

跟踪评级公告

联合[2017] 439 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发行的公司债券“17 国证债”进行跟踪评级，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发行的“17 国证债”债项信用等级为 AAA

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 十二 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>

国开证券有限责任公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

发行人主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
17 国证债	25.00 亿元	2+1 年	AAA	AAA	2017/2/20

跟踪评级时间：2017 年 6 月 12 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	456.54	431.13
自有资产（亿元）	381.38	365.15
可快速变现资产（亿元）	332.99	299.49
所有者权益（亿元）	105.08	147.31
自有负债（亿元）	276.30	217.84
自有资产负债率（%）	72.45	59.66
营业收入（亿元）	19.83	17.66
净利润（亿元）	9.81	7.51
营业利润率（%）	65.07	55.38
平均净资产收益率（%）	9.91	5.95
净资本（亿元）	100.22	191.74
风险覆盖率（%）	177.00	252.43
资本杠杆率（%）	30.38	39.48
短期债务（亿元）	270.62	145.39
全部债务（亿元）	270.62	209.38
EBITDA（亿元）	24.18	22.14
EBITDA 利息倍数（倍）	2.28	1.88
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.11
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.97	0.89

注：1. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径，且按证监会 2016 年新修订的风险控制指标口径计算。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 本报告 EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表。4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国开证券有限责任公司（以下简称“公司”或“国开证券”）的跟踪评级反映了公司作为全国性综合类证券公司之一，依托于控股股东国家开发银行（以下简称“国开行”）的平台，2016 年虽受证券市场低迷的不利影响，收入和利润规模有所下降，但下降幅度明显低于行业平均水平；公司资管业务和投行业务增长较好，收入结构有所优化，多元化经营格局进一步完善；截至 2016 年末，公司整体资产质量较高，2016 年 12 月引入两家战略投资者，共增资 36.58 亿元，资本实力进一步提升，资本充足性好。

联合评级也关注到公司主营的经纪业务、融资融券业务及自营业务受市场行情影响下降较大，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。

综上，联合评级维持国开证券主体长期信用等级为 AAA，评级展望“稳定”；同时维持“17 国证债”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 公司经纪业务占比很小、以固定收益类自营投资为主的业务结构抗市场波动风险能力较强，2016 年收入和利润规模下降幅度明显低于行业平均水平，2016 年资管和投行业务增长较好，收入结构有所优化，多元化业务格局进一步完善。

2. 公司各项风险控制指标持续优于监管标准，2016 年 12 月完成引战增资 36.58 亿元，资本实力进一步提升；国开行仍保持控股股东地位，引入两家战略投资者有利于公司股权多元化，同时可增强与两家战略投资者的战略合作。

3. 截至 2016 年末，公司资产变现能力较强、流动性较好，负债杠杆水平适中，资本充

足性好，融资渠道畅通，偿债能力极强。

关注

1. 2016 年，受市场不利影响，公司经纪业务和自营业务收入有较大下降，表明公司主要业务与证券市场高度关联，经济周期变化、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素可能导致公司未来收入有较大的波动性。

2. 受债券自营业务负债期限短的影响，公司债务偿还期主要集中在 2017 年，需要持续关注资金流动性管理。

3. 2016 年，公司所投资的债券出现兑付违约事件，公司已计提了相关减值准备，联合评级将持续关注相关投资的追偿情况。

分析师

张 祎

电话：010-8517 2818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

贾一晗

电话：010-8517 2818

邮箱：jiayh@unitedratings.com.cn

传真：010-8517 1273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

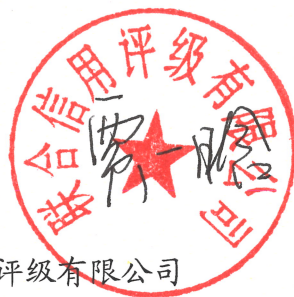
本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

张伟

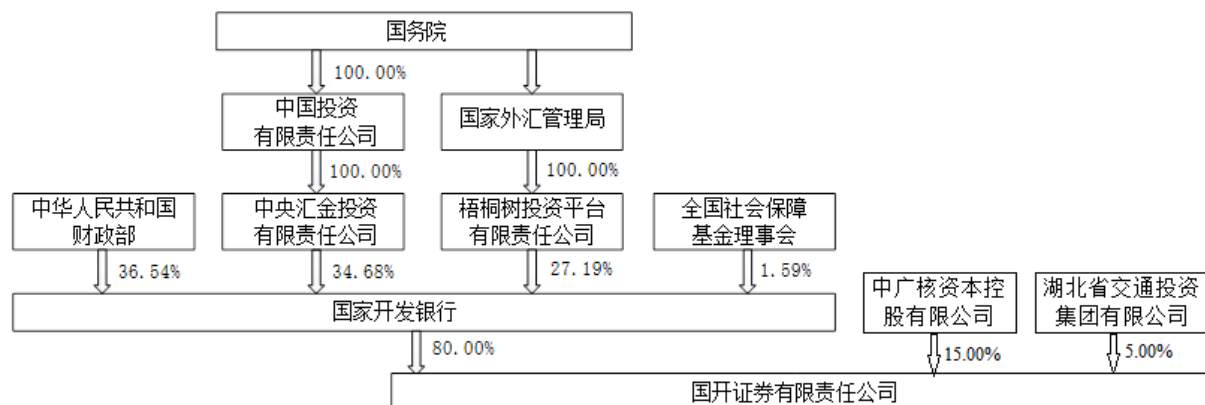


联合信用评级有限公司

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（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 2015 年末，公司注册资本为 73.70 亿元。2016 年 12 月，公司通过增资方式引入两家战略投资者，中广核资本控股有限公司（简称“中广核资本”）和湖北省交通投资集团有限公司（简称“湖北交投”）通过现金增资共计 36.58 亿元，其中增加实收资本 18.43 亿元、增加资本公积 18.15 亿元，增资后中广核资本持股 15.00%、湖北交投持股 5.00%。截至 2016 年末，公司注册资本和实收资本均为 92.13 亿元，其中国开行持股 80.00%，仍是公司的控股股东。

图1 截至2016年末公司股权结构



资料来源：公司提供，联合评级整理。

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；中国证监会批准的其他业务。

截至 2016 年末，公司设有信用交易部、资产管理部、经纪业务部、销售交易部、投资银行部等 22 个业务和职能部门；公司总部设于北京，并在全国 18 个省设立了 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、深圳、天津、河北 5 省、直辖市共设立了 8 家证券营业部；公司拥有 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 682 名。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 431.13 亿元，其中客户资金存款 13.94 亿元，客户备付金 4.71 亿元；负债总额 283.82 亿元，其中代理买卖证券款 18.44 亿元；所有者权益 147.31 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 146.74 亿元，少数股东权益 0.57 亿元；母公司口径净资产 191.74 亿元。2016 年，公司实现营业收入 17.66 亿元，净利润 7.51 亿元，其中归属于母公司的净利润 7.51 亿元；经营活动产生的现金流量净额-86.53 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.37 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、跟踪债券概况

17 国证债

2017 年 3 月 14 日，公司发行“国开证券有限责任公司 2017 年公开发行公司债券”，规模 25.00 亿元，债券票面利率为 4.39%，期限为 2+1 年，附第 2 年末投资者回售选择权和发行人调整票面利率选择权。本次债券每年付息一次，到期一次还本，付息日为 2018 年至 2020 年每年的 3 月 14 日，到期日和兑付日为 2020 年 3 月 14 日。本次债券已于 2017 年 3 月 24 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“17 国证债”，证券代码“143036.SH”。截至 2017 年 3 月末，“17 国证债”尚未到首次付息和执行选择权的时限。

公司对债券募集资金实行专户存储，确保专款专用，债券募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致，并已经全部使用完毕，其中 10.00 亿元用于支持业务用资流动性，15.00 亿元用于偿还到期负债。

三、行业环境

证券行业在 2016 年市场行情震荡下行和监管趋严的背景下，整体收入规模下滑明显，但整体收入结构更加均衡。

从市场环境看，2016 年上半年市场连续下跌，信心不足，指数处于低位徘徊；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，上证指数整体下跌 12.31%，A 股成交金额同比下降 50.04%，降幅明显。从政策层面看，2016 年监管思路明确为依法监管、从严监管和全面监管，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。受 2016 年市场行情景气度不高的影响，证券公司经纪业务和自营业务业绩下滑幅度明显；而受益于政策层面的稳定（如 IPO 审核发行的提速）、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收入增长显著，整体收入结构更加均衡。

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 年末，129 家证券公司总资产为 5.79 万亿元，较 2015 年末减少 9.81%；净资产为 1.64 万亿元，净资本为 1.47 万亿元，较 2015 年末分别增加 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。收入结构方面，经纪业务、投资银行业务（含财务顾问业务）和自营业务为前三大收入来源，相应占比更加趋于均衡，资产管理业务收入占比有所提升，收入结构进一步优化。

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

2017 年，伴随着我国经济增速和结构的调整，资本市场将在强监管的背景下持续深化改革，并逐渐回归资源有效配置的本质功能。首先，区域股权市场的发展、新三板市场的分层改革将进一步带动多层次资本市场的建设；其次，IPO 审核发行的提速、再融资政策新规、绿色债券的政策鼓励

和 PPP 项目推动的资产证券化等也将完善股票和债券相关发行交易制度；最后，互联网金融的推进、资本中介业务的扩张、资产管理业务主动管理能力的提升使得证券公司在传统业务的基础上不断推动自身业务转型。因此，未来资本市场将在防范金融泡沫的前提下，推进改革和加强监管并重，证券市场将在稳定健康的环境中“稳中有升”，市场行情和投资环境有望逐步向好。

总体看，证券行业主要业务与证券市场高度关联，经济周期变化、证券市场波动及相关监管政策变化等因素对证券行业影响很大。2016 年，证券行业经营业绩有所波动，但绝大多数公司仍处于盈利状态；未来，证券公司在 IPO 业务、资产证券化业务以及新三板业务方面将面临较好的发展机遇，同时也对自身风控能力提出了更高的要求。

四、管理与内控分析

股权结构方面，2016 年 12 月，公司通过增资方式引入两家战略投资者，增资后，国开行持股比例降至 80.00%，但仍是公司的控股股东；中广核资本持股 15.00%，湖北交投持股 5.00%。中广核资本是中国广核集团全资子公司，业务范围涵盖金融新业务投资、核电产业链金融服务、资产经营管理等方面，具有较强的专业优势。湖北交投是湖北省政府独资设立的综合性投融资集团，投资领域涉及交通、金融、物流、科技及地产五大业务板块，区域影响力较强。除引入资金外，公司与战略投资者还建立了“资源共享、优势互补、风险共担、互惠双赢”的战略合作伙伴关系。本次引战增资有利于公司由单一股东向股权多元化迈进，同时，公司与两家战略投资者具有良好的合作基础，公司有望借助战略投资者在专业领域增强竞争优势、客户资源和品牌优势。

公司治理方面，2016 年 12 月，公司引战增资后组建了股东会，为公司最高权力机构，目前“三会一层”能够按照相关规定履行职责，治理体制运行较好。管理团队变动方面，2016 年，公司原董事长袁力、原董事雒宓相继离任，新任董事长张宝荣、董事郑文杰、独立董事徐华相继到任；原职工监事于燕、张媛媛离任，新职工监事马婧、王晓斌到任；原总裁侯绍泽、原财务总监胡晓云、原副总裁崔智生、原副总裁王丽相继离任，新任总裁郑文杰到任；2017 年 3 月，新任副总裁孟天山获监管批复到任，副总裁梁峰暂未拿到证监局批复，目前财务总监暂缺，公司财务资金部暂由邓琪副总裁分管；虽然公司“董、监、高”成员有所变动，但公司相关议事规则及管理体制延续了原有相关规则，部分核心管理人员也继续在公司任职，整体影响不大。

组织架构方面，2016 年，公司在董事会下设立了审计委员会，并将原债券融资部拆分为债券融资一部和债券融资二部。2017 年一季度，公司将信用交易部与经纪业务部合并以加强业务协同，撤销了机构管理部并将其职能划归经营管理部，新设证券投资部以加强股票投资业务，新设业务创新部开展 ABS 等创新业务，共设有 22 个业务和职能部门（详见附表 1）。

风险管理方面，公司始终秉持风险与收益匹配的风险管理理念，定位于稳健的风险偏好，持续推进全面风险管理体系建设，通过完善制度体系、推进分支机构风险管理全覆盖、完善内部信用评级体系、建立操作风险排查机制等措施，推进风险管理全覆盖工作。2016 年，公司未发生重大风险事件，各项风险均可控。风险指标监控方面，公司建立了以净资本和流动性指标为核心的风控指标全过程动态管理机制，在新的净资本结构要求下，公司推行业务条线和风险类型并重的管理方式，将风险资本配置由后监督改为前监督，根据年度计划确定风险总量，再分配到各业务条线，年终风险考核可享一票否决权；2016 年公司主要风控指标持续优于监管标准。

内控合规方面，公司持续推进完善全面风险管理体系和股东会、董事会、经营层三级授权管理体系，按要求对内部控制环境及与各项业务活动、管理活动相关的内部控制的建立及执行情况进行

了检查和评价，结果显示公司不存在内部控制重大缺陷，且实际运行过程中未发现违反相关规定的情况。2016年，公司获得证监会分类评级 BBB 级，较 2015 年的 AA 级下降，主要系证监会收紧了证券公司分类评价政策所致，其中，公司唯一扣分项为审计委员会未及时建立等治理架构不完善的问题。公司已于 2016 年设立了审计委员会并完善了相关机制，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，2016 年，公司引入战略投资者，股权结构和法人治理结构进一步完善；管理团队有所变动，但整体影响不大；公司持续加强内控体系建设，但管理与内控水平仍需进一步完善。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务板块包括证券自营、投资银行、资产管理、信用交易、证券经纪等。2016 年，公司新增转融通业务资格，有利于公司融资渠道的拓宽。

2016 年，我国证券市场整体较为低迷，股基成交量同比大幅下降，行业佣金率持续下滑，行业整体经纪业务收入同比明显下降。受市场影响，公司 2016 年实现营业收入 17.66 亿元，同比下降 10.91%；实现净利润 7.51 亿元，同比下降 23.43%，下降幅度明显低于行业平均水平，系公司收入结构异于同业，公司经纪业务占比很小，同时收入贡献最大的自营业务以固收类为主、自营投资业绩好于同业所致。

表 1 公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
证券自营业务	10.86	54.75	7.81	44.22
投资银行业务	3.30	16.66	4.64	26.26
信用交易业务	2.59	13.08	3.21	18.18
资产管理业务	1.02	5.13	2.09	11.83
证券经纪业务	2.58	13.03	0.80	4.55
其他（含抵消）	-0.53	-2.65	-0.89	-5.04
营业收入合计	19.83	100.00	17.66	100.00

资料来源：公司提供。

从收入结构来看，2016 年，公司自营业务收入 7.81 亿元，同比下降 28.05%，占比降至 44.22%，系受 2016 年债市震荡影响导致自营收入下降所致，但仍是公司最主要的收入来源。2016 年，公司实现投行业务收入 4.64 亿元，同比增长 40.45%，收入占比大幅上升至 26.26%。2016 年，公司大力发展股票质押回购业务，信用交易业务实现收入 3.21 亿元，同比增长 23.82%，收入占比提升至 18.18%。公司继续大力发展资管业务，2016 年实现资管业务收入 2.09 亿元，同比增长 105.55%，收入占比大幅跃升至 11.83%。2016 年，受市场行情震荡、证券交易量下滑影响，公司经纪业务收入同比下降 68.88%至 0.80 亿元，占比降至 4.55%。

总体看，2016 年，受证券市场剧烈波动影响，公司收入和利润有所下降，经纪业务、自营业务等降幅较大，但随着投行、资管等业务的较快增长，公司收入降幅显著低于行业平均水平，收入结构有所优化。联合评级关注到，公司主营业务受经济环境、证券市场及监管政策等因素影响较大，公司未来收入可能有较大的波动性。

2. 业务运营

(1) 自营投资业务

自营业务是公司的优势业务，也是主要的收入和利润来源。公司自营业务包括固定收益证券投资 and 股票投资，以固定收益证券投资为主；2017 年一季度，公司成立了证券投资部，并配备了股票投资团队，未来股票投资将有所增加。2016 年，公司自营业务收入 7.81 亿元，同比下降 28.05%，但仍是公司第一大收入来源。

公司自营业务坚持稳健投资的理念，截至 2016 年末，自营投资账面价值合计 238.70 亿元，较上年末下降 23.98%，系受市场低迷的影响，公司适当缩减自营投资规模所致。公司自营证券主要在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（均为资产支持证券）科目核算，公司无衍生金融工具投资。从投资结构来看，固定收益类证券投资占自营投资的绝大部分，股票投资业务长期以来几乎处于停顿状态，规模一直较小，公司自营业务风险相对较小。截至 2016 年末，母公司口径自营权益类及证券衍生品/净资本指标为 39.66%，较上年末减少 26.69 个百分点；自营非权益类及证券衍生品/净资本指标为 59.73%，较上年末下降 91.46 个百分点，均远优于监管标准。从具体投资品来看，截至 2016 年末，公司自营投资仍以债券为主，占比为 64.25%，债券占比较上年减少 12.19 个百分点，系债券投资规模减少所致；资产支持证券投资占比提升较快，2016 年大幅提升至 32.23%，较上年末增加 10.04 个百分点；股票、基金和资产管理计划占比一直很小。截至 2016 年末，公司所持 1 只企业债（投资成本 0.50 亿元）出现逾期，目前正在与该债券发行人协商还款事项，暂无具体延期还款计划，年末公司已对该笔投资以及公司持有的同一发行人发行但尚未逾期的另 1 只企业债（投资成本 1.16 亿元）均计提了减值准备，共计 1.50 亿元，计提比例 90.00%，计提相对充分，目前风险总体可控。

表 2 公司自营证券持仓账面价值情况表（单位：亿元）

分类	项目	2015 年	2016 年
按会计科目划分	可供出售金融资产 ^注	94.43	87.37
	以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	153.64	76.77
	应收款项类投资	65.95	74.56
按投资品种划分	债券	240.02	153.36
	资产支持证券	69.67	76.93
	基金	3.42	4.46
	资产管理计划	0.01	2.48
	股票	0.90	1.48
	合计	314.02	238.70

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：本表不含划付证金公司的救市资金，可供出售金融资产按剔除划付证金公司救市资金后的数据列示。

除以上自营投资外，公司还于 2015 年参与救市¹，共向证金公司投入救市资金 20.00 亿元，纳入公司自营权益类证券范围进行管理，公司根据证金公司提供的资产报告确定其账面价值，截至 2016 年末，公司参与救市资金的账面价值为 20.17 亿元。

总体看，2016 年，公司自营业务规模大幅下降，投资结构仍以固定收益类证券投资为主，受投资规模下降和市场行情波动影响，2016 年自营收入有所下滑，但降幅小于同业。联合评级也关注到，

¹ 2015 年年中，股市发生异常波动，公司与中国证券金融股份有限公司签署了相关协议，出资 20.00 亿元，划至中国证券金融股份有限公司（“证金公司”）设立的专户统一运作，该专户由出资的证券公司按投资比例分担投资风险、分享投资收益。公司根据证金公司提供的资产报告确定其账面价值，将其在财务报表可供出售金融资产类别下列示。

自营投资收入易受市场行情波动影响，可能对公司未来收入的稳定性产生影响；同时，2016 年公司所投资的债券出现兑付违约事件，公司已计提了相关减值准备，联合评级将持续关注相关投资的追偿情况。

（2）投资银行业务

公司的投行业务主要有债券承销、股票承销保荐、新三板业务等。2016 年，公司实现投行业务净收入 4.64 亿元，同比增长 40.45%，收入占比大幅上升至 26.26%。

证券承销方面，公司以债券承销为投行业务重点和特色，2016 年将原债券融资部拆分为债券融资一部和债券融资二部，以利业务开展。公司依托母公司国开行丰富的业务和客户资源，债券承销业务具备较大优势，但 2016 年债券承销规模排名有所下降，根据 wind 资讯统计数据，公司债券承销规模排名由 2015 年的第 6 位降至 2016 年 13 位；其中，企业债承销由 2015 年的第 1 位降至 2016 年 9 位，但仍保持在行业前列；公司债承销快速发展，承销规模由 2015 年的第 37 位提升至 2016 年 23 位。2016 年，公司完成债券承销项目共 98 个，承销金额达 1,582.25 亿元，同比增长 50.41%；取得承销收入 4.84 亿元，同比增长 59.21%。股票保荐与承销业务仍然很少，2016 年完成 10 项股票承销业务，承销金额仅 2.31 亿元，收入极少。此外，公司 2016 年还完成 ABS 承销 417.20 亿元，取得收入 0.40 亿元。

表 3 公司股票和债券承销情况（单位：个，亿元）

项目	2015 年			2016 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
债券承销	90	1,051.96	3.04	98	1,582.25	4.84
股票承销	2	39.25	0.42	10	2.31	0.0034
合计	92	1,091.21	3.46	108	1,584.56	4.84

资料来源：公司提供。

财务顾问业务主要是国际投行业务海外并购等顾问服务，以及新三板业务。2016 年实现财务顾问净收入共 0.34 亿元，同比增长 77.77%，主要系与国开行、中非基金等合作的境内企业海外并购项目、发行离岸债项目的财务顾问收入大幅增长所致。新三板方面，2016 年，公司新三板推荐挂牌企业 7 家，做市总投资规模 1.20 亿元。

公司投行业务项目储备丰富，截至 2016 年末，债券承销项目内核阶段 72 个、立项 122 个；保荐类项目立项 18 个、签约 17 个、上报 12 个；ABS 业务立项 8 个、签约 7 个、上报 6 个；新三板做市立项 18 个。

总体看，2016 年，公司强项业务债券承销发展良好，其他投行业务逐步跟进，投行项目储备丰富，收入贡献度提高较快，但投行业务受市场环境和政策监管的影响较大，未来收入的增长仍存在不确定性。

（3）信用交易业务

公司信用交易业务目前仅有融资融券和股票质押回购业务，信用交易业务可对公司经纪业务的发展起到一定协同作用。公司持续做好市场风险防控，截至 2016 年末已连续 14 个季度未出现风险损失。2016 年，公司信用交易业务净收入 3.21 亿元，同比增长 23.82%，收入占比提升至 18.18%。公司大力发展股票质押业务，近两年信用交易业务以股票质押业务为主。

股票质押式回购业务方面，截至 2016 年末，公司股票质押业务规模 63.22 亿元，较上年末增长 11.98%；2016 年实现股票质押利息收入 4.02 亿元，同比增长 27.80%。2015 年公司自主创新了股票质押小额贷款“宜开宝”，具备互联网金融产品的基本特征，2016 年底已实现线上通行，有利于未来

业务的扩大发展。

表 4 公司信用交易业务情况（单位：亿元）

项目	2015 年		2016 年	
	余额	收入	余额	收入
股票质押式回购	56.46	3.14	63.22	4.02
融资融券	13.20	1.11	8.79	0.62
合计	69.66	4.25	72.01	4.64

资料来源：公司提供，联合评级整理。

融资融券方面，公司目前仅有融资业务，尚未开展融券业务；2016 年新增转融通业务资格，但年内尚未开展融资。2016 年，受证券市场低迷的影响，公司融资融券业务规模有所缩减，截至 2016 年末，公司融资业务规模 8.79 亿元，较上年末下降 33.45%。2016 年实现融资融券利息收入 0.62 亿元，同比下降 43.83%。

总体看，2016 年，公司股票质押业务发展良好，融资融券业务受市场行情影响有所下降。随着市场需求上升和融资渠道拓宽，公司信用交易业务有望保持向好的发展趋势，但需关注市场行情变化的不利影响。

（4）资产管理业务

公司在资产管理方面业务经验少、客户基础相对薄弱，但近年发展较快，2016 年实现资管业务收入 2.09 亿元，同比增长 105.55%，收入占比大幅跃升至 11.83%。

截至2016年末，公司受托资产管理净值规模达1,607.52亿元，较上年末增长12.75%，均为通道业务。其中，定向资管产品35只、规模占比90.86%；专项资管产品在2015年实现零突破的基础上大幅增至22只、规模占比增至9.13%；集合资产管理2016年也取得零的突破，新设立集合资管产品1只、规模占比0.01%。公司定向资管规模在中债登基金公司债券交割量排行中排名第2位，获得《证券时报》“最佳固收类投资团队”奖、2016债券投资·介甫奖“最具市场影响力绿色债券产品机构投资人”和“最具风险控制精神中长期债券产品机构投资人”。2016年，公司资管业务净收入增幅显著高于业务规模增幅，系2015年初业务规模很小，全年平均规模较小、收入较少，而2016年平均规模较大所致。

表 5 公司资产管理业务情况（单位：只，亿元）

项目	2015 年			2016 年		
	存续数量	业务净值	净收入	存续数量	业务净值	净收入
定向资管	18	1,372.30	0.95	35	1,508.65	1.90
专项资管	3	53.45	0.03	22	98.03	0.19
集合资管	--	--	--	1	0.84	0.00
合计	21	1,425.75	0.98	58	1,607.52	2.09

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2016 年，公司资产管理业务发展较快，产品线不断丰富，收入贡献持续增长；但主动管理能力仍然很弱。

（5）经纪业务

公司经纪业务主要由经纪业务部负责指导和管理，由证券营业部负责拓展业务。公司经纪业务主要定位于完善业务板块，公司的证券营业部作为国开行集团体系内唯一的零售窗口而存在；截至

2016 年末，公司仍保持 8 家证券营业部的规模。截至 2016 年末，公司从事经纪业务的人员共 197 人。截至 2016 年末，公司暂未开展投资顾问业务和互联网经纪业务。2016 年，经纪业务收入同比下降 68.88% 至 0.80 亿元，占比降至 4.55%。

代理买卖证券业务方面，2016 年，受市场行情震荡、证券交易量下滑影响，公司代理买卖各类证券的交易总额为 1,573.56 亿元，同比下降 47.13%；市场份额下降至 0.06%；代理买卖证券以股票交易为主，占比 99.11%。2016 年，公司代理买卖证券业务平均佣金率下滑至 0.51%，较上年的 0.86% 大幅下降，但仍高于行业平均水平，未来可能会有下降空间。

表 6 公司代理买卖证券业务情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年	
	代理交易额	市场份额	代理交易额	市场份额
股票	2,959.14	0.12	1,559.54	0.10
基金	15.26	0.02	13.03	0.01
债券	2.09	0.00	0.99	0.00
证券交易总额	2,976.49	0.08	1,573.56	0.06

资料来源：公司提供。

代销金融产品方面，公司 2016 年实现首单金融产品代销业务销售，目前仅有代销基金业务，实现销售佣金收入 46.45 万元。

2017 年一季度，公司已将信用交易部与经纪业务部合并，以加强业务协同发展，未来将按照补齐短板的思路加大经纪业务发展力度，计划三年内在每个分公司下面至少布局一个营业部。

总体看，公司经纪业务的营业网点少、业务规模小，2016 年经纪业务收入随市场震荡而大幅下滑；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较大不确定性；公司未来将加大经纪业务发展力度，经纪业务收入贡献有望提升。

（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，截至 2016 年末注册资本 2.00 亿元，其中公司持股 66.70%。国开泰富经营范围包括基金募集和销售、资产管理等。国开泰富延续了快速发展势头，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，2016 年新发产品 30 只，岁月鎏金基金产品投资收益排名同类产品第 24 位，国开货币基金投资收益在 216 只货币基金中排名第 4 位。截至 2016 年末，国开泰富管理资产总额 102.40 亿元，同比增长 39.00%，其中公募基金管理规模 17.80 亿元，同比增长 51.00%。2016 年，国开泰富实现营业收入 0.43 亿元，同比增长 11.60%；确认净亏损 66.58 万元，主要系职工薪酬等增加引起业务及管理费用增加，导致营业利润为负所致。总体看，子公司国开泰富仍处于发展期，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 12 人。2016 年，公司研究团队共完成研究与信息报告 421 篇，同比增加 139 篇，同时公司积极开展国开金融、中非基金等受托研究业务，加强与万得、同花顺及东方财富等机构的合作，实现研究报告公开发布；年内还研究推出中证国开成长 50 指数。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。2017年，公司将积极应对宏观形势和行业变革，以推动改制工作为契机，不断夯实管理基础，加强合规风控；顺应市场，优化业务板块布局，以保持长板、补齐短板为思路，加大股票投资业务和经纪业务发展力度，加强业务创新，提升市场竞争力和品牌影响力；完善体制机制，培育人才队伍，增强内生发展动力。

总体看，公司以改制上市为目标制定发展路径，符合自身特点和未来发展的需要。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016年合并财务报表经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并被出具了标准无保留的审计意见。公司主要会计政策、会计估计根据《企业会计准则》等要求制定。本报告2015年度财务数据取自2016年财务报告中的比较数据。

合并范围方面，2016年，公司合并子公司无变化；纳入合并报表范围的结构化主体新增1个、减少3个；合并范围变动对财务数据的影响不大。截至2016年末，公司纳入合并的全资子公司1家、结构化主体6个。

2016年，公司发生了重要会计估计变更事项，公司调整了对所持应收款项类投资（资产支持证券次级档）预计未来现金流量的估计金额，按《企业会计准则》要求调增应收款项类投资账面价值4.33亿元，并计入投资收益。以上变更事项采用未来适用法处理，且对2016年财务数据的影响金额不大。

综上，公司财务数据可比性较强。

截至2016年末，公司合并资产总额431.13亿元，其中客户资金存款13.94亿元，客户备付金4.71亿元；负债总额283.82亿元，其中代理买卖证券款18.44亿元；所有者权益147.31亿元，其中归属于母公司的所有者权益146.74亿元，少数股东权益0.57亿元；母公司口径净资产191.74亿元。2016年，公司实现营业收入17.66亿元，净利润7.51亿元，其中归属于母公司的净利润7.51亿元；经营活动产生的现金流量净额-86.53亿元，现金及现金等价物净增加额12.37亿元。

2. 资产质量与流动性

2016年，公司资产规模有所下降，年末资产总额431.13亿元，较上年末下降5.57%。公司资产仍以自有资产为主，2016年末自有资产占资产总额的84.70%；截至2016年末，公司自有资产365.15亿元，较上年末下降4.26%。公司自有资产以可快速变现资产为主，2016年末可快速变现资产占自有资产的82.02%；截至2016年末，公司可快速变现资产为299.49亿元，较上年末下降10.06%，主要系自营业务规模减少以致以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产大幅减少所致。截至2016年末，公司可快速变现资产以买入返售金融资产（占比34.98%）、可供出售金融资产（占比28.22%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比24.97%）和自有货币资金（占比6.63%）为主，其余为自有备付金和融出资金。

表 7 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年
自有资产	381.38	365.15
可快速变现资产	332.99	299.49
其中：自有货币资金	4.67	19.85
自有结算备付金	7.82	6.79
融出资金	13.20	8.79
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	151.64	74.79
买入返售金融资产	62.96	104.77
可供出售金融资产	92.70	84.50
非自有资产	75.16	65.98
其中：客户资金存款	17.82	13.94
客户备付金	2.60	4.71
资产总额	456.54	431.13

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及理财类投资等不能快速变现资产后的数据列示。

截至 2016 年底，公司货币资金 33.79 亿元，较上年末增长 50.22%，其中自有货币资金 19.85 亿元，较上年末增长 324.93%，货币资金的增长主要系公司于 2016 年 12 月引入战略投资者导致自有货币资金大量增加所致。截至 2016 年末，公司结算备付金 11.49 亿元，较上年末增长 10.26%，其中自有结算备付金 6.79 亿元，较上年末下降 13.25%，系公司自营业务和信用业务自有备付金减少所致。截至 2016 年底，公司融出资金账面价值 8.79 亿元，较上年末下降 33.45%，其中期限在 3 个月以内的占比 57.01%，3~6 个月的占比 18.88%，6 个月以上的占比 24.11%；融出资金共计提减值准备 0.02 亿元、计提比例 0.20%。截至 2016 年底，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 76.77 亿元，较上年末下降 50.03%，主要系债券自营投资减少所致；其中债券投资占比 92.30%，基金投资占比 3.21%，其余为少量资产支持证券和股票投资。截至 2016 年底，公司买入返售金融资产 104.77 亿元，较上年末增长 66.41%，主要系银行间市场回购业务规模增长所致；买入返售金融资产标的物以股票为主（占比 60.65%），其余均为债券；公司为股票质押式回购计提了 0.32 亿元减值准备。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产账面价值 107.54 亿元，较上年末下降 6.18%，其中债券占比 76.72%；扣除资产管理计划、信托计划等无法快速变现的资产后，可快速变现的可供出售金融资产账面价值 84.50 亿元，较上年末下降 8.84%，主要系债券投资减少所致；公司对可供出售金融资产计提了 1.50 亿元减值准备，系持有的 1 笔已逾期的企业债（投资成本 0.50 亿元，计提减值 0.45 亿元）和 1 笔同一发行人发行但尚未逾期企业债（投资成本 1.16 亿元，计提减值 1.05 亿元）。

总体看，2016 年，公司资产规模有所下降，资产仍以可快速变现资产为主，变现能力较强；随着资本市场信用风险事件爆发，公司对持有的风险资产计提了相应减值准备，资产质量得以夯实。

3. 负债及杠杆水平

2016 年，公司对负债规模有所减少，年末负债总额 283.82 亿元，较上年末下降 19.24%。公司负债以自有负债为主，2016 年末自有负债占负债总额的 76.75%；截至 2016 年末，公司自有负债 217.84 亿元，较上年末下降 21.16%，主要系卖出回购业务规模和短期融资券减少所致；自有负债中占比较大的项目为卖出回购金融资产款（占比 57.79%）、应付债券（占比 22.95%）、长期借款（占比 6.43%）和短期借款（占比 7.57%）。截至 2016 年底，公司短期借款 16.50 亿元，为当年新增的 2 笔信托借款，均已于 2017 年一季度到期偿付，利率 4.43%~4.48%。随着以前发行的短期融资券的到期兑付，截至

2016年底，公司应付短期融资款为0。截至2016年底，公司卖出回购金融资产款为125.89亿元，较年初大幅下降46.57%，主要系债券质押式回购业务规模大幅减少所致；按交易品种分类来看，卖出回购金融资产款主要为债券（占比62.13%）、债权收益权（占比35.40%）和资产支持证券收益权（占比28.36%）；按剩余期限来看，主要为1个月以内（占比62.13%）。截至2016年底，公司长期借款14.00亿元，为当年新增的2笔信托借款，到期时间为均为2018年，利率5.20%~5.50%。截至2016年底，公司应付债券50.00亿元，为当年发行的1只次级债券“16国开次”，5年期，票息率3.58%。

表 8 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年
负债总额	351.46	283.82
自有负债	276.30	217.84
其中：短期借款	--	16.50
应付短期融资款	20.00	--
卖出回购金融资产款	235.62	125.89
长期借款	--	14.00
应付债券	--	50.00
非自有负债	75.16	65.98
其中：代理买卖证券款	20.54	18.44
应付合并结构化主体第三方权益	54.62	47.55
全部债务	270.62	209.38
其中：短期债务	270.62	145.39
长期债务	--	64.00
自有资产负债率	72.45	59.66
净资本/负债（母公司口径）	45.29	95.16
净资产/负债（母公司口径）	47.31	72.92

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

注：净资本/负债和净资产/负债指标系母公司口径，且按证监会2016年新修订的风险控制指标口径计算。

截至 2016 年底，公司非自有负债 65.98 亿元，较年初下降 12.21%，主要系应付合并结构化主体第三方权益和代理买卖证券款减少所致。2016 年，受证券市场剧烈震荡、交投低迷的影响，公司代理买卖证券规模下降；截至 2016 年底代理买卖证券款 18.44 亿元，较上年末下降 10.25%。截至 2016 年底，公司应付合并结构性主体权益持有者款项 47.55 亿元，较上年末下降 12.95%，系纳入合并的结构化主体减少所致。

从有息债务来看，截至 2016 年末，公司全部债务规模较上年末下降 22.63%达 209.38 亿元，其中短期债务占 69.44%，长期债务占 30.56%，公司债务仍以短期为主，但随着公司发行债券，债务结构有所优化。从全部债务偿还期结构来看，截至 2016 年末，受债券自营业务负债期限短的影响，公司债务以短期为主，债务偿还期主要集中在 2017 年，需要公司进行较好的流动性管理。2017 年 3 月 14 日，公司完成 25.00 亿元、2+1 年期的公司债券发行，债务规模有所提高，但债务期限结构有所优化。

表 9 截至 2016 年末公司全部债务偿还期限结构（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	140.89	18.50	--	50.00	209.38
占比	67.29	8.84	--	23.88	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从负债水平来看，2016 年，随着公司引入战略投资者完成，公司负债杠杆大幅回落，自有资产负债率由年初的 72.45% 降至年末的 59.66%，杠杆水平处于正常区间。新净资本监管要求下，截至 2016 年末，母公司口径的净资本/负债指标为 95.16%，净资产/负债指标为 72.92%，均较上年有较大提升。

总体看，2016 年，公司自有负债规模有所下降，且受公司引入战略投资者影响，负债杠杆水平大幅回落，目前负债水平适中，整体杠杆水平仍有加重空间；但公司债务以短期为主，需要持续关注资金流动性管理。

4. 资本充足性

截至 2016 年末，公司所有者权益合计 147.31 亿元，较上年末大幅增长 40.18%，系 2016 年引入战略投资者所致；其中，归属于母公司所有者权益 146.74 亿元，少数股东权益 0.57 亿元。截至 2016 年末，归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 62.78%、资本公积占比 12.37%、盈余公积占比 2.37%、一般风险准备占比 4.75%、未分配利润占比 16.86%，实收资本和资本公积占比较大，公司股东权益的稳定性较好。截至 2016 年末，公司实收资本 92.13 亿元，较上年末增长 25.00%，系引入战略投资者的增资所致；资本公积 18.15 亿元，均为当年新增的战略投资者现金增资的实收资本溢价；未分配利润 24.74 亿元，较上年末增长 21.65%，系利润滚存所致。公司股东会会议决议，2016 年不向股东分配利润，公司利润留存较大。

2016 年，公司确保了各项风险控制指标持续符合监管标准，吸收损失和抵御风险的能力稳步提升。证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施新的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，改进净资本、风险资本准备计算公式，公司对 2015 年末风险控制指标进行了追溯。截至 2016 年末，母公司口径（下同）的净资本和净资产规模分别为 191.74 亿元和 146.93 亿元，分别较 2015 年末增长 91.32% 和 40.34%，主要系 2016 年引入战略投资者和发行次级证券所致。截至 2016 年末，公司的各项风险资本准备之和为 75.96 亿元，较上年末增长 34.15%，系公司权益类基金投资和资管业务规模扩大所致。从主要风控指标来看，截至 2016 年末，由于净资本增幅较大，公司风险覆盖率指标大幅提升，资本杠杆率和净资本/净资产指标也有所提升；由于年末收到增资款，公司流动性指标均较上年末大幅增长，流动性覆盖率达 1,104.27%，净稳定资金率达 183.26%；各项风控指标均持续优于各项监管预警标准。

表 10 母公司口径风险控制指标表（单位：亿元，%）

项目	监管标准	预警指标	2015 年	2016 年
核心净资本	--	--	100.22	141.74
附属净资本	--	--	--	50.00
净资本	≥2	≥2.4	100.22	191.74
净资产	--	--	104.70	146.93
各项风险资本准备之和	--	--	56.62	75.96
风险覆盖率	≥100	≥120	177.00	252.43
资本杠杆率	≥8	≥9.6	30.38	39.48
净资本/净资产	≥20	≥24	95.72	130.49
流动性覆盖率	≥100	≥120	127.90	1,104.27
净稳定资金率	≥100	≥120	125.48	183.26

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：2016 年，证监会修改了《证券公司风险控制指标管理办法》，自 2016 年 10 月 1 日起正式实施；公司对 2015 年相关指标进行了追溯。

总体看，2016 年，公司引入战略投资者，所有者权益大幅增长，资本实力进一步增强，主要风险控制指标有不同程度优化，整体资本充足性好。

5. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 17.66 亿元，同比下降 10.91%，主要系 2016 年市场行情震荡导致合并结构化主体的公允价值变动产生损失，及经纪业务、自营业务收入下降所致；公司营业收入降幅远低于同业，系公司经纪业务占比很小、收入结构异于同业所致。2016 年营业收入中，投资收益仍为公司的主要收入来源，占营业收入的 101.76%，公司收入高度依赖投资收益。2016 年公司取得投资收益 17.97 亿元，同比增长 5.29%，其中自营投资的持有收益占 92.15%、处置收益占 7.78%，此外还有极少量的长期股权投资持有收益。2016 年，公司手续费及佣金净收入逆势增长 19.17%达 8.32 亿元，收入贡献提升 11.89 个百分点达 47.11%，系投行业务和资管业务收入增长所致，其中经纪业务收入同比下降 68.88%至 0.80 亿元，投行业务收入增长 40.45%至 4.64 亿元，资管业务收入增长 87.96%至 2.09 亿元。2016 年，公司利息净收入仍呈净支出状态，利息净支出 6.22 亿元，净支出同比增长 12.80%，主要系上半年自营债券杠杆倍数较高，因年底债市暴跌调减杠杆，导致年末债务规模下降，但全年利息支出仍较高所致。2016 年，公司公允价值变动损益由净收益转为净损失-2.45 亿元，主要系合并结构化主体的公允价值变动所致。

从营业支出来看，2016 年，公司营业支出 7.88 亿元，同比增长 13.78%。业务及管理费是营业支出的主要构成，2016 年业务及管理费占营业支出的 73.31%，占比有所下降；业务及管理费中，人力成本占比 60.40%，占比较上年增加 2.54 个百分点。2016 年，公司营业费用率上升至 32.71%，同比增加 5.78 个百分点；薪酬收入比增至 19.76%，同比增加 4.17 个百分点。公司成本控制能力有所下降。

表 11 公司盈利情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年
营业收入	19.83	17.66
其中：手续费及佣金净收入	6.98	8.32
利息净收入	-5.52	-6.22
投资收益	17.07	17.97
公允价值变动损失	1.25	-2.45
营业支出	6.93	7.88
其中：业务及管理费	5.34	5.78
营业利润	12.90	9.78
净利润	9.81	7.51
营业费用率	26.93	32.71
薪酬收入比	15.59	19.76
营业利润率	65.07	55.38
平均自有资产收益率	3.21	2.01
平均净资产收益率	9.91	5.95

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

从利润规模来看，公司利润主要由营业利润贡献，2016 年，公司实现营业利润、利润总额和净利润分别为 9.78 亿元、9.88 亿元和 7.51 亿元，同比分别下降 24.17%、23.89%和 23.43%，系 2016 年营业收入下降而营业支出增加所致。

从盈利指标来看，2016 年，公司营业利润率 55.38%，同比下降 9.68 个百分点，盈利能力有所下滑。2016 年，公司平均自有资产收益率 2.01%，平均净资产收益率 5.95%，同比分别下降 1.20 个百分点和 3.96 个百分点；公司于 2016 年 12 月增资 36.58 亿元，剔除该增资款后的平均自有资产收益率 2.12%，平均净资产收益率 6.96%。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约在第 58 名左右，剔除该增资款后的平均净资产收益率约在第 51 名左右。

总体看，2016 年，受市场影响，公司盈利能力有所下降，但降幅显著低于同业；公司收入高度依赖自营业务投资收益和手续费及佣金收入，证券市场和政策环境的变化对公司盈利水平影响较大。

6. 现金流

从经营性现金流来看，2016 年经营性现金由净流入转为净流出状态，净流出 86.53 亿元，主要系公司通过资产质押进行的融资活动及其偿付全部记入经营活动现金流，2016 年市场行情低迷导致回购业务规模下降所致。从投资性现金流来看，2016 年投资性现金净流量由净流出转为净流入状态，净流入 3.88 亿元，主要系公司自营投资规模减少所致²。从筹资性现金流来看，2016 年筹资性现金净流入 95.00 亿元，同比增长 377.49%，系收到增资款、发行债券和取得借款所致。

表 12 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年
经营性现金流量净额	51.57	-86.53
投资性现金流量净额	-58.98	3.88
筹资性现金流量净额	19.90	95.00
现金及现金等价物净增加额	12.49	12.37
期末现金及现金等价物余额	32.92	45.28

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

总体看，公司主要业务受市场行情影响较大，2016 年经营性和投资性现金流随之波动较大；公司融资渠道较为畅通，筹资能力较强，2016 年筹资活动频繁，整体现金流状况保持良好。

7. 偿债能力

2016 年，公司债务规模下降，截至年末自有负债 217.84 亿元，全部债务 209.38 亿元，自有资产负债率为 59.66%，债务水平因增资而有所降低。

从资产对负债的保障程度来看，2016 年，公司合并口径可快速变现资产/自有负债、母公司口径的净资产/负债指标均有所增长，2016 年末分别为 1.37 倍和 72.92%，资产对负债的保护程度较好。

从盈利对债务的保障程度来看，2016 年公司 EBITDA 下降 8.44% 至 22.14 亿元，EBITDA 中利息支出占 53.13%、利润总额占 44.61%；但因债务规模下降较大，EBITDA 全部债务比有所提升，2016 年为 0.11 倍；EBITDA 利息倍数下降至 2016 年末的 1.88 倍，EBITDA 对全部债务保障程度一般，对利息支出仍能够形成较好保障。

表 13 公司偿债能力情况

项目	2015 年	2016 年
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.21	1.37
净资产/负债（母公司口径）（%）	47.31	72.92

² 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。

EBITDA（亿元）	24.18	22.14
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.11
EBITDA 利息倍数（倍）	2.28	1.88

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

截至 2016 年末，公司（母公司口径）在国内主要商业银行获得了较高的授信额度，总额度合计为 416 亿元，其中未使用额度 306 亿元，间接融资能力较强。

截至 2016 年末，公司无对外担保情况，无重大诉讼或仲裁事项。

根据公司提供的人民银行征信报告，截至 2017 年 5 月 19 日查询日，公司无已结清或未结清的不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司整体偿债压力在合理范围，资产对负债的保护程度较好，盈利对负债的保障程度有所降低；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。

七、跟踪债券的偿付能力分析

以 2016 年财务数据为基础，公司对存续的公司债券“17 国证债”的待偿本金合计 25.00 亿元的各项偿付能力指标见下表，除经营净现金流指标外，其余各项偿付能力指标良好；经营净现金流系公司通过资产质押进行的融资活动及其偿付全部记入经营活动导致经营净现金流波动较大所致。

表 14 本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

项目	2016 年
可快速变现资产/跟踪债券待偿本金合计	11.98
净资产/跟踪债券待偿本金合计（母公司口径）	5.88
EBITDA/跟踪债券待偿本金合计	0.89
净利润/跟踪债券待偿本金合计	0.30
经营活动现金净流量/跟踪债券待偿本金合计	-3.46

资料来源：联合评级整理。

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，公司对“17 国证债”的偿还能力极强。

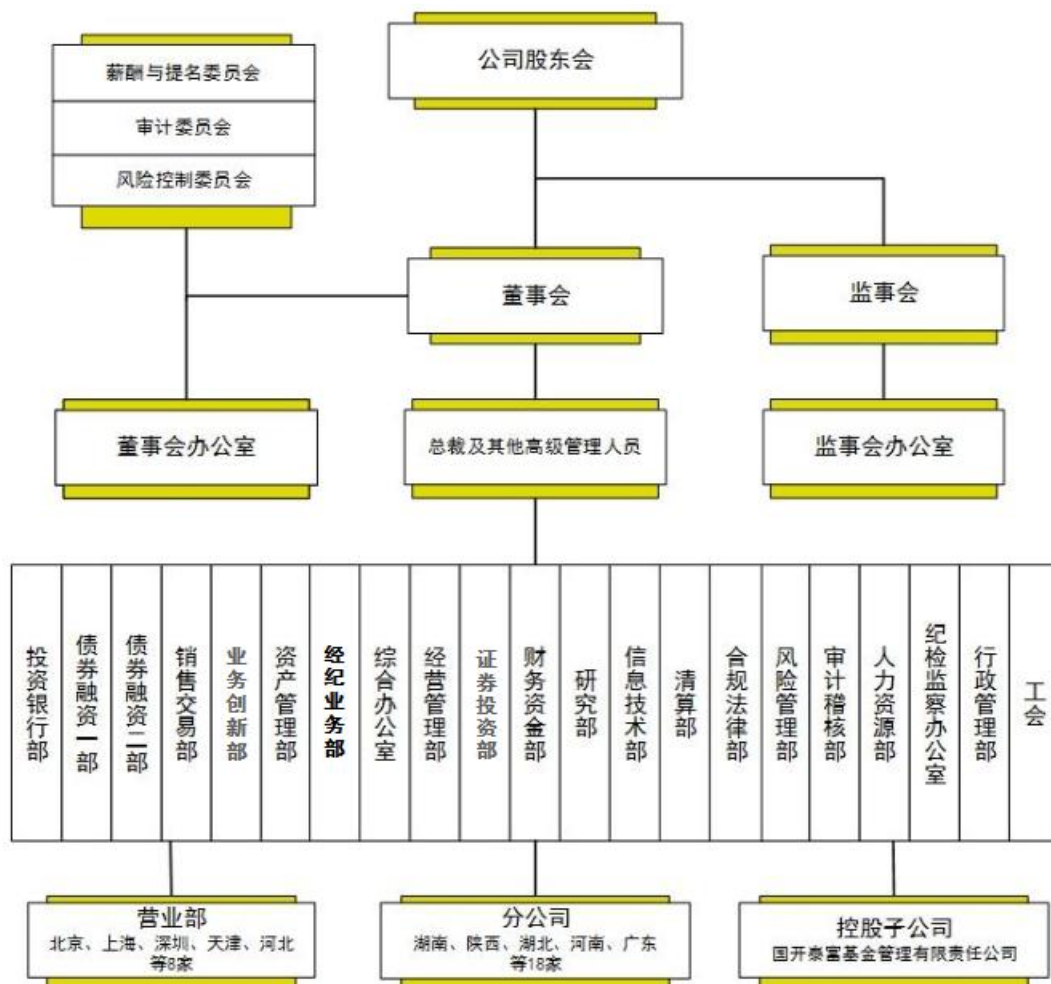
八、综合评价

联合评级对国开证券的跟踪评级反映了公司作为全国性综合类证券公司之一，依托于控股股东国开行的平台，2016 年虽受证券市场低迷的不利影响，收入和利润规模有所下降，但下降幅度明显低于行业平均水平；公司资管业务和投行业务增长较好，多元化经营格局进一步完善；截至 2016 年末，公司整体资产质量较高，2016 年 12 月引入两家战略投资者，共增资 36.58 亿元，资本实力进一步提升，资本充足性好。

联合评级也关注到公司主营的经纪业务、融资融券业务及自营业务受市场行情影响下降较大，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。

综上，联合评级维持国开证券主体长期信用等级为 AAA，评级展望“稳定”；同时维持“17 国证债”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 国开证券有限责任公司 组织机构图



附件 2 国开证券有限责任公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	456.54	431.13
自有资产 (亿元)	381.38	365.15
可快速变现资产 (亿元)	332.99	299.49
所有者权益 (亿元)	105.08	147.31
自有负债 (亿元)	276.30	217.84
自有资产负债率 (%)	72.45	59.66
可快速变现资产/自有负债 (倍)	1.21	1.37
营业收入 (亿元)	19.83	17.66
净利润 (亿元)	9.81	7.51
营业利润率 (%)	65.07	55.38
营业费用率 (%)	26.93	32.71
薪酬收入比 (%)	15.59	19.76
平均自有资产收益率 (%)	3.21	2.01
平均净资产收益率 (%)	9.91	5.95
净资本 (亿元)	100.22	191.74
风险覆盖率 (%)	177.00	252.43
资本杠杆率 (%)	30.38	39.48
流动性覆盖率 (%)	127.90	1,104.27
净稳定资金率 (%)	125.48	183.26
短期债务 (亿元)	270.62	145.39
长期债务 (亿元)	-	64.00
全部债务 (亿元)	270.62	209.38
EBITDA (亿元)	24.18	22.14
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.28	1.88
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.11
EBITDA//待偿本金合计 (倍)	0.97	0.89

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
年均增长率	$[(\text{本期/前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-应付合并结构性主体权益持有者款项
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-应付合并结构性主体权益持有者款项
自有资产负债率	自有负债/自有资产 $\times 100\%$
营业利润率	营业利润/营业收入 $\times 100\%$
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入 $\times 100\%$
营业费用率	业务及管理费/营业收入 $\times 100\%$
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产 $\times 100\%$
平均净资产收益率	净利润/平均净资产 $\times 100\%$
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+融出资金+买入返售金融资产+可供出售金融资产 -客户资金存款-客户备付金-扣除不能快速变现的投资资产
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+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。