



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪 044号

国海证券股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“国海证券股份有限公司2015年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AA⁺，维持本次发债主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年四月二十八日

国海证券股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告 (2016)

发行主体	国海证券股份有限公司		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	5 年期		
偿还方式	采用单利按年计息, 不计复利, 逾期不计利息。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		
上次评级时间	2015/9/21		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

国海证券	2013	2014	2015
资产总额(亿元)	145.86	264.20	525.20
所有者权益(亿元)	64.76	71.62	138.19
净资本(亿元)	58.43	47.54	145.55
营业收入(亿元)	18.19	25.45	49.59
净利润(亿元)	3.43	7.15	18.41
EBITDA(亿元)	6.93	12.40	34.92
资产负债率(%)	23.32	53.76	62.17
摊薄的净资产收益率(%)	4.99	10.22	13.52
净资本/净资产(%)	97.09	72.37	113.00
EBITDA 利息倍数(X)	5.31	6.48	3.61
总债务/EBITDA(X)	2.41	6.24	5.70
净资本/各项风险资本准备之和(%)	775.54	550.69	1040.88
净资本/负债(%)	314.10	57.97	69.02
净资产/负债(%)	323.50	80.10	61.08
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	2.03	2.60	29.65
自营固定收益类证券/净资本(%)	18.34	74.58	45.32

注: 1、风险监管指标(净资本、净资本/净资产、净资本/各项风险资本准备之和、净资本/负债、净资产/负债、自营权益类证券及证券衍生品/净资本、自营固定收益类证券/净资本)和摊薄的净资产收益率为母公司口径;

2、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

夏敏 mxia@ccxr.com.cn

Tel: (021) 80103569

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 4 月 28 日

基本观点

2015 年, 国内证券市场跌宕起伏, 上半年市场繁荣驱动交投活跃, 国海证券股份有限公司(以下简称“国海证券”或“公司”)借助市场发展的有利时机, 进一步巩固经纪业务基础, 营业网点布局进一步全国化, 且在广西区内具有较显著的区域竞争优势; 同时公司各个业务板块均衡发展, 收入规模和盈利能力显著提升。同时, 我们也关注到行业竞争日趋激烈、宏观经济下行压力较大、市场信心不足使券商面临风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上, 中诚信证评维持公司主体信用级别为 AA⁺, 评级展望为稳定; 维持“国海证券股份有限公司 2015 年公司债券”信用级别为 AA⁺。

正面

- 进一步巩固的区域竞争优势。截至 2015 年末, 广西壮族自治区政府通过下属国有企业间接持有公司 35.14% 的股份, 公司业务拓展能够得到当地政府的大力支持。目前公司在广西壮族自治区设立了大量营业网点, 区内营业部 60 家, 在广西区内市场占有率近 50%, 已在当地形成较显著的区域竞争优势。
- 网点布局优势进一步增强。截至 2015 年末, 公司营业网点覆盖面已扩张至 16 个省级区域, 证券营业部 85 家, 较上年增加了 16 家, 其中广西区内营业部 60 家, 区外营业部 25 家。2015 年全年, 公司证券经纪业务飞速发展, 股票、基金、债券及债券回购的交易量均有大幅度的提升, 整体经纪业务的市场占有率持续扩大。
- 业务多元化发展, 盈利能力显著提升。公司业务条线比较齐全并形成一定协同效应, 在证券市场形势向好和自有资本实力增强的背景下, 公司收入规模较快增长, 2015 年实现营业收入 49.59 亿元, 同比增长 94.86%, 盈利水平和盈利能力显著提升, 整体抗风险能

力不断增强。

关 注

- 市场竞争日趋激烈。随着国内证券行业加速对外开放、放宽混业经营的限制以及越来越多的券商通过上市、收购兼并的方式增强自身实力，公司面临来自境内外券商、商业银行等金融机构的激烈竞争。
- 宏观经济下行压力较大，市场信心不足。目前我国宏观经济增速放缓，继而传递至证券市场，2015年我国股票市场遭遇了巨幅震荡，导致市场信心不足，市场的剧烈波动对证券公司各项业务的发展产生较大影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

基本情况

2015年受益于上半年较好的市场行情，经纪、信用业务出现爆发式增长，加之股债融资提速，带动投行业绩释放，券商全年业绩增长显著

根据证券业协会数据，2015年证券行业营业收入为5,751.55亿元，同比增长121%，净利润为2,447.63亿元，同比增长153%。

2015年，公司实现营业收入49.59亿元，较上年增长94.86%。其中证券经纪业务营业收入31.57亿元，同比增长125.59%；投资银行业务营业收入8.16亿元，同比增长179.44%；证券自营业务营业收入5.53亿元，同比增长41.26%；资产管理业务营业收入0.81亿元，同比增长109.27%。从分季度收入情况来看，2015年公司四个季度分别实现营业收入10.13亿元、15.07亿元、10.71亿元和13.69亿元，公司上半年与下半年业绩相比较为均衡，抗市场波动的能力较强。

图 1：2007~2015 年公司营业收入和利润情况

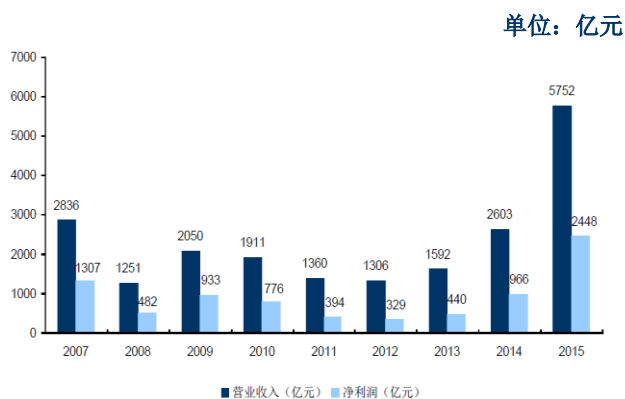
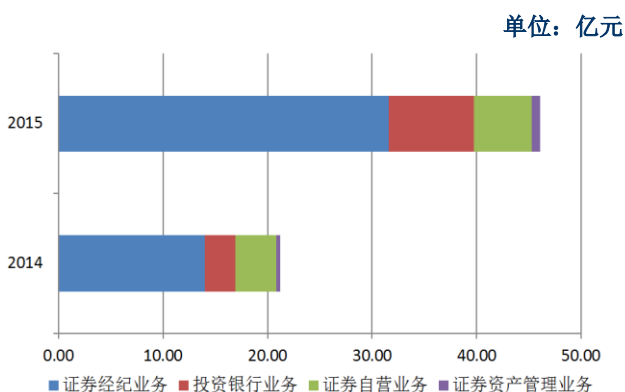


图 2：2014 和 2015 年公司营业收入构成情况



从收入地区分布来看，2015年，广西壮族自治区

区仍为公司最主要的收入来源区域，区内营业收入占公司营业收入的比重为39.92%，占比较上年上升3.59个百分点，其次为上海、广东、北京和四川。

从证券公司分类结果及业绩排名情况来看，2013~2015年，公司的分类评级结果分别为B类BB级、A类A级和A类A级，呈逐年上升趋势。在2014年度证券公司经营业绩排名中，公司净资本、净资产、总资产、营业收入和净利润排名分列第39位、第37位、第40位、第33位和第36位。

表 1：2012~2014 年公司经营业绩排名

	2012	2013	2014
净资本	58	25	39
净资产	61	33	37
总资产	49	42	40
营业收入	33	32	33
净利润	55	39	36

资料来源：中国证券业协会网站，中诚信证评整理

2015年得益于上半年牛市效应，股市交易量异常活跃，从而带动证券公司经纪业务和两融业务的放量式增长。得益于公司营业网点全国化布局继续推进和良好的客户基础，再加上市场行情的提振，公司证券经纪业务板块快速增长

2015年A股市场日均成交金额为11,079亿元，同比增长243.7%，其中第二季度日均成交金额为16,681亿元，较2014年日均成交额多了4倍。受互联网冲击和一人多户政策的放开，2015年佣金率较2014年有所下降，由0.067%降至0.050%，同比下降0.017个百分点，但由于上半年牛市效应，市场活跃，成交金额的放量式增长对冲了佣金率的下降，所以总体来看，2015年经纪业务收入仍实现了156%的增长。两融业务方面，自2014年末融资融券余额迈上1万亿美元的台阶后，2015年上半年该项业务继续维持高速增长，两融规模最高突破2.27万亿，其中第二季度单季融资融券日均余额达到了1.95万亿元。之后受市场大幅调整影响，两融规模回落至9,000亿元，随着市场企稳，年末两融余额达到了1.17万亿元，较2014年增长14.50%。

图 3：2007~2015 年证券市场日均交易金额



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

就公司自身来看，随着2011年成功借壳上市，公司品牌知名度不断上升，营业网点的全国化布局工作继续推进，截至2015年末，公司共拥有85家证券营业部，营业网点覆盖16个省级区域，其中广西区内营业部60家，区外营业部25家。公司在广西地区具备区域优势，证券经纪业务在广西的市场占有率近50%，保持在第一位，而在北京、上海、广州、深圳、成都、济南、福州、昆明等重要城市也均有布点，形成了立足广西区内、覆盖全国主要城市的证券经纪业务网络。

2015年，面对严峻多变的市场形势和错综复杂的经营环境，公司证券经纪业务围绕公司“深化改革年”的主导思想，坚定转型、创新、变革，以做大客户资产为战略，以产品为核心，以渠道建设和服务分级为突破口，在着力提升创利能力的同时，进一步夯实向财富管理和综合金融服务转型发展的基础。公司证券经纪业务全年实现营业收入31.57亿元，同比增长125.59%。

2015年，公司证券经纪业务完成股票交易量30,736.30亿元，市场份额为0.89%；基金交易量380.88亿元，市场份额0.12%；债券交易量100.72亿元，市场份额0.15%；债券回购交易量4516.47亿元，市场份额0.18%。

表2：公司2014~2015年经纪业务开展情况

单位：亿元、%

	2014		2015		
	成交金额	市场份额	成交金额	市场份额	
股票	A 股	8,995.31	0.61	30,714.79	0.60
	B 股	5.92	0.29	21.51	0.29
基金	70.22	0.07	380.88	0.12	
权证	-	-	-	-	
债券	22.31	0.04	100.72	0.15	
债券回购	3,167.75	0.17	4,516.47	0.18	

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司从2010年开始了证券经纪业务的转型，将证券经纪业务由原来为客户提供传统通道服务转变成为客户提供全面投融资理财服务的金融平台，在客户管理上，目前公司通过客户关系管理系统（CRM）、理财终端、投资顾问工作平台等核心综合服务管理平台，实现了对公司客户服务方式的全面覆盖，以及客户分类分级服务、渠道产品管理等功能。公司根据客户整体资产状况、交易特征，对客户进行分级，在客户分级结果的基础上，依据适当性管理原则提供适当的增值服务，提升了客户服务的适当性和有效性。公司还积极建设投资顾问和客户经理团队，截至2015年末，公司已经组建了一支有302名投资顾问和563名客服营销人员的理财服务团队。此外，证券经纪业务与投资银行、资产管理、信用业务之间实现了较好的联动，财富管理转型初见成效。

公司不断探索证券经纪业务服务创新，加大力度发展融资融券、投资顾问、代销金融产品、IB等创新业务，积极推进创新业务资格申报，2013年成功取得代销金融产品业务资格并有序开展业务，获取监管部门关于公司保证基金管理产品方案的批复。2015年，公司通过营业部代销基金产品合计42.27亿元，较上年增长49.95%；代销资产管理产品726.99亿元，较上年增长473.43%；代销其他金融产品7.33亿元，实现代销收入0.39亿元，较上年增长143.75%。

证券公司融资融券业务方面，2015年证券公司融资融券业务表现波动，得益于上半年的牛市行情，公司上半年的融资融券业务表现抢眼，而随着6月中旬以来市场加速去杠杆，A股融资融券规模快速下降，证券公司融资融券业务规模相应削减。截至2015

年末，公司融资融券余额为92.09亿元，较2014年末增长30.17%，全年实现融资融券利息收入9.43亿元，比上年大幅提升252.21%。

总体来看，随着股票市场成交量回升，公司证券经纪业务收入快速增长，且凭借营业部数量优势和品牌影响力，公司证券经纪业务业绩在行业内排名较靠前，未来仍将是收入的重要来源。

2015年股权和债务融资大幅增加，证券公司投行业务获得较大发展；借助于市场发展的有利时机，公司投资银行业务逐步崭露头角，取得较好业绩

虽然因三季度股灾影响 IPO 暂停 4 个多月略微影响业绩，但全年来看 2015 年股权融资规模约为 1.4 万亿元，同比增长 84%。其中 IPO 共募集资金 1,578 亿元，为股权融资规模带来 14% 的增长，另外 86% 的增长由股权增发贡献。债券融资规模达到 24.3 万亿元，同比增长近一倍。二者的大幅增长为券商贡献了 394 亿元的承销保荐收入，增长了 64%。

公司投资银行业务部门包括投资银行部、北京分公司、上海分公司、深圳分公司、资本市场部，其中投资银行部负责以广西为重点的投资银行业务，北京、上海、深圳分公司分别负责所属片区的证券承销与保荐业务，资本市场部负责为公司投行系统保荐承销项目提供询价路演组织、定价研究分析、发行上市销售、业务质量控制等业务支持。截至2015年末，公司投行系统共有员工258人。

2015年，公司投资银行业务抓住新股发行加快、再融资和信用债市场持续扩容、新三板及场外市场快速发展的市场机遇，全年累计完成48家主承销项目的发行承销工作，其中IPO项目2家、非公开发行股票项目12家、债券项目34家，以及新三板推荐挂牌44家。公司投资银行业务全年实现营业收入8.16亿元，同比上涨179.44%。

具体来看，股权融资业务方面，2015年，公司完成股权融资项目14个，主承销金额为137.88亿元，其中，IPO主承销家数为2家，主承销金额为6.72亿元。公司全年实现股票承销净收入2.85亿元，较上年增加408.93%。债务融资业务方面，在2014年以来央行的定向宽松政策以及2015年证券市场放开公司

债券发行的政策环境下，债券市场发展迅速，公司的债券承销业务也有较快的增长。2015年，公司累计承销债券项目34家，承销总额321.40亿元，公司全年实现债券承销收入3.50亿元，同比增长148.02%。另外，2015年，公司投资银行业务实现财务顾问收入1.35亿元，保荐业务收入0.34亿元，其他手续费及佣金净收入0.06万元。

表 3：公司 2014-2015 年证券承销业务情况

项目	2014 年		2015 年	
	承销金额 (亿元)	承销 家数	承销金额 (亿元)	承销 家数
股票主承销业务	18.16	6	137.88	14
债券主承销业务	133.64	25	321.40	34
合计	151.80	31	459.28	48

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2015 年股权和债务融资的快速增加为公司投资银行业务营造了良好的外部环境；公司投资银行业务准确把握市场机遇，该业务板块收入实现快速增长。

2015 年货币政策宽松，股票市场呈现巨幅震荡，呈现反转“V”字，年末窄幅收涨，债券市场亦实现小幅上涨；公司坚持以“增收创利”为目标，着力探索业务模式创新，较好地把握了市场行情

2015 年上证指数涨幅为 9.41%，最高时达到 60.08%；创业板指数涨幅巨大，全年涨幅为 84.41%，最高时达到 98.13%；同时债券市场也有 3.91% 的上涨幅度。证券公司行业整体的自营业务收入实现 156% 的增长。

公司设立了自营分公司集中开展证券自营业务，以监管部门对证券自营业务规模的要求为上限。股东大会决议年度整体规模和风险限额，投资决策与风控委员会在授权范围内，定期拟定具体额度。

公司的证券自营投资以债券投资为主，基金投资和股票投资次之，另有投资少量证券公司集合计划和信托产品。2015 年，由于货币政策相对宽松，股票市场经历较大波动，债券市场振荡向好，行业证券自营投资规模持续扩大。公司证券自营业务准确研判市场形势，适时加大自营投资力度，加强衍生工具的运用，积极探索新的盈利模式。2015 年公司证券自营业务全年实现营业收入 5.53 亿元，较上

年增长 41.26%。

表4：2013~2015年末公司投资组合情况

单位：亿元

类别	指标	2013	2014	2015
自营业务	营业收入	0.74	3.91	5.53
	营业利润率(%)	27.02	85.73	71.32

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司证券自营业务以自有资金开展权益类证券、固定收益类证券及金融衍生品的交易和做市。贯彻“稳健正收益”的投资原则，准确把握市场走势，为公司创造了持续稳定的投资收益。

得益于良好的市场行情，近年来证券公司资产管理业务稳步发展，公司资产管理业务有所增长，但对收入的贡献仍然相对有限；基金管理及其他业务亦实现稳步发展。

近年来证券公司的资管业务正处于快速发展的周期，2015年证券行业资产管理业务大幅提升，实现净收入 275 亿元，同比增长 121%；受托管理资本金总额达到 11.88 万亿元，同比增长 49%。

公司通过证券资产管理分公司开展资产管理业务，现已建立了一个覆盖产品设计、产品营销、投资管理、技术支持和客户服务等环节的业务团队，核心业务人员均有 10 年以上的从业经历。公司资产管理业务前期发展比较缓慢，在营业收入中的占比一直在 2% 以下，为促进公司资产管理业务的发展，自 2013 年起，公司转变资产管理业务发展战略，由以业务为中心转为以客户为中心，各业务部门均可根据自身客户财富管理需求提供资产管理服务。

2015 年，公司资产管理业务主动适应证券市场变化，积极把握市场热点，加强各业务部门间的协同合作，进一步丰富产品线。一方面新增多只固定收益类产品，完善了此前以权益类投资为主的传统投资产品线；另一方面，在新三板投资、股票质押式回购、主动管理类融资、资产证券化产品上积极进行尝试，成功发行多只产品。截至 2015 年 12 月 31 日，公司共管理 20 个集合资产管理计划、103 个定向资产管理项目和 2 个专项资产管理计划，受托资产管理规模 515.29 亿元，资产管理业务全年实现营业收入 8,132.58 万元，同比增长 109.27%。

表5：公司 2015 年资产管理业务情况

	2014	2015
管理资产总规模(亿元)	486.29	515.29
其中：集计划规模(亿元)	66.25	126.69
集计划支数(支)	16	20
定向计划规模(亿元)	420.04	366.79
定向计划支数(支)	55	103
专项计划规模(亿元)	-	21.82
专项计划支数(支)	-	2

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

基金管理业务方面，公司通过控股子公司国海富兰克林基金管理有限公司（以下简称“国海富兰克林”）开展基金管理业务。国海富兰克林基金由公司和美国富兰克林投资集团旗下邓普顿国际股份有限公司共同发起成立，目前该公司注册资本为 2.2 亿元人民币，其中国海证券持股比例为 51%，邓普顿国际股份有限公司持股比例为 49%。

国海富兰克林产品线较为完善，创新业务发展较为迅速。2008 年国海富兰克林发行第一支债券型基金、2009 年发行第一支指数型基金、2012 年发行第一支 QDII 基金以及 2013 年发行第一支货币基金，已基本完成基金大类产品线的布局，与此同时，公司还通过拓展细分产品线来实现基金品种的进一步多元化。截至 2015 年 12 月 31 日，国海富兰克林旗下共管理 23 只公募基金产品以及 14 只专户产品，其中公募基金管理规模为 257.38 亿元。基金公司在加快新基金发行节奏同时，调整部分基金投资策略，加强老产品持续营销，加大专户产品研发及渠道拓展力度，从而使基金规模实现较大提升。截至 2015 年 12 月 31 日，国海富兰克林总资产 6.61 亿元，净资产 5.82 亿元。2015 年，国海富兰克林实现营业收入 3.02 亿元，营业利润 1.17 亿元，净利润 0.95 亿元。与上年同期相比，国海富兰克林营业利润增长 158.95%，净利润增长 101.41%，主要原因是国海富兰克林通过发行新产品和市场营销，使得各项业务收入有较大增长。

期货管理业务方面，公司下设国海良时期货有限公司（以下简称“国海良时”），经营商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询等业务。国海良时成立于 1996 年，总部位于浙江省杭州市，前身为浙江良时期货经纪有限公司，目前该公司注册资本为 5 亿元，国海证券持股 83.84%。截至 2015 年 12 月 31 日，

国海良时拥有期货分支机构25家，市场占有率为0.7374%；分类监管评级为A类A级。截至2015年12月31日，国海良时总资产28.04亿元，净资产5.81亿元。2015年，国海良时实现营业收入2.56亿元，营业利润0.40亿元，净利润0.35亿元。与上年同期相比，营业利润增长34.60%，净利润增长37.22%，主要是投资收益较上年增长93.47%。

股权投资业务方面，公司下设国海创新资本投资管理有限公司（以下简称“国海创投”），经营股权投资、股权投资管理及股权投资顾问。国海创投注册资本10亿元，国海证券持有其100%的股权。截至2015年12月31日，国海创投发起设立了1只互联网创业投资基金、2只创业投资基金，管理了2只新三板基金，共完成了39家项目投资。截至2015年12月31日，国海创投总资产12.14亿元，净资产11.61亿元。2015年，国海创投实现营业收入2,437.72万元，营业利润133.58万元，净利润150.47万元。与上年同期相比营业利润增长412.22万元，净利润增长350.29万元，实现了扭亏为盈，主要原因是理财收入、管理费收入及项目退出收入增加。

此外，公司还下设广西北部湾股权交易所股份有限公司（以下简称“北部湾股交所”），注册资本1亿元，国海证券持有其51%的股权；主要经营符合国家法律法规的企业股权、债券的托管、交易以及投融资服务等。截至2015年12月31日，北部湾股交所累计服务企业673家，引入会员机构127家，备案私募债金额8.88亿元，办理企业股权转让合计交易金额1.78亿元，投资者开户1,182户。截至2015年12月31日，北部湾股交所总资产14,775.99万元，净资产8,930.10万元。2015年，北部湾股交所实现营业收入2,927.11万元，营业利润-599.65万元，净利润-558.87万元，北部湾股交所于2014年实施增资扩股，因全国各类交易场所清理整顿影响，增资扩股前各项业务基本停止，相关财务数据与去年同期不具有可比性。

整体来看，公司业务领域较为广泛，一方面进一步发展传统优势业务，另一方面加大融资融券等创新业务的发展步伐，综合实力不断增强，收入增幅明显。但中诚信证评同时关注到公司创新业务开

展的持续增加可能造成公司经营风险的增加。

财务分析

以下分析主要基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013~2015年审计报告。报告中对净资产、净资本、净资本/负债等风险控制指标的描述和分析均采用母公司口径数据。

资产质量

2015年得益于市场行情的提振，公司各项业务均取得快速发展，尤其上半年的“牛市行情”带动了公司经纪业务和投行业务的显著增长。公司资产规模增幅较大。截至2015年末，公司资产总额为525.20亿元，较上年增长98.79%；扣除代理买卖证券款后，公司总资产为365.33亿元，同比增长135.89%。同时，得益于留存收益的积累及股权融资，公司自有资本实力得以增强，2015年末所有者权益（包括少数股东权益）为138.19亿元，同比增长92.95%。

从公司资产流动性来看，2015年得益于上半年的牛市效应，公司的客户资金存款亦显著增加，且自有现金及现金等价物一直保持在较高水平，截至2015年末，公司自有资金及现金等价物余额为52.42亿元，较上年大幅增加了763.04%。除货币资金外，公司流动资产中融出资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、买入返售金融资产和可供出售金融资产占比较高，截至2015年末，上述四项余额分别为92.07亿元、85.88亿元、65.04亿元和57.19亿元。具体来看，融出资金包括个人融出资金和机构融出资金，个人融出资金89.44亿元，占融出资金比重97.14%；机构融出资金多为短期融资，期限在3个月以下的占比74.39%，期限在3~6个月之间的占比10.59%，期限在6个月以上的占比15.02%；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、买入返售金融资产和可供出售金融资产以债券、股票为主，流动性相对较好。

表 6: 2013~2015 年公司金融资产余额明细

单位: 亿元

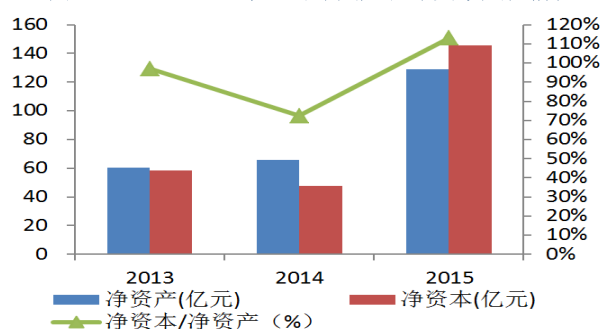
科目	分类	2013	2014	2015
交易性金融资产	债务工具投资	9.59	32.18	77.45
	股票投资	0.37	0.06	5.20
	基金投资	0.77	0.45	1.43
	其他	-	-	1.80
	小计	10.73	32.70	85.88
买入返售金融资产	债券	20.58	14.84	45.78
	股票	4.22	2.55	19.26
	小计	24.80	17.39	65.04
可供出售金融资产	债务工具投资	1.42	3.75	3.89
	股票	0.19	0.28	4.41
	基金	1.51	2.26	3.61
	基金专户理财	-	-	11.55
	银行理财产品	-	1.75	5.18
	信托计划	0.03	0.20	-
	股权投资	1.37	1.87	2.45
	集合理财产品	0.03	0.36	1.22
	其他	0.20	1.98	24.88
	小计	4.74	12.44	57.19
合计	40.27	62.53	208.11	

注: 以上数据均经四舍五入处理, 故单项求和数与合计数存在尾差
数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从公司所持有金融资产的结构来看, 2015 年股票市场波动较大, 债券市场振荡向好, 公司根据市场情况适时调整权益类和债券、基金的投资比例, 较好的把握了 2015 年的债券市场行情, 体现了公司较为准确的研判市场形势的能力。

凭借较为稳健的经营策略及有效的资本补充渠道, 公司近年来净资产(母公司口径, 下同)规模持续增长, 截至 2015 年末, 公司净资产为 128.81 亿元, 净资本(母公司口径, 下同)为 145.55 亿元, 净资本/净资产的比率为 113.00%, 远高于 40% 的监管标准。

图 4: 2013~2015 年公司净资产和净资本变化情况



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

此外, 从公司各项风险控制指标看, 根据证监会 2008 年 6 月公布的《证券公司风险控制指标管理办法》, 公司以净资本为核心的各项风险指标均远高于证监会制定的监管标准, 进一步反映出公司较高的资产质量和安全性。目前公司的各项风险控制指标均远优于行业标准, 公司的抗风险能力较强。

表 7: 2013~2015 年公司主要风险监控指标

指标名称	标准	2013	2014	2015
净资本(亿元)	2	58.43	47.54	145.55
净资产(亿元)	-	60.18	65.68	128.81
净资本/各项风险资本准备之和(%)	$\geq 100\%$	775.54	550.69	1,040.88
净资本/净资产(%)	$\geq 40\%$	97.09	72.37	113.00
净资本/负债(%)	$\geq 8\%$	314.10	57.97	69.02
净资产/负债(%)	$\geq 20\%$	323.50	80.10	61.08
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	$\leq 100\%$	2.03	2.60	29.65
自营固定收益类证券/净资本(%)	$\leq 500\%$	18.34	74.58	45.32

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

与行业内其他证券公司比较来看, 得益于留存收益的积累、股权融资以及次级债的发行, 公司净资本规模增长较快。相对于各项业务开展及负债规模而言, 公司资本充足水平较高, 对吸收非预期损失的能力较强。中诚信证评亦关注到, 公司负债水平上升较快, 截至 2015 年末, 其资产负债率为 62.17%, 较上年末上升 8.41 个百分点, 但整体来看, 其负债水平仍处于行业较低水平。

表 8: 2015 年末公司与同行业主要上市公司风险控制指标比较

指标名称	招商证券	东方证券	国海证券	长江证券	国金证券	东兴证券
净资本(亿元)	371.54	257.59	145.55	155.37	148.81	135.85
净资产(亿元)	462.74	338.75	128.81	162.41	163.40	134.19
净资本/各项风险资本准备之和(%)	728.19	796.25	1040.88	711.42	1,102.77	923.71
净资本/净资产(%)	80.29	76.04	113.00	95.66	91.07	101.24
净资本/负债(%)	25.58	21.50	69.02	33.38	100.27	39.02
净资产/负债(%)	31.86	28.38	61.08	34.90	110.10	38.54
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	57.36	83.09	29.65	53.01	30.32	65.16
自营固定收益类证券/净资本(%)	174.05	247.07	45.32	63.48	36.56	116.68

数据来源: 各公司年度报告, 中诚信证评整理

盈利能力

目前, 经纪业务收入仍然是公司收入的主要来源, 加之国内证券市场避险工具的运用渠道有限, 因此公司整体的盈利水平与证券市场的走势表现出较大的相关性。2015 年, 得益于上半年较好的行情, 证券市场成交量大幅上升, 加之公司加大了融资融券业务开展力度, 其整体收入水平得到进一步提升, 全年公司实现营业收入 49.59 亿元, 同比大幅增长 94.86%。

表 9: 2013~2015 年公司营业收入情况

	单位: 亿元		
	2013	2014	2015
手续费及佣金净收入	15.44	16.66	35.36
其中: 经纪业务手续费净收入	9.50	11.41	23.15
投资银行业务手续费净收入	3.06	2.92	8.44
资产管理业务净收入	0.31	0.39	0.71
利息净收入	1.58	3.48	6.44
投资收益	1.52	4.79	5.63
公允价值变动收益	-0.41	0.46	1.62
其他业务收入	0.06	0.06	0.53
营业收入合计	18.19	25.45	49.59

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从公司营业收入构成来看, 手续费及佣金收入是公司的主要收入来源, 近三年在营业收入中的占比保持在 60% 以上。目前, 公司手续费及佣金收入主要来自于证券经纪业务、投资银行业务和资产管理业务等, 其中经纪业务收入是公司手续费及佣金

收入的主要来源, 其波动与证券市场景气度密切相关。2015 年国内证券市场交易活跃, 成交量大幅上升, 同时公司还积极开展融资融券、代销金融产品等业务, 公司经纪业务手续费净收入为 23.15 亿元, 同比增长 102.99%, 占营业收入的比重由 2014 年的 44.81% 上升至 46.68%。

除手续费及佣金收入外, 投资收益也是公司营业收入的重要来源。面对 2015 年较为剧烈的市场变化, 公司继续利用证券市场的结构性机会, 秉承稳健增长的投资原则, 取得了较好的投资业绩, 全年公司投资收益 5.63 亿元, 同比增长 17.54%, 占营业收入的比重为 11.35%。未来随着国内各类衍生产品及避险工具的日渐丰富, 公司自营业务收入规模有望继续增长。

利息净收入方面, 随着融资融券业务的不断发展, 近年来公司的利息净收入持续增长, 2015 年公司利息净收入为 6.44 亿元, 占营业收入比重 13.00%。

在营业支出方面, 鉴于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征, 因此人力成本是证券公司营业支出中最重要的组成部分, 且具有一定的刚性。2015 年, 在公司收入水平提升和费用支出有所控制的情况下, 其业务及管理费用率由上年的 57.52% 进一步下降 14.39 个百分点至 43.13%。

表 10: 2015 年公司与同行业主要上市公司盈利能力指标比较

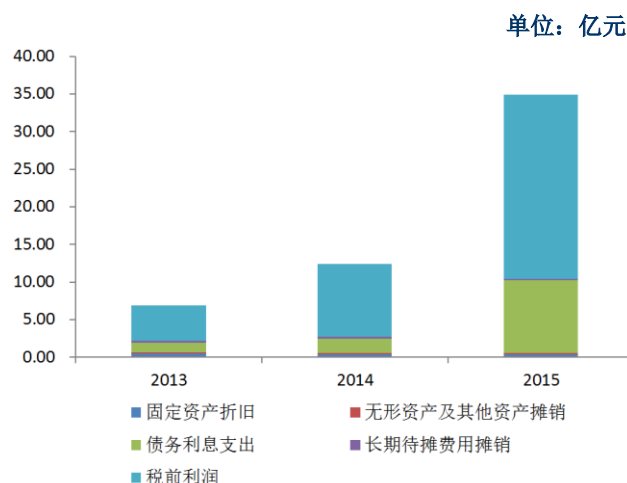
指标名称	招商证券	东方证券	国海证券	长江证券	国金证券	东兴证券
营业收入(亿元)	252.92	154.35	49.59	85.00	67.48	53.57
业务及管理费(亿元)	98.23	52.22	21.39	33.95	32.41	22.77
净利润(亿元)	109.28	73.74	18.41	34.96	23.58	20.44
业务及管理费用率(%)	38.84	33.84	43.13	39.94	48.03	42.51

数据来源: 各公司定期报告,中诚信证评整理

受益于市场行情的提振以及公司较强的综合实力, 公司营业利润快速提升。2015 年, 公司实现营业利润 24.37 亿元; 取得净利润 18.41 亿元, 较上年增长 157.37%, 盈利能力持续显著提升。

现金获取能力方面, 公司 EBITDA 主要来自于利润总额, 受益于公司业务的发展和外部环境的好转, 2015 年, 公司实现 EBITDA34.93 亿元, 较上年增长 181.44%, 显示了其良好的现金获取能力。

图 5: 2013~2015 年公司 EBITDA 构成情况



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 得益于较好的市场行情以及各业务条线的快速发展, 公司的收入持续增长; 随着公司业务模式和业务品种的不断探索, 创新业务存在较大的发展空间, 2015 年公司的盈利水平有较大的提升。但同时我们也将持续关注证券市场走势对公司盈利的影响以及创新业务给公司带来的业务风险。

偿债能力

随着业务规模的增长, 公司对外融资需求增加, 通过发行次级债、公司债券等方式融资, 债务总量呈快速增长态势。截至 2015 年末, 公司总债务为 199.20 亿元, 同比大幅增长 157.31%。尽管公司债务规模增长很快, 但得益于上市公司资本金的充实,

截至 2015 年末, 其各项风险控制指标远低于监管标准, 抗风险能力强。

从经营活动现金流看, 由于受到 2015 年证券市场震荡行情的影响, 公司拆入资金大幅减少、购买及处置交易性金融资产支付的现金大幅增加、利息及手续费佣金等现金支付大幅增加以及支付给职工的现金大幅增加等导致 2015 年公司经营活动净现金流呈净流出状态, 为 -60.05 亿元。

从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看, 近年来公司债务规模快速上升, 但得益于良好的经营业绩, 公司获现能力亦显著增强。2015 年公司 EBITDA 利息倍数为 3.61, 较上年下降了 2.87 个百分点。2015 年公司总债务/EBITDA 为 5.70, 较上年下降 0.54 个百分点, 整体偿债能力处于较好水平。

表 11: 2013~2015 年末公司偿债能力指标

指标	2013	2014	2015
总债务(亿元)	16.70	77.42	199.20
资产负债率(%)	23.32	53.76	62.17
净资产负债率(%)	30.41	116.25	164.37
经营活动净现金流(亿元)	-30.70	54.82	-60.05
EBITDA(亿元)	6.93	12.40	34.93
EBITDA 利息倍数(X)	5.31	6.48	3.61
总债务/EBITDA(X)	2.41	6.24	5.70

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

银行授信方面, 公司的短期融资渠道包括银行间市场的资金拆借、银行间和交易所市场债券回购、长期融资渠道包括增资扩股、发行次级债券、公司债券、收益凭证等方式。截至 2015 年末, 公司获得的银行授信为 448.00 亿元, 已使用授信 28.00 亿元, 公司备用流动性充足。

对外担保和诉讼方面, 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司无对外担保及重大未决诉讼。

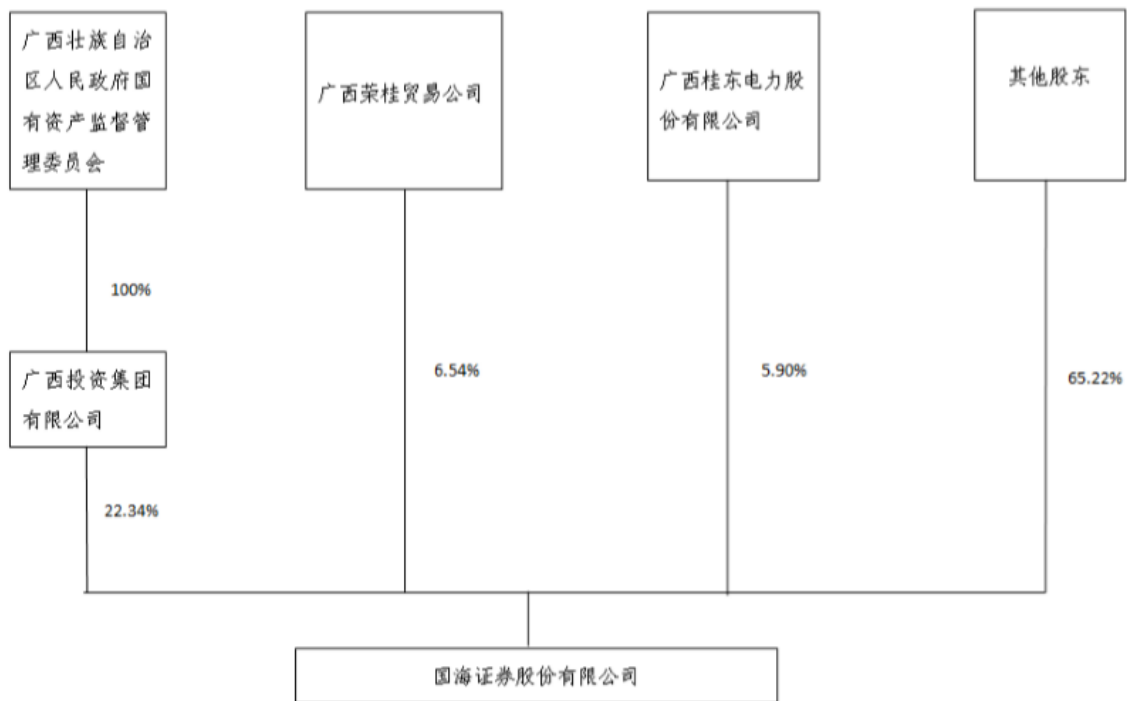
综合来看, 尽管 2015 年以来公司债务规模增长较快, 其面临的债务压力有所上升, 但公司整体资产质量较好, 资产安全性高, 盈利水平和盈利能力

逐步增强，对债务本息的保障程度很强。就各项业务开展规模及负债规模而言，目前公司资本充足水平较高，综合实力和抗风险能力很强。

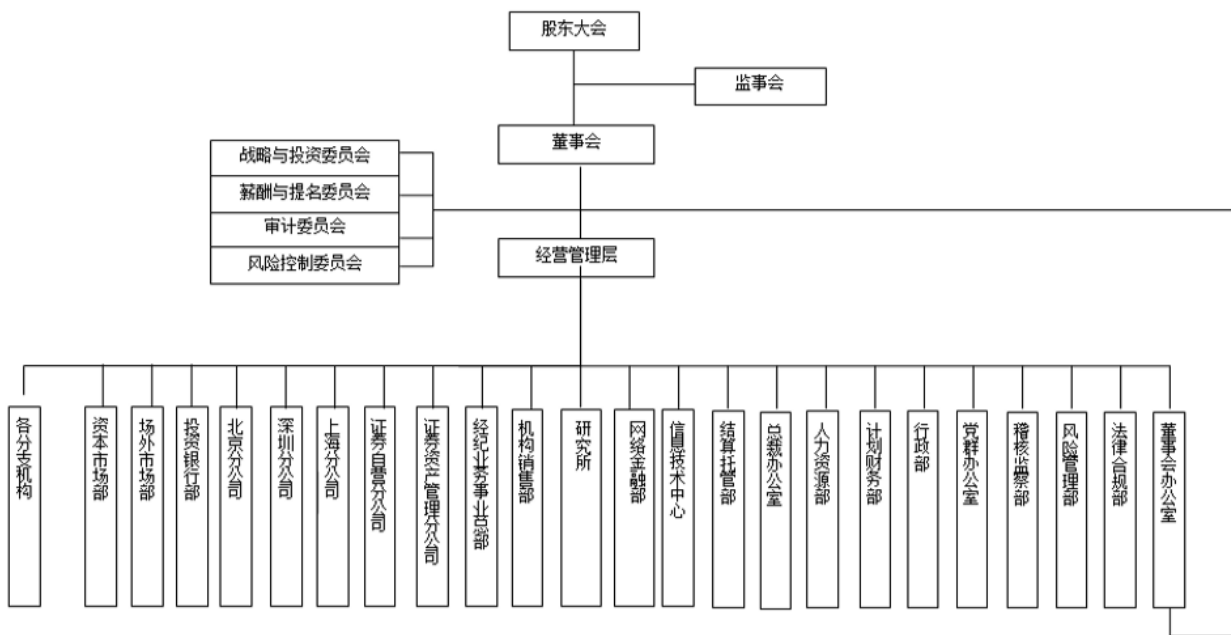
结 论

综上，中诚信证评维持国海证券主体信用等级至AA⁺，评级展望为稳定，维持国海证券股份有限公司2015年公司债信用等级为AA⁺。

附一：国海证券股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：国海证券股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：国海证券股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：亿元)	2013	2014	2015
自有资金及现金等价物	13.57	6.07	52.42
交易性金融资产	10.73	32.70	85.88
可供出售金融资产	4.74	12.44	57.19
衍生金融资产	-	-	-
持有至到期金融资产	-	0.16	0.08
长期投资	0.41	0.53	1.38
固定资产	1.90	1.79	1.78
总资产	145.86	264.20	525.20
代理买卖证券款	61.41	109.33	159.87
总债务	16.70	77.42	199.20
所有者权益	64.76	71.62	138.19
净资本	58.43	47.54	145.55
营业收入	18.19	25.45	49.59
手续费及佣金净收入	15.44	16.66	35.36
证券承销业务净收入	3.06	2.92	8.44
资产管理业务净收入	0.31	0.39	0.71
利息净收入	1.58	3.48	6.44
投资收益	1.52	4.79	5.63
公允价值变动收益(亏损)	-0.41	0.46	1.62
业务及管理费用	12.46	14.64	21.39
营业利润	4.62	9.32	24.37
净利润	3.43	7.15	18.41
EBITDA	6.93	12.40	34.92
经营性现金流量净额	-30.70	54.82	-60.05
财务指标	2013	2014	2015
资产负债率(%)	23.32	53.76	62.17
净资本/各项风险资本准备之和(注)	775.54	550.69	1040.88
净资本/净资产(注)	97.09	72.37	113.00
净资本/负债(注)	314.10	57.97	69.02
净资产/负债(注)	323.50	80.10	61.08
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(注)	2.03	2.60	29.65
自营固定收益类证券/净资本(注)	18.34	74.58	45.32
业务及管理费用率(%)	68.48	57.52	43.13
摊薄的净资产收益率(注)	4.99	10.22	13.52
净资本收益率(注)	5.01	14.05	12.04
EBITDA 利息倍数(X)	5.31	6.48	3.61
总债务/EBITDA(X)	2.41	6.24	5.70
净资本/总债务(X)	3.50	0.61	0.73
经营性现金净流量/总债务(X)	-1.84	0.71	-0.30

注：1、风险监管指标（净资本、净资本/净资产、净资本/各项风险资本准备之和、净资本/负债、净资产/负债、自营权益类证券及证券衍生品/净资本、自营固定收益类证券/净资本）和摊薄的净资产收益率为母公司口径；2、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款。

附四：基本财务指标的计算公式

自有资金及现金等价物=货币资金-客户资金存款+结算备付金-客户备付金

资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款)/(总资产-代理买卖证券款)

净资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款)/所有者权益(含少数股东权益)

EBIT(息税前盈余)=利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

业务及管理费用率=业务及管理费/营业收入

摊薄的净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/归属于母公司的所有者权益

净资本收益率(母公司口径)=净利润/净资本

总债务=期末短期借款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付债券+期末应付短期融资款+长期应付款

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。