

信用等级公告

联合[2018]447 号

江海证券有限公司：

联合信用评级有限公司通过对江海证券有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

江海证券有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”
江海证券有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月七日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

江海证券有限公司

2018 年公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次债券规模：不超过（含）10 亿元

本次债券期限：3 年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2018 年 5 月 7 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	191.90	238.02	401.87
自有资产（亿元）	102.09	170.11	350.06
可快速变现资产（亿元）	91.11	117.54	279.02
所有者权益（亿元）	50.63	101.84	102.01
自有负债（亿元）	51.45	68.27	248.05
自有资产负债率（%）	50.40	40.13	70.86
营业收入（亿元）	20.65	12.40	13.54
净利润（亿元）	8.55	3.81	2.92
营业利润率（%）	55.47	40.98	28.38
平均净资产收益率（%）	21.85	4.99	2.86
净资本（亿元）	43.35	93.89	119.88
风险覆盖率（%）	131.73	193.00	146.91
资本杠杆率（%）	39.96	53.32	24.89
短期债务（亿元）	44.21	52.17	166.42
全部债务（亿元）	44.21	63.20	240.91
EBITDA（亿元）	15.50	7.13	12.37
EBITDA 利息倍数（倍）	4.29	4.60	1.55
EBITDA 全部债务比（倍）	0.35	0.11	0.05
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.55	0.71	1.24

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中涉及净资产、净资产、各项风险准备之和指标均为母公司口径。

评级观点：

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对江海证券有限公司（以下简称“公司”或“江海证券”）的评级反映了公司作为国内综合性券商之一，具备较为完整的证券业务板块以及多元化经营的发展模式，且在黑龙江省区域竞争力较强；同时，近年来，公司积极推进业务发展，经纪、自营和信用业务取得了较好发展。2016 年，上市公司哈尔滨哈投投资股份有限公司（以下简称“哈投股份”）通过重大资产重组，收购公司原其他股东股份，公司成为哈投股份的全资子公司。同年 10 月，哈投股份对公司增资 49.81 亿元，资本实力的增强为公司经营规模持续增长提供了有力支撑。

联合评级同时也关注到，公司营业收入受市场行情波动及相关监管政策等因素影响较大，未来收入增长存在一定不确定性；近年来盈利能力有所下滑；债务集中在 1 年内到期的占比较大，需要公司进行较好的流动性管理。

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

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

优势

1. 公司是黑龙江省辖区内唯一一家国有控股券商，在黑龙江省设有 33 家营业部，具有较强的网点优势，区域竞争力较强。

2. 2016 年哈投股份收购公司原其他股东股份，公司成为上市公司子公司，融资方面更加畅通。同年 10 月，哈投股份对公司增资 49.81 亿元，公司资本实力得到增强，为公司经营规模持续增长提供了有力支撑。

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

关注

1. 经济周期变化、市场波动及相关监管政策的变化等因素对证券公司经营带来的影响值得关注。

2. 近年来,受市场行情下滑、债务规模增长导致利息支出增加以及资产减值损失规模增长影响,公司盈利能力有所下滑;公司债务规模增长较快,杠杆水平较高,债务集中在 1 年内到期的占比较大,需要公司进行较好的流动性管理。

3. 公司股票质押业务出现违约及涉诉风险事件,公司共计提 6,930.05 万元减值准备,对公司的盈利情况带来一定不利影响。

分析师

张 玮

电话: 010-85172818

邮箱: zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电话: 010-85172818

邮箱: zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



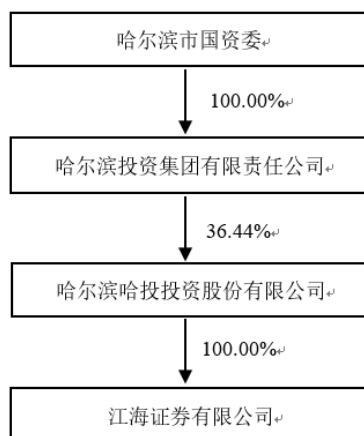
一、主体概况

江海证券有限公司（以下简称“公司”或“江海证券”）原名江海证券经纪有限责任公司，成立于 2003 年 12 月，由原哈尔滨市国际信托投资公司证券营业部、原哈尔滨市财政证券公司、原哈尔滨市证券交易中心重组设立而来，初始注册资本为 1.09 亿元。

2006 年 10 月，公司吸收合并天元证券经纪有限公司，并由哈尔滨投资集团有限责任公司（以下简称“哈投集团”）增资 2.00 亿元，合并及增资后，公司注册资本达到 3.21 亿元。2008 年 9 月，公司由原股东哈投集团、齐齐哈尔市财政局实施定向增资，注册资本金变更为 5.53 亿元。2009 年 3 月，由吉林亚泰（集团）股份有限公司、原股东黑龙江省大正投资集团有限责任公司实施增资，公司注册资本变更为 13.63 亿元。2009 年 6 月，公司名称变更为江海证券有限公司。2015 年 5 月，由哈投集团实施增资，公司注册资本变更为 17.86 亿元。

2016 年，哈投集团旗下上市子公司哈尔滨哈投投资股份有限公司（以下简称“哈投股份”，证券代码：600864.SH）收购公司其他原股东的股权，成为公司唯一出资人，2016 年 7 月，公司完成股东变更工商登记手续。2016 年 10 月，哈投股份对公司增资 49.81 亿元。截至 2017 年末，公司注册资本 67.67 亿元，为哈投股份全资子公司。哈投股份控股股东为哈投集团，持有哈投股份 36.44% 股权，哈投集团为哈尔滨市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“哈尔滨市国资委”）全资子公司，公司实际控制人为哈尔滨市国资委。

图 1 截至 2017 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：证券经纪，证券承销与保荐，证券投资咨询，证券自营，证券资产管理，融资融券，证券投资基金代销，代销金融产品；自有房屋租赁。

截至 2017 年末，公司共设有 75 家证券营业部，其中黑龙江省 33 家，其余主要分布在北京和上海；公司在上海、北京和深圳等区域共设有 17 家分公司；公司拥有全资一级子公司 2 家：江海证券投资（上海）有限公司（以下简称“江海证投”）和江海证券创业投资（上海）有限公司（以下简称“创业投资”），控股子公司 1 家：江海汇鑫期货有限公司（以下简称“汇鑫期货”）；公司共有员工 1,527 人。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 401.87 亿元，其中客户存款 39.80 亿元，客户备付金 9.81 亿元；负债总额 299.86 亿元，其中代理买卖证券款 51.81 亿元；所有者权益 102.01 亿元，其中归属于母公司所有者权益 101.60 亿元；母公司口径净资产 101.43 亿元，净资本 119.88 亿元。2017

年，公司实现营业收入 13.54 亿元，净利润 2.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额-92.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.46 亿元。

公司注册地址：哈尔滨市香坊区赣水路 56 号；法人代表：孙名扬。

二、债券概况

1. 本次债券概况

公司拟发行的公司债券名称为“江海证券有限公司2018年公开发行公司债券”，发行规模为不超过人民币10亿元（含10亿元），其中基础发行规模为5亿元，可超额配售不超过5亿元（含5亿元），期限为3年。本次债券面值100元，按面值平价发行。本次公司债券的票面利率为固定利率，具体将由公司根据询价情况确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券面向合格投资者公开发行。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行的债券募集资金扣除发行等相关费用后，拟全部用于补充公司营运资金。

三、行业分析

1. 证券行业概况

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

（1）证券市场发展概况

证券市场的规模不断扩大，市场活跃度不断提升

股票市场方面，根据交易所公布的数据，截至 2017 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,485 家，股票市场总市值为 63.18 万亿元，较 2016 年底增加 13.33%，平均市盈率为 19.51 倍，较 2016 年减少 1.90 个倍数；2017 年全部 A 股成交额为 111.76 万亿元，日均成交额为 0.46 万亿元，同比减少均为 11.66%。融资融券业务规模较 2016 年有所增加。截至 2017 年底，市场融资融券余额为 1.03 万亿元，其中融资余额占比为 99.56%，融券余额占比为 0.44%。股票一级市场发行方面，2017 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.72 万亿元，同比减少 18.48%，共完成 IPO 为 438 家、增发 540 家、配股 7 家。

债券市场方面，根据 Wind 资讯统计数据，截至 2017 年底，债券余额为 70.96 万亿元，较 2016 年底增加 49.17%。债券发行方面，2017 年国内共发行各类债券 3.73 万只，发行额达 40.79 万亿元。2017 年国内债券交易总金额为 1,052.59 万亿元，其中，现券交易成交金额为 99.26 万亿元，回购交易成交金额为 874.39 万亿元，同业拆借 78.93 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2017 年全国期货市场累计成交额为 187.90 万亿元，同比下降 3.95%；其中，中国金融期货交易所的交易金额为 24.59 万亿元，占全国市场份额 13.09%，同比增长 34.98%。

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 2017 年底，挂牌企业数量达 11,630 家，较 2016 年底增加 14.43%；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区域股权市场和新三板市场合作对接机制的设立、新三板分层制度的完善、转板制度的出台、上交所战略新兴板的建立、区域股权市场创新（如科创板的完善）等。

金融创新产品和服务不断推出

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

（2）证券公司发展概况

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

表 1 证券行业概况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
证券公司家数(家)	115	120	125	129	131
盈利家数(家)	104	119	124	124	120
盈利家数占比(%)	90.43	99.17	99.20	96.12	91.60
营业收入(亿元)	1,592.41	2,602.84	5,751.55	3,279.94	3,113.28
净利润(亿元)	440.21	965.54	2,447.63	1,234.45	1,129.95
总资产(万亿元)	2.08	4.09	6.42	5.79	6.14
净资产(万亿元)	0.75	0.92	1.45	1.64	1.85
净资本(万亿元)	0.52	0.68	1.25	1.47	1.58

数据来源：中国证券业协会

2017 年以来，证券行业在监管趋严和市场震荡性行情环境下，业绩分化有所加深，风险事件逐步得到控制。一方面，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。2018 年初，受美股大幅下跌拖累，证券市场有所下跌，但整体来看，受美联储加息和我国经济形势向好的双向影响，市场维持震荡性行情。从业务表现看，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，业务结构同质化较为严重，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；在市场活跃度提升和 IPO 发行常态化的驱动下，

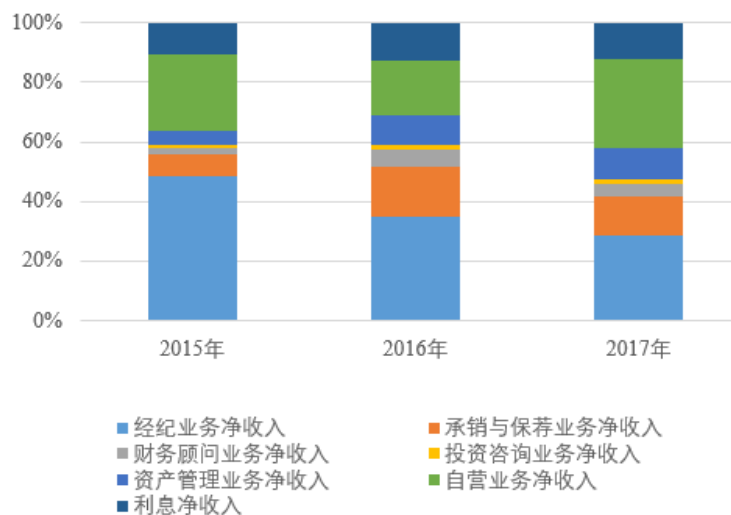
证券公司全年业绩降幅收窄。2017 年，证券公司经纪业务和投行收入占比有一定下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升。另一方面，行业监管思路明确为依法监管、从严监管、全面监管，在投行业务、股票质押业务、再融资业务以及资产管理业务等方面相继出台政策法规，并加大违规事件的惩处力度；此外，证监会修订并发布了《证券公司分类监管规定》，引导证券公司从净资产补充、合规、风控等方面加强管理和监控，对证券行业整体信用能力的提升是利好。未来，在监管政策和行业转型的推动下，证券公司肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥，中国资本市场的持续发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

截至 2017 年底，131 家证券公司总资产为 6.14 万亿元，较 2016 年底增加 6.04%；净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，较 2016 年底分别增加 12.80%和 7.48%，资本实力有所提升。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%，经营业绩有所下滑。

2. 业务分析

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。证券经纪业务是我国证券公司最主要的业务组成部分，是收入的主要来源，证券经纪业务收入占比虽不断下降，但收入占比仍保持在 28%以上。近年来，证券公司各项业务板块持续发展，但受市场行情影响较大。2015 年，受益于证券整体成交量的持续增加，行业经纪业务、自营业务均实现大幅增长，2016 年，整体行情较为低迷，经纪业务和自营业务收入下滑较大，但受益于债券市场的繁荣，承销与保荐业务收入增长较快。2017 年以来，经纪业务和投行收入占比有一定下降，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，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小。

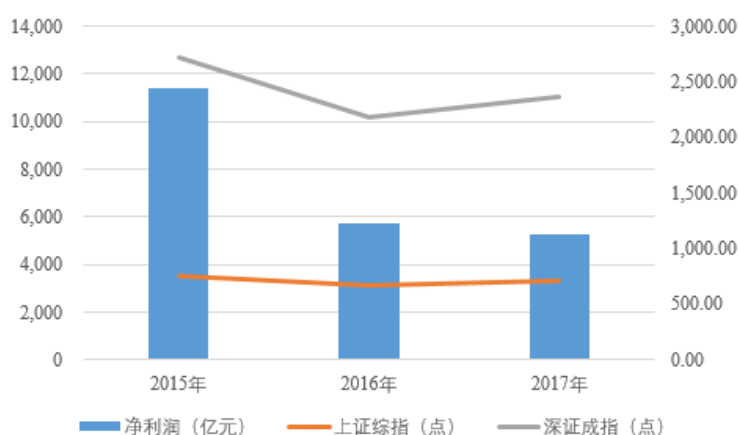
图 2 我国证券行业业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站

由于证券公司的收益水平与证券市场交易量及市场指数正相关，2016 年我国证券行业净利润随着市场指数回落而大幅下降；2017 年，市场指数小幅上升，证券公司由于竞争加剧，净利润水平仍小幅下降。

图3 证券行业净利润情况图



资料来源：中国证券业协会网站

（1）经纪业务

由于市场竞争加剧、互联网金融的兴起，经纪业务市场平均佣金率不断下滑。金融危机后，股票市场交易量持续萎缩，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降，也导致了证券公司盈利水平的大幅下滑。直到2012年11月，证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定》，意味着证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”，经纪业务迎来新的发展机遇。同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战，证券公司的经纪业务即将进入转型期，轻型营业部应运而生。2014年下半年以来，国内股票市场经历较长时间的熊市迎来牛市行情，市场交易量明显上涨，证券公司的经纪业务面临新的业务发展机遇和调整。同时，随着融资融券业务的发展以及现金管理型产品的推出，都为经纪业务带来新的增长动力。

近年来随着经纪业务竞争的加剧，经纪业务也从传统的股票交易业务，增加了财富管理的理念，开展多金融产品交叉营销，券商逐渐完成了传统经纪业务的转型。但经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性风险。2015年6月中旬股市开始持续下跌，两市市值大幅下降、成交量下滑；成交量的下降也影响了经纪业务收入。2016年，股票市场行情景气度不高，证券公司实现代理买卖证券业务净收入1,052.95亿元，仅为2015年收入的39.13%。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。

（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。

2017年，131家证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入384.24亿元，同比下降26.11%，占全行业营业收入的13.32%，较2016年下降了3.81个百分点。一方面，2017年IPO发行常态化，IPO发行规模大幅提升，国内沪深两市累计IPO家数为438家，较2016年增加211家，首发募集资金2301.09亿元，同比增加53.81%；受再融资新规影响，增发规模有所下降，2017年增发家数为540家，较2016年减少253家，增发募集资金1.27万亿元，较2016年减少29.44%。另一方面，受到去杠杆政策和资金成本上升影响，我国债券市场步入低迷，发行规模增速放缓，2017年国内债券市场合计发行债券（含同业存单）37,289只，发行额40.79万亿元，较2016年分别增

加 27.47%和 12.18%。

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。2017 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额由 2016 年的 37.07%提升至 46.50%，瓜分近半市场；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额由 33.60%提升至 39.33%；可见，无论股市还是债市，大证券公司市场地位均进一步巩固。

但值得注意的是，在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司资金的流动性。同时，股票承销业务受监管审批政策的影响较大，IPO 政策的变化对承销与保荐业务具有较大影响。

（3）自营业务

自营业务随着证券公司资金规模的扩大和监管的放松，近年来在各家券商业务中发展较快，主要包括权益类投资和固定收益类投资。2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。自营资产以固定收益投资为主，2014 及 2015 年股票市场大幅上涨，各证券公司加大了股票、基金和其它证券产品的投资比重。2016 年以来，随着股票市场趋冷，权益类资产占比有所下降。2016 年，证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)568.47 亿元，同比减少 59.78%。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，131 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）860.98 亿元，同比增长 51.46%。自营业务受市场风险影响较大，收入实现存在一定不确定性。

（4）资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小，但是各券商未来业务发展的一大重点。目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。近年来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，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。2017 年 11 月，监管部门发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿），控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。截至 2016 年末，证券公司行业受托的资产管理规模约为 17.58 万亿元，较年初增长 47.86%。2016 年，证券公司实现资产管理业务净收入 296.46 亿元，同比增长 7.85%。截至 2017 年末，证券公司资产管理业务规模为 17.26 万亿元，较年初小幅下降 1.82%。2017 年，证券公司实现资产管理业务净收入 310.21 亿元，同比小幅增长 4.64%。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）其他业务

2012 年以来，证券公司其他业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的其他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 2015 年 6 月 18 日，沪深两市融资融券余额达到峰值 22,730.35 亿元，为 2014 年底的 2.22 倍。自 2015 年 6 月中旬股市开始暴跌，两融业务规模大幅下降。截至 2015 年底，沪深两市融资融券余额为 11,742.67 亿元。2015 年 7 月 1 日，证监会正式发布《证券公司融资融券业务管理办法》（下称《办法》）规定，鼓励券商在保证资金安全的前提下，有序开展此项业务。2016 年以来，受股票市场成交量下降影响，截至 2016 年底，市场融资融券余额为 9,392.49 亿元，较 2015 年底有所下降，其中融资余额占比 99.63%，融券余额占比 0.37%；另一方面，股票质押式回购业务等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 年底，沪深两市股票质押回购待购回初始交易金额达 1.93 万亿元，取得了较快发展。截至 2017 年底，两融余额 1.03 万亿元，较 2016 年末增长 9.26%；股票质押业务交易规模有所下降，但业务余额大幅上升；2017 年股票质押交易参考市值约为 3.67 万亿元，较 2016 年底减少 22.56%，其中未解押交易参考市值 3.31 万亿元，较 2016 年底增加 71.27%；证券公司在股票质押业务中全部交易参考市值占比提升至 58.67%，已取代银行成为最大质押方。2018 年 1 月，中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，要求分类评价结果为 A 类的证券公司，自有资金参与股票质押回购交易余额不得超过公司净资本的 150%；分类评价结果为 B 类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 100%；分类评价结果为 C 类及以下的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 50%，同时要求证券公司对坏账计提减值准备。同期，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》，对融入方资格、初始交易金额、质押集中度以及资金用途都做出了限制，同时增加了融入方担保物范围。上述规定将引导股票质押业务聚焦实体经济，降低融资风险，也对证券公司风险控制能力提出了更高的要求；但在一定程度上影响了证券公司参与股票质押式回购交易规模，尤其是对中小证券公司影响较大。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。

3. 市场竞争

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

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

同时，随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2017 年上半年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 877.72 亿元，净利润 324.27 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 61.08% 和 58.68%；截至 2017 年上半年，前十大证券公司资产总额为 3.40 万亿元，占全行业总资产的 58.58%，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 2017 年上半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	1,470.44	6,059.12	186.94	51.83
2	国泰君安	1,277.65	4,047.26	111.04	50.92
3	海通证券	1,241.21	5,348.94	128.14	45.17
4	华泰证券	856.02	3,688.30	81.17	30.55
5	广发证券	838.77	3,583.28	100.50	44.97
6	招商证券	766.26	2,428.17	58.59	25.48
7	中国银河	630.25	2,294.46	56.68	21.31
8	申万宏源	543.44	2,829.66	60.62	21.05
9	光大证券	492.71	1,948.56	39.67	12.87
10	国信证券	491.54	1,806.94	54.35	20.13
合计		8,608.29	34,034.69	877.72	324.27

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。2015 年以来，股票市场从火热到大幅下跌，走势波动较大，市场风险加剧，对自营业务影响较大，但也对证券公司应对市场风险的策略和技术提出了更高要求。

（2）信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。融

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

（3）流动性风险

在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。近年来，随着创新业务的发展和深化，证券公司经营和资产负债结构日趋复杂化，流动性风险体现三种新趋势，一是资产流动性下降和负债杠杆率提高；二是表外业务膨胀发展隐含着表外负债的增长，未来以结构性投融资、资产证券化、部分资管产品为载体的表外业务在创新活动中也将迅速增长；三是资本性承诺的潜在冲击，新股发行市场化定价使得投行业务的包销风险不断加大，单个项目包销金额明显上升，低等级债券市场的扩大也将对证券公司以包销模式发展债券销售业务提供操作空间。

（4）操作风险

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

（5）法律政策风险

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

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

5. 未来动向

（1）风险管理水平有所提高，监管力度加强

证券公司风险主要包括市场风险、信用风险、流动性风险以及操作风险。目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。比较突出的一点是：2015年，国内股市出现了大幅震荡，各家证券公司凭借较好的风险管理能力，未受到市场的过大冲击，各项业务整体运营平稳。

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

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，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，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2017年8月，证监会公布了2017年证券公司分类评价结果。根据结果，除去32家证券公司按规定与其母公司合并评价外，在参选的97家券商中，获评A类的有40家，获评B类的有48家，获评C类的有9家。与2016年相比（剔除2017年新增的华菁证券和申港证券），上调评级的有29家，维持评级的有37家，下调评级的有29家；其中，A类券商数量较2016年增加了4家，行业整体表现有所回升。但从券商个体来看，呈现出比较明显的分化态势，大型综合券商排名提升明显。而部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2017年11月，央行发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，针对近几年发展迅速的通道业务提出新的规范，将促使证券公司提升主动管理能力。

2018年1月，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》（以下简称“业务办法”），中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》（以下简称“风险管理指引”），业务办法要求作为融出方的证券公司接受单只A股股票质押数量不得超过该A股总股本30%，作为融出方的集合和定向资管计划接受单只A股股票质押数量不得超过该A股总股本15%；同时要求证券公司加强标的证券的风险管理，交易前通过制

定渠道查询标的证券整体质押比例，不得导致单只股票整体质押比例超过 50%。风险管理指引还根据分类评价结果细化风险控制指标要求，其中分类评价结果为 A 类的证券公司，自有资金参与股票质押回购交易余额不得超过公司净资本的 150%；分类评价结果为 B 类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 100%；分类评价结果为 C 类及以下的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 50%。上述新规从股票质押业务的交易和结算环节进一步规范，使股票质押市场回归理性；通过严控风控指标和强化业务流程管理，引导证券公司加强信用风险和流动性风险管理能力，有效控制系统性风险。

在证监会调整风控指标、修订分类监管规定等举措下，体现出监管层对证券公司风险管理能力提出了更高要求，对证券公司保持了较强的监管力度，同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

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

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。“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，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，引导行业聚焦主业发展；《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。

总体看，未来一段时间，证券公司将迎来业务创新和发展的良好外部机遇，同时也对自身风控能力提出了更高的要求。

四、规模与竞争力

公司业务体系完善，经纪业务具有较强的区域竞争优势

公司是黑龙江省辖区内唯一一家国有控股券商，业务牌照齐全，近年来，公司立足东北，辐射全国，稳步拓展各项业务，整体竞争实力不断增强。截至 2017 年末，公司总资产规模 401.87 亿元，净资产 102.01 亿元，净资本 119.88 亿元。同时，公司深耕经纪、自营投资、信用交易等业务，加强各业务板块之间的业务协作能力，优化公司收入结构。公司治理机制运行良好，内部控制及风险管理体系健全，为其发展提供了良好的支撑。截至 2017 年末，公司在黑龙江、北京、上海、江苏、山东、浙江等地设有 75 家营业部，其中 33 家集中在黑龙江省，具有较强的区域竞争优势。

公司股东为上市公司，在资金上给予公司较大支持

公司股东为哈投股份，为哈尔滨市大型的地方热电联产企业，是在政府批准的供热区域内集中供热企业。除主要从事热电供应业务外，哈投股份还从事能源、矿业、房地产、建筑、高新技术、农林方面的投资。2016 年，哈投股份通过重大资产重组，在原有主营业务上增加了证券服务业务，构成“公用事业+金融”的双主业经营格局。截至 2017 年末，哈投股份资产总额 460.49 亿元，净资产 136.48 亿元，2017 年实现营业收入 25.61 亿元，净利润 3.62 亿元。

哈投股份于 2016 年 10 月向公司增资 49.81 亿元，公司注册资本增至 67.67 亿元，本次增资后公司资本实力大幅增强，有助于未来各项业务的开展。同时，公司成为上市公司子公司后，品牌

实力得到提升，融资方面更加畅通，也有利于公司借助哈投股份的上市公司平台建立持续的资本补充机制。

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

五、公司治理与内控

1. 公司治理

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

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

公司董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名。近年来，董事会召开多次会议，就高级管理人员的考核选聘、公司重大经营决策、主要管理制度的制定等重大事宜形成决议。公司董事会下设风险控制委员会、薪酬与提名委员会、审计委员会。其中，薪酬与提名委员会、审计委员会由独立董事担任负责人。各专门委员会对董事会负责，在董事会授权下开展工作。

公司监事会承担对董事会、高管层及公司经营状况的监督职能。监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名，外部监事 2 名。监事会对公司财务以及公司董事、总裁和其他高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益。

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

总体看，公司的治理体系基本完善，整体运营情况良好。

2. 管理与内控

公司按照业务条线建立并逐步完善各项业务管理制度，对相应业务流程中的报告、授权、批准、执行、记录等事项进行了明确规定，有效确保了业务的规范开展和风险防范。

公司制定的内部管理与控制制度以公司的基本控制制度为基础，涵盖了会计核算、财务管理、风险控制、重大事项决策、人力资源管理、印章管理和使用等整个公司经营管理过程，确保各项工作都有章可循，形成了规范的管理体系。

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

资金管理方面，公司通过资金调控机制对流动资金实施管理，通过测算和分析资产及负债的现金流、或有资产及或有负债的潜在现金流，制定流动性补充计划，安排资金筹集和运用。资金

严格按照收支两条线管理；即使用资时按照管理流程申请，并从计划财务部划出，归还时按照流程划入计划财务部指定的账户，严禁坐支。计划财务部对外部资金拆借规模进行管理与控制，具体包括：转融通、收益凭证、两融收益权转让、次级债、股权质押、及信用拆借等外部渠道。

对子公司管理方面，公司将各类子公司及孙公司纳入全面风险管理体系，进一步强化对各分支机构风险管理，实现风险管理全覆盖。

2015~2017 年证监会分类评级中，公司均获得 BBB 级，近三年未收到证监会监管函。

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

六、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来源于经纪业务和自营投资业务，随着公司信用交易业务的开展，其对公司收入的贡献程度大幅增加。近年来，证券市场出现明显波动，受此影响，公司营业收入波动下降，2015~2017 年，公司分别实现营业收入 20.65 亿元、12.40 亿元和 13.54 亿元，复合减少 19.03%，其中 2016 年公司营业收入下降明显主要系经纪业务和自营业务收入同比大幅下降所致，2017 年受益于自营业务和信用业务的较好发展，公司营业收入同比增长 9.21%，优于行业平均水平。受证券市场行情波动影响，2015~2017 年，公司分别实现净利润 8.55 亿元、3.81 亿元和 2.92 亿元，复合减少 41.58%，2017 年在实现营业收入同比增长的情况下净利润同比下降 23.39%主要系公司股票质押业务计提减值准备及权益类投资业务确认减值损失所致。

表 3 公司营业收入及其构成情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪业务	12.37	59.92	5.12	41.27	3.99	29.48
投资银行业务	0.81	3.91	1.55	12.48	1.06	7.81
自营投资业务	4.15	20.10	2.37	19.08	4.03	29.75
资产管理业务	1.61	7.79	1.26	10.18	1.51	11.11
信用交易业务	2.06	9.96	2.28	18.38	2.78	20.48
其他业务	-0.35	-1.67	-0.17	-1.39	0.18	1.35
合计	20.65	100.00	12.40	100.00	13.54	100.00

资料来源：公司提供

从收入构成上看，经纪业务、自营业务和信用业务是公司主要收入来源。2015~2017年，随着市场行情的较大波动，公司经纪业务收入持续下降，分别为12.37亿元、5.12亿元和3.99亿元，年均复合下降43.21%，占营业收入的比重分别为59.92%、41.27%和29.48%；近年来，公司注重投资银行业务的发展，公司投资银行业务分别实现收入0.81亿元、1.55亿元和1.06亿元，三年复合增长14.40%，占营业收入比重分别为3.91%、12.48%和7.81%。近三年受市场行情波动影响，公司自营投资业务收入波动下降，分别为4.15亿元、2.37亿元和4.03亿元，占比呈波动上升趋势，分别为20.10%、19.08%和29.75%。2015~2017年，公司资产管理业务收入1.61亿元、1.26亿元和1.51亿元，年均复合减少3.16%，占营业收入比重分别为7.79%、10.18%和11.11%，呈持续增长趋势。信用交易业务方面，受股票质押业务规模增长的影响，信用交易业务收入持续增加，近三年分别为2.06亿

元、2.28亿元和2.78亿元，占比分别为9.96%、18.38%和20.48%，占比持续增长。

总体看，近年来，公司营业收入主要来源于经纪业务、自营业务和信用业务，公司收入结构不断优化；同时，联合评级也关注到公司收入和利润受市场行情波动的影响较大，未来盈利增长存在一定不确定性。

2. 业务运营

(1) 经纪业务

公司经纪业务由经纪业务管理总部及下属各营业部共同运营。各营业部设有客户经理营销团队、投资顾问团队、呼叫中心客服人员等前台业务人员及存管柜台和风险控制专员等中后台人员，共同负责经纪业务的营销与风险管理等工作。近三年，受证券市场行情波动较大影响，公司经纪业务收入呈持续下降趋势，2015~2017年分别为12.37亿元、5.12亿元和3.99亿元。

截至2017年末，公司共设证券营业部75家，其中，33家布局在黑龙江省内，实现了营业网点在黑龙江省内的全面深入覆盖，具有较强的区域竞争优势；省外营业部主要分布于北京、上海、深圳等经济发达的一线城市以及福建、辽宁、山东等多个省份的发达城市。公司加快推进营业网点建设及布局优化，加强黑龙江省外的网点布局，2017年，公司在北京、上海、深圳等地区新设13家分公司，在泉州市、合肥市、长沙市、苏州市、东莞市新设5家营业部，逐步实现营业网点的全国性布局。

近年来，公司加快营业部网点由现场向非现场转型并全面推进，降低经纪业务的刚性成本，实现经纪业务整体运营成本的大幅下降。同时，不断丰富金融产品线，满足客户对金融产品的需求，为经纪业务全面向财富管理转型提供了有效手段。近年来，公司证券交易综合佣金费率水平持续下降，近三年分别为0.074%、0.060%和0.050%，但仍高于行业平均水平，未来仍存在一定下降压力。

目前，公司证券经纪业务主要包括代理买卖证券业务及代销金融产品业务。2015~2017年，受证券市场大幅波动的影响，公司代理买卖证券交易额呈下降趋势，分别为20,368.84亿元、11,305.83亿元和11,138.37亿元，年均复合下降26.05%；交易量市场份额持续下降，分别为0.25%、0.15%和0.14%。公司代理买卖证券以股票为主，近三年股票交易量波动增长，分别为16,702.60亿元、7,664.20亿元和6,094.88亿元，市场份额总体呈下降趋势。

表4 公司代理买卖证券业务情况（单位：亿元，%）

证券种类	2015年		2016年		2017年	
	交易量	市场份额	交易量	市场份额	交易量	市场份额
A股	16,687.14	0.33	7,657.38	0.30	6,090.31	0.27
B股	15.41	0.21	6.79	0.23	4.57	0.23
基金	203.81	0.07	71.82	0.03	27.10	0.01
债券	3,453.75	0.13	3,566.15	0.07	5,009.16	0.09
其他	8.74	0.14	3.68	0.05	7.23	0.03
合计	20,368.84	0.25	11,305.83	0.15	11,138.37	0.14

数据来源：公司提供

总体看，近年来，公司加强了网点布局、服务拓展等各方面工作，并推动经纪业务的转型，但受市场剧烈波动和佣金率持续下降的影响，经纪业务收入呈下降趋势，未来经纪业务收入增长存在一定不确定性。

（2）投资银行业务

公司投资银行业务主要为企业提供证券承销、保荐以及财务顾问等服务。公司投资银行业务以中型规模客户为主要服务对象，立足于北京、上海、广州和深圳等经济发达的城市。公司于 2009 年取得证券承销业务资格，于 2011 年取得保荐机构资格，目前全牌照经营。公司投资银行部项目风险控制独立于投资银行部，在风险控制部设有质量控制小组，项目均通过风险控制部做内核。

近年来，公司稳步推进传统投行业务，大力发展创新投行业务，2015~2017 年，公司证券承销业务收入分别为 0.80 亿元、1.54 亿元和 1.06 亿元，年均复合增长 15.11%，占营业收入比重分别为 3.91%、12.48%和 7.81%。

证券承销方面，公司股票承销业务范围主要包括 IPO、配股、公开增发、非公开发行、优先股等，旨在根据客户自身条件和个性化特点以及股权结构和资本结构的差异化要求，通过提供不同融资方式和金融服务，满足不同企业在不同阶段对权益资本的需求。2015 年，公司未实现承销金额和收入，主要系公司报证监会的 2 个 IPO 项目受发行进度影响未完成发行，该 2 单 IPO 业务于 2016 年完成并确认收入。2016~2017 年，公司分别完成股票承销金额 4.55 亿元和 6.91 亿元，承销收入分别为 0.48 亿元和 0.39 亿元。近年来，随着债券市场扩容，公司大力推动债券发行承销业务，但 2017 年受债券发行市场行情较差、发行成本攀升的影响，承销金额有所下降，近三年分别实现承销金额 49.00 亿元、58.00 亿元和 24.50 亿元，承销收入分别为 0.24 亿元、0.61 亿元和 0.28 亿元。其他收入主要来自新三板推荐挂牌收入、持续督导收入和财务顾问收入等，近三年分别为 0.57 亿元、0.45 亿元和 0.39 亿元。

表 5 公司投资银行业务规模和收入情况表（单位：亿元）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	承销金额	承销收入	承销金额	承销收入	承销金额	承销收入
股票	0.00	0.00	4.55	0.48	6.91	0.39
债券	49.00	0.24	58.00	0.61	24.50	0.28
其他	--	0.57	--	0.45	--	0.39
合计	63.85	0.80	62.55	1.54	31.41	1.06

资料来源：公司提供

新三板业务方面，近年来，公司积极抢占新三板市场份额，重点推荐新兴领域的成长型企业，截至 2017 年末，公司累计推荐挂牌企业 72 家，做市企业 43 家。

储备项目方面，截至 2017 年末，公司股权类和债权类业务已申报项目共 22 个，项目类型涵盖 IPO、企业债和公司债等，总募集金额 299.53 亿；公司作为主承销商核准未发行的债权类项目共 5 项，包括 4 个非公开发行项目和 1 个小公募项目。整体看，公司项目储备情况良好。

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

（3）自营业务

公司自营业务主要投资品种包括权益类、固定收益类产品。公司证券投资部负责权益类证券的投资，固定收益部负责固定收益类产品投资。

近年来，公司的自营业务一直秉持稳健的投资理念。公司董事会确定每年自营业务投资规模限额。在风险管理层面，通过集体决策、组合投资、套期保值、信息化管理等方式防范各类风险；权益类自营业务注重对上市企业的基本面研究，结合行业政策及宏观经济的发展态势，以集中持有优质的价值成长型公司为主要投资方式。同时，通过动态套期保值操作对冲市场波动风险并降

低持仓组合向下波动的概率及幅度，通过加强宏观研究提前把握市场情绪波动，主动调整仓位，降低持仓组合市值大幅下降的风险。固定收益部主要投资于债券等固定收益类产品，持有相对较高信用等级的债券获取票息收入、提高把握市场能力获得债券交易价差收入为主要的盈利模式，并逐渐增加无风险套利收入。

近年来，自营业务坚持以价值投资为基础，立足于多层次资本市场，丰富投资品种，实现收入来源的多元化。2015~2017 年，公司自营业务平均投资规模持续增长，分别为 15.33 亿元、22.66 亿元和 157.68 亿元，年均复合增长 220.71%；2017 年，公司加大了自营业务投资规模，受股票市场行情震荡影响，公司调整投资结构，缩减了股票投资占比，扩大了债券投资占比，截至 2017 年末，股票投资占比 9.01%，债券投资占比 54.70%；其他主要包括集合理财产品、信托计划、期货投资、基金投资、委托其他证券公司投资、银行理财投资等，规模增长较快主要系公司增加了固定收益类信托产品投资所致，需关注其他投资规模增加带来的投资风险。2015~2017 年，公司自营业务实现收益率分别为 26.40%、10.44%和 5.42%，受市场行情下滑影响，投资收益率呈下降趋势，但整体仍处于较高水平。

表 6 公司自营业务情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	规模	占比	收益率	规模	占比	收益率	规模	占比	收益率
股票（包括股指期货）	6.92	45.14	46.84	4.66	20.56	23.25	14.21	9.01	15.88
债券	3.73	24.33	11.11	6.38	28.15	9.89	86.26	54.70	3.32
其他	4.69	30.59	8.40	11.61	51.24	5.59	57.22	36.29	5.98
合计	15.33	100.00	26.40	22.66	100.00	10.44	157.68	100.00	5.42

资料来源：公司提供

根据证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，截至 2017 年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 14.16%，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 168.30%，均符合监管标准。

总体看，近年来，公司自营业务根据市场行情变化调整投资策略，2017 年以来，公司扩大了投资规模，需关注其他投资增长较快带来的投资风险；同时，自营业务收益率受市场波动影响较大，未来收入存在较大不确定性。

（4）资产管理业务

公司于 2011 年获批并开展资产管理业务。公司资产管理业务中定向资产管理业务发展较快，集合资产管理业务规模较小，近两年开始有专项资产管理业务。公司资产管理部设投资决策小组，对定向资产管理业务和集合资产管理业务进行论证。定向资产管理业务实行投资主办人负责制；集合资产管理业务经投资决策小组论证通过后，提交资产管理业务投资和决策委员会审议。

近年来，公司按照监管层“回归监管本源，坚守资管底线”整体要求，公司制定了由通道向主动管理转型的战略目标，积极发展以资产证券化为代表的主动管理型资产管理业务。从管理资产的规模来看，近三年，公司资产管理业务总规模分别为 2,787.52 亿元、2,737.39 亿元和 3,490.69 亿元，年均复合增长 11.90%；截至 2017 年末，存续产品数量 458 只，管理规模排名行业第 11 位（公司提供），其中以定向资产管理为主，定向资产管理规模 3,194.09 亿元，较上年末增长 19.89%，集合资产管理规模 67.33 亿元，较上年末大幅增长 214.77%；专项理财方面，截至 2017 年末，公司资产证券化项目已累计成功落地 6 单，存续专项理财产品总规模 229.27 亿元，较上年末大幅增长 342.61%，跻身行业排名前 20%（公司提供）。

从收入构成来看，以定向资产管理业务为主，近三年分别占比 84.34%、96.09%和 74.67%，但随着市场竞争日趋激烈，此部分业务利润空间不大；集合资产管理业务方面，分别实现净收入 0.26 亿元、0.05 亿元和 0.27 亿元，呈波动增长趋势；专项理财方面，2015 年未实现收入，2016 年和 2017 年分别实现收入 0.0019 亿元和 0.10 亿元，规模很小。

表 7 公司资产管理业务¹情况表（单位：亿元）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	规模	净收入	规模	净收入	规模	净收入
集合理财	3.31	0.26	21.39	0.05	67.33	0.27
定向理财	2,769.41	1.40	2,664.20	1.23	3,194.09	1.12
专项理财	14.80	0.00	51.80	0.0019	229.27	0.10
合计	2,787.52	1.66	2,737.39	1.28	3,490.69	1.50

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司资产管理业务发展较好，业务规模整体呈增长趋势，尤其是集合理财产品和定向理财产品增速较快，但目前仍以定向理财产品为主，但随着市场竞争日趋激烈，此板块利润空间有限，未来公司将大力发展主动管理及资产证券化业务。

（5）信用交易业务

公司信用交易业务是为客户提供融资融券、股票质押式回购、约定购回等服务。公司于 2012 年取得融资融券业务资格和约定购回式证券交易业务资格，2013 年获得股票质押式回购交易业务资格和转融通业务试点资格。

公司融资融券部负责融资融券业务产品及流程设计、征信授信及风险监控工作。公司制定了明确的业务流程及有效的风险管理办法。公司融资融券业务依托于零售业务销售体系开展，以公司存量客户为基础，通过客户分类与筛选，构建融资融券潜在客户池，以确保在推动业务发展的同时控制风险。2015 年 4 月以来，公司采用根据个股风险状态及时调整融资融券标的证券与可冲抵保证金证券范围、全面下调融资融券标的证券与可冲抵保证金证券折算率等多种方式，积极降低融资融券业务风险。

融资融券业务方面，公司近三年账户数目持续增长，分别为 2.71 万户、2.81 万户和 3.06 万户。由于整个市场的融资融券业务出现大幅波动，公司融资融券业务发展走势基本与市场保持一致，近三年年末融资融券业务规模，分别为 36.17 亿元、28.92 亿元和 27.46 亿元，呈持续下降趋势，年均复合减少 12.87%，近三年分别实现融资融券利息收入 3.95 亿元、2.29 亿元和 2.28 亿元，年均复合减少 24.03%。

表 8 公司融资融券业务情况表（单位：万户，亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
融资融券账户数目	2.71	2.81	3.06
融资融券余额	36.17	28.92	27.46
融资融券利息收入	3.95	2.29	2.28

资料来源：公司提供

其他信用业务方面，近三年，公司的股票质押式回购业务余额持续增长，2015~2017 年末分别为 20.62 亿元、69.48 亿元和 163.10 亿元，同比大幅增长 181.23%，三年分别获得利息收入 0.47 亿

1 表格中数据均采用母公司口径，造成表格中合计数与公司报表中资产管理业务净收入不一致。

元、0.72 亿元和 3.08 亿元，年均复合增长 155.99%。约定购回业务方面，随着整个市场业务规模的持续萎缩，截至 2017 年末，公司已无约定购回业务余额。

2017 年，公司股票质押业务出现因质押的股票股价下跌、标的公司股份冻结等因素触发的违约及涉诉等风险事件，公司共计提了 6,930.05 万元的资产减值准备²。

近三年，公司信用业务杠杆率分别为 117.50%、80.43%和 130.42%，2017 年提升较快主要系股票质押业务规模增长较快所致，公司信用业务杠杆率较高。

总体看，公司信用交易业务以融资融券和股票质押业务为主，成为公司重要收入来源，近年来，股票质押业务规模快速增长，但出现违约及涉诉风险事件。同时，融资融券业务情况受市场波动影响较大，未来收入存在一定的不确定性。

3. 子公司业务

江海证投

江海证投成立于 2014 年 6 月，注册资本为 2,000.00 万元，为公司全资子公司。2016 年和 2017 年，公司分别对江海证投进行两次增资，截至 2017 年末，江海证投资本 5.00 亿元。江海证投主营业务是证券咨询（不得从事金融证券、保险业务），金融信息服务（除金融业务），实业投资，项目投资，项目管理，资产管理，投资咨询（除经纪），财务咨询（不得从事代理记账），市场信息咨询与调查（不得从事社会调研、社会调查、民意调查、民意测验）。江海证投在公司增资后，各业务逐渐实现了全面建设和开展。截至 2017 年末，江海证投资产总额 2.84 亿元，净资产 2.83 亿元，2017 年全年实现营业收入 0.18 亿元，净利润 0.12 亿元。

创业投资

创业投资成立于 2017 年 7 月，注册资本 5.00 亿元，是公司成立的私募基金业务平台，经营范围包括：创业投资；投资管理；投资管理咨询。因设立时间较短，创业投资经营尚不成熟，截至 2017 年末，创业投资总资产 161.11 万元，净资产 158.15 万元，2017 年全年实现营业收入 0.10 万元，净利润-41.85 万元。

汇鑫期货

汇鑫期货成立于 1995 年 5 月，初始注册资本为 1,500.00 万元，经历次增资扩股，截至 2017 年末，汇鑫期货注册资本为 1.00 亿元，其中公司持股 65.00%。汇鑫期货拥有上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所的会员资格，是中国金融期货交易所的交易结算会员，主要从事商品期货和金融期货经纪业务、期货投资咨询、资产管理业务，其中期货经纪业务占收入的 95% 以上。截至 2017 年末，汇鑫期货分别在北京、上海、营口、沈阳、蚌埠和鞍山设 6 家期货营业部。2017 年，汇鑫期货实现营业收入 4,592.03 万元，同比增长 4.04%；净利润 203.24 万元，较上年下降 26.00%。

总体看，公司子公司运营情况尚可，但整体规模较小，对公司的收入和利润贡献有限。

4. 重大事项

诉亿阳集团股份有限公司违约事项

公司分别在 2016 年 12 月 13 日和 2017 年 2 月 16 日与亿阳集团股份有限公司（以下简称“亿阳集团”）签订了股票质押式回购交易业务协议书，亿阳集团将其持有的 1,349 万和 288 万股亿阳信通股份有限公司（以下简称“亿阳信通”）股票（ST 信通，600289）作为股票质押式回购交易

² 详见本报告“经营分析-重大事项”部分。

的标的证券,双方约定的初始成交金额分别为1亿元和2,300.00万元,购回利率分别为7%和7.5%,交易到期日分别为2017年6月13日和2018年2月15日。2017年9月21日,上海市黄浦区人民法院根据大同证券有限责任公司的申请,将亿阳集团持有的亿阳信通207,573,483.00股股票司法冻结,占其持有的亿阳信通股票100%,司法冻结期限为三年。期后,亿阳集团持有的股权被多家法院轮候冻结。

2017年10月25日,公司向亿阳集团发出了《关于亿阳集团股份有限公司股票质押业务的风险通知函》,明确要求其提前购回在公司的股票质押融资债务,否则公司将对标的证券进行违约处置。亿阳集团至今未按协议约定提前购回质押标的证券及承担相应违约责任。公司于2017年12月29日向哈尔滨市仲裁委员会申请仲裁,目前已被受理,尚未裁决。

公司按照谨慎性原则,对该笔业务单项计提减值准备5,124.97万元,并对其应收利息435.60万元全额计提坏账准备。

诉北京弘高慧目投资有限公司违约事项

2016年11月29日,公司与北京弘高慧目投资有限公司(以下简称“弘高慧目”)签订了股票质押式回购交易业务协议书,弘高慧目将其持有的北京弘高创意设计股份有限公司(以下简称“弘高创意”)6,500万股股票(*ST弘高,002504)作为股票质押式回购交易的标的证券,双方约定的具体初始成交金额为3亿元,购回利率为5.6%,交易到期日2018年2月28日。

2017年5月2日,弘高创意发布了《北京弘高创意设计股份有限公司关于公司股票交易被实施退市风险警示暨停牌的公告》,该公司股票自2017年5月3日起被实施退市风险警示特别处理,股票简称由“弘高创意”变更为“*ST弘高”。

公司于2017年5月2日向弘高慧目发出了《关于客户北京弘高慧目投资有限公司股票质押式回购业务提前购回的通知函》,要求其于2017年5月10日前进行提前购回,并未得到正面回应。公司于2017年6月22日、8月8日和9月8日又两次向弘高慧目发送了《关于客户北京弘高慧目投资有限公司股票质押式回购业务提前购回的通知函》,要求弘高慧目进行购回并承担违约责任,给付违约金,均未得到正面回复,根据《业务协议》相关规定,公司可以通过司法途径处置标的证券维护其合法权益。

2017年11月17日,北京弘高中太投资有限公司与公司签订了《股票质押担保合同》,合同约定以其持有的1000万股*ST弘高股票质押给公司,作为弘高慧目履行义务的合法有效担保。

2017年12月21日,弘高慧目未按照合同规定支付利息,公司向其发送了《关于客户北京弘高慧目投资有限公司股票质押式回购业务违约情况的通知函》要求支付利息,同日弘高慧目向公司出具了《关于延迟付息的说明》,说明指出“预计2018年1月3日向贵公司支付利息”,但未如期支付利息。

公司于2018年1月26日向哈尔滨市仲裁委员会申请仲裁,目前已被受理,尚未裁决。

公司按照谨慎性原则,对该笔业务单项计提减值准备900.00万元,并对其应收利息469.48万元全额计提坏账准备。

总体看,公司股票质押业务出现违约及涉诉风险事件,公司计提了减值准备,对公司净利润造成一定不利影响。

5. 未来发展

公司确定了“以经纪业务为基础,以投资银行业务为龙头,以资产管理业务和自营业务为两翼”的战略发展思路,旨在打通投行业务与经纪业务、投行业务与自营业务、投行业务与资管业

务之间的协同渠道，建立利益共享机制，持续提升合规风险管理能力，实现各项业务在风险管控的前提下协同发展。

在投行业务与资管业务、经纪业务协同发展方面，投资银行业务以其专业优势，可以为资产管理业务在创新产品设计和发行商提供有力支持，而资产管理业务为投资银行业务的创新提供了产品通道，使其创新最终得以实现，另外投资银行业务和资产管理业务的联合可以达成项目主体与投资主体的衔接。经纪业务拥有广大的客户群体，能为投资银行业务及资产管理业务提供客户资源，另一方面，在金融市场的不断发展中，客户对产品及服务的需求趋向多样化和专业化，投资银行业务和资产管理业务可以为其提供专业化服务的建议和多样化的投资品种。

公司将发挥在黑龙江地域上的区位优势，以现有业务为基础，逐步为黑龙江省打造一个以证券业务为核心的综合金融服务平台，并与其它金融机构建立更为深入广泛地合作，形成一个强大的资本市场金融服务平台，通过资源共享，把金融服务延伸到省内各地。同时，公司还将在本地多层次资本市场建设方面发挥作用，为本地经济发展贡献力量。

总体看，公司战略目标清晰，定位明确，符合自身特点和未来发展需要；公司战略发展方向与行业发展趋势相吻合，具有良好发展前景。

七、风险管理分析

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

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

公司建立了以净资本为核心的风险指标动态监控系统，覆盖所有影响净资本及其他风险控制指标的业务活动环节，动态计算净资本等各项风险控制指标，能够及时反映有关业务和市场变化对公司风险控制指标的影响。

1. 市场风险管理

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

2. 信用风险管理

公司信用风险主要涵盖融资融券业务和固定收益业务。公司建立了业务部门与内部控制部门

的双重信用风险管理机制，对信用风险的识别与评估方法进行完善、评估模型进行校验。通过分析信用主体的资信品格及投资标的的信用评级，选择确定交易对手及投资项目，各项应收款项均需经过公司严格的信用审核和审批流程方能支付，未将信用风险集中于单个债务人或债务人群体。通过有效的信用风险暴露水平控制方法，采取客观审慎的措施应对主要业务信用风险。

3. 流动性风险管理

公司资金统一管理和运作，建立了完善的客户资金和自有资金管理体系及净资本测算、预警及补充机制，能够有效地防范和化解流动性风险。逐步建立了资金业务的风险评估和监测制度，严格控制流动性风险。通过建立有效的压力测试和敏感性分析机制，及时对公司流动性风险进行评测，评测结果报告公司经营管理层。同时强化拆借、回购等资金业务风险评估与检测机制，将资金支付及划拨纳入统一流程管理，并加强对交易对手的信用跟踪，筛选信用评级良好的机构合作，审慎、合理确定业务期限配置，规避拆借、回购等资金业务带来的流动性风险。

截至 2017 年末，公司净稳定资金率和流动性覆盖率分别为 132.03%和 257.20%，均符合监管要求。

4. 操作风险管理

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

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

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年的合并财务报表已经大华会计师事务所审计，并出具了无保留意见的审计报告。近年来公司合并范围差异较小，财务数据可比性较强。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 401.87 亿元，其中客户存款 39.80 亿元，客户备付金 9.81 亿元；负债总额 299.86 亿元，其中代理买卖证券款 51.81 亿元；所有者权益 102.01 亿元，其中归属于母公司所有者权益 101.60 亿元；母公司口径净资产 101.43 亿元，净资本 119.88 亿元。2017 年，公司实现营业收入 13.54 亿元，净利润 2.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额-92.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.46 亿元。

2. 资产质量和流动性

近年来，公司资产规模呈持续扩大趋势。2015~2017 年，公司总资产持续增长，年均复合增长 44.71%，主要系自营投资规模增长导致买入返售金融资产和公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增加所致；公司自有资产持续增长，年均复合增长 85.18%。截至 2017 年底，公司自有资产 350.06 亿元，较年初增长 105.78%，其中可快速变现资产 279.02 亿元，较年初增长 137.39%，

公司可快速变现资产占自有资产的比重为 79.71%，自有资产以可快速变现资产为主。截至 2017 年底，公司可快速变现资产以融出资金（占比 10.15%）、买入返售金融资产（占比 37.53%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 33.24%）和可供出售金融资产（占比 14.58%）为主。

2015~2017 年末，公司融出资金持续下降，年均复合减少 11.45%，主要系融资融券业务规模下降所致，截至 2017 年末，公司融出资金 28.33 亿元，较上年末减少 4.39%，其中期限在 1~3 个月的融出资金余额占比 42.36%，3~6 个月的占比 17.06%，6~12 个月的占比 9.68%，流动性较强；2017 年公司融出资金按 0.21% 的比例计提坏账准备，共计提 0.06 亿元。2015~2017 年末，随着股票质押式回购业务规模不断增加，公司买入返售金融资产持续快速增长，年均复合增长 111.71%；截至 2017 年末，公司买入返售金融资产 104.70 亿元，较年初大幅增长 100.27%，其中股票质押式回购资金余额占比 70.95%，其余为债券回购，股票质押式回购的剩余期限均在 1 年以内的占比 58.79%；公司对买入返售金融资产计提了坏账准备，整体计提比例为 0.90%。2015~2017 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持续增加，年均复合增长 188.17%；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为 92.73 亿元，较上年末大幅增长 669.18%，主要系增加债券投资规模所致，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要以债券为主，占比达 86.37%，其余为股票和基金，占比分别为 9.73% 和 3.29%。近三年，公司可供出售金融资产增长较快，年均复合增长 213.94%，主要系债券投资、理财产品投资和信托计划投资增加所致；截至 2017 年末，公司可供出售金融资产 96.33 亿元，较上年末增长 69.64%，其中债券占 35.47%，股票占 6.78%，理财产品占 10.83%，其余为信托计划及资管计划投资等，占比 46.92%。

表 9 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
自有资产	102.09	170.11	350.06
可快速变现资产	91.11	117.54	279.02
其中：自有货币资金	11.04	7.31	6.54
自有结算备付金	1.62	2.22	6.02
可供出售金融资产	7.79	14.03	40.69
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	11.17	12.06	92.73
融出资金	36.13	29.63	28.33
买入返售金融资产	23.36	52.28	104.70
其他资产	89.81	67.91	51.81
其中：客户资金存款	73.33	48.01	39.80
客户备付金	15.07	17.08	9.81
资产总额	191.90	238.02	401.87

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：可快速变现资产已剔除可供出售金融资产中的理财产品、信托产品及其他。

总体看，近年来公司自有资产规模持续增加，以可快速变现资产为主，变现能力较强，流动性较好，资产质量较高。

3. 负债及杠杆水平

近三年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 45.69%，主要系自有负债增长所致，其中，

自有负债分别为 51.45 亿元、68.27 亿元和 248.05 亿元，呈持续快速增长趋势，年均复合增长 119.56%，截至 2017 年末，公司自有负债规模 248.05 亿元，较上年末增长 263.34%，主要系卖出回购金融资产款大幅增加所致；其中，卖出回购金融资产款占比为 50.55%，应付短期融资款占比 7.23%，应付债券占比为 12.25%。2015~2017 年末，公司卖出回购金融资产款波动增长，年均复合增长 91.84%，截至 2017 年末，公司卖出回购金融资产款 125.38 亿元，较年初大幅增长 296.49%，主要系公司扩大了债券质押融资规模，按卖出回购标的来看，主要为债券，占比 85.64%，其他为融资融券资产收益权等。近三年，公司应付短期融资款波动增长，年均复合增长 56.35%，主要随收益凭证规模的波动而波动，截至 2017 年末，公司应付短期融资款 17.94 亿元，较上年末下降 10.29%，全部为收益凭证，票面利率在 4.10%~10.39%之间。2015 年，公司无应付债券，截至 2017 年末，公司应付债券 30.39 亿元，较上年末增长 175.57%，为公司发行的面值 30.00 亿的公司债“17 江海 G1”和“17 江海 G2”，期限均为 3 年。2015~2017 年，公司其他负债波动增加，年均复合增长 277.99%，截至 2017 年末，公司其他负债 69.29 亿元，较上年末大幅增长 36.57 倍，主要系公司发行的 44.10 亿元次级债和一年内到期的非流动负债增加所致。

表 10 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
自有负债	51.45	68.27	248.05
其中：卖出回购金融资产款	34.07	31.62	125.38
应付短期融资款	7.34	20.00	17.94
应付债券	0.00	11.03	30.39
其它负债	4.85	1.84	69.29
非自有负债	89.81	67.91	51.81
其中：代理买卖证券款	89.81	67.91	51.81
负债总额	141.27	136.18	299.86
净资本/负债	85.01	138.23	48.39
净资产/负债	98.39	149.29	40.95
自有资产负债率	50.40	40.13	70.86

资料来源：公司审计报告、监管报表，联合评级整理。

受股东增资影响，公司 2016 年末净资本大幅上升，净资本/负债和净资产/负债指标较 2015 年有大幅上升，2017 年公司债务规模增长较快，净资本/负债和净资产/负债指标呈下降趋势，分别为 48.39%和 40.95%，均高于行业监管标准；近三年，公司自有资产负债率波动上升，分别为 50.40%、40.13%和 70.86%，2017 年公司债务水平提升较快，杠杆已处于较高水平。

有息债务方面，近三年，公司债务规模持续增加，总债务年均复合增长 104.65%，截至 2017 年末，公司总债务规模 240.91 亿元，较年初增长 281.21%，主要系卖出回购金融资产款和次级债增加所致；其中短期债务占 69.08%，长期债务占 30.92%，公司总体债务增长较快且期限偏短期。

表 11 截至 2017 年末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元，%）

到期日	金额	占比
1 年及以下	166.42	69.08
1~2 年	0.00	0.00
2 年以上	74.49	30.92
合计	240.91	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从债务偿还期限来看，截至2017年末，公司债务在1年内到期的占比69.08%，公司面临一定的短期偿付压力，需要公司进行较好的流动性管理。

总体看，近三年，公司自有负债快速增长，债务负担较高，且面临一定的短期偿债压力；2017年以来，公司杠杆水平上升较快，需对公司的偿债能力和流动性情况保持关注。

4. 资本充足性

近三年，公司主要通过利润留存及股东注资及发行次级债补充资本，所有者权益呈增长趋势，年均复合增长 41.94%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 102.01 亿元，较上年末基本持平，其中归属于母公司所有者权益 101.60 亿元。在归属于母公司所有者权益中，公司股本、资本公积、盈余公积、未分配利润和风险准备分别占比 66.61%、12.95%、2.86%、11.99%和 5.71%，公司股东权益的稳定性较好。2015 年，公司未分红；2016~2017 年，公司现金分红金额分别为 1.80 亿元和 1.80 亿元，占当年净利润分别为 47.24%和 61.64%，公司近年来分红力度较大，利润留存对资本补充的作用尚可。

近三年，公司确保了各项风险控制指标持续符合监管标准，抵御风险的能力稳步提升。证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施新的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，改进净资本、风险资本准备计算公式，公司对 2015 年末风险控制指标进行了追溯。近三年，受益于股东增资和发行次级债影响，公司净资本和净资产规模持续增长，年均复合增长率分别为 66.30%和 42.19%。截至 2017 年末，母公司口径（下同）的净资本 119.88 亿元，较上年末增长 27.68%，主要系公司发行 30 亿次级债计入附属净资本所致；公司净资产规模 101.43 亿元，较上年末基本持平。近三年，公司的各项风险资本准备之和分别为 32.91 亿元、48.65 亿元和 81.60 亿元，年均复合增长 104.19%，主要系资产管理业务规模和自营业务规模增加所致。从主要风控指标来看，截至 2017 年末，受各项风险准备之和增加影响，风险覆盖率指标由上年末的 193.00%下降为 146.91%；资本杠杆率指标为 24.89%，较上年末下降 28.43 个百分点；受净资本增长幅度较大影响，净资本/净资产指标由 2016 年末的 92.59%上升至 118.18%；公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 12 公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	监管标准	预警标准
核心净资本	42.85	93.39	89.01	--	--
附属净资本	0.50	0.50	30.87	--	--
净资本	43.35	93.89	119.88	--	--
净资产	50.17	101.40	101.43	--	--
各项风险准备之和	32.91	48.65	81.60	--	--
风险覆盖率	131.73	193.00	146.91	≥100	≥120
资本杠杆率	39.96	53.32	24.89	≥8	≥9.6
净资本/净资产	86.40	92.59	118.18	≥20	≥24

数据来源：公司净资本监管报表，以上指标均为母公司口径；

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

总体看，受股东增资的影响，公司资本实力大幅增强，目前，公司各项风险控制指标均符合监管要求，整体资本充足性较好。

5. 现金流

从现金流情况来看，2015~2017 年，公司经营性现金流波动较大，三年分别为 28.90 亿元、-

94.80 亿元和-92.95 亿元；其中，2016 年较 2015 年由净流入转为净流出主要系市场行情低迷导致经纪业务和融资融券业务收入减少以及代理买卖证券流入金额减少所致。公司投资活动的现金流规模较小，近三年呈净流出状态，净流出金额分别为 0.55 亿元、1.00 亿元和 1.09 亿元。筹资活动方面，近年来随着公司业务的发展，融资需求持续增长，筹资活动现金流入持续增长，三年分别为 30.91 亿元、106.31 亿元和 160.76 亿元；随着债务到期，筹资活动现金流出逐年增加，三年分别为 24.23 亿元、36.94 亿元和 79.14 亿元；筹资活动现金流量净额三年分别为 6.68 亿元、69.37 亿元和 81.62 亿元。整体看，公司融资渠道较为畅通，且考虑到公司作为上市公司的子公司，具备一定再融资能力，整体现金流状况处于较好水平。

表 13 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营性现金流量净额	28.90	-94.80	-92.95
投资性现金流量净额	-0.55	-1.00	-1.09
筹资性现金流量净额	6.68	69.37	81.62
现金及现金等价物净增加额	35.02	-26.42	-12.46
年末现金及现金等价物余额	101.05	74.62	62.17

资料来源：公司审计报告。

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

6. 盈利能力

近三年，受证券市场行情波动变化影响，公司营业收入呈波动下降趋势，年均复合减少 19.03%，2017 年公司实现营业收入 13.54 亿元，同比增长 9.21%，好于同行业平均水平；其中，手续费及佣金净收入和投资收益占比分别为 40.75%和 60.41%。手续费及佣金净收入主要来自经纪业务收入、投资银行业务收入和资产管理业务收入，2017 年经纪业务手续费净收入 2.92 亿元，同比减少 25.69%，占手续费及佣金净收入的 52.89%，较上年下降 18.29 个百分点，主要系股票市场行情波动所致；投资银行业务手续费净收入 1.06 亿元，同比减少 31.29%，占比 19.13%，较上年下降 8.71 个百分点；资产管理业务手续费净收入 1.50 亿元，同比增长 19.05%，占手续费及佣金净收入的 27.24%，较上年上升 4.36 个百分点。2017 年，利息净收入为负主要系应付短期融资款和债券利息支出较大所致，利息净收入主要来自信用业务利息收入，2017 年占比为 31.02%。2017 年，公司实现投资收益 8.18 亿元，较上年大幅增长 224.23%，主要来自公司持有及处置金融工具取得的收益，分别占比 92.18%和 7.82%。

公司营业支出近年来波动增长，年均复合增长 2.69%。从支出构成来看，主要为业务及管理费，2017 年为 7.45 亿元，同比增长 11.73%，占比为 76.85%，业务及管理费主要是职工薪酬，2017 年为 4.89 亿元，占业务及管理费的 65.64%。近三年，公司薪酬收入比波动增长分别为 27.78%、38.42%和 36.09，公司营业费用率呈持续增长趋势，三年分别为 38.22%、53.78%和 55.04%，成本控制能力有待加强。2017 年，公司资产减值损失 2.11 亿元，同比增长 558.09%，主要系公司股票质押业务计提减值准备及确认可供出售金融资产计提减值损失所致。

表 14 公司盈利指标（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	20.65	12.40	13.54
其中：手续费及佣金净收入	13.37	6.77	5.52
利息净收入	3.20	3.24	-0.62
投资收益	3.89	2.52	8.18
营业支出	9.20	7.32	9.70
其中：业务及管理费	7.90	6.67	7.45
营业利润	11.46	5.08	3.84
净利润	8.55	3.81	2.92
营业费用率	38.22	53.78	55.04
薪酬收入比	27.78	38.42	36.09
营业利润率	55.47	40.98	28.38
平均自有资产收益率	9.60	2.80	1.12
平均净资产收益率	21.85	4.99	2.86

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从盈利指标来看，2015~2017 年，受市场行情波动影响，公司净利润持续下降，年均复合减少 41.58%；2017 年公司实现净利润 2.92 亿元，同比减少 23.39%，2017 年，公司营业利润率 28.38%、平均净资产收益率 2.86%、平均自有资产收益率 1.12%，较上年分别下降 12.60 个百分点、2.13 个百分点和 1.68 个百分点。2017 年，公司净资产收益率低于行业平均水平。

总体看，近年来受市场波动影响，公司收入规模波动下降；受市场行情持续低迷影响，公司盈利能力有所下降，净资产收益率低于行业平均水平。

7. 偿债能力

近三年，随着公司利润总额的波动，公司 EBITDA 波动下降，分别为 15.50 亿元、7.13 亿元和 12.37 亿元，年均复合减少 10.66%。2017 年公司 EBITDA 由折旧和摊销（占 4.62%）、利息支出（占 64.43%）和利润总额（占 30.95%）组成，利息支出和利润总额在 EBITDA 构成中占比较大。近三年，随着公司债务规模持续增长，公司 EBITDA 全部债务比持续下降，分别为 0.35 倍、0.11 倍和 0.05 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力一般；EBITDA 利息倍数波动下降，分别为 4.29 倍、4.60 倍和 1.55 倍，EBITDA 对利息的保护能力一般。另一方面，考虑到公司持有较大规模的可快速变现资产，截至 2017 年底，公司可快速变现资产/自有负债为 1.12 倍，该类资产可对债务形成良好保障。

表 15 公司偿债能力指标表（单位：亿元，%，倍）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
总债务	44.21	63.20	196.81
自有资产负债率	50.40	40.13	70.86
可快速变现资产/自有负债	1.77	1.72	1.12
EBITDA	15.50	7.13	12.37
EBITDA 全部债务比	0.35	0.11	0.05
EBITDA 利息倍数	4.29	4.60	1.55

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2018 年 4 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2017 年末，公司无对外担保；存在 2 起重大未决诉讼情况，详见本报告“经营分析-重大事项”部分。

截至 2017 年末，公司共取得银行授信额度 367.24 亿，其中未使用授信余额 304.24 亿元。

总体看，近年来，公司债务负担有所加重，考虑到公司可快速变现资产对自有负债保障能力较好、EBITDA 利息倍数等偿债能力指标尚可以及股东增资使得公司资本实力进一步增强，公司整体偿债能力很强。

九、本次债券偿付能力分析

1. 本次债券发行对公司目前负债的影响

截至 2017 年末，公司债务总额为 240.91 亿元。本次拟发行公司债规模为不超过（含）10.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度一般，债务负担将进一步增加。

以 2017 年末财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 10.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为 71.67%，债务负担进一步上升，本次债券期限为 3 年，将使得公司长期债务占比得提升，有助于优化公司债务结构。

2. 本次债券偿债能力分析

公司本次拟发行不超过（含）10.00 亿元的公司债，本次债券发行成功后，公司负债水平将有所上升。以 2017 年末的财务数据为基础，按照公司发行 10.00 亿元公司债估算可快速变现资产、EBITDA、净利润和股东权益对本次债券本金的保障倍数，对公司债各项偿付能力指标良好。

表 16 本次债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2017 年末
可快速变现资产/本次债券本金	27.90
EBITDA/本次债券本金	1.24
净利润/本次债券本金	0.29
股东权益/本次债券本金	10.20

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

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

十、综合评价

公司作为国内综合性券商之一，具备较为完整的证券业务板块以及多元化经营的发展模式，且在黑龙江省区域竞争力较强；同时，近年来，公司积极推进业务发展，经纪、自营和信用业务取得了较好发展。2016 年，上市公司哈尔滨哈投投资股份有限公司（以下简称“哈投股份”）通过重大资产重组，收购公司原其他股东股份，公司成为哈投股份的全资子公司。同年 10 月，哈投股份对公司增资 49.81 亿元，资本实力的增强为公司经营规模持续增长提供了有力支撑。

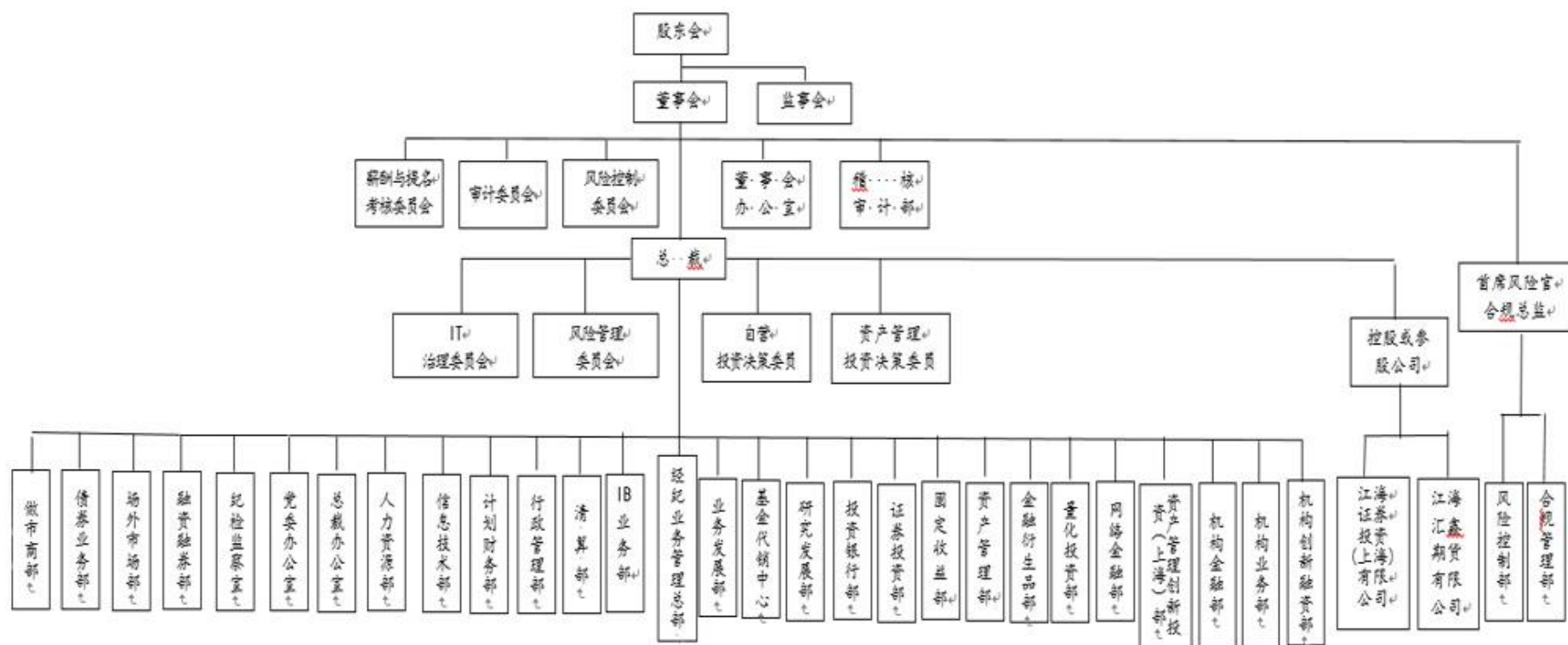
联合评级同时也关注到，公司营业收入受市场行情波动及相关监管政策等因素影响较大，未来收入增长存在一定不确定性；近年来盈利能力有所下滑；债务集中在 1 年内到期的占比较大，需要公司进行较好的流动性管理。

未来随着资本市场的持续发展和公司业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步

提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

附件 1 江海证券有限公司组织结构图



附件 2 江海证券有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	191.90	238.02	401.87
自有资产（亿元）	102.09	170.11	350.06
可快速变现资产（亿元）	91.11	117.54	279.02
所有者权益（亿元）	50.63	101.84	102.01
自有负债（亿元）	51.45	68.27	248.05
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.77	1.72	1.12
自有资产负债率（%）	50.40	40.13	70.86
营业收入（亿元）	20.65	12.40	13.54
净利润（亿元）	8.55	3.81	2.92
营业利润率（%）	55.47	40.97	28.38
营业费用率（%）	38.22	53.80	55.04
薪酬收入比（倍）	0.28	0.38	0.36
平均自有资产收益率（%）	9.60	2.80	1.12
平均净资产收益率（%）	21.85	4.99	2.86
净资本（亿元）	43.35	93.89	119.88
风险覆盖率（%）	131.73	193.00	146.91
资本杠杆率（%）	39.96	53.32	24.89
流动性覆盖率（%）	165.58	211.72	257.20
净稳定资金率（%）	152.58	138.90	132.03
信用业务杠杆率（%）	117.50	80.43	130.42
短期债务（亿元）	44.21	52.17	240.91
长期债务（亿元）	0.00	11.03	74.49
全部债务（亿元）	44.21	63.20	196.81
EBITDA（亿元）	15.50	7.13	12.37
EBITDA 利息倍数（倍）	4.29	4.60	1.55
EBITDA 全部债务比（倍）	0.35	0.11	0.05
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.55	0.71	1.24

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
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	$(\text{融出资金} + \text{买入返售金融资产}) / \text{所有者权益} \times 100\%$
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-扣除不能快速变现的投资资产

注：全部债务=短期债务+长期债务

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

长期债务=长期借款+应付债券

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 江海证券有限公司

2018 年公开发行公司债券的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

