

信用等级公告

联合[2017]117号

中山证券有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对中山证券有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中山证券有限责任公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

中山证券有限责任公司拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一七年二月十七日

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>

中山证券有限责任公司

公开发行2017年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过6亿元（含6亿元）

债券期限：3年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017年2月17日

主要财务数据：

项目	2013年	2014年	2015年	2016.9
资产总额（亿元）	73.70	121.28	163.82	190.22
自有资产（亿元）	48.45	75.66	102.00	142.10
自有负债（亿元）	22.37	46.05	65.43	83.45
全部债务（亿元）	21.47	41.59	54.92	71.69
自有资产负债率（%）	46.17	60.87	64.14	58.72
股东权益（亿元）	26.08	29.61	36.57	58.66
净资产（亿元）	13.12	13.87	26.91	31.56
净资产/净资产（%）	52.53	50.74	77.27	83.10
净资产/负债（%）	59.45	31.09	41.67	38.69
净资产/各项风险准备之和（%）	205.39	124.94	171.13	198.25
营业收入（亿元）	5.54	10.89	27.71	12.81
净利润（亿元）	0.28	1.82	8.75	3.06
EBITDA（亿元）	1.67	4.49	14.71	--
营业费用率（%）	75.66	69.73	50.95	63.05
平均净资产收益率（%）	1.10	6.54	26.45	6.42
EBITDA 利息倍数(倍)	2.00	3.03	5.67	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.08	0.11	0.27	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.28	0.75	2.45	--

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、净资产指标均为母公司口径；3、2016年1-9月份的合并报表未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中山证券有限责任公司（以下简称“公司”或“中山证券”）的评级反映了公司作为国内综合性券商之一，依托覆盖沿海主要城市的营业网点和优质的客户基础，各项业务稳步发展。近年来，公司积极实施业务转型，推动多元化发展，债券和新三板等综合投行业务发展较快，收入结构逐步优化，风险管理体系逐步完善。同时，2014年下半年以来，受益于国内证券市场交易活跃度整体提高和债券市场行情较好发展，公司经纪业务、证券投资业务、投资银行业务和信用交易业务的收入及利润取得较大增长，公司经营业绩持续增长。联合评级同时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的不利影响；随着资本性业务规模的提升，公司负债水平增长较快；公司现有资本规模制约了业务的发展，整体业务竞争力有待进一步提升。

2015年公司审议通过了增资扩股事项，拟增资64.575亿元，本次增资如顺利完成将有利于补充公司净资产。未来随着资本市场的持续发展、公司综合投行业务的稳步发展以及公司增资的完成，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期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内综合性券商之一，具有一定的规模优势，营业部覆盖沿海主要大中城市，拥有优质的客户基础。
2. 近年来，公司盈利规模和盈利能力明

显提高，公司收入结构不断优化，随着公司债券和新三板等综合投行业务的开展，公司综合竞争力得到进一步提升。

3. 近年来，受益于国内证券市场交易活跃度整体提高和债券市场行情较好发展，证券经纪业务、投资银行业务和证券投资业务收入和利润取得较大增长，公司经营状况也大幅改善。

关注

1. 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对公司业务发展和收益水平带来系统性风险。

2. 目前，公司资本规模行业排名中下水平，随着资本性业务规模的提升，现有资本规模制约了业务的发展；同时，公司负债水平增长较快，整体业务竞争力有待进一步提升。

分析师

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

贾一晗

电话：010-85172818

邮箱：jiayh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：


联合信用评级有限公司

曹一吟

一、主体概况

中山证券有限责任公司（以下简称“公司”或“中山证券”）系经中国人民银行总行《关于成立中山证券公司的批复》（银复【1992】607号）批准，于1993年4月20日设立的非银行金融机构，初始注册资本为人民币3,000万元，股东是中国人民银行中山分行（下称“中山人行”），经济性质为全民所有制企业，主管机关为中山人行。历经多次股权转让和增资扩股，截至2013年9月底，公司注册资本增加至135,500万元，其中，西部矿业集团有限公司、福建七匹狼集团有限公司、中科实业集团（控股）有限公司和深圳市建设（集团）有限公司分别持有公司12.55%股份。

2013年9月，广东锦龙股份发展有限公司（以下简称“锦龙股份”）购买中科实业集团（控股）有限公司、深圳市建设（集团）有限公司、福建七匹狼集团有限公司、安信信托投资股份有限公司等11家股东持有中山证券60.15%的股权。股权变更后，锦龙股份持股比例为60.15%，为公司第一大股东。

2014年4月和8月，深圳证监局分别下发《关于中山证券有限责任公司变更5%以下股权股东的无异议函》（深证局许可字【2014】23号）、《关于中山证券有限责任公司变更持有5%以下股权股东的无异议函》（深证局机构字【2014】63号），核准锦龙股份分别受让晋江市恒隆建材有限公司持有的2,000万元股权和广东省广新控股集团有限公司持有的6,000万元股权。此次股权变更后，公司注册资本为135,500万元，锦龙股份持股比例变更为66.05%，为公司第一大股东，公司实际控制人为杨志茂（公司股权结构图见附件1）。

表1 截至2016年9月底公司股权结构（单位：万元，%）

序号	股东名称	持股金额	持股比例
1	广东锦龙发展股份有限公司	89,500.00	66.05
2	西部矿业集团有限公司	17,000.00	12.55
3	中山市岐源投资有限公司	12,000.00	8.86
4	厦门市高鑫泓股权投资有限公司	6,000.00	4.43
5	上海迈兰德实业发展有限公司	5,000.00	3.69
6	光华置业集团有限公司	4,000.00	2.95
7	上海致开实业有限公司	2,000.00	1.47
合计		135,500.00	100.00

资料来源：公司提供

公司主要经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品业务。

截至2016年9月底，公司设有零售业务事业部、资产管理事业部、投资银行事业部、固定收益事业部、互联网金融部、证券投资部、董事会办公室、公司办公室、计划财务部、信息技术部、人力资源部、合规法务部、稽核审计部、风险管理部、资产管理运营中心、清算部、研究所等职能部门；在全国设有上海、山东2家分公司和24家证券营业部。公司直接控股上海大陆期货有限公司、间接控股上海杰询资产管理有限公司、参股益民基金管理有限公司。截至2016年9月底，公司在职工共计994人。

截至2015年末，公司资产总额163.82亿元，其中客户资金存款44.85亿元，客户备付金12.46亿元；负债总额127.25亿元，其中代理买卖证券款61.24亿元；所有者权益36.57亿元，公司母公司口径净资产26.91亿元。2015年公司实现营业收入27.71亿元，净利润8.75亿元。

截至 2016 年 9 月末，公司资产总额 190.22 亿元，其中客户资金存款 33.31 亿元，客户备付金 11.00 亿元；负债总额 131.56 亿元，其中代理买卖证券款 48.06 亿元；所有者权益 58.66 亿元，公司母公司口径净资产 31.56 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 12.81 亿元，净利润 3.06 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区科技中一路西华强高新大厦 7 层、8 层；法定代表人：黄扬录。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司本期拟发行的债券名称为“中山证券有限责任公司公开发行 2017 年公司债券(第一期)”。本期债券发行规模为不超过 6 亿元(含 6 亿元)，基础发行规模为 2 亿元，超额配售不超过 4 亿元。本期债券为 3 年期。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券票面利率为固定利率，票面利率由公司和承销商通过市场询价协商确定。本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券面向规定的合格投资者公开发行，采取网下面向合格投资者询价配售的方式，由发行人与主承销商根据询价情况进行债券配售。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于满足公司业务运营需要，调整公司债务结构，补充公司营运资金等用途。

三、行业分析

1. 证券行业概况

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

(1) 证券市场发展概况

证券市场的规模不断扩大，市场活跃度不断提高

股票市场方面，根据交易所公布的数据，截至 2016 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,052 家，股票市场总市值为 50.77 万亿元，较 2015 年底减少 4.45%，平均市盈率为 28.58 倍，较 2015 年底减少 18.80%；2016 年全部 A 股成交额为 126.51 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比减少值均为 50.05%。融资融券业务规模较 2015 年有所降低。截至 2016 年底，市场融资融券余额为 0.94 万亿元，其中融资余额占比为 99.63%，融券余额占比为 0.37%。股票一级市场发行方面，2016 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.94 万亿元，同比增加 27.63%，共完成 IPO 为 227 家、增发 793 家、配股 10 家。

债券市场方面，根据 Wind 资讯统计数据，截至 2016 年底，债券余额为 64.27 万亿元，较 2015 年底增加 32.42%。债券发行方面，2016 年国内共发行各类债券 2.93 万只，发行额达 36.36 万亿元。2016 年国内债券交易总金额为 1,051.43 万亿元，其中，现券交易成交金额为 125.24 万亿元，回购交易成交金额为 830.38 万亿元，同业拆借 95.81 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2016年全国期货市场累计成交额为195.63万亿元，同比下降64.70%；其中，中国金融期货交易所的交易金额为18.22万亿元，占全国市场份额9.31%，同比下降95.64%。

多层次资本市场已初步建立并不断完善

中小板和创业板分别于2004年和2009年设立；新三板自2012年开始启动扩容并于2013年扩大至全国。截至2016年底，挂牌企业数量达10,163家，较2015年底增加98.15%；区域性股权交易市场建设也在持续推进中。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（以下简称“建议”）也对构建多层次资本市场提出了新的要求，《建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”、“支持战略性新兴产业发展”等要求。未来对构建多层次资本市场可以预期的方向包括新三板分层制度的完善、转板制度的出台、上交所战略新兴板的建立、区域股权市场创新（如科创板的完善）等。

金融创新产品和服务不断推出

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

（2）证券公司发展概况

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

表2 证券行业概况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
证券公司家数(家)	114	115	120	125	129
盈利家数(家)	99	104	119	124	124
盈利家数占比(%)	86.84	90.43	99.17	99.20	96.12
营业收入(亿元)	1,294.71	1,592.41	2,602.84	5,751.55	3,279.94
净利润(亿元)	329.30	440.21	965.54	2,447.63	1,234.45
总资产(万亿元)	1.72	2.08	4.09	6.42	5.79
净资产(万亿元)	0.69	0.75	0.92	1.45	1.64
净资本(万亿元)	0.50	0.52	0.68	1.25	1.47

数据来源：中国证券业协会

2016年以来，证券行业在监管趋严和市场整体平淡的背景下，出现了一定的经营波动，合规风险也逐步暴露。一方面，证券市场行情受年初“熔断”的影响，市场连续下跌，信心不足，指

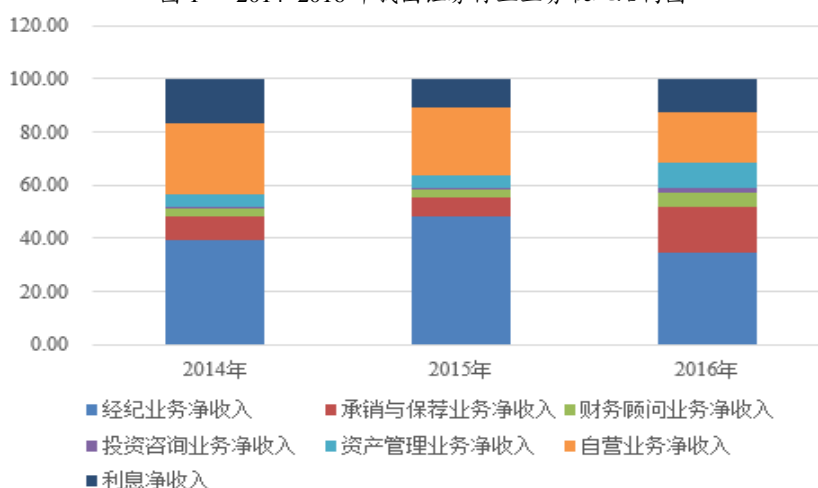
数基本处于低位徘徊；下半年在流动性充足、深港通预期等因素作用下，指数有所反弹。但整体来看，市场反弹力度不大，成交量下降明显。从业务表现看，经纪业务、自营业务和信用交易业务业绩下滑明显，而受益于政策层面的稳定（如 IPO 推进稳中有升）、国企改革的深入以及券商自身转型等，投资银行业务和资产管理业务业绩有所增长，整体收入结构更加均衡。另一方面，行业监管思路明确为依法监管、从严监管、全面监管，在投行业务、并购重组业务、公司债发行以及资产管理业务等方面相继出台政策法规，并加大违规事件的惩处力度；此外，证监会修订并发布了《证券公司风险控制指标及管理办法》，建立了以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系，对于行业的长期健康发展具有重要意义。未来，在监管政策和行业转型的推动下，证券公司肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥，中国资本市场的持续发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

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

2. 业务分析

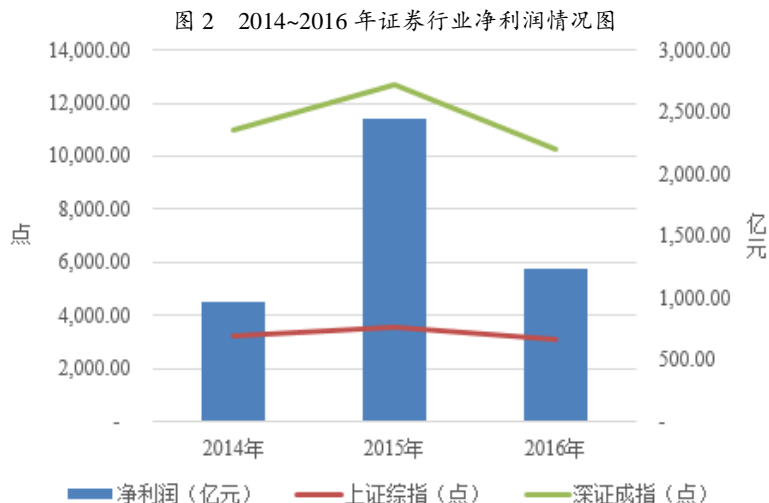
我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。证券经纪业务是我国证券公司目前最主要的业务组成部分，是收入的主要来源，收入占比均在 30%以上。近年来，证券公司业务板块发展呈现一定波动。2014~2016 年，受证券市场行情波动的影响，行业经纪业务净收入呈波动增加态势，三年复合增长 0.17%；2014~2016 年行业自营业务收入复合减少 10.54%。随着 2014 年 IPO 重启、公司债的扩容及各家券商积极调整投资银行业务结构，2014~2016 年行业投资银行收入呈增长趋势，年均复合增长 47.14%；资产管理业务发展较快，收入持续增长，但整体收入规模相对较小。

图 1 2014~2016 年我国证券行业业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站

由于证券公司的收益水平与证券市场交易量及市场指数总体正相关，近三年我国证券行业净利润呈现波动增长的态势。



资料来源：中国证券业协会网站

(1) 经纪业务

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

近年来随着经纪业务竞争的加剧，经纪业务也从传统的股票交易业务，增加了财富管理的理念，开展多金融产品交叉营销，券商逐渐完成了传统经纪业务的转型。但经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性风险。2015 年 6 月中旬股市开始持续下跌，两市市值大幅下降、成交量下滑；成交量的下降也影响了经纪业务收入下滑。2016 年，股票市场行情景气度不高，129 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 1,052.95 亿元，仅为去年同期收入的 39.13%。

(2) 投资银行业务

目前证券公司的投资银行业务仍以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

2016 年，证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入 519.99 亿元，占全行业营业收入的 15.85%，占比较 2015 年提高了 8.76 个百分点。一方面，IPO 业务延续了放开的态势，2016 年国内沪深两市累计 IPO 家数为 227 家，首发募集资金 1,496.08 亿元；增发家数为 793 家，增发募集资金 1.80 万亿元。另一方面，国内债券市场合计发行债券（含同业存单）2.93 万只，发行额 36.36 万亿元，较 2015 年分别大幅增加 71.61% 和 56.72%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，表现出该业务集中度较高，股票及债券承销金额中排名前十家

证券公司的市场份额合计约占 55%。随着新三板的扩容和国际板开板的临近，未来这两个领域能够持续推动证券公司投资银行业务的发展。

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

（3）自营业务

自营业务随着证券公司资金规模的扩大和监管的放松，近年来在各家券商业务中发展较快，主要包括权益类投资和固定收益类投资。2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。自营资产中，权益类及衍生品资产占比近四年保持稳步提升，2015 年年中，权益类及衍生品资产占比 38%；2016 年以来，随着股票市场趋冷，权益类资产占比有所下降。2016 年，129 家证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)568.47 亿元，同比减少 59.78%。自营业务受市场风险影响较大，收入实现存在一定不确定性。

（4）资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小，但是各券商未来业务发展的一大重点。目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，原有的业务限制有望进一步放宽。这有助于推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。证券公司与银行合作开展的通道类业务带动证券公司受托资产管理规模爆发式增长。截至 2016 年末，证券公司行业受托的资产管理规模约为 17.58 万亿元，较年初增长 47.86%。2016 年，证券公司实现资产管理业务净收入 296.46 亿元，同比增长 7.85%。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品规模仍是主要部分，但其占比有所下降，通道转主动型资管产品将是趋势。目前，券商受人力等多方面限制，每个项目都做到实地尽职调查的可行性不高，导致对项目实际情况及风险不能完全把控；同时，券商通道类业务占比较高，一旦业务发生问题，券商资管作为委托人将面临很大风险。

（5）创新业务

2012 年以来，证券公司创新业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的创新业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务、股票质押式回购业务等。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，融资融券相关业务是券商创新业务的主力部分，发展迅速，为券商业绩的增长贡献较大。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2014 年末，证券市场融资融券余额为 10,256.56 亿元，较上年增长 6,800.29 亿元，较 2013 年上升 195.98%。截至 2015 年 6 月 18 日，沪深两市融资融券余额达到峰值 22,730.35 亿元，为 2014 年底的 2.22 倍。自 2015 年 6 月中旬股市开始暴跌，两融业务规模大幅下降。截至 2015 年底，沪深两市融资融券余额为 11,742.67 亿元。2015 年 7 月 1 日，证监会正式发布《证券公司融资融券业务管理办法》（下称《办法》）规定，两融业务将在维持现有融资融券合约期限最长不超过六个月的基础上，允许证券公司根据客户信用状况等因素与客户自主商定展期次数；允许证券公司与客户自行商定补充担保物的期限与比例的

具体要求，同时，不再将强制平仓作为证券公司处置客户担保物的唯一方式，增加风险控制灵活性和弹性。这些措施都将鼓励券商在保证资金安全的前提下，有序开展此项业务。2016年以来，受股票市场成交量下降影响，截至2016年底，市场融资融券余额为9,392.49亿元，较年初有所下降，其中融资余额占比99.63%，融券余额占比0.37%。另一方面，股票质押式回购业务等创新业务也得到较快发展。根据沪深交易所股票质押式回购交易业务月报显示，截至2016年9月30日，沪深两市股票质押回购待购回初始交易金额达1.62万亿元，取得了较快发展。2015年3月，中国证券业协会已发布了《证券公司股票质押式回购交易业务风险管理指引（试行）》，要求证券公司以自有资金出资的，融出资金余额不得超过其净资本的200%。因此尽管近年来股票质押式回购业务增长较快，股票质押式回购业务的总余额与保证金融资业务相比依然较小，200%的净资本要求仍为该业务预留了大幅的增长空间。券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。

3. 市场竞争

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

同时，随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2015年底证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计3,191.29亿元，净利润1,332.36亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为55.49%和54.43%；截至2015年底，前十大证券公司资产总额为3.87万亿元，占全行业总资产的60.28%，前十大证券公司以上指标占比均超过50%，行业集中度较高。

表3 2015年主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1,417.37	6,161.08	560.13	203.60
2	海通证券	1,169.28	5,764.49	380.86	168.41
3	国泰君安	1,016.37	4,543.42	375.97	166.95
4	华泰证券	815.29	4,526.15	262.62	107.98
5	广发证券	798.21	4,190.97	334.47	136.12
6	银河证券	572.49	2,818.06	262.60	98.77
7	申万宏源	518.66	3,335.69	304.63	124.28
8	国信证券	498.88	2,443.53	291.39	139.49
9	招商证券	484.32	2,916.56	252.92	109.28
10	光大证券	424.24	1,970.73	165.71	77.47
合计		7,715.09	38,670.68	3,191.29	1,332.36

数据来源：wind 资讯

证券公司业务收入来源集中和盈利模式单一雷同，导致证券公司间竞争激烈的同时伴有不正当竞争现象。如IB业务市场资源有限，个别券商在投资者合规方面放水并因此被证监会立案调查；

同时，为大力开展业务，多数券商在创新业务的风险控制上都滞后于产品设计。随着监管的日益加强，整个行业发展分化也日益明显，违规者将受到监管层的严肃治理，规范者且竞争力强的公司则会取得相应发展。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验、业务规范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，行业集中度将进一步上升。

4. 风险因素

证券业务是与市场呈强周期关系的，具体风险主要体现如下：

（1）市场风险

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。2014 年以来，股票市场从回暖、火热到大幅下跌，走势波动较大，市场风险加剧，对自营业务影响较大，但也对证券公司应对市场风险的策略和技术提出了更高要求。

（2）信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。目前，宏观经济下行，实体经济经营困难，企业信用风险逐渐暴露，在一定程度上增加了债券投资类业务风险；同时，2015 年下半年以来，证券市场波动较大，证券公司融资类业务面临信用风险加大。

（3）流动性风险

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

（4）操作风险

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作流程来控制人为失误；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。近年来，证券公司在制度和内控上不断加强和完善业务合规性，控制人为失误；2015年以来，中国证监会也在强化以常规方式打击证券期货市场违法违规的同时，针对一些特定领域出现的严重扰乱市场秩序的典型案件，组织开展“2015证监法网专项执法行动”，包括中信证券、海通证券、华泰证券、广发证券等多家经营规模排名行业前10的大型证券公司因违规被立案调查。证监会还向公安部集中移送了数起涉嫌操纵市场、内幕交易、利用未公开信息交易等犯罪案件。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

（5）法律政策风险

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

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

5. 未来动向

（1）风险管理水平有所提高，监管力度加强

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

2016年6月，中国证监会发布修订后的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，并

于 10 月 1 日正式实施。此次修订，一方面在维持总体框架不变基础上，对不适应行业发展需要的具体规则进行调整；另一方面，结合行业发展的新形势，通过改进净资本、风险资本准备计算公式，完善杠杆率、流动性监管等指标，明确逆周期调节机制等，提升风控指标的完备性和有效性，有利于券商进一步提升风险管理能力。

2015 年以来，中国证监会在强化以常规方式打击证券期货市场违法违规的同时，针对一些特定领域出现的严重扰乱市场秩序的典型案件，组织开展“2015 证监法网专项执法行动”。2016 年 7 月，证监会确定并公布了 2016 年证券公司分类评价结果。根据 2016 年分类评价结果，中信证券、海通证券、国信证券、广发证券、华泰证券、方正证券、兴业证券等 7 家公司分别因经纪业务、两融业务和新股发行保荐业务涉嫌违法违规被证监会立案调查，虽未正式作出行政处罚，但反映出相关公司在有关业务环节的内部控制上出现了问题，根据《证券公司分类监管规定》予以扣分，导致其分类评价结果与去年相比出现不同程度的下降。其中，中信证券、海通证券、国信证券、广发证券、华泰证券、兴业证券 6 家公司由去年的 AA 级降为 BBB 级，方正证券由 A 级降为 C 级。

在证监会调整风控指标、下调多家证券公司分类评价结果以及空前加大的执法力度下，显示证监会对证券公司风险管理能力提出了更高要求，对证券公司监管更为严格，同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

（2）深港通实施

沪港通于 2014 年 11 月 17 日正式实施，催化了 2014 年底证券公司股主导的上涨行情，沪港通总体运行平稳，为启动深港通提供了基础和条件。2016 年 8 月，国务院批准《深港通实施方案》、中国证监会与香港证监会共同签署深港通《联合公告》，原则批准深圳证券交易所、香港联合交易所有限公司、中国证券登记结算有限责任公司、香港中央结算有限公司建立深港股票市场交易互联互通机制，这标志着深港通实施准备工作正式启动。根据公告，深股通的股票范围是市值 60 亿元人民币及以上的深证成份指数和深证中小创新指数的成份股，以及深圳证券交易所上市的 A+H 股公司股票。深港通不再设总额度限制，沪港通总额度即日起取消。深港通每日额度与沪港通现行标准一致，即深股通每日额度 130 亿元人民币，深港通下的港股通每日额度 105 亿元人民币。双方可根据运营情况对投资额度进行调整。2016 年 12 月 5 日，深港通正式实施。深港通实施后，将对股市有提振作用，利好证券公司。

（3）“营改增”新政实施

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

总体看，未来一段时间，证券公司将迎来业务创新和发展的良好外部机遇，资本实力、管理水平、创新能力以及人才储备等因素是影响证券公司市场竞争力的主要因素。

四、规模与竞争力

公司是综合类证券公司之一，具有一定经营实力

公司是综合类证券公司之一，各项业务牌照齐全，具备较为完整的证券业务板块；下辖期货公司和投资咨询公司，参股基金公司，具有综合化经营的发展模式。从公司资产规模和盈利水平来看，公司处于行业中等偏下水平，根据中国证券业协会数据，2015年度全国125家证券公司中，公司总资产排名第74位，净资产排名第71位，净资本排名第78位，营业收入排名第58位，净利润排名第65位，净资产收益率排名第37位，具备较好盈利能力。截至2016年9月底，公司在全国范围内共拥有24家营业部，主要分布在东南沿海经济发达城市，客户质量较好。

债券和新三板等综合投行业务发展迅速

2014年起公司着力在债券及新三板业务等综合投行方面布局；其中，债券业务方面，公司围绕交易所债券市场，2015年度完成债券主承销家数53家，主承销金额401.25亿元，行业排名分别位于第8和第15位；2016年前三季度，公司完成债券主承销家数75家，主承销金额658.42亿元。新三板业务方面，公司于2013年开始储备新三板项目，2014年取得做市商资格并签约项目16家，做市数量市场排名前10；挂牌方面，2015年新三板推荐挂牌38家，2016年前三季度推荐挂牌企业35家。

股东实力较强，对公司发展提供有力支持

公司第一大股东锦龙股份持有公司66.05%的股权，是深圳证券交易所挂牌交易的上市公司（股票简称：锦龙股份；股票代码：000712）。目前，锦龙股份主营业务为证券公司业务，截至2016年9月末，锦龙股份除持有中山证券66.05%的股权外，还持有上海胜鹏投资管理有限公司100%的股权，参股东莞证券有限责任公司40%的股权。截至2015年末，锦龙股份资产总额198.65亿元，负债总额148.60亿元，所有者权益50.05亿元，其中归属母公司所有者权益合计33.81亿元；2015年，锦龙股份实现营业收入29.31亿元，净利润12.70亿元，其中归属母公司净利润9.13亿元。2016年4月，锦龙股份公告拟非公开发行股票募集资金总额不超过人民币70亿元（含发行费用）（该事项已于2016年8月获得证监会受理），其中64.575亿元用于对公司增资，增资后公司资本实力将进一步提升。整体看，锦龙股份实力较强，为公司业务发展提供了有力支撑。

总体看，公司作为综合类证券公司之一，具有一定的经营实力，营业部主要分布于沿海城市，客户基础优质，债券投行业务发展较快；大股东锦龙股份实力较强，对公司业务发展提供有力支撑。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》等相关法律法规的要求制定《公司章程》，形成了股东会、董事会、监事会及经营层相互分离、相互制衡的公司治理结构和运作机制，并建立和逐步完善了包括基本制度、管理办法、工作细则三个层级的制度体系。近年来，公司能够按照《公司章程》、《股东大会议事规则》的要求召集和召开年度股东大会和临时股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。

股东会是公司的最高权力机构，由全体股东组成，依法行使职权。公司股东会会议分为股东年会和临时股东会，股东年会每年至少召开一次。

董事会是公司的常设决策机构，由13名董事组成，其中独立董事3名。公司董事会为公司的

决策机构，对股东会负责并报告工作。董事会每年至少召开两次会议。董事会下设战略发展委员会、提名与薪酬委员会、审计委员会及风险控制委员会四个专门委员会。

监事会是公司的内部监督机构，负责对公司董事、高级管理人员的行为及公司财务进行监督。截至 2016 年 9 月底，公司监事会由 5 名监事组成，设监事会主席 1 人，职工监事 2 名，股东监事 2 名。近年来，监事会通过列席董事会会议、召开专题会议等方式实施监督职能，并对公司运营管理提出意见和建议。

经营管理层由董事会聘任，对董事会负责，组织实施董事会决议，主持公司的日常经营管理工作。公司管理委员会下设投资决策委员会、投资银行委员会、资产管理委员会、信息技术委员会、信用业务委员会等专业委员会，对各业务条线经营行为实施管理，加强对各项业务的经营管控。

总体看，公司建立了较为完善的治理架构，公司治理机制运行良好，各治理主体能够有效履行各自的职责。

2. 内部控制及合规管理

公司根据自身业务发展情况建立了内部组织架构（公司组织架构见附录 2），董事会负责建立健全并有效实施公司内部控制；监事会对董事会建立与实施内部控制进行监督；经理层负责组织领导公司内部控制的日常运行。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。

公司已经建立了较为完善的合规管理体系。公司董事会是公司合规管理的最高决策机构，负责公司合规管理基本政策的审批、评估和监督实施，对公司合规管理的有效性承担最终责任。公司经理层负责按照董事会制定的合规管理基本制度，传达、落实董事会的合规政策并督促执行，确保合规政策和程序得以遵守。公司聘任了合规总监，设置了合规风险管理部协助合规总监，独立地开展合规管理工作。合规总监带领合规风险管理部，通过完善合规管理制度、开展合规培训与宣传、检查与监测、考核与问责等合规管理工作，以及落实反洗钱和信息隔离墙等专项工作，确保公司经营管理和员工执业行为持续合规。公司各单位负责人对本单位经营管理活动的合规性负首要责任，并有责任监督其单位员工执业行为的合规性。

公司稽核审计部独立于公司各部门和分支机构。公司稽核审计部负责对公司所属各单位经营活动和内部控制的健全性、有效性进行监督和评价，通过审查和评价公司经营活动及内部控制的合法性、适当性和有效性来促进公司经营管理目标的实现，是公司内部控制中实施监督、评价和反馈的职能部门。稽核审计部主要开展各业务审计、年度合规有效性评估、协助内控管理评价、离任审计、专项审计及相关的整改跟踪工作。

近年来，公司内部控制和合规管理上未出现重大问题。2013 年 8 月，因公司股权存在问题，深圳证监局采取责令公司整改的监管措施（具体见七、风险管理分析），受此影响，2014 年公司在证监会分类评级为 BB 级；2015 年和 2016 年，公司在证监会分类评级均为 BBB 级，公司在内部控制和合规管理方面仍需进一步提高管控能力。

总体看，公司内部控制体系比较健全，内控管理制度与流程运作较为有效。

六、经营分析

1. 经营概况

中山证券主要业务板块包括经纪业务、证券投资业务、投资银行业务、资产管理业务和信用交易业务等，证券经纪业务和投资银行业务是中山证券主要收入来源。近年来，随着中山证券战略规划的稳步推进，积极开展创新业务，同时受益于其投资银行业务的快速发展，营业收入实现较快增长，收入结构有所改善。2013~2015年，中山证券分别实现营业收入5.54亿元、10.89亿元和27.71亿元，三年复合增长123.67%；实现净利润分别为0.28亿元、1.82亿元和8.75亿元，三年复合增长455.85%。

从收入构成上看，2013~2015年，受益于证券市场成交量放大以及经纪业务加快互联网转型，中山证券经纪业务收入持续增长，三年复合增长70.45%；近三年在营业收入中的占比分别为53.27%、35.75%和30.93%，占比逐年下降，但仍是中山证券最大收入来源。2013~2015年，中山证券抓住市场机遇，大力发展债券和新三板业务，投资银行业务收入持续增长，三年复合增长277.75%；近三年在营业收入中的占比分别为9.33%、10.37%和26.61%，成为中山证券第二大收入来源。2013~2015年，受益于市场行情整体回暖以及公司适时调整投资策略，中山证券证券投资业务收入逐年增长，三年复合增长702.24%；在营业收入中的占比分别为1.52%、17.35%和19.55%，为中山证券第三大收入来源。2013~2015年，中山证券资产管理业务平稳发展，资产管理业务收入三年复合增长55.02%；在营业收入中的占比分别为21.57%、22.86%和10.36%，营业收入比重下降较快主要系中山证券其他板块业务收入增长较快所致。2013~2015年，中山证券信用交易业务收入持续增长，三年复合增长128.48%；在营业收入中的占比分别为4.28%、5.56%和4.47%，收入占比较低。总体看，中山证券收入结构更加趋于合理，有利于抵御市场风险，获得较稳定收入。

表4 2013~2016年9月中山证券营业收入结构（单位：万元，%）

板块	2013年度		2014年度		2015年度		2016年1-9月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
证券经纪业务	29,505.36	53.27	38,950.71	35.75	85,720.45	30.93	25,041.67	19.54
证券投资业务	841.68	1.52	18,896.73	17.35	54,169.48	19.55	9,173.30	7.16
投资银行业务	5,167.96	9.33	11,297.15	10.37	73,743.27	26.61	69,005.43	53.86
信用交易业务	2,370.73	4.28	6,056.81	5.56	12,376.47	4.47	9,494.62	7.41
资产管理业务	11,944.53	21.57	24,907.91	22.86	28,703.60	10.36	10,865.52	8.48
其他	5,691.16	10.28	11,075.52	10.17	28,815.06	10.40	4,930.71	3.85
抵消	-133.22	-0.24	-2,239.54	--	-6,421.17	--	-399.99	--
合计	55,388.20	100.00	108,945.30	100.00	277,107.16	100.00	128,111.26	100.00

资料来源：公司提供

2016年1~9月，受股票市场渐冷影响，公司经纪业务、证券投资业务、信用交易等业务收入均较去年同期有所下滑，分别实现收入2.50亿元、0.92亿元和0.95亿元，但投资银行业务仍延续2015年较好发展势头，实现收入6.90亿元，占营业收入比重大幅提高至53.86%，成为第一大收入来源；同期，中山证券实现营业收入12.81亿元，实现净利润3.06亿元，分别较去年同期减少35.68%和59.81%。

总体看，中山证券收入主要来自证券经纪业务、投资银行业务和证券投资业务。近年来，中山证券在调整经营策略和业务结构方面取得了积极的效果，收入结构不断优化。未来，随着中山证券业务多元化发展的稳步推进，收入和盈利水平有望继续增长。同时，联合评级也关注到中山

证券收入中经纪业务和证券投资业务占比较高，受市场行情波动影响较大。

2. 经纪业务

中山证券经纪业务资格齐全，主要向客户提供股票、基金、权证、债券等代理交易服务。中山证券经纪业务采取集中统一管理，由零售业务事业部负责证券经纪业务统一管理和流程控制，零售业务事业部下设经纪运营中心、金融市场部、经营管理部、财富管理部、信用运营中心等5个部门，在中山证券授权下履行分支机构的综合管理职能，从证券分支机构的内控体系和制度体系建立、岗位设置及岗位职责界定、业务流程的梳理与完善、日常事务与集中业务管理等方面对分支机构实施组织、协调和监管。

近年来，中山证券一方面继续大力发展基础经纪业务，并采取“稳线下突线上”的措施，做好非现场开户、“惠率通”等各项业务的支持和衔接；另一方面，逐步适度扩张营业网点，扩大中山证券营业覆盖范围和影响力。2015年，中山证券新开设2家营业部，分别位于绍兴和泉州，同时获批筹备深圳和广州2家营业部，其中2016年3月广州营业部正式开业；截至2016年9月底，中山证券拥有26家分支机构，其中分公司2家，证券营业部24家，分支机构主要分布在东南沿海经济发达城市，其中珠三角地区8家，长三角地区8家，环渤海地区8家，其他地区2家。

在客户拓展和维护方面，中山证券不断丰富金融产品线，针对不同客户群体，提供多层次的金融产品，以适应客户需求；同时，进一步完善产品售前、售中及售后服务细节，增强中后台主动服务意识，做好客户的后续跟踪机制，提升整体执行效率；另外，中山证券还利用互联网等沟通渠道，实现线上线下互相推动、协同共进。

从营销队伍建设来看，中山证券经纪人员管理主要根据证监会的监管要求通过CRM系统实现对人员的管理，包括人员入职、执业前60小时、绩效考核、资格管理、日常管理、客户服务管理和风控管理等管理工作；并统筹组织营销人员的执业前60小时培训、后续执业培训、专业培训、新业务推广等培训，同时，针对分支机构人员的业务类别实行不同的薪酬激励办法。截至2016年9月底，中山证券拥有投顾人员49人。

经纪业务收入是中山证券最主要收入来源，2013~2015年，中山证券经纪业务分别实现收入2.95亿元、3.89亿元和8.57亿元，取得持续较快增长。2013年以来，受益于股票市场的持续好转和经纪业务创新的加快开展、转型的加速推进，中山证券代理买卖证券交易额增长较快，近三年分别为4,894.29亿元、7,621.76亿元、15,272.43亿元，但市场份额有所下降（见下表）。2015年中山证券代理买卖证券业务净收入行业内排名71位，处于中下游水平。佣金率方面，近两年受市场竞争加剧影响以及中山证券积极开拓互联网金融、网上开户业务，其佣金率逐年下降，处于行业较低水平。

表5 2013~2016年9月中山证券代理买卖证券业务情况（单位：亿元，%）

项目	2013年		2014年		2015年		2016年1~9月	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
A股	1,988.42	2.13	3,531.57	2.38	10,486.19	2.06	3,677.27	1.91
B股	6.06	1.45	3.61	1.79	12.58	1.70	3.48	1.46
基金	15.39	0.52	142.89	1.48	211.56	0.69	125.41	0.84
债券	47.97	0.04	52.79	0.97	60.77	0.90	54.49	0.81
债券回购	2,836.45	2.44	3,890.91	2.21	4,501.37	1.76	2,740.46	0.81
合计	4,894.29	2.27	7,621.76	2.25	15,272.43	1.90	6,601.11	1.20

资料来源：公司提供

注：B股汇率按期末汇率统一处理

2016年1~9月，中山证券代理买卖股票、基金和债券金额为6,601.11亿元，代理股票、基金和债券市场份额下降至1.20%，较2015年下降0.70个百分点，主要系债券回购业务市场份额下降较快；证券经纪业务手续费净收入为2.16亿元，同比下降62.45%，主要系证券市场趋冷所致。

总体看，中山证券营业部主要集中于经济发达地区；近年来，受益于证券市场回暖和业务创新的加快开展、转型的加速推进，其经纪业务收入大幅增加；但经纪业务受外部环境影响较大，2016年前三季度受证券市场低迷影响，经纪业务收入大幅下滑，公司未来经纪业务收入的增长存在一定的不确定性。

证券投资业务

中山证券证券投资业务由权益类投资、固定收益类投资以及衍生产品投资组成。中山证券证券投资业务主要由证券投资部负责。中山证券出台了证券投资业务管理制度及规范细则，明确了投资决策、操作规程、业务授权及相关风险控制措施。

中山证券证券投资业务实行“董事会—投资决策委员会—证券投资部”的三级投资决策机构；董事会是证券投资业务的最高决策机构，在严格遵守监管法规中关于证券投资业务规模等风险控制指标规定的基础上，根据中山证券资产、负债、损益和资本充足等情况确定证券投资业务规模、可承受的风险限额等，并以董事会决议的形式进行明确；投资决策委员会为中山证券管理委员会属下的议事机构和工作机构，是经董事会授权的证券投资业务运作的最高管理机构，负责确定具体的资产配置策略、投资事项和投资品种等。证券投资部为证券投资业务的执行机构，在投资决策委员会做出的决策范围内，根据授权负责具体投资项目的决策和执行工作。证券投资部下设投资决策小组，根据证券投资部授权具体投资项目的决策和执行工作。中山证券定期召开投资决策委员会，根据证券市场行情走势，确定投资品种和规模，灵活调整仓位与配置；投资决策流程为：投资决策委员会经过分析研究选出入池证券，经风控部审核后放入股票池，投资决策小组决策后由风控经理复核，最后由交易员执行操作，交易结果须向投资部和投资决策委员会汇报。中山证券通过逐日盯市和风险量化指标体系把控风险，建立了止盈和止损机制，全面把控风险。中山证券根据宏观经济情况，及时调整经营策略，目前主要配置有军工、环保、医药、体育传媒、网络消费等行业板块。

受市场环境和中山证券投资策略影响，2013~2015年，中山证券投资余额波动增长，分别为25.89亿元、14.79亿元和36.60亿元。中山证券采取稳健的投资策略，近三年债券资产占投资资产的70.00%以上；但随着2015年股票市场行情上涨，股票资产余额有所增加，2015年底为4.49亿元，较2014年底增长130.01%，同期，债券资产余额也大幅增长，为2014年底的1.90倍；截至2015年底，中山证券持有债券资产30.40亿，占投资资产比重为83.07%，股票资产占投资资产比重为12.27%，信托、理财产品占投资资产比重为2.88%。中山证券投资的债券以企业债和国债为主，间或持有少量的金融债，外部评级以AA、AA+债券为主，另持有少量的AA-中票。2013~2015年，中山证券证券投资业务分别实现收入0.08亿元、1.89亿元和5.42亿元，增幅较大。2015年公司证券投资收入行业内排名48位，处于行业中游水平。

2016年以来，中山证券增加股票和债券投资规模，截至2016年9月底，中山证券股票投资余额5.96元，债券投资余额47.17亿元，以金融债、短期融资券、中期票据和企业债为主；从级别来看，债券级别均在AA-及以上。2016年前三季度，中山证券证券投资业务实现收入0.92亿元，同比下降77.17%，系证券市场趋冷所致。

表 6 2013~2016 年 9 月末中山证券证券投资结构 (单位: 万元)

项目	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 9 月末
股票	26,414.82	19,530.01	44,921.91	59,621.70
基金	421.72	2,697.83	6,498.68	3,963.23
债券	226,364.98	105,017.16	304,050.92	471,728.53
信托、理财产品	5,731.91	20,681.27	10,546.17	18,640.25
合计	258,933.43	147,926.27	366,017.68	553,953.71

资料来源: 公司提供

总体看, 2015 年以来受益于股票市场行情上涨, 中山证券适时增加股票投资, 证券投资业务实现了较好的投资收益, 但证券投资业务仍以债券投资为主。联合评级也关注到证券市场波动较大, 未来证券投资业务收入的增长存在一定的不确定性。

投资银行业务

中山证券的投资银行业务主要包括 IPO、再融资、全国中小企业股份转让系统推荐挂牌、融资股权类业务, 公司债、企业债等债券融资业务, 以及并购重组、资产证券化、市值管理等财务顾问业务; 根据企业自身状况和融资需求为企业提供融资服务。中山证券投资银行业务主要由投资银行事业部负责运营, 由投资银行委员会实行统一管理, 通过管理委员会下设的投资银行管理委员会协调投行业务线各相关业务部门和中后台管理部门的运作; 投资银行事业部及下设各业务部门负责投行各项业务的承揽及承做工作, 由内核小组、合规法务部、风险管理部、质量控制部对项目质量及风险进行全面监督及防范。截至 2016 年 9 月底, 中山证券在中国证券业协会注册的保荐代表人共 5 名。

股票市场行情的低迷和监管层对股票发行机制的改革对证券公司 IPO 业务带来较大的不利影响, 中山证券 IPO 业务发展缓慢。2013 年和 2014 年中山证券未有 IPO 和再融资项目发行; 2015 年中山证券发行 IPO 和再融资项目各 1 单, 承销金额分别为 1.69 亿元和 18.01 亿元。

债券业务方面, 近年来, 中山证券将其作为投资银行发展重点, 完善债券业务平台, 债券业务发展良好。中山证券债券业务采用“一站式、全流程”业务模式, 即由部门项目团队与发行团队配合, 项目领导直接沟通监管部门, 高效完成客户尽职调查、内部审核、材料制作上报、监管审核沟通、发行、存续管理全部工作。2013~2015 年, 受 IPO 发行间歇暂停的影响和债券市场总体规模扩大影响, 中山证券积极把握债券市场机会, 加强拓展债券融资业务, 债券业务快速增加, 分别完成债券发行项目 5 个、21 个和 53 个, 承销金额分别为 44.94 亿元、51.85 亿元和 401.25 亿元, 实现了较快的增长。2015 年公司债券主承销家数、金额和债券承销净收入行业内排名分别为第 8 位、15 位和第 7 位, 排名处于前列。

2016 年前三季度, 中山证券债券业务延续 2015 年良好态势, 完成债券发行项目 75 个, 债券承销金额 658.42 亿元, 超过了 2015 年全年的水平。

新三板业务方面, 中山证券于 2014 年取得做市商资格, 2013 年新三板业务开始储备, 签约项目 16 家; 2014 年中山证券新签约项目 61 家, 完成推荐挂牌企业 11 家; 2015 年, 中山证券新三板业务发展较快, 新签项目 109 家, 完成推荐挂牌企业 38 家。2016 年前三季度, 公司推荐挂牌企业 35 家, 延续了较快的发展趋势。

表 7 2013~2016 年 9 月中山证券投资银行业务情况 (单位: 个, 亿元)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
主承销 IPO 家数	--	--	1	--
主承销 IPO 金额	-	--	1.69	--

项目	2013年	2014年	2015年	2016年9月
主承销再融资家数	-	--	1	--
主承销再融资金额	-	--	18.01	--
主承销债券笔数	5	21	53	75
主承销债券金额	44.94	51.85	401.25	658.42
新三板推荐挂牌家数	-	11	38	35

资料来源：公司提供

2013~2015年，中山证券实现投资银行业务收入分别为0.52亿元、1.13亿元和7.37亿元，复合增长277.75%；2016年前三季度，中山证券投资银行业务实现手续费净收入6.90亿元，同比增长69.03%。从项目储备来看，截至2016年9月末，IPO项目储备4家；再融资项目1家；债券项目储备186家；上市公司并购重组财务顾问项目1家，该项目已过会；新三板项目储备97家。总的来看，中山证券投资银行业务项目储备情况较好，未来投资银行业务将保持较好发展势头。

总体看，中山证券投资银行业务以债券业务和新三板业务为主，近年来取得较快发展，未来随着储备项目的发行成功和中山证券继续加大债券承销业务的投入，投资银行业务收入有望保持增长趋势。同时，联合评级也注意到，投资银行业务易受国家监管政策影响，存在一定不确定性。

资产管理业务

中山证券于2009年取得资产管理业务资格，资产管理业务主要包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。

中山证券将资产管理业务牌照上升为公司总体管理，被授权的业务部门均可按照客户需求、市场需求开展业务，从而拓宽了中山证券的业务渠道。中山证券设立了资产管理委员会，统筹管理中山证券的资产管理业务；公司设置资产管理运营中心，为业务部门提供专业的支持服务。中山证券对资产管理业务的统一管理，也实现了对业务风险的集中控制，每一单资产管理业务，均须依照中山证券统一制定的规范流程进行。

2013~2015年，中山证券资产管理业务平稳发展，资产管理规模逐年增加。2015年，中山证券发行运作资产管理产品102只，其中集合资产管理产品27只，定向资产管理产品75只，构建了覆盖股权等权益类、债券等固定收益类、股票质押式回购等各类投资标的的产品线。截至2015年底，中山证券23支场内主动管理集合产品中的6支产品在同类型产品排名中位列前10%。截至2015年底，中山证券资产管理业务规模为2,059.23亿元，较2014年增长5.88%，主要来自集合资产管理规模的增长；其中，集合资产管理规模117.81亿元，定向资产管理规模1,918.92亿元。2013~2015年，中山证券资产管理业务管理费收入分别为0.78亿元、2.30亿元和2.77亿元，三年复合增长88.45%。2015年中山证券受托资产管理业务净收入行业内排名为第28位。

表8 2013~2016年9月中山证券资产管理业务情况表（单位：亿元）

项目	2013年		2014年		2015年		2016年9月	
	管理规模	管理费	管理规模	管理费	管理规模	管理费	管理规模	管理费
集合资产管理业务	7.72	0.03	38.93	0.10	117.81	1.71	178.70	0.16
定向资产管理业务	1,110.33	0.75	1,905.98	2.21	1,918.92	1.05	1,754.36	0.93
专项资产管理业务	-	-	--	--	22.50	0.01	47.63	--
合计	1,118.04	0.78	1,944.91	2.30	2,059.23	2.77	1,980.69	1.09

资料来源：公司提供

截至2016年9月底，中山证券资产管理业务规模为1,980.69亿元，其中，集合资产管理规模178.70亿元，定向资产管理规模1,754.36亿元，专项资产管理规模47.63亿元；2016年1~9月，

中山证券资产管理业务实现手续费净收入 1.09 亿元，同比下降 54.06%，主要系 2016 年集合资产管理业务管理费下降加之市场低迷资管产品业绩报酬率下降所致。

总体看，近三年中山证券资产管理业务尤其是主动管理业务平稳发展，管理规模不断增加、收入持续增长，随着证券行业创新力度加大和中山证券资产管理业务的创新发展，未来资产管理业务对中山证券收入的贡献度有望提高。

信用交易业务

中山证券信用业务主要开展融资融券、股票质押、约定购回等信用业务，由零售业务事业部下设信用运营中心负责；信用运营中心主要职责包括资金渠道开发及维护、融资渠道管理、资本中介业务探索；创新方案设计、撰写、信用业务标的券管理、流动性管理以及各项网络融资平台的开发与维护；日常盯市、风控平仓、各项业务参数调整、系统管理等工作。

近年来，中山证券不断加强信用交易业务的推广，优化业务流程，提升业务效率和用户体验，同时，强化信用交易业务的风控水平和管理水平。中山证券建立了严格的客户征信评级与授信管理办法，根据监管要求，从资产规模、风险承受能力、交易经验、诚信情况等方面进行限定，即由分支机构收集客户业务资料，并对客户资料进行初审，再由总部对信用资料进行复审，通过用百分制方法，设计若干评分因子参数化、数字化从而确定客户信用评级。两融客户分为9个等级，股票质押客户分为7个等级，中山证券根据客户信用等级确定授信系数，最终确定客户授信额度。

标的池的选择方面，中山证券在交易所规定的融资标的证券、融券标的证券范围内，由金融产品二部进行筛选，缩小融资标的证券、融券标的证券范围，报中山证券信用业务管理委员会审定后确认标的池范围；标的券审核调整的时间间隔原则上不超过三个月；上市公司出现异常情况的，可以临时调整；上海证券交易所、深圳证券交易所调整融资标的证券、融券标的证券范围时，中山证券作相应调整。

2013~2015 年，受益于证券市场行情向好，中山证券信用交易业务快速发展，分别实现收入 0.24 亿元、0.61 元和 1.24 亿元，增幅为 127.30%，2015 年公司融资融券业务利息收入行业内排名为第 67 位；截至 2015 年底，中山证券融资融券账户余额 22.93 亿元，较 2014 年底增长 3.65%，增幅较小主要系 2015 年下半年多次股灾导致股票市场渐冷、下半年两融余额有所下降。

表 9 2013~2016 年 9 月末中山证券融资融券业务情况表 (单位: 个, 万元)

项目	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 9 月末
融资融券账户数目	3,108.00	9,702.00	10,833.00	10,722.00
融资融券余额	51,282.71	221,209.24	229,273.42	187,350.14

资料来源：公司提供

中山证券于 2013 年取得约定购回式证券交易及股票质押式回购交易等业务资格，2014 年开始正式开展股票质押业务，至今未大规模开展约定购回业务。中山证券股票质押回购业务风险控制良好，股票质押回购技术系统运行平稳，清算交收正常，截至 2015 年底，股票质押回购交易余额 4.36 亿元，2015 年股票质押回购业务实现收入 0.93 亿元。

2016 年以来，受股票市场渐冷、交易量下降影响，中山证券融资融券业务规模有所下降，股票质押回购业务规模有所增长；2016 年前三季度，中山证券信用交易业务实现收入 0.95 亿元，同比增加 13.09%；截至 2016 年 9 月底，中山证券融资融券业务余额 18.74 亿元，股票质押回购交易余额 8.10 亿元，分别较年初下降 18.28% 和上升 85.77%。2016 年 1~9 月，中山证券融资融券业务，股票质押回购业务收入分别为 1.10 亿元和 0.39 亿元，较去年同期分别下降 27.63% 和上升 55.68%。

总体看，中山证券信用业务以融资融券业务为主，同时股票质押回购业务发展较快；但信用交易业务受股票市场行影响较大，收入增长存在一定不稳定性。

主要子公司业务

公司通过控股子公司上海大陆期货有限公司（以下简称“大陆期货”）开展期货经纪业务，大陆期货成立于1993年，是经国家工商行政管理总局登记注册，并取得中国证监会颁发的期货经营许可证的国内第一批大型专业期货公司之一，注册资本1.5亿元人民币，公司持有其51.00%股权。大陆期货主营业务包括商品期货经纪，金融期货经纪，期货投资咨询。大陆期货是上海期货交易所、郑州商品交易所和大连商品交易所和中国金融期货交易所的会员单位，其席位号分别为上海期货交易所0016，郑州商品交易所0008，大连商品交易所0136，中国金融期货交易所0253。期货经纪业务许可证号为31260000。大陆期货总部设在上海，并在上海本地设有2个营业部，同时在大连、北京、天津、郑州、福州、广州、柳州、深圳、兴宜设立了9个异地营业部。截至2015年12月末，大陆期货总资产为108,200.34万元，总负债为85,745.86万元，所有者权合计为22,454.48万元。2015年，大陆期货实现营业收入11,266.64万元、净利润2,275.98万元。

上海杰询资产管理有限公司（以下简称“上海杰询”）成立于2012年，经营范围：资产管理，投资管理咨询、企业管理咨询、商务信息咨询、财务咨询（不得从事代理记账）（咨询类项目除经纪），市场营销策划等）。截至2015年末，上海杰询总资产为4,132.63万元，总负债为88.82万元，所有者权合计为4,043.81万元；2015年，上海杰询实现营业收入1,107.81万元，营业利润826.74万元，净利润751.60万元。

总体看，公司子公司业务发展相对稳定，公司综合化经营的发展模式已逐步形成。

3. 重大事项

2015年7月和8月，公司分别召开董事会会议和股东会会议，审议通过了中山证券增资扩股事项：公司本次拟增资64.575亿元，锦龙股份除拟按在中山证券的出资比例参与本次增资外，同时，拟对其他股东放弃的增资份额行使优先认购权。锦龙股份拟通过非公开发行股票方式募集资金用于此次增资中山证券，目前非公开发行股票事项已经中国证监会受理，并对口头反馈意见进行了回复，未来是否能通过证监会核准尚存在不确定性。本次增资如顺利完成将有利于补充公司净资本，增强公司盈利能力，提升公司综合实力。

4. 未来发展

中山证券发展目标是在未来3至5年，将公司打造成为中国证券行业细分市场领先、风控能力突出、高成长的精品投资银行。未来一段时期，中山证券将在深入研判行业发展趋势的基础上，按照行业监管要求，全面评估分析公司资源禀赋、竞争优势，把握行业发展的机遇期，深刻理解投资银行的本质，走内涵式发展之路，充分利用好公司体制机制优势，深入挖掘自身最大潜能，深化业务协同、强化投资研究、布局IT系统建设，努力将中山证券打造成为具有行业影响力的现代投资银行。

总体看，公司制定了明晰的战略目标，通过拓展传统业务规模，积极推进创新业务，以逐步增强公司综合竞争力。

七、风险管理分析

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

公司按照制衡、健全、合理、独立、适时、有效等原则，建立了包含五个层级的风险管理架构，公司董事会、经营管理层、首席风险官、风险管理部门、各部门及分支机构各自承担一定的风控职能，健全了公司风险决策、执行、监督机制，形成了权责明晰、有效制衡、协调运转的风险管理组织架构。

1. 市场风险管理

公司面临的市场风险是指持有的金融工具由于市场价格变化或波动而引起未来损失的风险，主要的市场风险来源是权益类市场风险和利率市场风险。

公司采取了多项措施以防范市场风险：合理配置股票、债券等自营资产，灵活控制投资品种比重；建立以 VaR 为基础的风险控制指标体系，测量潜在市场风险损失，定期采用压力测试方法对极端情形下的市场风险作出评估；完善自营投资决策机制，强化对证券池品种的研究；债券投资方面，积极跟踪国家货币政策动向和市场利率走势，严格控制债券投资组合久期和杠杆率，分散债券投资组合集中度，提升高信用等级债券占比；加强对金融衍生品的研究，灵活使用利率互换、国债期货等金融衍生品规避市场风险；加强对各业务的实时监控，专人逐日盯市，并严格执行止损操作，以控制风险；加大对风险管理信息系统的投入建设，持续健全完善对市场风险的监控、评估、报告机制。

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

2. 信用风险管理

信用风险是指因债务人或交易对手无法履约的风险。从公司现有业务看，信用风险主要源于债券投资和交易类业务中，发债企业违约或交易对手违约造成的风险；融资融券、股票质押式回购交易和约定式购回证券交易业务中客户未按照协议约定足额偿还负债的风险。

公司主要从以下方面防范信用风险：

债券交易方面，公司加强对发债主体和所发债券的研究，通过择信用等级较高的债券，严格控制投资债券的品质，同时将单个债券持仓规模控制在公司规定范围内；针对交易对手信用风险，公司通过对交易对手信用状况进行评估，选择信用等级良好、实力雄厚的交易对手，避免出现交易对手违约的情况。

融资类业务方面，公司通过征信评级全面了解客户的基本情况、资信水平、投资经验和风险承受能力等，综合确定客户信用评级及授信额度，并通过业务合同及风险揭示书，明确违约处置措施。同时，建立健全了相关的逐日盯市和强制平仓机制，由风控部门通过独立的风险监控信息系统，对账户的信用风险实施实时监控和预警，有效地防范、控制业务的信用风险；公司融资融券、股票质押的担保品对公司债权的覆盖程度保持在可控范围内。

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

3. 操作风险管理

公司面临的操作风险是指由内部流程不完善、人员、信息技术系统及外部事件造成损失的风险。公司业务规模增长、人员增加，新业务新系统上线加快等均导致公司承担的操作风险增大。

操作风险方面，公司采取了多项措施防范操作风险，包括：完善内部控制制度、流程，使之覆盖公司所有业务、各个部门及分支机构，贯穿决策、执行、监督、反馈等各个环节；健全操作

岗位自控-业务职能部门互控-风险管理部门独立监控的操作风险管理三道防线；实施动态监控，不断强化完善风险管理手段和方法；加强信息系统建设与维护，严格遵照程序管理操作风险；加强检查、评估业务流程，加强事后检查和合规考核等措施强化制度流程的执行力。

总体看，公司操作风险管理体系较为健全，能够支持公司内部运营。

4. 流动性风险管理

流动性风险，是指证券公司无法以合理成本及时获得充足资金，以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。若未来公司经营环境出现重大不利变化，公司负债未能保持在合理水平，将可能发生无法按期兑付相关债务本金和利息的风险。

公司合理控制各项业务的投资规模，避免投资过于集中，同时动态调整资产配置，确保了投资组合的流动性；实时监控净资本状况，建立流动性风险管理指标体系，对关键指标进行监控；做好自有资金安排，积极开展资金缺口管理，通过测算资金流量缺口，有效管理支付风险，保障公司日常的稳健运行；持续拓展融资渠道和方式，避免由于融资渠道过于集中或融资方式过于单一而导致的筹资困难。

总体看，公司流动性风险管理较为健全。

5. 监管机构监管情况

2013年8月，深圳市证监局指出公司股权存在如下问题：一、安信信托投资股份有限公司（以下简称“安信信托”）名下股权未经批准后先后由深圳市万泉河投资发展有限公司及宁波平泰投资有限公司实际控制；二、未经批准，北京中关村科学城建设股份有限公司委托中科实业集团（控股）有限公司（以下简称“中科实业”）持有公司股权；上述问题导致了公司股东会运作不规范，深圳证监局采取责令公司整改的监管措施。公司加强法律法规学习，加强与股东间的沟通交流和股东会运作规范性，同时推进股权收购工作，安信信托和中科实业均对外转让持有的公司股权。2013年10月，安信信托和中科实业与锦龙股份签署了《股权转让合同》，约定将其持有的17,000万股公司股权转让给锦龙股份。

2016年11月，深圳证监局指出公司汉红系列定向资产管理计划运作管理中存在规避监管要求变更产品类型等内控不规范问题，对公司采取责令改正的行政监管措施。公司收到行政监管措施决定书后，对公司内部业务运作流程进行了自查，向深圳证监局报送了整改报告，并启动问责程序，对责任部门及责任人员实施了处罚。

总体看，公司建立了较为全面的风险管理制度体系，随着公司各项业务持续较快发展以及创新业务的推出，公司尚需进一步加强风险管理。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2013~2015年的财务报表，经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见。公司提供的2016年1~9月财务数据未经审计。2014年，财政部陆续颁布、修订了七项企业会计准则，公司从2014年开始执行新会计准则并对期初财务数据进行了追溯调整，财务可比性较好。

截至2015年末，公司资产总额163.82亿元，其中客户资金存款44.85亿元，客户备付金12.46亿元；负债总额127.25亿元，其中代理买卖证券款61.24亿元；所有者权益36.57亿元，公司母

公司口径净资产 26.91 亿元。2015 年公司实现营业收入 27.71 亿元，净利润 8.75 亿元。

截至 2016 年 9 月末，公司资产总额 190.22 亿元，其中客户资金存款 33.31 亿元，客户备付金 11.00 亿元；负债总额 131.56 亿元，其中代理买卖证券款 48.06 亿元；所有者权益 58.66 亿元，公司母公司口径净资产 31.56 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 12.81 亿元，净利润 3.06 亿元。

2. 资产质量与流动性

随着公司业务规模的扩大，2013~2015 年，公司自有资产快速增长，三年复合增长 45.09%。截至 2015 年底，公司自有资产为 102.00 亿元，较年初增长 34.82%，系公司大力开展债券投资业务和发行次级债和收益凭证留存资金增加致使以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产和货币资金快速增长所致。

公司自有资产以可快速变现资产为主，2013~2015 年末的占比分别为 74.52%、83.33% 和 84.53%，占比略有上升。2013~2015 年，随着自营业务规模和融资融券业务规模的增长，公司可快速变现资产逐年增长，三年复合增长 54.52%。截至 2015 年底，公司可快速变现资产为 86.22 亿元，较年初增长 36.76%；公司可快速变现资产以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、买入返售金融资产和货币资金为主，占比分别为 40.48%、26.54%、15.01% 和 14.68%。

2013~2015 年，公司货币资金逐年增长，三年复合增长 77.62%。截至 2015 年底，公司货币资金为 57.51 亿元，较年初增长 65.71%，系公司发行次级债和收益凭证导致现金增多所致；货币资金中存在使用有限制的金额为 0.11 亿元，为公司因舜远金融大厦工程项目需要向银行申请开立的保函保证金。

2013~2015 年，随着融资融券业务的发展，公司融出资金逐年增长，三年复合增长 111.22%。截至 2015 年底，公司融出资金为 22.88 亿元，较年初增长 3.43%；融出资金客户以个人为主，占比为 99.78%；从账龄来看，1 月以内占比 30.75%、1~3 个月占比为 40.75%、3~6 个月占比为 20.74%，流动性较好；从融资担保物来看，担保物以股票为主，占期末担保物公允价值的 95.56%；考虑到 2015 年下半年开始股票市场波动较大，公司对融出资金计提坏账准备 458.49 万元，占融出资金的 0.20%。

2013~2015 年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产逐年增长，三年复合增长 84.34%。截至 2015 年底，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额为 34.90 亿元，较年初增长 170.10%，系公司加大债券投资规模所致；公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中债券为 30.41 亿元，占比为 87.13%。

2013~2015 年，公司买入返售金融资产规模波动增长，三年复合增长 244.52%。2015 年，随着公司减少股票质押回购业务，买入返售金融资产呈下降趋势，截至 2015 年底，公司买入返售金融资产为 12.94 亿元，较年初减少 46.06%；从金融资产种类来看，股票和债券占比分别为 33.76% 和 66.52%；股票质押回购融出资金剩余期限 1 个月以内占比为 12.01%、1 个月至 3 个月内占比为 13.16%、3 个月到一年以内占比为 65.67%，期限较短。总体看，公司资产以可快速变现资产为主，公司资产质量较高、流动性较好。

表 10 公司资产情况表 (单位: 亿元)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月底
自有资产	48.45	75.66	102.00	142.10
可快速变现资产	36.11	63.05	86.22	122.66
其中: 自有货币资金	4.18	3.27	12.66	15.88
自有结算备付金	0.39	0.71	2.06	1.58
融出资金	5.13	22.12	22.88	18.70
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	9.90	12.52	34.90	53.14
买入返售金融资产	1.09	23.99	12.94	32.84
可供出售金融资产	15.42	0.43	0.78	0.53
资产总额	73.70	121.28	163.82	190.22

资料来源: 公司审计报告及三季报, 联合评级整理。

注: 表中可快速变现资产中已剔除不能快速变现的信托及理财类投资

截至 2016 年 9 月底, 公司自有资产和可快速变现资产分别为 142.10 亿元和 122.66 亿元, 较年初分别增长 39.31% 和 42.27%, 主要是公司增加债券和股票投资导致以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和买入返售金融资产大幅增长。

总体而言, 公司自有资产构成以可快速变现资产为主, 具有较高的流动性, 变现能力较强, 公司资产质量较好。

3. 负债及杠杆水平

2013~2015 年, 公司自有负债分别为 22.37 亿元、46.05 亿元和 65.43 亿元, 三年复合增长 71.01%。截至 2015 年底, 公司自有负债为 65.43 亿元, 较年初增长 42.08%, 主要系应付债券增加所致; 公司自有负债主要以卖出回购金融资产款、应付债券、拆入资金、应付短期融资款、应付款项为主, 占比分别为 47.26%、22.93%、7.64%、6.11% 和 4.11%。

2013~2015 年, 公司卖出回购金融资产款波动增加, 三年复合增长 45.69%。截至 2015 年底, 公司卖出回购金融资产款为 30.92 亿元, 较年初减少 11.89%; 按业务类别看, 主要为债券质押式回购和债券买断式回购, 占比分别为 31.61% 和 59.86%, 上述业务剩余期限全部集中在一个月以内。

2015 年, 公司分别发行 3 期合计 5 亿元收益凭证和 2 期合计 10 亿元次级债券, 其中 3 期收益凭证期限分别为 551 天、729 天和 730 天, 2 期次级债券期限分别为 5 年 (3+2)、5 年 (4+1), 利率分别为 6.05% 和 5.75%; 截至 2015 年底, 公司应付债券为 15.00 亿元。

截至 2015 年底, 公司拆入资金 5.00 亿元, 较年初减少 23.08%, 全部为通过银行间拆入。

2015 年, 公司发行 2 期一年期收益凭证合计 12.62 亿元, 票面利率分别为 4.65% 和 4.70%, 当年偿还 8.62 亿元, 截至 2015 年底, 应付短期融资款为 4.00 亿元。

由于公司自有负债规模的大幅上升, 2013~2015 年, 公司的自有资产负债率分别为 46.17%、60.87% 和 64.14%, 呈增长态势。总体看, 公司自有负债呈现增长趋势, 但结合公司所处的证券行业来看, 整体负债处于适中水平。2015 年, 公司财务杠杆率排名位于行业第 45 位, 处于行业中上游水平。

表 11 公司负债情况表 (单位: 亿元, %)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月底
自有负债	22.37	46.05	65.43	83.45
其中: 卖出回购金融资产款	14.57	35.09	30.92	46.19
拆入资金	6.90	6.50	5.00	3.50
应付短期融资款	--	-	4.00	4.00
应付债券	--	-	15.00	18.00
非自有负债	25.25	45.62	61.82	48.11
其中: 代理买卖证券款	25.25	40.56	61.24	48.06
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	--	5.06	0.59	0.05
负债总额	47.62	91.67	127.25	131.56
可快速变现资产/自有负债 (倍)	1.64	1.37	1.32	1.48
净资产/负债	113.18	61.27	53.92	46.56
净资本/负债	59.45	31.09	41.67	38.69
自有资产负债率 (%)	46.17	60.87	64.14	58.72

资料来源: 公司审计报告、净资本/负债和净资产/负债的数据来源于监管报表。

注: 由于公司作为结构化主体发行人具有合约义务, 因此公司将公司以外各方持有的结构化主体利益确认为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债。

2013~2015 年, 公司可快速变现资产/自有负债指标分别为 1.64 倍、1.37 倍和 1.32 倍, 呈下降趋势, 主要是公司发行次级债和收益凭证致使自有负债规模增加所致; 可快速变现资产对自有负债的覆盖程度尚可。

2016 年前三季度, 公司加大回购业务, 截至 2016 年 9 月底, 公司自有负债 83.45 亿元, 较年初增长 27.54%, 主要系卖出回购金融资产款增加所致; 自有资产负债率为 58.72%, 较年初有所下降, 公司财务杠杆水平仍处于正常水平。

2013~2015 年, 随着公司业务发展, 尤其是 2015 年发行次级债和收益凭证, 公司债务负担有所增加; 截至 2015 年底, 公司总债务规模为 54.92 亿元, 较年初增长 32.05%, 其中短期债务 39.92 亿元, 长期债务 15.00 亿元, 占比分别为 72.69% 和 27.31%, 债务期限结构合理性有待提高。

截至 2016 年 9 月底, 公司总债务规模为 71.69 亿元, 较年初进一步增加。从公司债务到期分布情况来看, 1 年以内到期的占比 76.29%, 占比较大, 公司存在一定短期偿付压力。

表 12 截至 2016 年 9 月底公司债务到期情况分析 (单位: 亿元, %)

到期日	金额	占比
1 年以内	54.69	76.29
1~2 年	2.00	2.79
2~3 年	--	--
3~4 年	--	--
4~5 年	10.00	13.95
5~6 年		
6~7 年	5.00	6.97
合计	71.69	100.00

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

总体看, 随着业务发展的需要, 公司自有负债呈持续增长态势, 杠杆水平有所提高, 债务规模和自有资产负债率均处于一般水平, 但存在一定短期偿付压力; 未来随着公司业务的进一步拓展, 公司自有负债将逐渐增加, 杠杆水平也将进一步提高。

4. 资本充足性

近年来，公司主要通过利润留存、发行次级债补充资本。2013~2015年，公司净资本和净资产呈增加态势。截至2015年底，公司股东权益合计36.57亿元，较年初增加23.53%，主要系未分配利润和盈余公积增加所致，其中实收资本13.55亿元、资本公积8.31亿元、未分配利润8.67亿元、一般风险准备2.99亿元，少数股东权益1.44亿元。公司实收资本、未分配利润和资本公积占归属于母公司所有者权益比重分别为38.57%，24.69%和23.65%，未分配利润占比较高，公司股东权益的稳定性一般。2015年，公司利润分配预案拟以13.55亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利1.5元（含税），不以公积金转增股本，待本轮增资扩股完成后实施。受2015年公司发行次级债补充净资本影响，2013~2015年公司净资本/净资产指标有所上升，截至2015年底，该指标为77.27%，高于行业监管标准（见下表）。

表 13 公司风险控制指标情况表

项目	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 9 月末	预警标准	监管标准
净资本（亿元）	13.12	13.87	26.91	31.56	--	--
净资产（亿元）	24.97	27.33	34.83	37.98	--	-
净资本/各项风险准备之和（%）	205.39	124.94	171.13	198.25	>120	>100
净资本/净资产（%）	52.53	50.74	77.27	83.10	>48	>40
净资本/负债（%）	59.45	31.09	41.67	38.69	>9.6	>8
净资产/负债（%）	113.18	61.27	53.92	46.56	>24	>20

数据来源：监管报表

近三年，公司净资本/各项风险资本准备之和指标波动减少。截至 2015 年底，该指标为 171.13%，较 2014 年增加 46.19 个百分点；截至 2015 年底，净资本/负债为 41.67%，较 2014 年末增长 10.58 个百分点；公司自有负债规模的增加致使净资产/负债指标有所下降，但仍较大程度上满足监管标准。

截至 2016 年 9 月末，公司净资产 37.98 亿元，净资本 31.56 亿元，均较年初略有增加。公司各项风控指标仍满足监管标准。

总体看，公司各项风控指标均高于监管标准，净资本和净资产规模处于行业中下游水平，公司资本充足性一般，现有资本规模制约了公司业务的发展。

5. 现金流

从现金流来看，2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额由净流出转为净流入，但流入额有所减少，2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为 11.61 亿元，较 2014 年减少 33.34%，系处置交易性金融资产净增加额大幅减少 237.77%所致；2013~2015 年，公司投资活动规模不大，投资活动产生的现金流量净额分别为-0.24 亿元、-0.94 亿元和-1.06 亿元，系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较多所致；2013~2015 年，公司筹资活动表现为净流入且 2015 年净流入额大幅增长，2015 年净流入额为 18.44 亿元，系公司于 2015 年发行收益凭证和 10 亿元次级债券致使发行债券收到的现金和取得借款收到的现金流入较多所致。整体看，公司现金流状况处于较好水平。

表 14 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
经营性现金流量净额	-2.09	17.42	11.61	-12.76
投资性现金流量净额	-0.24	-0.94	-1.06	-0.27
筹资性现金流量净额	0.25	0.01	18.44	2.76

现金及现金等价物净增加额	-2.09	16.50	29.02	-10.26
期末现金及现金等价物余额	26.16	42.88	71.90	61.64

资料来源：公司审计报告及三季报

2016年1~9月，公司经营性现金流量净额、投资现金流量净额和筹资性现金流量净额分别为-12.76亿元、-0.27亿元和2.76亿元，其中经营性现金流量净额表现为净流出且流出金额较大主要系处置交易性金融资产净增加额继续大幅减少和代理买卖业务的现金净减少所致；2016年1月，公司将其持有的子公司锦弘和富投资有限公司95%股权全部转让给北京信博天宇科技有限公司，转让价款2,003万元，因此公司投资活动现金流入增加、投资活动现金流量净流出额减少；公司筹资活动依然呈净流入状态，主要系公司发行债券所致。

总体看，公司开展业务存在一定的融资需求，整体现金流状况处于良好水平。

6. 盈利能力

公司营业收入主要来自手续费及佣金净收入、利息净收入及投资收益等，其中手续费及佣金净收入是公司最主要的收入来源。2013~2015年，受益于证券市场行情较好，公司营业收入规模快速增长，分别实现营业收入5.54亿元、10.89亿元和27.71亿元，复合增长率为123.67%。

从业务条线来看，公司的手续费及佣金净收入以经纪业务手续费净收入、投资银行业务手续费净收入以及资产管理业务手续费净收入为主。近年来，随着证券市场行情较好、二级市场交易规模的增加以及公司投行业务的较快发展，公司手续费及佣金净收入增长较快，三年复合增长112.77%。2015年，公司实现手续费及佣金净收入17.95亿元，较2014年增长150.84%；其中经纪业务手续费净收入7.19亿元，同比增长100.82%；投资银行业务手续费及佣金净收入为7.37亿元，为2014年的6.21倍；资产管理业务手续费净收入2.77亿元，同比增长20.12%。

2013年以来，受信用业务、回购业务、客户资金规模增长的影响，利息净收入持续提升，2013~2015年分别为0.08亿元、0.69亿元和2.11亿元，三年复合增长415.42%。

2013~2015年，随着证券市场行情较好，公司持有金融工具和处置金融工具投资收益增加，投资收益呈快速增长态势，2015年为6.49亿元，为2014年的2.82倍。

表 15 2013年~2016年9月公司营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1-9月
手续费及佣金净收入	3.97	7.16	17.95	10.38
其中：经纪业务手续费净收入	2.65	3.58	7.19	2.16
投行业务净收入	0.50	1.19	7.37	6.90
资产管理业务手续费净收入	0.80	2.30	2.77	1.09
利息净收入	0.08	0.69	2.11	0.88
投资收益	1.23	2.30	6.49	1.81
公允价值变动损益	-0.41	0.52	0.88	-0.46
汇兑损益	-0.077	0.00	0.02	0.006
其他业务收入	0.68	0.22	0.26	0.20
营业收入合计	5.54	10.89	27.71	12.81

资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司强化成本管理，营业支出增长幅度低于营业收入增长幅度；2013~2015年，公司营业支出分别为5.05亿元、8.54亿元和16.11亿元，三年复合增长78.66%；营业支出以业务及管理费为主，占比分别为83.04%、88.96%和87.64%，主要是工资、业务招待费等。2013~2015年，公司薪酬收入比分别为35.51%、34.00%和35.61%，整体保持稳定。受营业收入快速增加影

响，近三年公司营业费用率下降较快，分别为 75.66%、69.73%和 50.95%。

表 16 2013~2016 年前三季度公司盈利指标（单位：亿元，%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
净利润	0.28	1.82	8.75	3.06
营业费用率	75.66	69.73	50.95	63.05
薪酬收入比	35.51	34.00	35.61	--
平均自有资产收益率	0.67	2.93	9.85	2.51
平均净资产收益率	1.10	6.54	26.45	6.42

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2013~2015 年，公司净利润快速增长，三年复合增长 455.85%。2015 年实现净利润 8.75 亿元，为 2014 年的 4.81 倍，净利润大幅增长带动平均自有资产收益率和平均净资产收益率增幅较大，2015 年分别为 9.85%和 26.45%，2015 年公司净资产收益率排名为第 37 位，净资产收益率排名为第 8 位，排名处于中上水平，公司盈利能力较好。

2016 年 1~9 月，受股票市场波动影响，公司营业收入较 2015 年降幅较大，2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 12.81 亿元，同比下降 35.68%，主要系经纪业务手续费及佣金和投资收益下降较多所致；实现净利润 3.06 亿元，同比下降 59.81%，公司盈利能力有所下滑。

总体看，公司营业收入主要来自投行业务、经纪业务的手续费及佣金收入和投资收益；2013 年以来，公司营业收入和净利润快速增长，盈利能力大幅提高；但 2016 年受股票市场渐冷影响，公司盈利能力有所下滑。

7. 偿债能力

近两年，公司自有资产负债率有所上升，2015 年底为 64.14%，较 2014 年底增加 3.28 个百分点，但总体负债水平尚可。同期，公司可快速变现资产/自有负债的指标值为 1.32 倍，可快速变现资产对公司自有负债的保护程度处于较好水平。

2013~2015 年，随着公司利润总额的增加，公司 EBITDA 指标也大幅增长，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 1.67 亿元、4.49 亿元和 14.71 亿元，三年复合增长 197.12%；2015 年 EBITDA 中利润总额占比为 78.88%、固定资产折旧占比为 1.15%、摊销占比为 2.32%、利息支出占比为 17.64%；同期，公司债务规模虽有所增加，但由于 EBITDA 增长较快，公司 EBITDA 全部债务比由 2013 年底的 0.08 倍增长至 2015 年底的 0.27 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力较好；EBITDA 利息倍数由 2013 年的 2.00 倍增长至 2015 年的 5.67 倍，EBITDA 对利息的保护能力较强。另一方面，考虑到公司持有一定规模的可快速变现资产，该类资产可对债务形成良好保障。

表 17 公司偿债能力指标表（单位：亿元，%，倍）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
总债务	21.47	41.59	54.92	71.69
自有资产负债率	46.17	60.87	64.14	58.72
可快速变现资产/自有负债	1.61	1.37	1.32	1.48
EBITDA	1.67	4.49	14.71	--
EBITDA 利息倍数	2.00	3.03	5.67	--
EBITDA 全部债务比	0.08	0.11	0.27	--

资料来源：公司审计报告及三季报，联合评级整理。

2016 年受公司融资规模增加和业务规模扩大影响，公司债务规模继续增长，截至 2016 年 9 月底，公司自有负债 83.45 亿元，较年初增长 27.54%，主要系 2016 年公司发行次级债券和增加回购业务导致应付债券和卖出回购金融资产款增加所致；总债务 71.69 亿元，较年初增长 30.55%，债务规模进一步增加。截至 2016 年 9 月末，公司可快速变现资产/自有负债为 1.48 倍，较年初有所增加，该类资产仍可对债务形成较好保障。

总体看，近年来公司债务负担有所增加，但考虑到公司可快速变现资产对自有负债保障能力较好且 EBITDA 利息倍数等偿债能力指标较好，公司整体偿债能力较强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至 2016 年 9 月底，公司债务总额为 71.69 亿元。本期拟发行公司债规模 6 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度不高，债务负担小幅增加。

以 2016 年 9 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 6 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为 60.40%，债务负担水平有所上升，但结合公司所处的证券行业来看，整体仍处于适中水平。

总体看，相对于公司目前的债务规模，本期债券发行后，公司债务负担有所增加，但债务指标数值仍处于合理水平。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2015 年底的财务数据为基础，按照公司发行 6 亿元公司债券估算可快速变现资产、EBITDA、净利润和股东权益对本期债券本金的保障倍数（详见下表），公司本期债券各项偿付能力指标尚可。

表 18 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2015 年
可快速变现资产/本期债券本金	14.37
EBITDA/本期债券本金	2.45
股东权益/本期债券本金	6.10

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

公司持有较大规模的可快速变现资产，该类资产可对债务形成良好保障，目前公司盈利能力对本期债券的保障能力尚可。同时，公司因发行债券增加的营运资金，主要用于与公司主营业务相关的用途，对公司的经营规模和盈利能力将有一定提升。

综合以上分析，并考虑到公司作为综合类证券公司，盈利水平较高、资产质量较好等因素，公司对本期债券的偿还能力较强。

十、综合评价

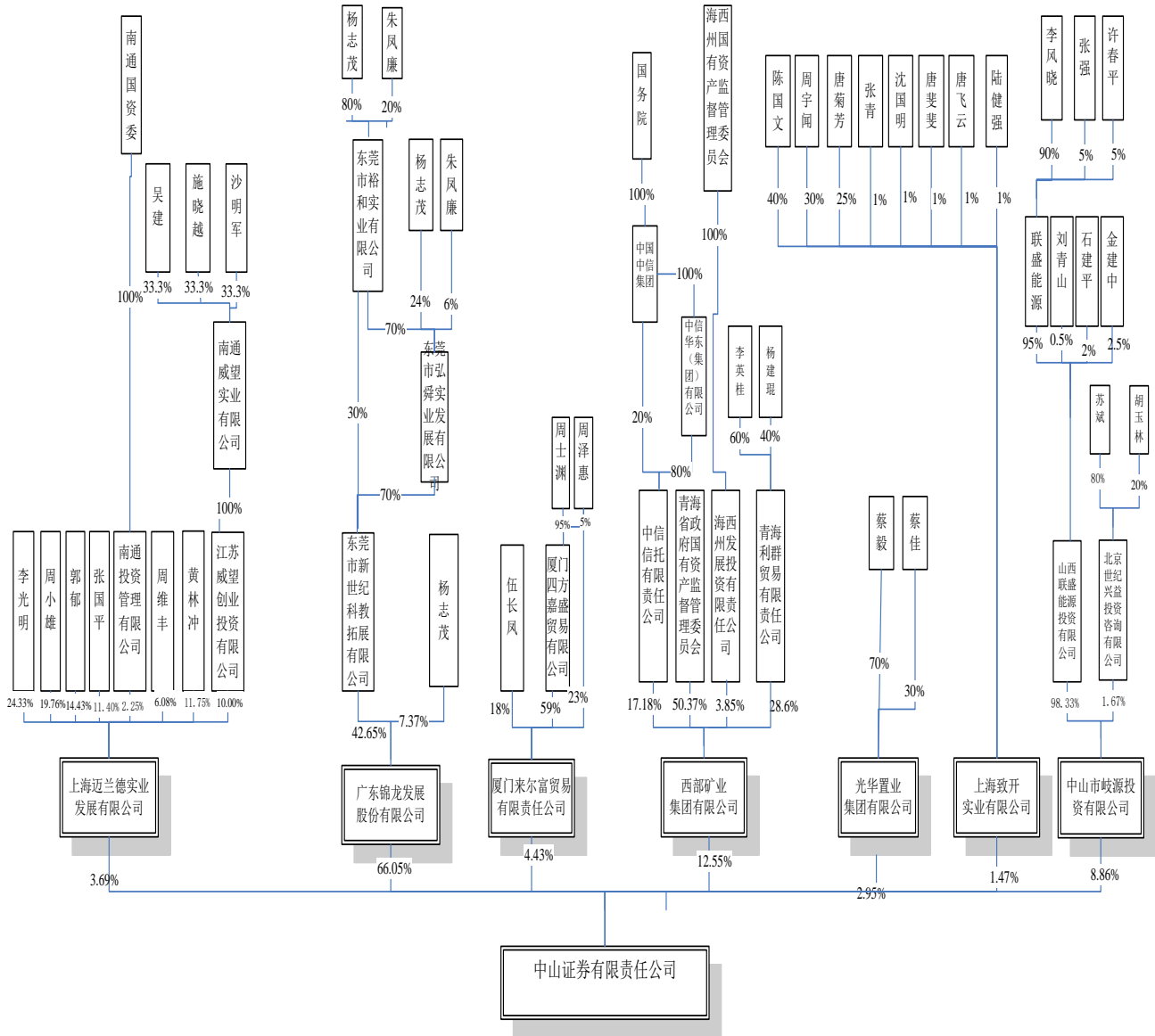
公司作为国内综合性券商之一，依托覆盖沿海主要城市的营业网点和拥有优质的客户基础，各项业务稳步发展。近年来，公司积极实施业务转型，推动多元化发展，债券和新三板等综合银行业务发展较快，收入结构逐步优化，风险管理体系逐步完善。同时，2013 年以来，受益于国内证券市场交易活跃度整体提高和债券市场行情较好发展，公司经纪业务、证券投资业务、投资银

行业务和信用交易业务的收入及利润取得较大增长，公司经营业绩持续增长。联合评级同时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的不利影响；随着资本性业务规模的提升，公司负债水平增长较快；公司现有资本规模制约了业务的发展，整体业务竞争力有待进一步提升。

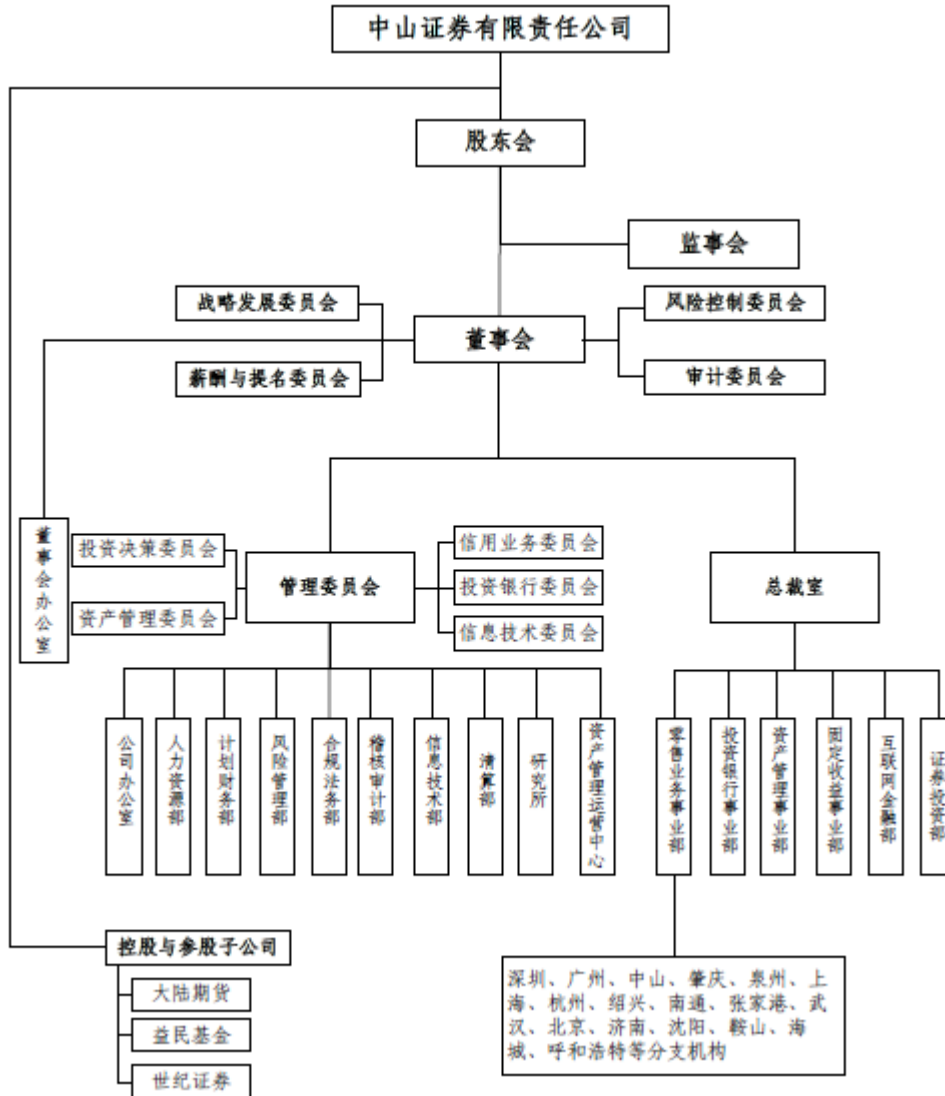
2015年公司审议通过了增资扩股事项，拟增资64.575亿元，本次增资如顺利完成将有利于补充公司净资本。未来随着资本市场的持续发展、公司综合投行业务的稳步发展以及公司增资的完成，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

附件 1 中山证券有限责任公司股权结构图



附件 2 中山证券有限责任公司组织结构图



附件 3 中山证券有限责任公司 主要财务指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
资产总额（亿元）	73.70	121.28	163.82	190.22
自有资产（亿元）	48.45	75.66	102.00	142.10
可快速变现资产（亿元）	36.11	63.05	86.22	122.66
所有者权益（亿元）	26.08	29.61	36.57	58.66
自有负债（亿元）	22.37	46.05	65.43	83.45
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.61	1.37	1.32	1.48
自有资产负债率（%）	46.17	60.87	64.14	58.72
短期债务（亿元）	21.47	41.59	39.92	53.69
长期债务（亿元）	0.00	0.00	15.00	18.00
总债务（亿元）	21.47	41.59	54.92	71.69
净资本（亿元）	13.12	13.87	26.91	31.56
净资本/净资产（%）	52.53	50.74	77.27	83.10
净资本/各项风险准备之和（%）	205.39	124.94	171.13	198.25
净资本/负债（%）	59.45	31.09	41.67	38.69
营业收入（亿元）	5.54	10.89	27.71	12.81
净利润（亿元）	0.28	1.82	8.75	3.06
EBITDA（亿元）	1.67	4.49	14.71	--
平均自有资产收益率（%）	0.67	2.93	9.85	2.51
平均净资产收益率（%）	1.10	6.54	26.45	6.42
营业利润率（%）	8.89	21.62	41.87	31.82
薪酬收入比（%）	35.51	34.00	35.61	--
营业费用率（%）	75.66	69.73	50.95	63.05
EBITDA 利息倍数（倍）	2.00	3.03	5.67	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.11	0.27	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.28	0.75	2.45	--

附件 4 有关计算指标的计算公式

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

注：全部债务=短期债务+长期债务

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

长期债务=长期借款+应付债券

附件 5 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（含次级债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中山证券有限责任公司 公开发行 2017 年公司债券（第一期）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，在每年中山证券有限责任公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

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

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

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

