资源谋求并购重组、保荐等业务的突破。经纪业务布局轻型营业部网络，推进互联网金融，发展财富管理业务，构建后台客户资源管理体系。信用交易业务继续坚持做大做强股票质押业务，多渠道提升资本实力以扩大业务空间。资产管理业务继续做强通道业务，逐步提升主动管理能力，提高资管业务盈利能力和收入贡献度。基金业务要形成差异化特色，注重打造老基金业绩，推进产品的研发与创新，积极探索海外布局。研究业务打造具备特色优势的研究平台，研究所发挥机构客户网络建设和客户需求挖掘的作用，打造研究所的国际化，提升市场影响力。加强人力资源建设，通过内部培养与市场化选聘落实人才战略。

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。公司重视创新型业务发展，同时也对公司的内部控制和风险管理提出了更高要求。

七、风险管理分析

公司在日常经营活动中面临的风险主要包括市场风险、流动性风险、信用风险和操作风险等。

公司实行“董事会——经营管理层——中后台管理职能部门——各级部门及其内设风险管理岗”的四级风险管理组织体系，其中，风险管理部、合规法律部、财务资金部、审计稽核部是公司风险管理的主要中后台管理部门。风险管理部是公司中后台管理职能部门中负责风险管理的核心部门，履行综合性的风险管理职能，风险管理部在各部门及分支机构设风险管理岗实行双线管理。合规法律部分管合规风险、法律风险。财务资金部分管流动性风险。审计稽核部负责对公司各级部门的风险管理、内部控制及经营管理绩效进行独立、客观地检查、监督、评价，并督促其改进。各级组织和人员需在授权范围内履行风险管理的职责，超过权限需报上一级风险管理组织和人员决策。公司董事长、总裁对公司全面风险管理的有效性承担主要责任，并指定合规总监担任首席风险官，负责全面风险管理工作。公司与股东国开行实行风险联动机制，可共享国开行的预警名单。

1. 市场风险管理

公司的市场风险主要来源于市场风险因素（如股票价格、指数、利率水平等）的变动对公司的资产、负债或收入可能产生的不利影响。公司涉及市场风险的业务主要包括：自营投资、用于流动性管理的证券投资、新三板做市等。对此，公司业务部门按照部门总经理、分管领导、专业业务委员会的分级授权采取相应的市场风险控制措施，对业务相关风险控制指标实施动态监控并实行严格的止损机制，对触及监控标准的情况及时处置；风险管理部负责对自营头寸和交易情况实施独立再

监控，并采用定性和定量相结合的方法评估市场风险，采用外购系统来计量风险价值，合理选择和调整模型技术，对所承担的市场风险进行计量、评估和限额监控，即时进行风险预警；同时，公司通过加强投资决策程序的规范化、风险管理的制度化、资产配置和投资风格的多元化，通过坚持谨慎投资策略和提高市场把控能力，来控制分散市场风险。

利率风险方面，公司利用敏感性分析作为监控利率风险的主要工具；公司自营证券主要为固定收益类投资，主要通过配置投资组合的久期、凸性等来降低组合的利率风险，风险管理部每日对固定收益自营投资业务进行市值重估；经纪业务的利率敏感性资产和负债的币种与期限结构基本匹配，利率风险可控。

汇率风险方面，公司持有的外币资产及负债占整体的资产及负债比重并不重大，绝大部分业务均以人民币进行交易，因此面临的汇率风险并不重大。

其他价格风险方面，截至 2015 年末，公司持有权益类投资账面价值为 24.52 亿元，不存在重大的其他价格风险。

总体看，公司建立了比较健全有效的市场风险管理体系，并不断根据业务发展情况完善对市场风险的防范措施。

2. 信用风险管理

公司信用风险主要来自于融资融券、股票质押、约定购回和固定收益类金融资产。为此，公司制定了严格的风险管理制度，建立健全了多级风险管理组织体系，通过采取全面有效的措施对信用风险进行有效识别、评估和管控。这些措施包括：

固定收益业务方面，主要借助限额管理手段，由风险管理部负责风险指标和限额的日常监控工作；市场交易部具体进行交易，主要选择投资风险较低的国债、金融债，以及信用评级为 A 级（含）以上的企业债券，将未评级的企业债及次级资产支持证券控制在较小比例，同时采用有利于公司的交易结算方式，对交易对手亦进行甄别，选择信誉可靠和抵押物足值的机构，通过风险敞口管理债券的违约风险，并定期对所持仓债券进行信用跟踪评级。

融出资金方面，公司建立了融资融券业务事前、事中、事后的全过程风险控制体系，采取客户征信内部评级、授信额度控制、客户动态监控、交易系统前端控制、持仓集中度管理、系统操作留痕、逐日盯市制度、预警通知制度、强制平仓制度、内部稽核制度、风险集中监控系统、应急处理预案等风险控制措施，根据客户信用交易风险状况设置维持担保比例警戒线（150%）和、平仓线（130%）等，确保担保资产充足。

股票质押式回购业务方面，公司建立了股票质押回购业务的实时监控预警指标体系，确定重点账户和重点证券并进行监控管理，及时反馈、汇报盯市过程中发现的风险和异常情形，并制定了履约保障比例预警线(160%)和强制平仓线(140%)以及相应的风险管控措施。

截至 2015 年末，在不考虑担保物或其他信用增级措施的情况下，公司最大信用风险敞口金额 430.15 亿元。

总体看，公司建立了比较健全有效的信用风险管理体系，并针对各类涉及信用风险的业务采取了较为严谨的信用风险防范措施。

3. 流动性风险管理

流动性是指资产在不受价值损失的前提下是否具有迅速变现的能力，资金的流动性影响公司偿还到期债务的能力。公司的流动性风险主要包括两个方面：一是资产的流动性风险，指由于资产不

能及时变现或变现成本过高导致损失，从而对自营投资及客户资产造成损失的风险；二是负债的流动性风险，指公司缺乏现金不能维持正常的业务支出或不能按时支付债务，以及由于流动资金不足无法应付客户大规模赎回公司管理产品的风险。此外，资产负债结构不匹配、资产周转速度过低、投资银行业务大额包销、自营业务投资规模过大、长期资产比例过高等因素，都会导致公司资金周转不畅、流动性出现困难。

针对流动性风险，公司采取的措施包括：公司由财务资金部负责公司整体的流动性管理，由证券投资部和信用交易部负责业务层面的流动性管理。对于金融工具的变现风险，公司主要采取集中度控制、交易限额控制以及监测所持有金融工具的市场流动性状况等来管理。公司按照相关监管要求，制订并严格执行《国开证券有限责任公司风险控制指标监控管理办法》，建立了以净资本为核心指标的动态风险监控体系、定期敏感性分析和压力测试机制，严格控制资金流动性风险。公司依据极端情况下一定时期内公司面临的流动性风险敞口，并考虑筹资能力、业务模式、风险指标等因素，建立了一定的流动性资产储备。

总体看，公司已依据自身情况建立并逐步完善流动性风险的评估、识别、监测和控制机制，对流动性风险进行了较为有效的监控和管理。

4. 操作风险管理

操作风险通常包括因公司内部人为操作失误、内部流程不完善、信息系统故障或不完善、交易故障等原因而导致的风险。为此，公司通过严格实行股东、董事会、经营层三级授权管理体系，建立和完善制度、机制、流程、系统等，对业务进行实时监控和风险预警，加强内部控制，加大对员工的业务培训和道德教育工作，构建依法合规经营的企业文化，防范操作风险。公司设有合规部门对公司及人员的经营管理和执业行为的合规性进行审查、监督和检查；若在经营过程中发现任何风险情况，相应机构部门会及时向风险管理部报送；对于风险管理部在监测工作中发现并下发的操作风险监测信息，相关部门、分支机构及时处理并反馈，风险管理部对监测信息的处理进行跟踪，监测信息的处理全过程留痕。风险管理部定期整理风险损失事件数据、关键风险指标的监测情况，并按规定向董事会与经营管理层进行汇报。

总体看，公司建立了较为完善的风险监控体系和全面的风险管理制度，有效支撑了各项业务稳步运行。但随着业务规模增长及创新业务的推出，要求公司进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2013年~2015年的合并财务报表均经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见，2016年1~6月的合并财务报表未经审计。公司主要会计政策、会计估计根据《企业会计准则》制定。公司自2014年起执行财政部于2006年2月颁布并于2014年7月修订的《企业会计准则——基本准则》和41项具体会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（以下合称“企业会计准则”），并对2014年财务报告中的比较数据进行了重述。本报告2013年度财务数据取自2014年财务报告中的比较数据。合并范围方面，2013年公司无纳入合并的结构化主体，2014年纳入合并的结构化主体4项，2015年纳入合并的结构化主体8项，除此之外无其他合并范围变化情况。公司财务数据可比。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 456.54 亿元，其中客户资金存款 17.82 亿元，客户备付金 2.60 亿元；负债总额 351.46 亿元，其中代理买卖证券款 20.54 亿元；所有者权益 105.08 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 104.51 亿元，少数股东权益 0.57 亿元；母公司口径下净资产 72.01 亿元。2015 年，公司实现营业收入 20.07 亿元，净利润 9.81 亿元，其中归属于母公司的净利润 9.79 亿元；经营活动产生的现金流量净额 51.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.49 亿元。

截至 2016 年 6 月末，公司合并资产总额 399.19 亿元，其中客户资金存款 13.22 亿元，客户备付金 3.77 亿元；负债总额 292.19 亿元，其中代理买卖证券款 17.06 亿元；所有者权益 107.00 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 106.45 亿元，少数股东权益 0.56 亿元；母公司口径下净资产 73.63 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 6.31 亿元，净利润 3.10 亿元，其中归属于母公司的净利润 3.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额-27.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.56 亿元。

2. 资产质量与流动性

2013 年~2015 年，受益于较好的市场行情以及公司经营战略的有效实施，公司业务规模不断扩大，自有资产持续快速增长带动总资产规模大幅增长。截至 2015 年末，公司资产总额 456.54 亿元，较 2014 年末增长 59.76%，较 2013 年末年均复合增长 60.63%；自有资产 381.38 亿元，较 2014 年末增长 65.74%，较 2013 年末年均复合增长 52.12%，自有资产占资产总额的 83.54%，公司资产以自有资产为主。

公司自有资产以可快速变现资产为主，但 2013 年~2015 年，可快速变现资产占自有资产的比例逐年下降，分别为 92.48%、64.25%和 55.56%，2014 年以后占比大幅下降主要系公司投资的资管计划、资产支持证券等非可快速变现资产规模增加所致。截至 2015 年末，可快速变现资产 211.91 亿元，较 2014 年末增长 43.33%，较 2013 年末年均复合增长 17.91%，主要系母公司的自营投资、两融业务和买入返售业务规模增加所致。从可快速变现资产构成来看，近三年随着公司信用交易业务的快速发展，融出资金和买入返售金融资产的占比逐年提升，自有货币资金和可供出售金融资产的占比逐年下降，自有结算备付金的占比在 2015 年有较大提升，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的占比 2015 年较 2013 年变动不大。截至 2015 年末，可快速变现资产中，自有货币资金占比 2.20%，自有结算备付金占比 3.69%，融出资金占比 6.23%，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比 17.49%，买入返售金融资产占比 26.64%，可供出售金融资产占比 43.74%。

表9 公司资产情况（单位：亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
资产总额	176.93	285.77	456.54	399.19
自有资产	164.82	230.11	381.38	329.74
可快速变现资产	152.43	147.85	211.91	170.16
其中：自有货币资金	6.77	4.28	4.67	13.77
自有结算备付金	1.57	1.50	7.82	5.73
融出资金	0.69	8.40	13.20	8.06
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	25.20	6.91	37.06	17.20
买入返售金融资产	11.32	36.27	56.46	44.28
可供出售金融资产	106.87	90.50	92.70	81.13

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

注：本表中可快速变现资产及所含各项目均按剔除信托、理财、结构化产品类投资等不能快速变现资产后的数据列示。

截至 2015 年末，公司货币资金 22.49 亿元，较 2014 年增长 77.38%，主要系业务扩大客户资金

存款增多所致；货币资金中自有资金为 4.67 亿元，增长 9.21%；自有货币资金中不存在使用受限及潜在回收风险的款项。截至 2015 年末，公司结算备付金 10.42 亿元，较 2014 年增长 34.63%，主要系自营业务规模扩大导致持有的自有备付金增加所致；自有备付金 7.82 亿元，较 2014 年增长 423.24%。截至 2015 年末，融出资金 13.20 亿元，较 2014 年增长 57.22%，系融资融券业务规模扩大所致；截至 2015 年末，融出资金计提减值准备 0.03 亿元，计提比例 0.20%；按账龄来看，期限在 3 个月以内的融出资金占比 76.95%，3~6 个月的占 5.45%，6 个月以上占 17.60%，流动性较好。截至 2015 年末，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 151.64 亿元，较 2014 年增长 62.86%，系自营业务规模增加所致；按投资品类别看，其中债券占比 95.73%、货币基金占比 2.23%，其余为少量资产支持证券、股票和可转债，公司依托国开行的业务协同优势，持有债券比重非常高，信用风险较小。截至 2015 年末，公司买入返售金融资产 62.96 亿元，较 2014 年增长 57.51%，主要系开展股票质押回购和银行间质押式回购业务规模扩大所致；从买入返售的标的物来看，股票占比 89.72%、债券占比 10.28%；股票质押式回购融出资金余额按剩余期限来看，3 个月内到期的占 4.23%，3 个月~1 年期限占比 54.42%，1 年以上期限占比 41.35%，股票质押业务期限较长，为此，公司计提了 0.28 亿元的减值准备，计提比例 0.50%，总体回收风险可控。截至 2015 年末，公司可供出售金融资产 114.62 亿元，较 2014 年增长 25.24%，主要是投资收益互换产品增加所致；可供出售金融资产中，债券占比 80.88%、收益互换产品占比 17.62%，其余为少量资产支持证券和资产管理计划产品，均未计提减值准备。

截至 2016 年 6 月末，公司资产总额 399.19 亿元，其中自有资产 329.74 亿元，资产规模较年初下降 12.56%，主要系自营投资和信用业务规模缩减所致，资产结构较年初变化不大。

总体看，近三年受益于较好的市场行情以及公司经营战略的有效实施，公司资产规模快速增长，资产主要以可快速变现资产为主，变现能力较强，资产质量较高；但随着公司投资的结构化产品的增加，资产快速变现能力下降较快。

3. 负债及杠杆水平

2013 年~2015 年，随着公司业务快速发展，负债规模不断扩大，年均复合增长 93.12%；截至 2015 年末，公司负债总额为 351.46 亿元，较 2014 年增长 82.11%。公司负债以自有负债为主，2013 年~2015 年，自有负债占负债总额的比重分别为 87.14%、71.16%和 78.61%，2014 年自有负债比重下降主要系当年增加合并结构化主体导致应付结构化主体第三方持有人款项大量增加所致。近三年公司自有负债年均复合增长 83.43%；截至 2015 年末，自有负债 276.30 亿元，较 2014 年增长 101.19%，主要系卖出回购业务规模扩大所致；自有负债主要由应付短期融资款、拆入资金和卖出回购金融资产款组成，占自有负债的比例分别为 7.24%、5.43%和 85.28%。

截至 2015 年末，公司应付短期融资款 20.00 亿元，均为 2015 年新发行的短期融资券，已于 2016 年 1 月到期偿付。截至 2015 年末，公司拆入资金 15.00 亿元，较 2014 年增长 100.00%，全部为银行拆入资金。截至 2015 年末，公司卖出回购金融资产款 235.62 亿元，较 2014 年增长 88.43%，主要系债券质押式回购、资产支持证券收益权回购等业务规模增长所致；从卖出回购融入资金的剩余期限来看，1 个月以内占 48.12%、1~3 个月占 7.08%、3~12 个月占 44.80%，卖出回购规模较大，短期存在一定集中兑付压力。

表 10 公司负债情况 (单位: 亿元, %)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
负债总额	94.24	193.00	351.46	292.19
自有负债	82.12	137.33	276.30	222.74
其中: 应付短期融资款	--	--	20.00	20.00
拆入资金	--	7.50	15.00	--
卖出回购金融资产款	80.60	125.04	235.62	180.94
非自有负债	12.12	55.67	75.16	69.45
其中: 代理买卖证券款	12.12	14.71	20.54	17.06
应付合并结构化主体第三方权益	--	40.95	54.62	52.39
全部债务	80.60	132.54	270.62	214.94
其中: 短期债务	80.60	132.54	270.62	200.94
长期债务	--	--	--	14.00
自有资产负债率	49.83	59.68	72.45	67.55
净资本/负债 (母公司口径)	88.60	77.88	32.54	43.14
净资产/负债 (母公司口径)	100.25	94.82	47.31	62.50

资料来源: 公司财务报告、监管报表, 联合评级整理。

从债务来看, 2013 年~2015 年, 公司全部债务规模逐年大幅增长, 年均复合增长 83.23%; 截至 2015 年末全部债务规模 270.62 亿元, 较 2014 年增长 104.17%, 均为短期债务, 公司短期偿债压力较大, 债务结构有待优化。

随着自有负债的快速增长, 2013 年~2015 年, 公司自有资产负债率逐年快速提升, 2015 年末为 72.45%, 较 2013 年增加 22.62 个百分点, 但结合公司所处的证券行业特点来看, 自有资产负债率仍处于合理水平。受自有负债不断增长的影响, 母公司口径净资本/负债指标逐年下降至 2015 年的 32.54%, 较 2013 年减少 56.06 个百分点; 净资产/负债为 47.31%, 较 2013 年末下降 52.94 个百分点, 公司财务杠杆大幅提升。根据 2015 年证券行业排名, 公司财务杠杆率排名为 32 位, 处于行业较高水平。

截至 2016 年 6 月末, 公司负债总额 292.19 亿元, 较年初下降 16.86%, 主要系卖出回购规模减少所致; 自有负债 222.74 亿元, 全部债务 214.94 亿元, 自有资产负债率 67.55%。

总体看, 随着各项业务快速发展, 公司自有负债不断增加, 杠杆水平逐步提升, 但仍处于合理水平。

4. 资本充足性

2013 年~2015 年, 公司所有者权益逐年稳步增长, 年均复合增长 12.73%; 截至 2015 年末, 公司所有者权益合计 105.08 亿元, 较 2014 年增长 13.26%, 系滚存利润增加所致; 其中, 归属于母公司所有者权益 104.51 亿元, 少数股东权益 0.57 亿元。归属于母公司所有者权益中, 股本占比 70.52%、其他综合收益占比 3.01%、盈余公积占比 2.34%、一般风险准备占比 4.68%、未分配利润占比 19.46%。公司实收资本占比较大, 所有者权益稳定性强。公司 2013 年和 2014 年末未进行利润分配, 2015 年利润分配预案拟分红 2.00 亿元, 分红后利润留存对资本补充的作用仍属较好。

风险控制监管方面, 2013 年~2015 年, 公司未进行增资或其他方式补充净资本, 母公司口径净资本基本稳定, 年均复合变动率为 -0.47%。截至 2015 年末, 母公司口径净资本为 72.01 亿元, 较 2014 年下降 5.17%。2013 年~2015 年, 母公司口径净资产随业务扩大而逐年稳定增长, 年均复合增长 12.84%; 截至 2015 年末, 净资产为 104.70 亿元, 较 2014 年增长 13.25%。根据 2015 年证券公司排

名，公司净资本居行业第 43 位，净资产居行业第 37 位，处于证券行业中上游。截至 2015 年末，公司的各项风险资本准备之和为 14.67 亿元，较 2014 年增长 54.06%，系公司各项经营规模扩大所致。

从主要风控指标来看，由于公司净资本基本持平而各项业务规模大幅增长，各主要风险指标均有大幅下降。截至 2015 年末，公司净资本/各项风险准备之和指标为 490.81%，较 2014 年下降 306.54 个百分点，该指标排名行业第 76 位，排名处于中下游水平；净资本/净资产指标降至 68.77%，较 2014 年减少 13.36 个百分点；净资本/负债指标为 32.54%，较 2014 年减少 45.34 个百分点；净资产/负债指标为 47.31%，较 2014 年下降 47.51 个百分点。自营业务风控指标方面，截至 2015 年末，公司自营固定收益类证券/净资本指标为 268.26%，较 2014 年增加 112.72 个百分点，系自营债券业务规模快速扩大所致；自营权益类证券及证券衍生品/净资本指标为 62.34%，较 2014 年增加 41.75 个百分点，符合监管规定。

表11 公司母公司口径风险控制指标（单位：亿元，%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月	监管标准	预警指标
净资本	72.68	75.93	72.01	73.63	≥2	≥2.4
净资产	82.23	92.45	104.70	106.66	--	--
净资本/各项风险准备之和	742.76	797.35	490.81	389.99	≥100	≥120
净资本/净资产	88.38	82.13	68.77	69.03	≥40	≥48
净资本/负债	88.60	77.88	32.54	43.14	≥8	≥9.6
净资产/负债	100.25	94.82	47.31	62.50	≥20	≥24
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	0.15	20.59	62.34	58.14	≤100	≤80
自营固定收益类证券/净资本	191.21	155.54	268.26	231.45	≤500	≤400

资料来源：公司风险监管报表

截至 2016 年 6 月末，公司所有者权益 107.00 亿元，母公司口径净资本 73.63 亿元，母公司口径净资产 106.66 亿元，均较年初变动不大。

总体看，公司所有者权益稳定性强并保持稳定增长，主要风险控制指标符合监管要求，资本充足性较好。

5. 盈利能力

公司经营以自营投资和投资银行业务为主。近三年，随着证券市场整体较好发展以及公司经营战略的有效实施，公司经营整体呈现良好发展势头。2013 年~2015 年，公司营业收入持续增长，年均复合增速 39.83%；2015 年，公司实现营业收入 20.07 亿元，较 2014 年增长 31.54%，根据 2015 年证券行业排名，公司营业收入排名行业第 72 位，营业收入增长率排名 114 位，收入规模处于行业中游，收入增速处于行业末位，系公司收入结构异于同业所致。从公司营业收入来源看，投资收益为公司的主要收入来源，2013 年~2015 年投资收益占营业收入的比重分别为 52.84%、61.16%和 85.06%，公司收入高度依赖投资收益。2015 年公司取得投资收益 17.07 亿元，其中自营投资的持有收益占 80.78%、处置收益占 19.22%，此外还有极少量的长期股权投资持有收益。近三年，公司手续费及佣金净收入持续增长，但随着投资收益占比的增加，手续费及佣金净收入占比持续减少；2015 年公司取得手续费及佣金净收入 7.23 亿元，较 2014 年增长 4.27%，占营业收入的比重降至 36.00%；公司手续费及佣金净收入主要来自投资银行业务（占比 45.70%）和经纪业务（占比 35.77%）。近三年，利息净收入逐年减少，2014 年和 2015 年均表现为利息净支出状态，主要系卖出回购业务支出利息规模大所致。近三年，公允价值变动损益规模相对较小，全部为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产价值变动引起，2015 年为 1.25 亿元。

表 12 公司营业收支情况（单位：亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
营业收入	10.26	15.26	20.07	6.31
手续费及佣金净收入	4.70	6.93	7.23	3.63
其中：经纪业务手续费净收入	0.78	1.07	2.58	0.45
投资银行业务手续费净收入	3.48	5.30	3.30	2.31
资产管理业务手续费净收入	0.29	0.40	1.11	1.07
利息净收入	0.17	-2.27	-5.52	-3.52
投资收益	5.42	9.33	17.07	7.11
公允价值变动损失	-0.02	1.25	1.25	-0.94
营业支出	4.37	5.72	7.17	2.34
业务及管理费	3.72	4.79	5.58	1.87

资料来源：公司财务报告

从营业支出来看，主要受人力成本增加的影响，公司营业支出呈持续增长态势，2013年~2015年复合增长28.07%，但公司进行了较好的成本管理，营业支出增幅明显低于营业收入的增长幅度。2015年，公司营业支出为7.17亿元，同比增长25.36%。从支出构成来看，2015年，公司营业支出中业务及管理费占77.87%；业务及管理费中职工薪酬占比55.35%，薪酬占比较上年增加5.34个百分点。受益于营业收入的增长，近三年公司薪酬收入比逐年下降至2015年的15.40%，较2013年下降1.40个百分点。近三年公司营业费用率也逐年下降，分别为36.20%、31.38%和27.82%，费用控制能力较强。根据2015年证券行业排名，公司成本管理能力³居行业第90位，排名行业下游水平，主要系公司收入结构以投资收益为主，而证券行业协会的成本管理能力指标剔除了投资收益所致。考虑到公司围绕业务转型和人才队伍建设方面的投入不断加大，预计公司的营业支出水平未来将有所提升。

表 13 公司盈利指标（单位：亿元，%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
营业利润	5.89	9.54	12.90	3.97
净利润	4.41	7.20	9.81	3.10
营业费用率	36.20	31.38	27.82	29.61
薪酬收入比	16.79	15.69	15.40	--
营业利润率	57.42	62.52	64.28	62.93
平均自有资产收益率	2.71	3.65	3.21	0.87
平均净资产收益率	5.43	8.21	9.91	2.93

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

注：相关指标未年化

从利润规模来看，2013年~2015年公司各项利润指标均持续快速增长，利润总额年均复合增长48.30%，2015年实现利润总额12.98亿元，其中99.39%来自于营业利润，公司营业外收入对利润的贡献极少。2013年~2015年公司分别实现净利润4.41亿元、7.20亿元和9.81亿元，复合增长49.09%，根据2015年证券行业排名，公司净利润排名66位，净利润增长率排名第108位，净利润规模处于行业中游，增速处于行业末位。

从盈利指标来看，因公司业务结构异于同业，受近年较好市场行情快速提升的经纪业务等占比小的影响，公司盈利能力指标远低于同业，但呈持续提升趋势。2013年~2015年公司营业利润率持续提升，2015年为64.28%，较2014年增加1.76个百分点，较2013年增加5.10个百分点，利润创

3 成本管理能力=（营业收入—投资收益—公允价值变动收益）/ 营业支出。

造能力强。受益于公司利润的大幅增长，近三年公司平均自有资产收益率总体提升，分别为 2.71%、3.65%和 3.21%，2015 年有所下降系自有资产增长较快所致。2013 年~2015 年，公司平均净资产收益率逐年提升，分别为 5.43%、8.21%和 9.91%，盈利能力提高较快；根据 2015 年证券行业排名，公司净资产收益率排名行业第 115 位，处于下游水平。

2016 年上半年，公司实现营业收入 6.31 亿元，同比下降 22.93%，营业支出 2.34 亿元，同比下降 7.29%，实现净利润 3.10 亿元，同比下降 29.74%。

总体看，公司收入主要来自自营业务和投资银行业务，收入高度依赖投资收益，但因公司自营证券绝大部分为优质债券投资，投资收益的持续性较强。近三年，受益于市场上行行情和公司的业务开拓，公司盈利水平和盈利能力提升较快，但盈利增速和盈利能力仍处于行业下游水平。

6. 现金流

从现金流来看，经营活动方面，2013 年~2015 年公司经营活动现金流入规模持续增加，复合年均大幅增长 92.36%，2014 年较 2013 年增长 123.47%主要系合并结构化主体其他份额持有人投入的资金净额大量增加所致，2015 年较 2014 年增长 65.57%主要系回购业务规模扩大所致；2013 年~2015 年公司经营活动现金流出总体呈增长趋势，年均复合增长 55.02%，系自营业务购置或处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产规模增加所致；2013 年~2015 年经营性净现金流波动较大，分别为 1.83 亿元、-11.11 亿元和 51.57 亿元。

投资活动方面，为与母公司会计政策保持一致，公司将可供出售金融资产全部计入投资活动，导致投资活动波动较为频繁。2013 年~2015 年投资活动现金流入波动较大，分别为 2.81 亿元、11.46 亿元和 1.27 亿元，2014 年大幅增长主要系合并结构化主体卖券和自营及结构化主体取得投资收益所致；2013 年~2015 年投资活动现金流出波动也较大，分别为 29.59 亿元、0.32 亿元和 60.26 亿元，2014 年大幅减少系未发生对外投资所致，2015 年大量投资现金流出系公司投入证金公司救市资金 20.00 亿元以及自营投资规模增加所致；2013 年~2015 年投资活动净现金流分别为-26.78 亿元、11.14 亿元和-58.98 亿元。

筹资活动方面，2013 年仅因成立子公司国开泰富取得少数股东投资款 0.67 亿元；2014 年无筹资活动发生；2015 年因投资活动资金需求较大，公司发行多期短期融资券导致筹资活动净现金流为 19.90 亿元。

2013 年~2015 年，公司现金及现金等价物净增加额由负转正，且逐步增加；期末现金及现金等价物余额逐步累积，现金流较为充裕。

表14 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
经营性现金流量净额	1.83	-11.11	51.57	-27.50
投资性现金流量净额	-26.78	11.14	-58.98	17.37
筹资性现金流量净额	0.67	--	19.90	13.69
现金及现金等价物净增加额	-24.29	0.03	12.49	3.56
期末现金及现金等价物余额	20.39	20.42	32.92	36.48

资料来源：公司财务报告

2016年上半年，公司经营性现金流量净额由正转负，主要系拆入资金和卖出回购业务规模缩减所致；投资活动现金流量净额为17.37亿元，系未发生对外投资和可供出售投资所致；筹资活动现金流量净额保持较大规模净流入状态，系2016年新增14.00亿元信托贷款所致；现金及现金等价物净增

加额3.56亿元。

总体看，公司融资渠道较为畅通，筹资能力较强，整体现金流状况处于较好水平。

7. 偿债能力

近年来，受公司发行短期融资券、加大卖出回购业务规模的影响，公司总债务规模保持较快增长。截至 2015 年末，公司负债总额 351.46 亿元，全部债务 270.62 亿元，自有资产负债率为 72.45%，负债水平较上年有较大提升。

表 15 公司偿债能力指标情况表

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年上半年
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.86	1.08	0.77	0.76
净资产/负债（母公司口径）（%）	100.25	94.82	47.31	62.50
EBITDA（亿元）	8.00	14.69	24.18	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.11	0.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.38	3.06	2.28	--
经营活动现金流入/自有负债（倍）	0.44	0.59	0.49	0.29
经营活动现金净流量/自有负债（倍）	0.02	-0.08	0.19	-0.12

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

从资产对负债的保障程度来看，由于公司负债规模的大幅增长，公司可快速变现资产/自有负债指标逐年较快下降，2013年~2015年分别为1.86倍、1.08倍和0.77倍；母公司口径的净资产/负债指标也逐年快速下降至2015年的47.31%，较2013年大幅下降52.94个百分点；资产对负债的覆盖程度下降较多，保障程度一般。

从盈利对债务的保障程度来看，公司EBITDA指标快速增长，2013年~2015年EBITDA全部债务比在总体稳定的基础上小幅波动，三年分别为0.10倍、0.11倍和0.09倍；随着债务的增长，EBITDA利息倍数逐年下降，分别为4.38倍、3.06倍和2.28倍；EBITDA对全部债务的保障程度不足，对利息的保障程度尚可。

从现金流对债务的保障情况来看，2013年~2015年公司经营活动产生的现金流入逐年较快增长，经营活动现金流入/自有负债指标总体有所提升，分别为 0.44 倍、0.59 倍和 0.49 倍；近三年经营活动现金净流量波动较大，经营活动现金净流量/自有负债指标也随之波动，2015 年为 0.19 倍；现金流入对自有债务的覆盖程度尚可。

截至 2016 年 6 月末，公司已获得各家银行各类授信额度 247.00 亿元人民币，尚未使用的额度总额为 164.00 亿元人民币，间接融资渠道通畅。

截至2016年6月末，公司无对外担保和其他或有事项。

根据人民银行征信报告，截至2016年7月29日，公司无不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司偿债指标尚可，整体偿债压力在合理范围，考虑到公司拥有较强的间接融资能力和雄厚的股东背景，公司整体偿债能力极强。

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6月末，公司负债总额292.19亿元，自有负债222.74亿元，全部债务214.94亿元，自有资产负债率67.55%。

本次拟发行公司债券规模不超过25.00亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发行额度尚可。以2016年6月末财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为25.00亿元，在其他因素不变的情况下，本次债券发行后，公司自有负债规模将较发债前增长11.22%，债务负担将明显增加；发债后自有资产负债率为69.84%，较发债前增加2.29个百分点，债务水平将有所上升，但结合公司所处的证券行业来看，仍将处于适中水平。

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，但负债水平仍将处于合理水平。

2. 本次债券偿债能力分析

以2015年末的财务数据为基础，按照发行25.00亿元公司债券估算相关指标对本次债券本金的保障倍数（见下表），公司本次债券各项偿付能力指标良好。

表 16 本次债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2015 年末
可快速变现资产/本次债券本金	8.48
净资产/本次债券本金（母公司口径）	4.19
EBITDA/本次债券本金	0.97
净利润/本次债券本金	0.39
所有者权益/本次债券本金	4.20
经营活动现金净流量/本次债券本金	2.06
经营活动现金流入/本次债券本金	5.38

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

公司持有较大规模的可快速变现资产，该类资产可对债务形成良好保障；公司持续较快增长的EBITDA 将对本次债券本金形成较好覆盖。考虑到本次发行债券所募集的资金主要用于补充流动资金和置换有息债务，增加的营运资金将用于主营业务相关领域，以支持公司的长期发展及核心竞争力的培育；置换出高成本债务将有助于公司减轻利息支出压力，更好地保障业务开展，未来公司的经营规模和盈利能力将进一步增强。此外，公司股东背景和实力雄厚，且拥有较通畅的融资渠道，能够为本次债券提供较强的现金流保障。

综合以上分析，并考虑到公司作为全国性综合类证券公司，各项业务迅速发展，投资风格稳健，财务表现良好、股东支持力度大等因素，联合评级认为公司对本次债券的偿还能力极强。

十、综合评价

公司作为规模处于行业中上等水平的全国性综合类证券公司之一，各项业务牌照齐全，债券承销业务持续处于行业前列，固定收益类证券投资能力很强，具有较强的综合实力。近年来，受益于证券市场的持续回暖以及公司持续推动业务转型，公司各项业务快速发展，结构趋于多元化，经营规模和盈利水平呈较快增长趋势，整体竞争实力逐步提升。公司股东国开行具有雄厚实力和丰富资

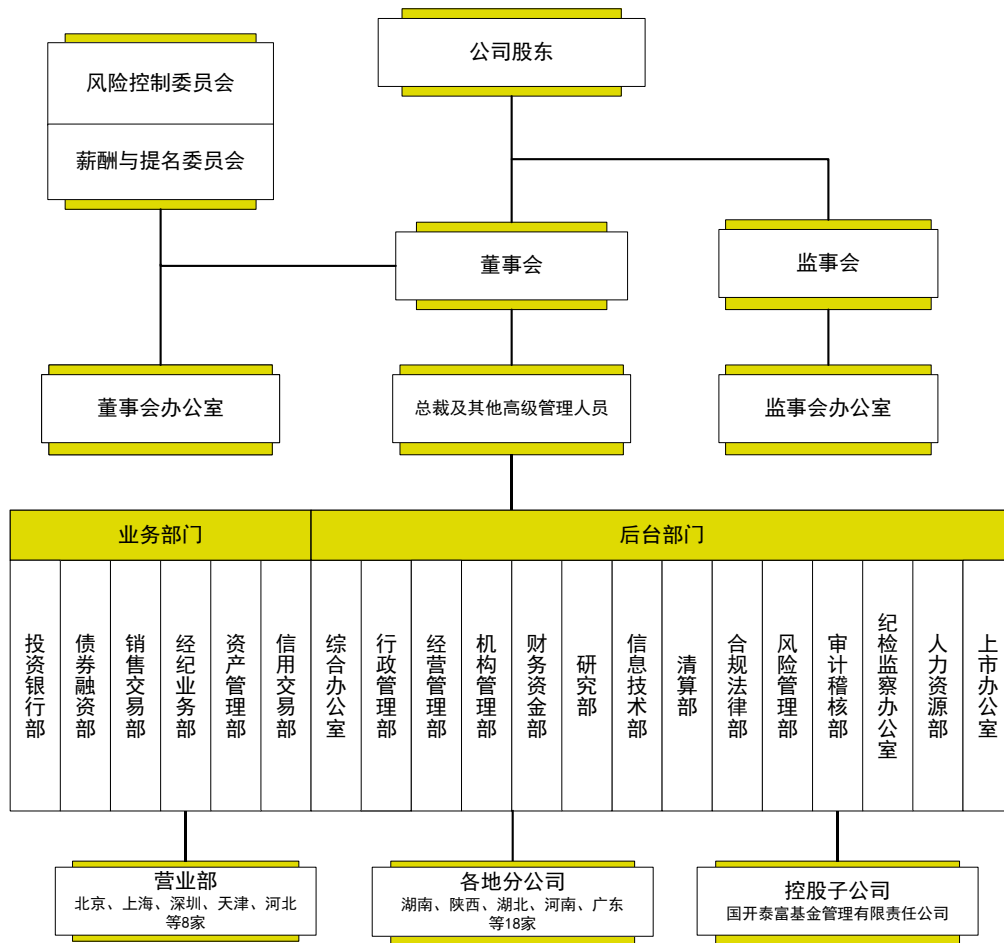
源，能够对公司发展提供有力支持。

联合评级也关注到公司自有负债规模快速增长，债务负担显著提升，主要风险控制指标下降较快。同时，经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响。

未来随着资本市场的持续发展和公司战略的稳步推进，公司收入结构有望进一步优化；加之国开行给予的持续支持，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极低。

附件 1 国开证券有限责任公司 组织结构图



资料来源：公司提供。

附件 2 国开证券有限责任公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
资产总额（亿元）	176.93	285.77	456.54	399.19
自有资产（亿元）	164.82	230.11	381.38	329.74
自有负债（亿元）	82.12	137.33	276.30	222.74
自有资产负债率（%）	49.83	59.68	72.45	67.55
可快速变现资产（亿元）	152.43	147.85	211.91	170.16
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.86	1.08	0.77	0.76
营业收入（亿元）	10.26	15.26	20.07	6.31
净利润（亿元）	4.41	7.20	9.81	3.10
营业利润率（%）	57.42	62.52	64.28	62.93
营业费用率（%）	36.20	31.38	27.82	29.61
薪酬收入比（%）	16.79	15.69	15.40	--
股东权益（亿元）	82.69	92.78	105.08	107.00
净资本（亿元）	72.68	75.93	72.01	73.63
净资本/各项风险准备之和（%）	742.76	797.35	490.81	389.99
净资本/净资产（%）	88.38	82.13	68.77	69.03
净资本/负债（%）	88.60	77.88	32.54	43.14
平均自有资产收益率（%）	2.71	3.65	3.21	0.87
平均净资产收益率（%）	5.43	8.21	9.91	2.93
短期债务（亿元）	80.60	132.54	270.62	200.94
长期债务（亿元）	--	--	--	14.00
全部债务（亿元）	80.60	132.54	270.62	214.94
EBITDA（亿元）	8.00	14.69	24.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.38	3.06	2.28	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.11	0.09	--
EBITDA/本次债券（倍）	0.32	0.59	0.97	--

注：公司 2016 年上半年财务报表未经审计、相关指标未年化。

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
代理买卖证券业务佣金率	代理买卖证券业务净收入/股票、基金交易额 $\times 100\%$

注：全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+卖出回购金融资产

长期债务=长期借款+应付债券

EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表

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、次级债券）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 国开证券有限责任公司 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，在每年国开证券有限责任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。

国开证券有限责任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。国开证券有限责任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国开证券有限责任公司的相关状况，如发现国开证券有限责任公司或本次（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。

如国开证券有限责任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，直至国开证券有限责任公司提供相关资料。

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国开证券有限责任公司、监管部门等。

