

2014 年国金证券股份有限公司

可转换公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AA+ 级

债券信用等级：AA+ 级

评级时间： 2014 年 6 月 13 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

2014年国金证券股份有限公司可转换公司债券跟踪评级报告 概要

编号:【新世纪跟踪[2014]100185】

跟踪对象: 2014年国金证券股份有限公司可转换公司债券

本次

首次

主体评级/展望/债项评级

评级时间

主体评级/展望/债项评级

评级时间

国金转债(110025.SH)

AA+/稳定(AA+) 资信评级专用章

2014年6月

AA+/稳定(AA+) 资信评级专用章

2013年11月

主要财务数据

项 目	2011年	2012年	2013年	2014年 一季度
金额单位: 人民币亿元				
总资产(亿元)	88.65	126.21	136.74	147.58
总资产*(亿元)	40.47	76.94	93.25	95.22
股东权益(亿元)	32.51	63.49	67.65	68.52
归属于母公司所有者权益(亿元)	32.44	63.42	67.28	68.15
净资产(亿元)	28.46	56.99	52.60	-
总负债*(亿元)	7.97	13.45	25.60	26.70
营业收入(亿元)	10.80	15.34	15.47	6.66
净利润(亿元)	2.32	2.75	3.16	2.14
资产负债率(%)	19.68	17.48	27.45	28.04
净资产/总负债*(%)	357.32	423.80	205.46	-
净资产/有息债务(%)	524.48	656.34	258.84	-
员工费用率(%)	44.38	45.58	40.99	-
受托客户资产管理与基金业务净收入/营业收入(%)	0.00	0.00	3.21	3.90
营业利润率(%)	28.40	23.44	26.19	43.35
平均资产回报率(%)	6.16	4.68	3.71	-
平均资本回报率(%)	7.39	5.72	4.82	-

注: 根据国金证券2011-2013年审计报告和未经审计的2014年一季度财务报表、2011-2013年净资产及风险控制指标专项审计报告、2011-2013年综合监管报表等整理、计算, 其中, 净资产及风险控制指标为母公司数据

分析师

刘兴堂 李萍

上海市汉口路398号华盛大厦14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内, 国金证券各项业务发展较平稳, 市场地位较稳固, 资本中介等创新业务发展快, 公司整体盈利能力得到一定提升, 但业绩增速低于同业。随着债券投资杠杆的上升和证券业创新业务的发展, 公司杠杆经营程度有所上升, 流动性管理压力增大, 风险管理能力仍存在较大提升空间。

- 凭借较强的研究实力, 国金证券经纪业务收入结构渐趋优化, 部均净收入位居行业上游水平。
- 国金证券投行业务市场竞争地位较突出, 业务规模位居行业上游水平。
- 作为上市证券公司, 国金证券资本补充渠道较通畅, 可为其业务发展提供一定保障。
- 在国内经济增速放缓、结构调整以及流动性稳中趋紧的情况下, 证券业运营风险较高。
- 国内证券公司同质化竞争较严重, 其他金融机构也在部分业务领域对证券公司构成竞争, 同时, 互联网金融发展对证券公司业务构成冲击, 国金证券将持续面临激烈的市场竞争压力。
- 国金证券收入结构中经纪、自营和投行业务占比较高, 易受证券市场波动影响, 盈利稳定性有待提升。
- 新设营业部的放开和非现场开户的实施将使四川地区经纪业务市场竞争加剧, 国金证券区域市场地位面临挑战。
- 创新业务品种的不断丰富与规模的逐步扩大, 尤其是融资融券等资本中介业务规模的快速发展, 国金证券在资本补充和风险管理方面持续面临考验。
- 国金证券自营投资和融资融券等资本中介业务占用资金较多使其面临持续的流动性管理压力。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪公司对本期债券的跟踪评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本期债券的一种建议。报告中引用的资料主要由国金证券提供, 所引用资料的真实性由国金证券负责。

跟踪评级报告

按照国金证券股份有限公司（以下简称国金证券、该公司或公司）2013 年可转换公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据国金证券提供的 2013 年审计报告、2014 年一季度未经审计的财务报表及相关经营数据，对国金证券的经营状况、财务状况及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

该公司于 2014 年 05 月 14 日获准发行了总额 25.00 亿元的 2014 年国金证券股份有限公司可转换公司债券（简称：国金转债，债券代码：110025.SH）。国金转债票面利率分别为：第一年 0.5%、第二年 0.7%、第三年 0.9%、第四年 1.1%、第五年 1.3%、第六年 1.5%。补偿利率为：在本次发行的可转债期满后 5 个交易日内，公司将以本次发行的可转债的票面面值的 105%（含最后一年利息）向可转债持有人赎回全部未转股的可转换公司债券。转股价格调整原则为：在本次发行之后，当公司因派送红股、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因可转债转股而增加的股本），将按下述公式进行转股价格的调整：派送红股或转增股本： $P1 = P0 / (1+n)$ ；增发新股或配股： $P1 = (P0 + A \times k) / (1+k)$ ；上述两项同时进行： $P1 = (P0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；派送现金股利： $P1 = P0 - D$ ；上述三项同时进行： $P1 = (P0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。其中： $P1$ 为调整后转股价， $P0$ 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， A 为增发新股价或配股价， k 为增发新股或配股率， D 为每股派送现金股利。转股期间为：2014 年 11 月 21 日至 2020 年 05 月 13 日（发行 6 个月后）。另外，国金转债附有特别向下修正条款、赎回条款和回购条款。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

截至 2014 年 3 月末，长沙九芝堂（集团）有限公司（以下简称“九芝堂集团”）持有国金证券 21.14% 的股份，为其第一大股东；陈金霞通过九芝堂集团和涌金投资控股有限公司持有公司 33.43% 的股份，为其实际控制人。

跟踪期内，国金证券董事、监事和其他高级管理人员基本保持稳定。

（二）业务运营

2013年，在国际经济弱势复苏的过程中，我国的进出口差额进一步缩小、投资增速继续下降，消费拉动也不足，我国的经济增速回落中趋稳。以钢铁、水泥、有色金属等为代表的产能过剩行业景气度有所回落，产业的结构性风险有所提升；在地方融资平台的融资额继续扩大、地方政府财政的显性化程度仍不够高的情况下，地方的区域性结构性风险仍然存在。2014年，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。从货币政策看，2013年6月以后所形成的货币供求紧平衡状态、利率在市场化条件下的大幅波动等状况在2014年仍将会继续维持；为了应对2014年可能出现的通货膨胀预期及保持经济的合理增速，中国的货币政策总体上趋向于稳健、货币投放量不会有明显的收缩；从财政政策看，积极扩张的财政政策仍然会得到延续，财政支出将伴随着城镇基础设施的完善、保障房建设的动工和公共开支的增加而上升；地方政府的债务水平随着简政放权和民营资本的介入而放慢增长速度，地方政府的债务结构也会随着改革的深入逐渐优化。

2013年，在货币供求紧平衡、贷款利率市场化和金融监管标准趋紧的条件下，金融机构之间的竞争强度增加，金融机构和工商企业的风险的都有所显现，以资产证券化为代表的各种金融工具和金融市场创新发展较快。2014年，货币供求紧平衡和金融监管标准趋紧的状态不会有明显的改善，贷款利率市场化将进一步的完善和深化，债券的发行利率在2014年上半年不会有显著的下降；贷款利率的市场化有利于银行优质客户贷款利率的下降，但是，中小企业仍将面临较高的融资成本；金融工具和金融市场创新在2014年将继续发展，其监管的标准化也将在2014年被列入重要的议题，存在金融监管机构对一些发展速度较快金融创新产品和金融市场进行干预的可能。

从中长期看，我国经济将伴随着经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大而保持稳定的增长。但是，在国际经济、金融尚没有完全稳定的条件下，在国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级过程中，中国国内的经济增长和发展依旧会伴随着诸多结构性风险，包括区域结构性风险、产业结构性风险及国际贸易和投资的结构性摩擦风险。

证券业同质化竞争激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理

模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。受市场发展水平和监管环境影响，国内证券公司业务模式相对单一，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，盈利水平易受证券市场景气度影响，周期性波动明显。2013年以来，佣金率整体下滑促使证券公司推动转型，积极抢占融资融券市场份额。受益于客户准入门槛降低，2013年两融业务发展迅速，并已成为部分证券公司的主要盈利贡献点。两融业务规模的爆发式增长在一定程度上改善了证券公司的盈利能力，但同时也会导致公司杠杆经营水平上升，暴露出部分公司在融资能力、流动性管理及客户信用风险管理上的不足。目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。与此同时，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险。而且，2013年以来，互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面临激烈的市场竞争压力。

随着创新业务与品种的丰富，以及股指期货等风险对冲工具的逐步推出，证券公司运营模式和收入结构有所改善。2012年5月，证券公司创新发展研讨会召开，证券业步入创新发展阶段，证券业在资本要求、负债经营、市场准入和产品创新等方面取得较大突破。随着我国金融市场的持续改革与不断创新，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，证券公司杠杆经营程度将有所上升，资本补充、融资能力和风险管理能力有待同步提高。

国金证券特许经营资质较齐全，2008年上市且于2012年完成增发后，各类业务取得较快发展。凭借较强的研究实力、四川地区的竞争优势和财富管理的推进，公司经纪业务行业地位逐年提升，尤其是部均代理买卖证券业务净收入已位居行业上游水平。受IPO暂停影响，2013年公司投资银行业务量大幅下滑。通过提高固定收益类投资比重、丰富量化投资和采用股指期货对冲市场波动风险，公司近三年自营投资均实现正收益。在保持传统业务竞争优势的同时，公司积极拓展包括融资融券业务在内的各项资本中介类创新业务并取得一定发展。

从收入和利润结构看，证券经纪、投资银行和证券投资等传统业务仍是国金证券收入和利润的主要来源，营收受到行业景气度的影响较

大。随着融资融券等资本中介业务的发展，公司收入和利润结构有望持续优化，收入和利润的稳定性有望进一步提升。

图表 1. 国金证券营业收入和营业利润分业务结构 (单位: 亿元, %)

营业收入	2011年		2012年		2013年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
证券经纪业务	6.55	60.67	6.12	39.86	8.29	53.58
投资银行业务	2.75	25.48	4.12	26.82	1.69	10.92
证券投资业务	0.36	3.36	2.48	16.14	1.77	11.46
其他	1.13	10.49	2.64	17.18	3.72	24.04
合并	10.80	100.00	15.35	100.00	15.47	100.00

营业利润	2011年		2012年		2013年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
证券经纪业务	2.65	86.31	1.30	35.94	3.08	76.09
投资银行业务	0.45	14.81	0.98	27.13	-0.64	-15.89
证券投资业务	0.04	1.16	1.42	39.42	1.04	25.57
其他	-0.07	-2.28	-0.09	-2.49	0.58	14.23
合并	3.07	100.00	3.60	100.00	4.05	100.00

资料来源: 国金证券

图表 2. 国金证券营业收入和营业利润分区域结构 (单位: 亿元, %)

营业收入	2011年		2012年		2013年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
四川	3.26	30.21	2.43	15.84	3.62	23.39
上海	2.04	18.91	1.79	11.67	2.16	13.97
其他地区	1.08	10.01	0.8	5.22	1.12	7.26
公司本部及子公司	3.95	36.61	9.62	62.71	7.73	49.97
子公司	0.46	4.26	0.70	4.56	0.84	5.41
合并	10.79	100.00	15.34	100.00	15.47	100.00

营业利润	2011年		2012年		2013年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
四川	2.02	65.81	1.22	33.91	2.25	55.54
上海	1.62	52.78	1.39	38.64	1.75	43.31
其他地区	0.17	5.52	0.04	0.94	0.39	9.66
公司本部及子公司	-0.73	-23.78	0.91	25.29	-0.42	-10.29
子公司	-0.01	-0.33	0.04	1.22	0.07	1.78
合并	3.07	100.00	3.60	100.00	4.05	100.00

资料来源: 国金证券

2013年, 国金证券经纪业务以客户需求为中心, 围绕客户服务、产品供给、网点布局和互联网金融四项重点工作, 继续深化改革创新, 为客户建立起全方位的财富管理和综合性金融服务平台, 具有核心竞争力的差异化经纪业务发展模式得到了进一步提升。2013年收入和利润贡献

分别升至 53.58%和 76.09%。

国金证券于 2013 年与互联网企业腾讯公司签订《战略合作协议》，稳步探索互联网金融业务，有效拓宽了客户开户通道，将有利于公司客户数量的增加。

目前，国金证券已形成了分公司和营业部共同发展的网点布局策略，截至本评级报告出具日，已在上海等地设立了 3 家分公司，2012 年在四川省增设 5 家营业部，2013 年在天津、深圳、福州、昆明和衡阳各设立 1 家证券营业部，至 2013 年末下设证券营业部已达 32 家。公司营业部主要集中四川省，尤其是成都地区，2013 年末公司四川省营业部数量为 20 家。

随着向客户提供全方位、多市场财富管理服务的综合业务平台的搭建，国金证券股票、基金、权证和债券现货交易额市场排名逐年提升，尤其是部均代理买卖证券业务净收入排名已位居行业上游水平。2011-2013 年公司股票、基金、权证和债券现货交易额行业排名分别为第 36 位、第 30 位和第 28 位，2010-2012 年部均代理买卖证券业务净收入排名分别为第 7 位、第 6 位和第 5 位。

作为总部在四川省的规模较大的综合性证券公司，相对于同行，国金证券在当地的营业部数量和客户基础具有一定优势，证券经纪业务具有较明显的区域竞争优势。通过坚持深耕细作本地市场，公司证券经纪业务在四川地区处于领先地位。

证券公司证券经纪业务佣金竞争日趋激烈致使国金证券证券经纪业务手续费率持续下降，但受益于较强的研究实力、四川地区的竞争优势和财富管理服务的贡献，其手续费率仍高于行业平均水平。2013 年，随着互联网金融业务的开支，公司互联网开户客户相对较低的佣金率使其手续费率继续下降。随着新设营业部的放开和非现场开户数量的增加，未来公司证券经纪业务手续费率将继续承受下降压力。

图表 3. 国金证券证券经纪业务网点情况

	2010 年末	2011 年末	2012 年末	2013 年末
营业部（家）	22	22	27	32
公司四川营业部（家）	15	15	20	20
机构开户数（个）	1624	1764	1830	未提供
散户开户数（个）	435344	476898	488792	未提供

资料来源：国金证券

图表 4. 国金证券股票、基金、权证和债券现货交易额

	2010 年		2011 年		2012 年		2013 年	
	份额	排名	份额	排名	份额	排名	份额	排名
股票 (%)	0.677	45	0.669	45	0.712	38	0.703	38
基金 (%)	0.199	54	0.188	60	0.276	53	0.376	35
权证 (%)	0.264	56	0.316	49	-	-	-	-
债券现货 (%)	1.621	16	0.741	28	0.788	21	0.864	23
交易额合计 (%)	0.743	37	0.688	36	0.742	30	0.787	28
平均佣金率 (%)	0.119		0.128		0.100		0.072	
部均代理买卖证券业务净收入 (万元/家)	3642	7	2629	6	1644	5	-	-

注 1: 部均代理买卖证券业务净收入取自中国证券业协会、其余取自 Wind

注 2: 平均佣金率=代理买卖证券业务净收入/股票和基金交易量*100%，数据取自 Wind

受 IPO 审批暂停影响，2012 年国金证券 IPO 及再融资业务金额明显下降，投资银行业务对公司的收入和利润贡献有所下降。公司具有较强的证券承销能力，但由于 IPO 暂停，2013 年 A 股市场首发股权融资项目数量和融资规模受到较大的影响，公司股票首发和增发主承销数量和金融出现较大幅度的下降。债券承销业务方面，公司主要从事公司债和企业债承销业务，并于 2012 年获得开展中小企业私募债承销业务试点资格，2013 年公司分别完成债券主承销项目 7 单，行业排名第 24 位。

图表 5. 国金证券投资银行业务情况

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
首次发行主承销家数	9	4	8	-
首次发行主承销家数排名	12	11	5	-
首次发行主承销金额 (亿元)	116.71	47.40	31.77	-
首次发行主承销金额排名	14	18	10	-
首次发行主承销费用 (亿元)	5.38	2.10	2.37	-
首次发行主承销平均佣金率 (%)	4.61	4.43	7.46	-
增发主承销家数	4	3	3	1
增发主承销家数排名	7	3	6	11
增发主承销金额 (亿元)	46.76	11.58	51.45	1.10
增发主承销金额排名	11	28	17	56
增发主承销费用 (亿元)	-	-	0.55	-
增发主承销平均佣金率 (%)	-	-	1.07	-
债券主承销家数	-	-	5	9
信用债主承销家数排名	-	-	30	22
债券主承销金额 (亿元)	-	-	58.00	104.00
债券主承销金额同业排名	-	-	61	28

资料来源：排名根据 Wind 统计，其余数据来自国金证券

注 1: 主承销平均佣金率=主承销费用/主承销金额*100%

注 2: 信用债主要包括企业债和公司债

自营投资业务是国金证券收入和利润的主要来源之一，2013 年收入和利润占比分别达到 11.46%和 25.57%。

国金证券根据股票市场环境和风险管理规定适时配置证券投资规模和结构，净资本对证券投资的覆盖度维持在较高水平。近年来公司自营证券投资规模持续增长，尤其是 2011 年以来，公司加大对债券的投资使其自营证券规模增至 2013 年末的 45.14 亿元。从证券投资结构来看，在股票市场低迷的情况下，公司加大债券和基金的投资力度，此类投资占比较大；公司持续深化并丰富量化投资实践，采用股指期货对冲市场波动给权益类投资组合带来的风险，随着市场行情的回暖，2012 年以来公司增加了权益类证券的配置。受益于权益类投资较稳健的投资策略以及固定收益类投资较稳定的表现，2010-2013 年公司自营投资均实现正收益，证券收益率分别为 1.78%、0.94%、3.37%和 2.99%。

图表 6. 国金证券自营证券投资情况

	2010 年末	2011 年末	2012 年末	2013 年末
自营证券规模 (亿元)	4.98	17.29	24.28	45.14
其中，股票 (%)	14.76	5.01	29.85	15.40
债券 (%)	33.04	61.26	52.27	68.51
基金 (%)	0.00	33.47	17.16	0.44
其他 (%)	52.20	0.27	0.71	15.66
净资本/自营证券规模 (%)	558.06	164.60	234.75	116.52
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
自营证券收益 (亿元)	0.44	0.42	2.80	4.15
自营证券收益率 (%)	1.78	0.94	3.37	2.99

资料来源：国金证券

注 1：自营证券规模=交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资

注 2：自营证券收益=投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益+可供出售金融资产公允价值变动净额

注 3：自营证券收益率=自营证券收益/平均投资规模×100%

国金证券于 2012 年 7 月获得证券资产管理业务资格。受益于定向资产管理业务的快速发展，公司资产管理业务管理规模和收入水平增幅较快。截至 2013 年末，存续的集合资产管理计划 14 只，受托资金为 17.45 亿元；存续的定向资产管理计划 29 只，管理规模为 784.07 亿元，2013 年资产管理业务收入为 0.50 亿元。公司资管产品结构仍以定向资产管理为主（主要为通道类定向资产管理计划），通道类业务受监管政策和社会融资环境的影响较大，操作风险高管理难度大，且佣金费率较低，公司需持续提升主动管理能力。

图表 7. 国金证券资产管理业务情况

	2012 年	2013 年
集合资产管理业务净收入（万元）	6.42	2592.35
专项资产管理业务净收入（万元）	-	-
定向资产管理业务净收入（万元）	-	2377.04
资产管理业净收入合计（万元）	6.42	4969.39
期末受托管理资金（亿元）	5.45	801.51

资料来源：国金证券

在融资融券业务方面,国金证券于 2012 年 6 月获融资融券业务资格,2013 年取得转融通业务资格,扩充了公司融资融券业务发展所需的资券来源。截至 2013 年末,公司融资融券业务开户数 12239 户,融资融券余额 14.78 亿元。随着融资融券业务开户门槛的放松,证券公司融资融券合格客户范围进一步扩展,基于经纪业务的客户积累,公司融资融券业务仍有较大的发展空间。

图表 8. 国金证券融资融券业务情况

	2012 年末	2013 年末
融资融券业务客户的开户数量（户）	2484	12239
对全体客户融资余额（亿元）	2.32	14.77
对全体客户融券余额（万元）	-	966.48
融资融券利息净收入（万元）	335.15	6011.83

资料来源：国金证券

国金证券于 2012 年 7 月获得上海证券交易所约定回购式证券交易资格、于 2013 年获得上海证券交易所质押式回购交易资格,资本中介业务资格得到充实。未来随着资本规模的充实和资金配置比重的提升,公司资本中介业务有望获得快速发展。

国金证券还通过控股子公司国金期货、鼎兴投资和参股公司通用基金开展期货经纪、直接投资和基金管理业务,2013 年经营情况如下表所示。

图表 9. 2013 年国金证券主要控股和参股子公司经营情况

	国金期货	鼎兴投资	创新投资	通用基金
营业收入（万元）	7615.75	622.25	125.40	2,163.72
净利润（万元）	1005.13	-243.41	85.77	-2,682.01
总资产（亿元）	12.09	3.53	2.01	0.76
净资产（亿元）	1.68	2.90	2.01	0.73

资料来源：国金证券

（三）风险管理

2013 年,国金证券持续完善以经济资本为基础的风险管理制度体

系、风险控制指标动态监控系统与净资本应急机制、压力测试等。2013年，证监会对公司的分类监管评级结果为 A 类 AA 级。

市场与信用风险

在利率风险管理方面，国金证券采用敏感性分析衡量在其他变量不变的假设下，利率发生合理、可能的变动时，将对公司利润总额和股东权益产生的影响。在其他价格风险风险管理方面，公司面临的价格风险与价值随市价变动而改变的金融资产有关，主要为交易性金融资产和可供出售金融资产，公司用风险价值（VaR）来对所持有的金融资产进行市场风险的敏感性分析。由于外币在公司资产负债及收入结构中所占比例较低，因此公司面临的汇率风险较小。

在经纪业务信用风险管理方面，国金证券代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算。公司的货币资金、结算备付金和存出保证金均存放于信用良好的商业银行、中国证券登记结算有限责任公司和相关交易所；买入返售金融资产均为质押式或买断式回购；应收款主要为预付款项、各项押金等，信用风险较低，且根据减值测试情况对应收款已充分计提了坏账准备，将该类金融资产的信用风险降低至最低水平。公司通过选择投资国债、中央银行票据、信用评级高的债券等来控制固定收益类证券投资的信用风险，注重发行主体的资质分析。2013 年末，公司持有的企业债（含公司债）、中期票据信用评级为 AA（含）以上的占比为 100%。公司对融资融券业务、约定购回证券交易业务、股票质押式回购交易业务的信用风险控制主要是通过建立统一的客户选择标准和标准的客户选择流程、量化的客户信用评级体系、分级授信制度、客户黑名单制度，以及逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。2013 年末，公司所有融资融券客户除 1 户因标的证券连续跌停导致担保物不足的情况（已平仓，余额转入应收融资融券客户款）以外，其余客户维持担保比例均在 130%以上；约定购回证券交易、股票质押式回购交易客户维持担保比例均在 150%以上，提交担保品充足，业务信用风险可控。

近年来，在坚持严控投资风险的基础上，国金证券自营业务规模持续上升。公司根据市场状况调整投资结构，目前投资品种主要为固定收益证券。在权益类投资方面，2013 年上半年，公司主要投资了大盘蓝筹股，利用股指期货等衍生工具进行对冲；下半年，公司缩减了二级市场权益类投资的规模，主要投资信托产品、基金专户、资产管理产品等场

外项目。在固定收益投资方面，公司采取顺应经济周期，择时配置的长期价值投资理念，2013年受中性偏紧的货币政策以及利率市场化提速的影响，债券市场出现大幅调整，资金面紧张情况时有发生，公司债券配置保持短久期高收益策略，公司固定收益类投资杠杆在同业中处于较低水平，但近年来有放大的趋势。

图表 10. 国金证券自营业务风控指标

	2010 年末	2011 年末	2012 年末	2013 年末	预警标准	监管标准
自营固定收益类证券/净资本 (%)	14.92	57.50	24.20	59.74	<400	<500
自营权益类证券及证券衍生品/净资本 (%)	2.67	5.75	18.37	25.62	<80	<100
债券投资杠杆率 (倍)	-	1.05	2.17	1.92	-	-

资料来源：国金证券

注 1：债券投资杠杆率=卖出回购金融资产款/（债券投资规模-卖出回购金融资产款）

注 2：本表数据除债券投资杠杆率外为母公司口径数据

综合而言，国金证券建立了符合自身特点的市场与信用风险管理制度体系，自营证券投资所面临的市场与信用风险、债券自营投资和融资融券业务等信用风险得到较好控制。但金融资产投资规模的扩大以及约定购回式证券交易业务的开展，将对公司的市场与信用风险管理提出更高要求。

流动性风险

国金证券主要通过以净资本为核心的动态风险控制指标监控体系实施对流动性风险的控制。为了避免可能存在的现金流缺口，公司根据流动性状况来对各时间段的现金流量进行评估与预测。公司建立了资金监控的相关内控制度，对货币资金、结算备付金、存出保证金等金融资产，由公司清算部、合规管理部随时进行监控，对影响流动性的业务和投资于流动性较低的领域，需公司相关决策机构进行审议；设立自营分公司，并由董事会授权自营分公司在限额内进行证券投资，并根据证券市场行情及公司流动性需求，严格控制自营业务投资规模；审慎选择信用程度较高的商业银行存放各项货币资金，有力地保证了货币资金的流动性和安全性。公司重视资产和负债到期日的匹配及有效控制匹配差异，以保证到期债务的支付。对于承销业务，公司重点在项目事前分析和审核上控制包销风险，通过保荐项目提交内核前的项目情况了解、项目行业分类以及股票适销性分析，提前对股价和适销性做出合理预期，降低包销风险。

国金证券的资产构成主要为货币资金*、自营业务和融出资金。2013年以来，随着资本中介业务的快速发展，公司货币资金*占比有所下降，融资融券融出资金占比快速上升。整体而言，公司资产端流动性较2012年末有所下降。

图表 11. 国金证券各项资产占总资产*的比重情况 (单位: %)

	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2014 年 3 月末
货币资金*	46.59	53.41	23.34	24.02
交易性金融资产	42.73	31.39	28.12	29.37
买入返售金融资产	-	0.03	0.77	1.66
可供出售金融资产	-	0.17	20.29	16.72
融出资金	-	3.03	15.87	19.15
小计	89.32	88.02	88.39	90.92
总资产*	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源: 国金证券

注: 货币资金*剔除客户资金存款, 总资产*为剔除代理买卖证券款和代理承销证券款后的净额

负债端来看, 2013 年末国金证券有息债务全部为卖出回购金融资产。2012 年以来, 公司债券正回购业务余额明显上升, 2014 年 3 月末为 21.44 亿元。

从资产与负债的匹配来看, 国金证券利用卖出回购支持证券自营业务发展, 对于同业资金市场较为依赖, 且整体债务期限偏短, 致使流动性管理压力上升。公司仍需加强流动性风险压力测试和流动性风险应急预案管理, 以完善和健全流动性风险管理体系。

图表 12. 国金证券债务结构和短期债务覆盖情况 (单位: 亿元, %)

	2010 年末	2011 年末	2012 年末	2014 年 3 月末
卖出回购金融资产款	5.43	8.68	20.32	21.44
短期债务	5.43	8.68	20.32	21.44
有息债务	5.43	8.68	20.32	21.44
短期债务/有息债务	100.00	100.00	100.00	100.00
短期债务/有息债务	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源: 国金证券

总体来看, 国金证券已建立起流动性风险管理体系, 能满足现有业务的持续发展。随着业务规模的上升和创新业务的拓展, 公司需拓宽融资渠道应对流动资金的减少, 加强流动性风险压力测试和流动性风险应急预案管理能力。

(四) 盈利能力

国金证券成立至今已连续 23 年保持税前盈利，成为证券业仅有的 2 家连续盈利的证券公司之一，营业收入与净利润行业排名在行业内处于中上水平。2013 年，公司经纪业务和资本中介业务收入增幅较快，但受投资银行业务收入大幅下降和证券投资业务小幅下滑影响，公司业绩增速低于同业，营业收入和净利润排名有所下降。2013 年，公司实现营业收入 15.47 亿元，行业排名降至第 33 位；实现净利润 3.16 亿元，行业排名降至第 37 位。

图表 13. 国金证券收入与利润情况

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年一季度
营业收入 (亿元)	15.24	15.04	14.15	16.45	10.80	15.34	15.47	6.66
同比变动 (%)	-	-1.31	-5.92	16.25	-34.35	42.04	0.84	-
净利润 (亿元)	7.32	7.56	5.16	4.38	2.32	2.75	3.16	2.14
同比变动 (%)	-	3.28	-31.75	-15.12	-47.03	18.53	14.91	-
营业收入行业排名	-	23	46	36	40	24	33	-
净利润行业排名	-	19	53	48	34	30	37	-

资料来源：国金证券、Wind

未来几年，随着融资融券和股票质押式回购等创新业务和投资咨询业务的发展，以及股指期货等风险对冲工具的丰富，国金证券盈利模式有望进一步改善。

受经纪业务同质化竞争和投资银行业务营业利润率下降影响，公司营业利润整体上呈现下降趋势。同质化竞争加剧使证券业佣金水平持续走低，2012 年公司经纪业务营业利润率降至 21.17%；2013 年，随着研究咨询带来的机构佣金收入和财富管理服务带来的佣金收入的增长，公司经纪业务营业利润率有所回升。由于股票市场整体走低，2011 年证券自营业务营业利润率大幅下滑；适时增加固定收益类投资规模、丰富量化投资并采用股指期货对冲市场波动风险后，2012-2013 年公司证券自营业务营业利润率分别回升至 57.32%和 58.41%。2010 年，受益于首发项目较高的承销费率，公司投资银行业务营业利润率保持在较高水平；2011-2013 年股票市场发行节奏放缓，公司股票首发项目有所减少，营业利润率有所下降。

图表 14. 国金证券营业利润率 (单位: %)

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
营业利润率	34.82	28.40	23.47	26.19
其中: 证券经纪业务	52.35	40.40	21.17	37.19
证券自营业务	22.47	9.81	57.32	58.41
投资银行业务	42.74	16.51	23.75	-38.10

资料来源: 国金证券

国金证券市场化程度较高, 成本费用水平较有弹性。公司成本费用管理较灵活, 近年来, 业务及管理费基本与营业收入同方向变动。但本评级机构也关注到, 公司业务及管理费增幅整体上高于同期营业收入增幅, 其成本费用管理效率仍有待提升。

国金证券业务及管理费中职工工资占比相对较大, 2010-2013 年分别为 72.39%、63.94%、63.81%和 59.93%。受同业竞争加剧、传统业务拓展和创新业务需求等因素影响, 未来公司人员成本或将面临上升压力。

图表 15. 国金证券成本费用变化 (单位: %)

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
营业收入变动	16.25	-34.35	42.04	0.84
业务及管理费用变动	40.92	-21.14	46.24	-3.46
职工工资变动	46.96	-30.34	45.93	-9.33
业务及管理费/营业收入	57.78	69.41	71.40	68.39
职工工资/业务及管理费	72.39	63.94	63.81	59.93

资料来源: 国金证券

综合来看, 国金证券营业收入和净利润行业排名保持上升趋势, 盈利能力位居行业中上游水平。2010-2013 年公司的平均资产回报率分别为 13.66%、6.16%、4.68%和 3.71%。

(五) 资本与杠杆

2008 年 1 月, 国金证券在上海证券交易所上市, 资本市场融资渠道的建立, 完善了公司的资本补充机制。上市以来, 公司于 2012 年 12 月完成第一次非公开增发, 募集资金净额为 29.24 亿元。非公开增发后, 公司资本实力得到明显增强。2013 年末, 公司归属于母公司所有者权益为 67.28 亿元, 行业排名第 31 位; 净资本为 52.60 亿元。

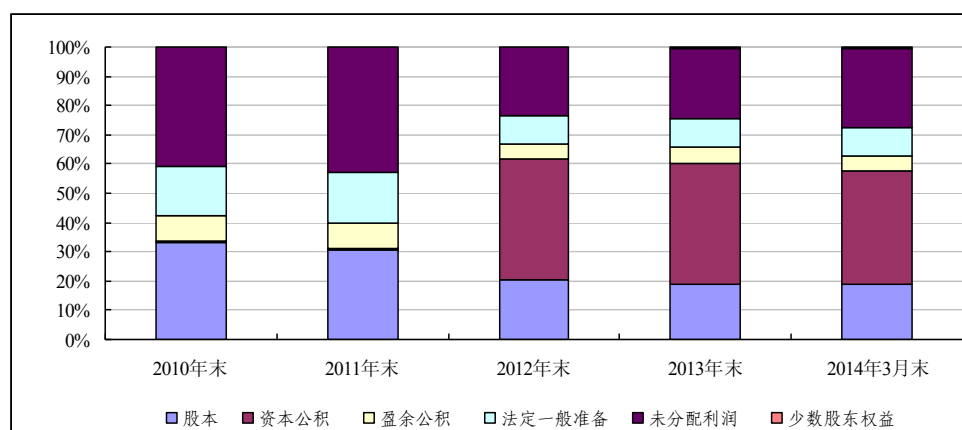
图表 16. 国金证券资本实力情况 (单位: 亿元)

	2010 年末	2011 年末	2012 年末	2013 年末
归属于母公司所有者权益	30.19	32.43	63.42	67.28
行业排名	48	46	28	31
净资本	27.79	28.46	56.99	52.60
行业排名	41	43	24	-

资料来源: 国金证券, Wind

定向增发后国金证券所有者权益构成以资本公积, 未分配利润和股本为主, 2014 年 3 月末占比分别为 38.93%, 26.77%和 18.89%。公司资本公积主要为股本溢价。2011-2013 年公司现金分红数额(含税)分别为 1.00 亿元、0.91 亿元和 1.04 亿元, 分别占归属于上市公司股东的净利润的 43.18%、33.01%和 32.67%, 未来分红政策的变化或将影响公司所有者权益结构的稳定性。

图表 17. 国金证券所有者权益构成情况 (单位: %)



资料来源: 国金证券

随着债券正回购业务量的小幅增长, 且通过转融资支持融资融券业务发展, 近年来国金证券资产负债率有所上升, 至 2013 年末为 27.45%, 但仍处于行业中低水平。2012 年定向增发之后, 公司净资本对债务的覆盖度维持在较高水平。总体来看, 公司杠杆经营程度有所上升, 但仍处于较低水平。

图表 18. 国金证券资本与杠杆情况 (单位: %)

	2010 年末	2011 年末	2012 年末	2013 年末	预警标准	监管标准
资产负债率	13.15	19.68	17.48	27.45	-	-
净资本/净资产	92.09	87.79	89.93	78.36	>48%	>40%
净资本/负债	617.88	361.97	431.08	207.83	>9.6%	>8%
净资产/负债	670.92	412.33	479.36	265.23	>24%	>20%
净资本/各项风险 资本准备之和	600.65	583.22	1799.20	772.51	>120%	>100%

资料来源: 国金证券

注: 表中净资本及风险控制指标为母公司数据

综上所述, 在国内经济增速放缓、结构调整以及流动性稳中趋紧的情况下, 证券业运营风险较高。国内证券公司同质化竞争较严重, 其他金融机构也在部分业务领域对证券公司构成竞争, 同时, 互联网金融发展对证券公司业务构成冲击。跟踪期内, 国金证券业务发展较平稳, 市场地位较稳固, 资本中介等创新业务取得较快发展, 但受投资银行业务收入大幅下降和证券投资业务小幅下滑影响, 公司业绩增速低于同业。公司债券投资杠杆有所放大, 卖出回购金融资产增加带来债务规模小幅上升, 杠杆经营程度逐步上升, 且自营投资和资本中介业务占用资金较多使其面临持续的流动性管理压力。随着创新业务品种的不断丰富与创新业务规模的逐步扩大, 公司风险管理能力存在较大提升空间。

同时, 我们仍将持续关注 (1) 国内外经济形势变化及其对证券行业的影响; (2) 金融市场监管环境与政策导向变化, 对证券行业竞争格局与业务模式构成的影响; (3) 国金证券杠杆经营程度上升所带来的流动性管理压力; (4) 国金证券创新业务发展所带来的风险管理压力。

附录一：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2011年	2012年	2013年	2014年 一季度	-
总资产（亿元）	88.65	126.21	136.74	147.58	-
总资产*（亿元）	40.47	76.94	93.25	95.22	-
股东权益（亿元）	32.51	63.49	67.65	68.52	-
归属于母公司所有者权益（亿元）	32.44	63.42	67.28	68.15	-
营业收入（亿元）	10.80	15.34	15.47	6.66	-
营业利润（亿元）	3.07	3.60	4.05	2.89	-
净利润（亿元）	2.32	2.75	3.16	2.14	-
资产负债率（%）	19.68	17.48	27.45	28.04	-
权益负债率（%）	24.51	21.18	37.84	38.97	-
净资本/总负债*（%）	357.32	423.80	205.46	-	-
净资本/有息债务（%）	524.48	656.34	258.84	-	-
货币资金/总负债*	236.70	305.56	85.00	85.66	-
员工费用率（%）	44.38	45.58	40.99	-	-
手续费及佣金净收入/营业收入（%）	85.30	73.27	70.54	53.14	-
受托客户资产管理与基金管理业务净收入/营业收入（%）	0.00	0.00	3.21	3.90	-
营业利润率（%）	28.40	23.44	26.19	43.35	-
平均资产回报率（%）	6.16	4.68	3.71	-	-
平均资本回报率（%）	7.39	5.72	4.82	-	-
监管口径数据与指标	2011年末	2012年末	2013年末	2014年 3月末	监管标 准值
净资本（亿元）	28.46	56.99	52.60	-	>2亿元
净资本/各项风险资本准备之和（%）	583.22	1799.20	772.51	-	>100%
净资本/净资产（%）	87.79	89.93	78.36	-	>40%
净资本/负债（%）	361.97	431.08	207.83	-	>8%
净资产/负债（%）	412.33	479.36	265.23	-	>20%
自营权益类证券及证券衍生品（包括股指期货）/净资本（%）	5.75	18.37	25.62	-	<100%
自营固定收益类证券/净资本（%）	57.50	24.20	59.74	-	<500%

注：根据国金证券 2011-2013 年审计报告和未经审计的 2014 年一季度财务报表、2011-2013 年净资本及风险控制指标专项审计报告、2011-2013 年综合监管报表等整理、计算，其中，净资本及风险控制指标为母公司数据

附录二：

国金证券调整后资产负债简表

财务数据	2011 年末	2012 年末	2013 年末
总资产* (亿元)	40.47	76.94	93.25
其中：货币资金* (亿元)	18.86	41.09	21.76
结算备付金* (亿元)	1.73	4.23	2.91
融出资金 (亿元)	-	2.33	14.80
交易性金融资产 (亿元)	17.29	24.15	26.22
买入返售金融资产 (亿元)	-	0.03	0.72
可供出售金融资产 (亿元)	-	0.13	18.92
长期股权投资 (亿元)	0.13	0.49	1.65
总负债* (亿元)	7.97	13.45	25.60
卖出回购金融资产款 (亿元)	5.43	8.68	20.32
股东权益 (亿元)	32.51	63.49	67.65
其中：股本 (亿元)	10.00	12.94	12.94
负债*和股东权益 (亿元)	40.47	76.94	93.25

注：根据国金证券经审计的2011-2013年财务数据整理、计算。其中，货币资金*和结算备付金*已分别剔除客户资金存款和客户备付金，总资产*和总负债*为剔除代理买卖证券款和代理承销证券款后的净额

附录三：

各项数据与指标计算公式

指标名称	计算公式
总资产*	期末资产总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款
总负债*	期末负债总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款
货币资金*	期末货币资金-期末客户存款
结算备付金*	期末结算备付金-期末客户备付金
有息债务	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+期末长期借款+期末长期应付款中应计入部分+期末其他负债中融入资金
资产负债率	期末总负债*/期末总资产*×100%
权益负债率	期末总负债*/期末所有者权益×100%
净资本/总负债*	期末净资本/期末总负债*×100%
货币资金/总负债*	期末货币资金*/期末总负债*×100%
员工费用率	报告期职工费用/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
平均资产回报率	报告期净利润/[(期初总资产*+期末总资产*)/2]×100%
平均资本回报率	报告期净利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2]×100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资本为母公司数据

附录四：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	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。
投机级	BB级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	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。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	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。
投机级	BB级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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