

跟踪评级公告

联合[2018] 1033 号

国开证券股份有限公司：

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

国开证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

国开证券股份有限公司公开发行公司债券“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：

二零一八年六月二十四日



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

电话：010-8517 2818

传真：010-8517 1273

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

国开证券股份有限公司

公开发行公司债券 2018 年跟踪评级报告

发行人主体信用等级

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	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 国证债	25.00 亿元	2+1 年	AAA	AAA	2017/6/12

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	431.13	435.19
自有资产（亿元）	412.70	424.66
可快速变现资产（亿元）	299.49	294.29
所有者权益（亿元）	147.31	153.87
自有负债（亿元）	265.39	270.79
自有资产负债率（%）	64.31	63.77
营业收入（亿元）	17.66	17.34
净利润（亿元）	7.51	8.28
EBITDA（亿元）	22.14	21.99
营业利润率（%）	55.38	63.85
平均净资产收益率（%）	5.95	5.50
净资本（亿元）	191.74	198.09
风险覆盖率（%）	252.43	288.35
资本杠杆率（%）	39.86	35.60
短期债务（亿元）	145.39	158.37
全部债务（亿元）	209.38	253.35
EBITDA 利息倍数（倍）	1.88	2.11
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.09
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.89	0.88

注：1. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径。
2. 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。3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项待偿本金合计。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国开证券股份有限公司（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，2017 年继续推动业务转型，业务结构持续优化，资管业务和信用业务增长较快，多元化经营格局持续完善；2017 年完成股份制改造，内部管理进一步规范；公司资产流动性较好，资本充足性好。

联合评级也关注到，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；公司短期债务占比较大，需对流动性状况保持关注。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“17 国证债”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 公司是全国性综合类证券公司之一，2017 年整体经营稳健，资管业务和信用业务增长较快，业务结构持续优化。

2. 2017 年，公司完成股份制改造，内部管理进一步规范。

3. 截至 2017 年末，公司资产流动性较好，融资渠道畅通，筹资能力较强，资本充足性好。

关注

1. 公司主要业务与证券市场高度关联，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导致公司未来收入有较大的波动性。

2. 由于行业业务特点导致公司短期债务占比较大，需对公司流动性管理保持关注。

3. 监管趋严加大行业合规风险，公司内控和合规管理仍需不断加强。

分析师

陈 凝

电话：010-8517 2818

邮箱：chenn@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。

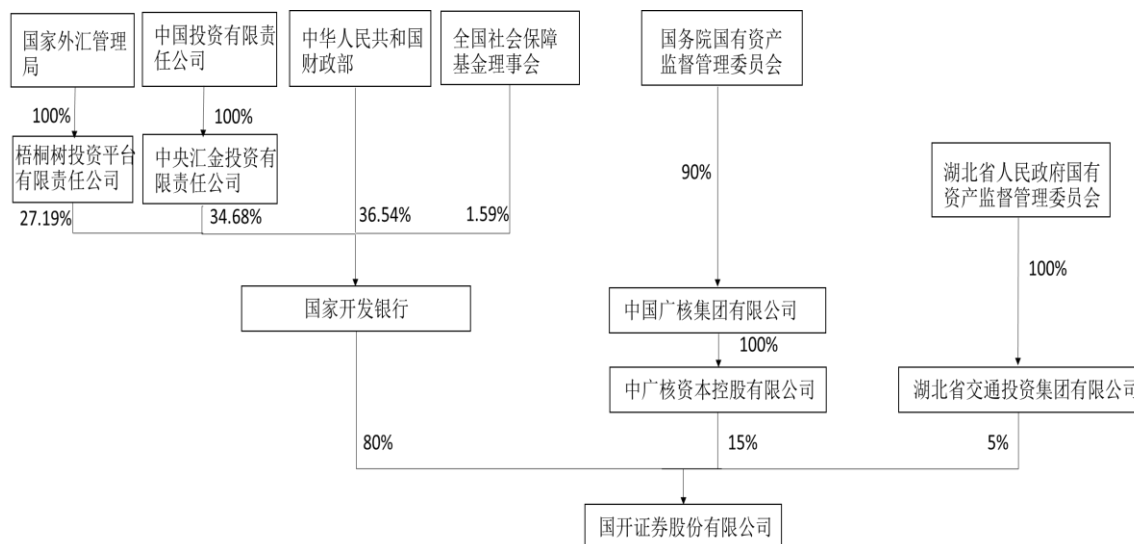
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

国开证券股份有限公司（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，初始注册资本 5.20 亿元；2010 年，国家开发银行（以下简称“国开行”）在全额收购航空证券有限责任公司的基础上通过增资、更名设立了国开证券有限责任公司。经股东多次增资后，2016 年 12 月，公司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，增资后公司注册资本为 92.13 亿元。2017 年 8 月，公司整体变更为股份制公司并更为现名，以 2016 年末的净资产为基础折合股本 95.00 亿股（均为普通股），改制前后各股东持股比例不变。截至 2017 年末，公司注册资本 95.00 亿元，其中国开行持股 80.00%、中广核资本持股 15.00%、湖北交投持股 5.00%，国开行是公司的控股股东。

图1 截至2017年末公司股权结构



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；证券的自营；证券资产管理；融资融券业务；证券投资基金销售；代销金融产品。

截至 2017 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 20 个省/直辖市设立了 20 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/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 711 人。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 435.19 亿元，其中客户资金存款 7.12 亿元，客户备付金 4.23 亿元；负债总额 281.32 亿元，其中代理买卖证券款 10.53 亿元；所有者权益合计 153.87 亿元（含少数股东权益 1.12 亿元）；母公司口径净资产 198.09 亿元。2017 年，公司实现营业收入 17.34 亿元，净利润 8.28 亿元，其中归属于母公司的净利润 8.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.24 亿元，现金及现金等价物净增加额-15.21 亿元。

公司注册地址：北京市西城区阜成门外大街 29 号 1-9 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，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”。2018 年 3 月 14 日，公司已按期完成“17 国证债”的首次付息工作。

公司对本次债券募集资金已按照募集说明书的约定用于补充流动资金和置换有息债务，并已经全部使用完毕。截至 2018 年 3 月末，“17 国证债”尚未到执行选择权的时限。

三、行业环境

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

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

2017 年，证券市场呈现结构性行情，绩优股涨幅较大，中小盘股连续下跌，指数处于震荡并小幅上升趋势，但整体市场活跃度较上年有所下降。从业务表现看，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，但降幅有所收窄；经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，2017 年，131 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,113.28 亿元，全年实现净利润 1,129.95 亿元，分别同比减少 5.08% 和 8.47%。从收入结构来看，2017 年证券公司经纪业务和投行业务收入占比有所下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源。2017 年，证券投资收益（含公允价值变动）占比 27.66%，较上年度提高 10.32 个百分点；代理买卖证券业务净收入收入占比较去年减少 5.73 个百分点至 26.37%；证券承销与保荐业务净收入占比 12.34%，较上年度减少 3.51 个百分点；财务顾问业务净收入、投资咨询业务净收入、资产管理业务净收入和利息净收入的占比分别为 4.03%、1.09%、9.96% 和 11.18%。截至 2017 年末，131 家证券公司总资产为 6.14 万亿元，较 2016 年末增加 6.04%；净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，较 2016 年末分别增加 12.80% 和 7.48%，资本实力有所提升。

2018 年，证券行业“强监管”态势将进一步延续，对证券公司风控能力和合规管理提出了

更高要求，全行业业绩将保持平稳；同时，随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，行业分化将进一步加大，行业龙头位置将更加明显。

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

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

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

四、管理与内控

公司治理方面，2017 年 8 月，公司完成股份制改革，之后依照《公司法》等相关法律法规完善了公司治理，修改了《公司章程》等基本制度，构建了股东大会、董事会、监事会、管理层的“三会一层”分权与制衡的治理结构。

管理团队方面，2017 年，公司原董事黄维佳、原职工监事马婧、原监事长王浩、原副总裁张志坚离任，公司新选举/聘任任力勇和鞠品生为董事，郑文杰为副董事长，胡波为独立董事，慕继红为监事，孙孝坤为监事长，孟天山、梁锋和武红为副总裁，孟天山为董事会秘书；其他管理团队保持稳定。

机构设置方面，2017 年，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，新设业务创新部开展 ABS 等创新业务，新设国际业务部，将销售交易部调整为固定收益部，新设证券投资部以加强股票投资业务，其他部门基本保持稳定，新的组织机构详见附表 1。

公司持续加强内部管理和内控建设，2017 年根据各项监管规则的变化及新的《公司章程》规定，公司调整完善了内控及合规管理组织架构，进一步完善相关管理体系建设，并修订了多项管理制度。公司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检查和评价，结果显示公司不存在重大内控缺陷。2017 年，公司未发生重大违法违规行为，因债券受托管理业务受到 1 次自律监管措施，公司已按要求进行了整改并完善了相关内控措施。2017 年，公司获得证监会分类评价 A 级，较 2016 年的 BBB 级有所提升。

总体看，2017 年，公司完成股份制改革，公司治理进一步完善，管理团队有所变化，监管分类评级有所提升，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。2017年，我国证券市场行情震荡、交投低迷，行业佣金率持续下滑，受市场影响，公司2017年实现营业收入17.34亿元，实现净利润8.28亿元，同比变化率分别-1.83%和10.23%，变动幅度明显优于行业平均水平（-5.08%和-8.47%），系公司业务结构以自营、资管等业务为主，有别于同业以经纪业务为主的收入结构，因此在市场震荡行情中表现出较好抗风险性所致；根据证券业协会披露数据，公司2017年营业收入和净利润行业排名分别为第47位和27位，同比提升4位和2位。

表 1 公司营业收入结构（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
证券自营业务	6.94	39.32	5.66	32.65
资产管理业务	2.37	13.40	4.69	27.04
证券经纪及信用类业务	2.96	16.74	3.91	22.54
投资银行业务	5.19	29.36	2.79	16.07
其他（含抵消）	0.21	1.18	0.30	1.70
营业收入合计	17.66	100.00	17.34	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从收入结构来看，公司收入结构趋于均衡。2017年，公司实现自营业务收入5.66亿元，同比下降18.48%，占比降至32.65%，系债市波动所致，但仍是公司第一大收入贡献来源；公司实现资管业务收入4.69亿元，同比增长98.02%，收入占比大幅跃升至27.04%，成为公司第二大业务板块；公司证券经纪及信用类业务主要由信用类业务贡献，证券经纪业务占比很小，2017年证券经纪及信用类业务收入同比增长32.20%至3.91亿元，占比22.54%，系信用交易类业务较好发展所致；投行业务收入同比大幅下降46.27%至2.79亿元，收入占比降至16.07%，系信用债承销规模受政策影响而下滑，以及市场整体承销费率下降所致。

总体看，2017年，公司在证券市场不利行情中仍实现了相对稳健的发展，各项业务逐步向均衡发展使得收入结构得到优化。但公司主营业务易受市场行情和监管政策变化的影响，具有一定的波动性。

2. 业务运营

（1）自营业务

公司自营业务主要包括固定收益证券投资和股票投资，2017 年实现自营业务收入 5.66 亿元，同比下降 18.48%，主要系债券市场行情波动所致。

截至 2017 年末，公司自营投资账面价值合计 257.27 亿元，较上年末增长 7.78%，系公司随市场行情变化调整投资规模所致。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、应收款项类投资和持有至到期投资科目核算，公司无衍生金融工具投资；其中，应收款项类投资均为公司通过发行资管计划，以自有资金持有的国开行信贷资产类资产支持证券产品的次级档，受偿顺序劣后于相关资产支持证券的税费及优先档本息。

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，随着 2017 年成立证券投资部专门负责股票等权益类投资，公司权益类投资规模有所增加。截至 2017 年末，母公司口径自营权益类及证券衍生品/净资本指标为 43.30%，较上年末增加 3.64 个百分点；自营非权益类及证券衍生品/净资本指标为 81.17%，较上年末增加 21.44 个百分点，但均远优于监管标准。

从具体投资品种来看，截至 2017 年末，公司自营投资仍以债券为主，占比为 59.63%，债券占比较上年末减少 4.62 个百分点，系其他类别投资的规模增加所致；资产支持证券投资占比 31.39%，较上年末基本持平，其中绝大部分为国开行信贷资产类资产支持证券的次级档，因次级档产品受偿顺序靠后，该类投资面临无法全额受偿的风险，但考虑到国开行实力雄厚、资产质量较好，该类投资风险总体可控；股票和基金投资规模持续增长，随着专门投资部门的成立，2017 年占比快速提升至 3.46% 和 3.26%；其他投资为少量资管和信托计划、银行理财。

表2 公司（合并报表口径）自营投资期末账面价值结构（单位：亿元，%）

分类	项目	2016 年		2017 年	
		金额	占比	金额	占比
按会计科目划分	可供出售金融资产*	87.37	36.60	110.80	43.07
	应收款项类投资	74.56	31.24	76.87	29.88
	以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	76.77	32.16	37.98	14.76
	持有至到期投资	-	-	31.62	12.29
按投资品种划分	债券	153.36	64.25	153.41	59.63
	资产支持证券	76.93	32.23	80.75	31.39
	股票	1.48	0.62	8.89	3.46
	基金	4.46	1.87	8.38	3.26
	其他	2.48	1.04	5.84	2.27
合计		238.70	100.00	257.27	100.00

资料来源：公司财务报告、联合评级整理。

注1：公司于2015年向证金公司投入救市资金20.00亿元，2017年3月已将该资金的剩余部分全部撤回。本表2016年自营投资中不含划付证金公司的救市资金，带*标记的可供出售金融资产项目按剔除划付证金公司救市资金后的数据列示。

注2：本表自营规模包含公司资产管理业务中以自有资金出资的次级档产品的投资。

公司坚持稳健、规范的原则，固定收益类证券投资占自营投资的绝大部分，公司固定收益投资坚持授权管理、组合管理与动态管理的原则，对重大投资实行集体决策；公司债券投资以信用债为主，所投中长期信用产品的外部评级主体级别不低于 A+级或债项级别不低于 AA-，其中 AA+级及以上债券的规模占比 2017 年末约为 43.13%，自营业务风险相对可控。截至 2017 年末，公司所持债券中违约的为 1 只企业债（投资成本 0.50 亿元），2017 年 12 月已被法院立案受理，目前处在财产保全过程中，公司已于 2016 年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。

总体看，2017 年，公司自营投资仍以固定收益类为主，投资品种逐步丰富，投资风险总体可控；联合评级也关注到，自营投资收入易受市场行情波动影响，同时违约事件等信用风险增加，未来收入仍有较强波动性。

(2) 资产管理业务

公司资产管理业务包括集合、定向、专项资产管理。公司近几年大力发展资产管理业务并推进业务转型，业务规模实现了快速扩张，收入贡献也跃升第二大业务板块，2017 年实现资管业务收入 4.69 亿元，同比增长 98.02%，收入占比大幅升至 27.04%。

截至 2017 年末，公司受托资产管理产品数量 107 只，净值规模达 1,906.49 亿元，较上年末增长 18.60%；其中，定向资管产品 86 只、规模占比 95.19%；专项资管产品 18 只、规模占比小幅降至 4.46%；集合资产管理在 2016 年取得零突破的基础上，产品数量增至 3 只、规模升占比 0.35%。公司持续推进创新，2017 年完成了国内首个跨流域生态补偿绿色发展基金、行业首单扶贫资管计划等产品的设立，公司近年获得中债“2017 年度优秀资产管理机构奖”、“2017 中国券商十大创新资管产品君鼎奖”等。从业务类型来看，公司主动管理业务极少，截至 2017 年末主动管理类产品规模仅 24.94 亿元，公司资管产品仍以通道业务为主，主要资金来源仍为银行理财资金，2017 年 11 月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》的出台，将对公司资管产品的资金募集和运作产生较大不利影响；未来公司拟积极拓展融资类项目的主动管理业务，支持国家大型基础设施建设，如机场建设、地铁 PPP 项目建设、文化旅游基金建设、棚户区改造等；同时积极发挥公司在债券领域的优势，大力发展债券主动管理业务。

表 3 公司资产管理业务情况（单位：只，亿元）

项目	2016 年			2017 年		
	存续数量	受托规模	净收入	存续数量	受托规模	净收入
定向资管	35	1,508.65	1.90	86	1,814.83	4.03
专项资管	22	98.03	0.19	18	85.03	0.28
集合资管	1	0.84	0.00	3	6.64	0.01
合计	58	1,607.52	2.09	107	1,906.49	4.32

资料来源：公司财务报告、公司提供。

总体看，2017 年，公司资产管理业务取得快速发展，收入贡献持续增长，但主动管理能力仍然偏弱，且资管新规出台对公司业务影响较大，未来业务发展需持续关注。

(3) 证券经纪及信用类业务

公司证券经纪及信用类业务主要由信用类业务贡献，证券经纪业务占比很小。由于信用交易业务和经纪业务之间协同效应较强，2017 年公司将原经纪业务部和信用交易部合并为新的经纪业务部，统筹管理经纪及信用类业务。2017 年，受益于股票质押业务的较好开展，公司取得证券经纪及信用类业务净收入 3.91 亿元，同比增长 32.20%。

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，以股票质押业务为主。公司信用交易业务总规模持续增长，截至 2017 年末，公司信用交易业务总规模 93.58 亿元，较上年末增长 29.36%；信用业务杠杆率为 60.42%，较上年末增加 11.53 个百分点，信用业务仍有较大扩张空间。

股票质押业务方面，截至 2017 年末，公司股票质押业务规模 82.66 亿元，较上年末增长 30.09%；2017 年实现股票质押利息收入 4.54 亿元，同比增长 13.15%。随着 2018 年 3 月《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》的实施，未来公司股票质押业务增速可能放缓。

融资融券业务方面，公司目前仅有融资业务，未开展过融券业务和转融通业务。截至 2017 年末，公司融资业务规模 10.92 亿元，较上年末增长 24.03%；2017 年实现融资业务利息收入 0.65

亿元，同比增长5.11%。

表 4 公司信用交易业务情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2017 年	
	余额	收入	余额	收入
股票质押式回购	63.54	4.02	82.66	4.54
融资融券	8.81	0.62	10.92	0.65
合计	72.34	4.64	93.58	5.20

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司信用业务于 2017 年首次出现逾期业务，公司于当年开展了债权类资产质量分类管理；截至 2017 年末，公司股票质押有 2 笔逾期业务（系同一客户、同一标的券），公司提起诉讼，目前正在审理中，剩余逾期本金 1.85 亿元，剩余逾期金额占同期股票质押业务余额的 1.54%，公司已于 2017 年对该笔业务计提减值准备 0.19 亿元，计提比例约 10.41%。

证券经纪业务

公司经纪业务原主要定位于完善业务板块，公司的证券营业部作为国开行体系内唯一的零售窗口而存在；2017 年公司重新将网点建设定位于为公司总体业务发展提供战略支撑和基础保障，经纪业务确立了以机构业务为核心、财富管理为重点、传统零售经纪业务为补充的战略方向，按照最低限度原则，以“分公司+营业部”为主要模式，实现经纪业务与分公司业务的融合发展。公司近年无新增营业部，截至 2017 年末，公司仍保持 8 家证券营业部的规模，2017 年新设 2 家分公司，在全国的分公司数量达 20 家；目前公司已制定了营业部建设三年规划，未来将适当新设营业部，提升经纪业务的利润贡献度。

公司经纪业务主要为代理买卖证券业务，2017 年代理买卖证券业务净收入 0.50 亿元，同比下降 37.26%，主要系佣金率下滑所致。2017 年代理买卖各类证券的交易总额为 5,246.34 亿元，同比增长 25.33%；市场份额 0.07%，同比增加 0.01 个百分点；公司代理买卖证券以债券为主，2017 年债券交易额占比 69.88%。此外，公司代销金融产品业务 2017 年取得了快速发展，2017 年代销金融产品净收入大幅增长 10.82 倍达 0.05 亿元，但收入贡献仍然很小。

总体看，2017 年，公司信用业务规模增长较快，业务风险总体可控，经纪业务的规模仍然不大；需关注市场行情变化和信用风险上升对证券经纪及信用类业务带来的不利影响。

（4）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、财务顾问等。2017 年，公司投行业务实现净收入 2.79 亿元，同比大幅下降 46.27%，主要系信用债承销规模受政策影响而下滑，以及市场整体承销费率下降所致。

2017 年，公司保持在债券承销方面的业务优势，完成债券承销项目共 92 个，承销金额 766.31 亿元，同比下降 2.89%，系在去杠杆、强监管背景下，信用债发行速度整体放缓所致；取得承销收入 4.34 亿元，同比下降 10.36%。2017 年，公司完成全国首只利用境内人民币债券市场融资支持“一带一路”沿线项目建设的企业债（浙江恒逸债）的发行，还开展了公司债券存续期信用风险排查工作，获得《证券时报》“2017 中国区债券投行君鼎奖”及“2017 中国区十大创新项目君鼎奖”，以及中央国债登记公司颁发的“2017 年优秀承销机构奖”。

表5 公司投资银行业务情况表（单位：个，亿元）

项目	2016 年			2017 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	88	789.15	4.84	92	766.31	4.34
股票承销	1	6.17	0.00	4	78.42	0.24
资产支持证券承销	19	417.20	0.40	44	447.99	0.58
合计	108	1,212.52	5.24	140	1,292.72	5.16

资料来源：公司提供。

其他证券承销方面，2017 年，公司完成股票承销业务 4 项，同比增加 3 项，年内还完成公司首单独立保荐项目，实现保荐业务的零突破，但股票承销保荐的业务量和收入仍然很少。截至 2017 年末，公司共有 9 名保荐代表人、7 名准保荐人，基本能够满足公司业务发展的需要。此外，公司资产证券化产品承销规模相对较大，但收入贡献不大，2017 年实现资产支持证券发行 44 个共 447.99 亿元，收入 0.58 亿元，同比增长 45.73%。

财务顾问业务主要是国际投行业务海外并购等顾问服务收入以及新三板业务收入，2017 年实现财务顾问净收入共 0.30 亿元，同比下降 9.87%。公司于 2017 年 7 月成立了国际业务部，主要服务于“一带一路”建设中重大项目及境内（外）企业在境外（内）市场融资和海外并购等业务，目前正在进行香港子公司设立与境外牌照申请工作，未来国际业务将有进一步发展。新三板业务方面，公司 2017 年推荐挂牌企业 2 家、同比减少 2 家，截至 2017 年末历史累计推荐挂牌 9 家。

总体看，2017 年，公司强项业务债券承销稳健发展，其他投行业务逐步跟进；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。

（5）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。国开泰富成立于 2013 年，2017 年 9 月原股东同比例增资 1.60 亿元，截至 2017 年末国开泰富注册资本 3.60 亿元，其中公司持股 66.70%。2017 年，国开泰富延续了快速发展势头，目前管理的产品有债券型、货币型和混合型共 4 只基金，截至 2017 年末管理资产总额 74.43 亿元，其中公募基金管理规模 7.50 亿元，专户业务管理规模 22.80 亿元。截至 2017 年末，国开泰富资产总额 3.54 亿元、净资产 3.36 亿元，较上年末分别增长 13.37% 和 96.35%；2017 年，国开泰富实现营业收入 0.58 亿元、同比增长 32.73%，实现净利润 0.05 亿元、同比扭亏为盈。

研究业务

2017 年，公司继续推进卖方研究，确立了以“专家+研究”模式作为推动转型探索的重要方向，研究团队共完成研究与信息报告 483 篇，覆盖宏观、固收、策略、金融工程等 7 个行业，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，2017 年对外发布的研报数量同比实现翻番。

总体看，公司研究业务仍处于起步阶段，子公司国开泰富仍处于发展期，目前对公司收入贡献均不大，但发展趋势良好。

3. 重大事项

2017 年 12 月，公司股东大会通过申请首次公开发行 A 股股票并上市的议案，本次发行拟不超过 11.00 亿股，且不超过本次发行后总股本的 10.38%，所募集资金在扣除发行费用后，拟用于

增加公司资本金，补充公司营运资金，用于公司各项业务的发展。目前公司正在接受中信证券股份有限公司的上市辅导。

联合评级将持续关注公司首次公开发行股票并上市的进展。

4. 未来发展

公司的总体发展目标是围绕“成为机构客户首选的一流投资银行”的战略定位，坚持通过资本市场工具服务实体经济发展、服务国家战略，不断完善业务布局、客户布局和市场布局；打造专业团队，提升创新能力，培育核心竞争力，加强合规风控，为客户提供优质的一体化综合金融服务，增强对股东的贡献度，逐步成为具有特色、业绩优良、不断创新、竞争力突出的优秀证券公司。

具体来看，巩固以债券承销、资产证券化业务为代表的投资银行业务优势；继续加强证券自营业务投资能力；持续推动经纪业务转型发展，形成大经纪业务模式，做到“支撑机构业务发展、带动零售业务提升”；拓宽资金渠道，完善产品体系，提升资产管理业务创收能力；拓展业务范围，加大创新力度，特别是在国际业务和研究业务领域有所发展；加强分公司建设，完善营业部职能，推动设立私募投资基金管理子公司，打造全面业务网络；健全风险内控制度，确保公司合规经营；充实专业队伍，完善激励约束机制。

总体看，公司战略目标清晰、定位明确，发展路径符合自身特点和未来发展需要。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2017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，并被出具了无保留审计意见。本报告的2016年财务数据取自2017年审计报告的比较数据。合并范围方面，公司合并子公司无变化，系一家控股子公司；纳入合并的结构化主体数量，2017年为6项，较上年减少3项；公司财务数据可比性较强。

截至2017年末，公司合并资产总额435.19亿元，其中客户资金存款7.12亿元，客户备付金4.23亿元；负债总额281.32亿元，其中代理买卖证券款10.53亿元；所有者权益合计153.87亿元（含少数股东权益1.12亿元）；母公司口径净资产198.09亿元。2017年，公司实现营业收入17.34亿元，净利润8.28亿元，其中归属于母公司的净利润8.26亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.24亿元，现金及现金等价物净增加额-15.21亿元。

2. 资产质量与流动性

截至2017年末，公司资产总额435.19亿元，较上年末小幅增长0.94%，主要系信用业务规模增加导致买入返售金融资产增加所致。公司资产以自有资产为主，2017年末自有资产占资产总额的97.58%，较上年末增加1.86个百分点；截至2017年末，公司自有资产424.66亿元，较上年末小幅增长2.90%。公司自有资产仍以可快速变现资产为主，2017年末可快速变现资产占自有资产的69.30%，较上年末减少3.27个百分点。截至2017年末，公司可快速变现资产为294.29亿元，较上年末小幅下降1.73%，系自有货币资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产减少所致；可快速变现资产以买入返售金融资产（占比42.10%）、可快速变现的可供出售金融资产（占比35.40%）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占

比 12.44%) 为主, 其余为自有货币资金、自有备付金和融出资金。

表6 公司资产情况 (单位: 亿元)

项目	2016 年	2017 年
自有资产	412.70	424.66
可快速变现资产	299.49	294.29
其中: 自有货币资金	19.85	14.09
自有结算备付金	6.79	4.65
融出资金	8.79	10.90
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产*	74.79	36.60
买入返售金融资产	104.77	123.89
可供出售金融资产*	84.50	104.17
非自有资产	18.44	10.53
其中: 客户货币资金	13.94	7.12
客户备付金	4.71	4.23
资产总额	431.13	435.19

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、理财类投资等不能快速变现资产后的数据列示, 带*标记的项目与财务报表数据存在差异。

截至 2017 年末, 公司货币资金 21.21 亿元, 较上年末下降 37.23%, 系客户资金减少, 以及自有货币资金 (2016 年末收到的增资款) 随着逐步使用而减少所致; 公司自有货币资金 14.09 亿元, 较上年末下降 28.99%, 其中使用受限的货币资金为 0.37 亿元, 主要系子公司国开泰富存放于银行独立专户核算的一般风险准备金存款。

截至 2017 年末, 公司融出资金账面价值 10.90 亿元, 较上年末增长 24.03%, 系融资融券业务规模增加所致; 其中期限在 3 个月以内的占比 54.71%, 3~6 个月的占比 19.28%, 6 个月以上的占比 26.01%; 融出资金共计提减值准备 0.02 亿元、计提比例 0.20%; 期末担保物公允价值是相应融出资金账面价值的 2.72 倍。

截至 2017 年末, 公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产账面价值 37.98 亿元, 较上年末下降 50.53%, 主要系公司自营投资规模和合并结构化主体投资规模减少所致; 其中债券投资占比 64.72%, 股票投资占比 23.42%, 基金占比 8.23%, 其余为少量资产支持证券和银行理财。

截至 2017 年末, 公司买入返售金融资产 123.89 亿元, 较上年末增长 18.25%, 系公司股票质押业务规模增长所致; 买入返售金融资产标的物以股票为主 (占比 66.24%), 其余均为债券 (主要是金融债券和政府债券); 资产剩余期限在 3 个月以内的占比 41.94%, 3~12 个月的占比 39.74%, 1 年以上的占比 16.98%; 已逾期资产的账面价值共 1.66 亿元, 占 1.34%; 截至年末公司为买入返售金融资产共计提了 0.60 亿元减值准备, 均系对股票质押式回购在综合考虑抵押品公允价值后计提的减值准备, 总计提比例 0.48%, 计提充足性一般; 2017 年末抵押物公允价值是买入返售金融资产账面价值的 2.09 倍。

截至 2017 年末, 公司可供出售金融资产账面价值 110.80 亿元, 较上年末增长 3.04%, 其中债券占比 89.27%、基金占比 4.68%, 其他为资管计划、银行理财等; 扣除资管计划、理财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 104.10 亿元, 较上年末增长 23.19%, 主要系自营债券投资增加、划付证金公司救市资金部分收回所致; 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 2016 年已逾期的企业债 (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), 计提较充足。

此外, 公司持有较大规模应收款项类投资, 截至 2017 年末, 公司应收款项类投资 76.87 亿元, 较上年末增长 3.10%, 均为公司购买的以国开行信贷资产为标的而发行的资产支持证券产品的次级档, 法定到期日集中于 2018~2024 年。

总体看, 2017 年, 公司资产总额和自有资产小幅增长, 自有资产以可快速变现资产为主, 整体资产流动性和质量较好。

3. 负债及杠杆水平

截至 2017 年末负债总额 281.32 亿元, 较上年末微幅下降 0.88%。公司负债总额以自有负债为主, 2017 年末自有负债占负债总额的 96.26%, 较上年末增加 2.75 个百分点; 非自有负债仅为经纪业务产生的少量代理买卖证券款。截至 2017 年末, 公司自有负债 270.79 亿元, 较上年末小幅增长 2.04%, 主要系拆入资金和发行债券规模增加所致; 自有负债中占比较大的项目为拆入资金(占比 14.03%)、卖出回购金融资产款(占比 42.61%)和应付债券(占比 33.23%)。

表 7 公司负债情况(单位: 亿元, %)

项目	2016 年	2017 年
负债总额	283.82	281.32
自有负债	265.39	270.79
其中: 拆入资金	3.00	38.00
卖出回购金融资产款	125.89	115.37
应付债券	50.00	89.97
非自有负债	18.44	10.53
其中: 代理买卖证券款	18.44	10.53
全部债务	209.38	253.35
其中: 短期债务	145.39	158.37
长期债务	64.00	94.97
自有资产负债率	64.31	63.77
净资产/负债(母公司口径)	95.16	76.60
净资产/负债(母公司口径)	72.92	59.13

资料来源: 公司财务报告、监管报表, 联合评级整理。

截至 2017 年末, 公司拆入资金 38.00 亿元, 较上年末增加 35.00 亿元, 均为向银行拆借的资金。

截至 2017 年末, 公司卖出回购金融资产款为 115.37 亿元, 较上年末下降 8.35%; 按标的物来看, 主要为债券(占比 67.50%)、债权收益权(占比 12.13%)和资产支持证券收益权(占比 20.37%); 按剩余期限来看, 均在一年以内, 且以 1 个月以内为主(占比 66.98%)。

截至 2017 年末, 公司应付债券 89.97 亿元, 较上年末增长 79.96%, 系公司 2017 年发行公司债券和收益凭证所致; 其中次级债券 1 只(50.00 亿元)、公司债 1 只(24.98 亿元)和收益凭证 3 只(合计 15.00 亿元)。

从债务来看, 截至 2017 年末, 公司全部债务规模 253.35 亿元, 较上年末增长 21.00%, 长短期债务均有所增加; 其中短期债务占 62.51%、长期债务占 37.49%, 债务结构仍以短期为主。从全部债务偿还期分布来看, 截至 2017 年末, 公司债务偿还期主要集中在 2018 年, 集中度高, 符合行业业务特点, 但需持续加强流动性管理。

表8 截至2017年末公司全部债务偿还期限结构(单位:亿元,%)

到期期限	2018年	2019年	2020年	2021年及之后	合计
金额	178.37	24.98	--	50.00	253.35
占比	70.41	9.86	--	19.73	100.00

资料来源:公司提供,联合评级整理。

截至2017年末,公司自有资产负债率63.77%,较上年末小幅下降,杠杆水平处于正常区间。在新净资本监管要求下,截至2017年末,母公司口径的净资本/负债指标为76.60%,净资产/负债指标为59.13%,均较上年末有所下降,但仍优于监管要求。

总体看,2017年,公司负债规模变动不大,整体杠杆水平适中;公司债务主要集中在短期偿还,需对公司流动性管理保持关注。

4. 资本充足性

截至2017年末,公司股东权益合计153.87亿元,较上年末增长4.46%,系利润滚存所致;其中,归属于母公司所有者权益152.75亿元,少数股东权益1.12亿元。截至2017年末,归属于母公司所有者权益中,实收资本占比62.19%、资本公积占比28.20%、一般风险准备占比5.79%、未分配利润占比3.86%;公司2017年改制时,以2016年末的净资产为基础将未折合股本的部分分别计入了一般风险准备、其他综合收益和资本公积,改制后实收资本和资本公积占比较大,公司所有者权益的稳定性较好。公司2017年末进行利润分配,但改制时将24.32亿元未分配利润用于转增股本,年末剩余未分配利润大幅减少至5.89亿元。

公司各项风控指标均优于监管预警标准,截至2017年末,母公司口径(下同)的净资本和净资产规模分别为198.09亿元和152.91亿元,分别较上年末增长3.32%和4.07%,根据证券业协会披露的行业排名分别为第20位和28位,较上年末分别持平和提升1位;净资本/净资产指标129.55%,较上年末变化不大;风险覆盖率升至288.35%,系净资本增加、各项风险资本准备之和减少所致;资本杠杆率降至35.60%,系表内外资产总额增幅较大所致;流动性覆盖率为570.78%、净稳定资金率为194.49%,弹性很大。

表9 母公司口径风险控制指标(单位:亿元,%)

项目	2016年	2017年	监管标准	预警指标
核心净资本	141.74	148.09	--	--
附属净资本	50.00	50.00	--	--
净资本	191.74	198.09	≥2	≥2.4
净资产	146.93	152.91	--	--
各项风险资本准备之和	75.96	68.70	--	--
净资本/净资产	130.49	129.55	≥20	≥24
风险覆盖率	252.43	288.35	≥100	≥120
资本杠杆率	39.86	35.60	≥8	≥9.6
流动性覆盖率	1,104.27	570.78	≥100	≥120
净稳定资金率	183.26	194.49	≥100	≥120

资料来源:公司监管报表,联合评级整理。

总体看,2017年,公司所有者权益保持增长,改制后所有者权益稳定性增加;主要风险控制指标均优于监管要求,资本充足性较好。

5. 盈利能力

2017 年，随着证券市场波动，公司实现营业收入 17.34 亿元，同比下降 1.83%，主要系投资收益减少所致。营业收入中，投资收益为最主要来源，2017 年投资收益占营业收入的 81.14%，公司收入高度依赖投资收益；手续费及佣金净收入是重要的收入来源，2017 年贡献了 47.20% 的营业收入；利息净流出规模持续较大，主要系卖出回购业务支出利息规模大所致；公允价值变动损益 2017 年仍为净损失状态，但损失同比收窄。

表 10 公司盈利能力情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年
营业收入	17.66	17.34
其中：手续费及佣金净收入	8.32	8.18
利息净收入	-6.22	-3.92
投资收益	17.97	14.07
公允价值变动损益	-2.45	-1.03
营业支出	7.88	6.27
其中：业务及管理费	5.78	5.78
资产减值损失	1.53	0.28
营业利润	9.78	11.07
净利润	7.51	8.28
营业费用率	32.71	33.35
薪酬收入比	19.76	21.57
营业利润率	55.38	63.85
平均自有资产收益率	1.77	1.98
平均净资产收益率	5.95	5.50

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

从营业支出来看，2017 年，公司营业支出 6.27 亿元，同比减少 20.47%，主要系 2016 年发生了自营投资所持债券违约、计提资产减值损失 1.50 亿元，2017 年预提资产减值损失减少所致。业务及管理费是营业支出的主要构成，2017 年业务及管理费 5.78 亿元，同比变化不大，业务及管理费占营业支出的比重 2017 年为 92.25%；业务及管理费中，2017 年人力成本占比 64.67%，同比增加 4.27 个百分点。2017 年，公司营业费用率 33.35%、薪酬收入比 21.57%，费用指标有所上升。

从盈利情况来看，2017 年，公司实现营业利润、利润总额和净利润分别为 11.07 亿元、11.08 亿元和 8.28 亿元，同比分别增长 13.18%、12.18%和 10.23%，系 2017 年营业支出减少所致；公司营业利润率 63.85%、平均自有资产收益率 1.98%，同比均有所提升，利润创造能力强；平均净资产收益率 5.50%，同比小幅下降，公司平均净资产收益率略低于行业平均水平（约 6.48%），净资产收益率在证券业协会披露的行业排名为第 32 位，同比提升 3 位。

总体看，2017 年，公司利润规模有所增长，盈利能力有所下降；但公司收入高度依赖投资收益，未来证券市场和政策环境的变化仍对公司盈利水平影响较大。

6. 现金流

从现金流来看，2017 年，公司经营活动现金净流出收窄，2017 年净流出 3.24 亿元，主要系回购业务规模减少所致；投资活动现金由净流入转为净流出 29.63 亿元，主要系公司为与其控股股东保持会计政策一致，将部分自营业务（可供出售金融资产）计入投资活动，2017 年固

定收益类自营投资规模增加所致；筹资活动现金净流入 17.67 亿元，主要系发行债券所致。

表11 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
经营性现金流量净额	-86.48	-3.24
投资性现金流量净额	3.82	-29.63
筹资性现金流量净额	95.00	17.67
现金及现金等价物净增加额	12.36	-15.21
期末现金及现金等价物余额	45.27	30.05

资料来源：公司财务报告

总体看，公司主要业务受市场行情影响较大，2017年经营性现金流和投资性现金流随之波动；考虑到公司融资渠道通畅，筹资能力较强，整体现金流状况处于较好水平。

7. 偿债能力

从资产对负债的保障程度来看，截至2017年末，公司合并口径可快速变现资产/自有负债指标1.09倍；母公司口径的净资产/负债指标59.13%，均较上年有所下降但仍保持良好；资产对负债的覆盖程度较好。

从盈利对债务的保障程度来看，2017年，公司EBITDA同比下降0.70%至21.99亿元，其中利润总额占比50.40%、利息支出占比47.39%；随着债务规模增加，公司EBITDA全部债务比小幅降至0.09倍，EBITDA对全部债务保障程度低；EBITDA利息倍数提升至2.11倍，EBITDA对利息支出仍能够形成良好保障。

表12 公司偿债能力指标

项目	2016 年	2017 年
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.13	1.09
净资产/负债（母公司口径）（%）	72.92	59.13
EBITDA（亿元）	22.14	21.99
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	1.88	2.11

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

截至 2017 年末，公司已获得各家银行的各类授信额度 622.20 亿元，其中尚未使用的额度为 549.70 亿元，间接融资渠道通畅。

截至2017年末，公司无对外担保；有未决诉讼3起，主要系公司就股票质押违约客户和自营持有债券违约对手方提起的2起诉讼，涉及金额合计约2.80亿元。

根据人民银行征信报告，截至2018年3月23日，公司无未结清和已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，2017 年，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一般；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 2017 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 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 13 本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

项目	2017 年
可快速变现资产/跟踪债券待偿本金合计	11.77
净资产/跟踪债券待偿本金合计（母公司口径）	6.12
EBITDA/跟踪债券待偿本金合计	0.88
净利润/跟踪债券待偿本金合计	0.33
经营活动现金净流量/跟踪债券待偿本金合计	-0.13

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，各项业务发展较好，投资风格稳健，股东实力强大且支持力度大等因素，公司对“17 国证债”的偿还能力极强。

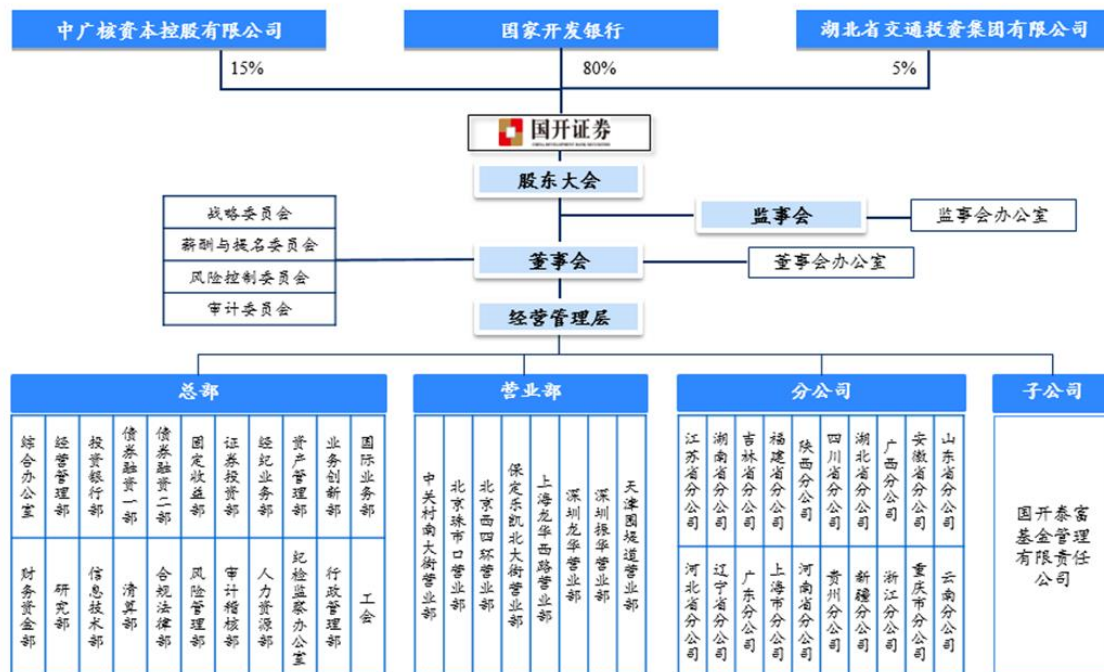
八、综合评价

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，2017 年继续推动业务转型，业务结构持续优化，资管业务和信用业务增长较快，多元化经营格局持续完善；2017 年完成股份制改造，内部管理进一步规范；公司资产流动性较好，资本充足性好。

联合评级也关注到，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；公司短期债务占比较大，需对流动性状况保持关注。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“17 国证债”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 国开证券股份有限公司 组织结构图



附件 2 国开证券股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	431.13	435.19
自有资产（亿元）	412.70	424.66
可快速变现资产（亿元）	299.49	294.29
所有者权益（亿元）	147.31	153.87
自有负债（亿元）	265.39	270.79
自有资产负债率（%）	64.31	63.77
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.13	1.09
营业收入（亿元）	17.66	17.34
净利润（亿元）	7.51	8.28
EBITDA（亿元）	22.14	21.99
营业利润率（%）	55.38	63.85
营业费用率（%）	32.71	33.35
薪酬收入比（%）	19.76	21.57
平均自有资产收益率（%）	1.77	1.98
平均净资产收益率（%）	5.95	5.50
净资本（亿元）	191.74	198.09
风险覆盖率（%）	252.43	288.35
资本杠杆率（%）	39.86	35.60
流动性覆盖率（%）	1,104.27	570.78
净稳定资金率（%）	183.26	194.49
短期债务（亿元）	145.39	158.37
长期债务（亿元）	64.00	94.97
全部债务（亿元）	209.38	253.35
EBITDA 利息倍数（倍）	1.88	2.11
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.09
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.89	0.88

附件 3 有关计算指标的计算公式

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