

第一创业证券股份有限公司 2016 年

面向合格投资者

公开发行公司债券（第二期）

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2016)011021】

评级对象: 第一创业证券股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)(本期债券)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺(未安排增级)

评级时间: 2016 年 11 月 17 日

计划发行: 24 亿元

本期发行: 8 亿元

存续期限: 5 年

增级安排: 无

发行目的: 补充流动资金

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年
总资产(亿元)	113.04	211.14	332.74	318.13
总资产*(亿元)	96.44	166.92	251.45	241.30
股东权益(亿元)	48.19	54.69	65.75	90.32
归属于母公司所有者 权益(亿元)	45.55	51.34	61.51	86.10
净资产(亿元)	29.71	31.11	43.55	64.28
总负债*(亿元)	48.25	112.24	185.70	150.98
营业收入(亿元)	10.32	18.59	30.10	8.30
净利润(亿元)	1.68	5.18	10.38	2.50
资产负债率(%)	50.04	67.24	73.85	62.57
净资本/总负债*(%)	61.58	27.72	23.45	42.57
净资本/有息债务(%)	67.01	30.71	25.76	45.49
员工费用率(%)	43.11	40.42	34.13	27.51
受托客户资产管理与 基金管理业务净收入/ 营业收入(%)	22.31	12.67	9.49	24.93
营业利润率(%)	18.47	35.48	43.46	39.84
平均资产回报率(%)	1.83	3.93	4.96	1.02
平均资本回报率(%)	3.53	10.06	17.23	3.21

注1: 根据第一创业2013-2015年经审计的财务报表及2016年上半年未经审计的财务报表, 2013-2015年末及2016年6月末母公司净资产及风险控制指标专项审计报告等整理、计算, 其中2013年资产负债表数据为追溯调整数, 净资产为母公司数据;

注2: 本评级报告除特别说明外, 所有数值保留2位小数, 若出现总数与各分项数值之和尾数不符的情况, 均为四舍五入原因造成。

分析师

刘兴堂 liuxingtang@shxsj.com

袁轶凡 yyf@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势/机遇:

- **业务结构均衡。**第一创业特许经营资质较齐全, 业务结构相对均衡, 具有较好的业务发展基础。
- **固收业务市场认可度高。**第一创业固定收益业务已形成一定优势和特色, 市场认可度较高。
- **外资投行合作优势。**与摩根大通组建合资投行, 有助于第一创业提升品牌影响力和业务竞争力。
- **融资渠道拓宽。**第一创业已成功在 A 股市场完成首次公开发行并上市交易, 资本实力有所增强, 融资渠道得到拓宽, 有利于后续业务的开展。

主要劣势/风险:

- **宏观经济风险。**我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段, 经济下行压力较大, 证券业运营风险较高。
- **市场竞争风险。**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, 第一创业将持续面临激烈的市场竞争压力。
- **盈利稳定性有待优化。**第一创业经营受证券市场波动影响较大, 盈利稳定性有提升空间。
- **资本中介业务的快速扩张带来流动性管理压力。**与大型券商相比, 第一创业在资本实力与股东背景方面仍存在一定差距。杠杆经营程度逐步上升、固定收益和资本中介业务占用资金较多将持续挑战其流动性管理能力, 给其资本补充和融资能力带来压力。

➤ 未来展望

通过对第一创业证券及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性极高，并给予本期债券 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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本评级机构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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《中国证券行业信用评级方法（2014版）》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

第一创业证券股份有限公司 2016 年面向合格投资者

公开发行公司债券（第二期）

信用评级报告

一、公司概况

第一创业证券股份有限公司（在本报告中，简称为“第一创业”、“公司”）为综合类证券公司，也是全国首批获得创新试点类证券公司资格的券商之一。

第一创业前身是佛山证券公司，成立于 1993 年 4 月，由中国人民银行佛山分行与中国工商银行佛山分行出资组建。1998 年 1 月，佛山证券公司与中国人民银行脱钩改制并增资扩股，同时更名为“佛山证券有限责任公司”。2002 年 7 月，佛山证券有限责任公司更名为“第一创业证券有限责任公司”。2012 年 3 月，第一创业证券有限责任公司完成股份制改革，整体变更为第一创业证券股份有限公司。

经四次增资扩股，至 2015 年末，第一创业注册资本为 19.70 亿元。经中国证监会证监许可[2016]814 号文核准，公司于 2016 年 5 月首次向社会公众公开发行人民币普通股（A 股）股票 2.19 亿股并在深圳证券交易所上市，上市后公司股本变更为 21.89 亿元。公司股权较分散，自 2008 年 8 月完成第三次增资扩股以来，前四大股东持股比例相对稳定，其中，华熙昕宇投资有限公司和北京首都创业集团有限公司分列第一大股东和第二大股东。

图表 1. 截至 2016 年 6 月末第一创业证券前十大股东情况

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	华熙昕宇投资有限公司	337,324,000.00	15.41
2	北京首都创业集团有限公司	290,429,000.00	13.27
3	南海能兴（控股）集团有限公司	185,834,000.00	8.49
4	浙江航民实业集团有限公司	154,482,366.14	7.06
5	福州景科投资有限公司	82,760,994.06	3.78
6	厦门富友邦投资有限公司	82,186,591.54	3.75
7	广州市黄埔龙之泉实业有限公司	74,910,000.00	3.42
8	海城大酒店有限公司	68,680,000.00	3.14
9	福建省保诚合创担保有限公司	50,000,000.00	2.28
10	北京市世纪创元投资有限公司	37,493,000.00	1.71

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
10	水晶投资有限公司	37,493,000.00	1.71
10	无锡通达进出口贸易有限公司	37,493,000.00	1.71
10	北京泰达瑞顿投资管理中心(有限合伙)	37,493,000.00	1.71
10	北京太伟控股(集团)有限公司	37,493,000.00	1.71

资料来源：第一创业

第一创业具有较为齐全的证券特许经营资质，业务范围涵盖了证券经纪、证券投资咨询、与证券交易和证券投资活动有关的财务顾问、证券承销（不含股票、中小企业私募债券以外的公司债券）、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。

2011 年第一创业与摩根大通合资成立第一创业摩根大通证券有限责任公司，公司投行业务整体平移至一创摩根，从事股票与公司债券（不含中小企业私募债券）的承销与保荐业务。此外，公司通过全资子公司第一创业期货有限责任公司从事期货经纪业务，通过全资子公司第一创业投资管理有限公司从事直投业务，通过全资子公司深圳第一创业创新资本管理有限公司开展金融产品投资和其他另类投资业务，以及通过控股子公司创金合信基金管理有限公司开展基金管理业务。此外，公司还参股银华基金管理有限公司。

图表 2. 2016 年 6 月末第一创业重要权益投资情况（单位：万元，%）

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	经营业务	成立时间	是否并表
第一创业投资管理有限公司	一创投资	50,000.00	100.00	直接投资	2010	是
第一创业期货有限责任公司	一创期货	17,000.00	100.00	期货经纪	1993	是
第一创业摩根大通证券有限责任公司	一创摩根	80,000.00	66.70	证券承销与保荐	2011	是
深圳第一创业创新资本管理有限公司	创新资本	30,000.00	100.00	股权投资	2014	是
创金合信基金管理有限公司	创金合信	17,000.00	70.00	资产管理	2014	是
银华基金管理有限公司	银华基金	20,000.00	29.00	基金募集、基金销售、资产管理等	2001	否
证通股份有限公司	证通公司	251,875.00	0.99	证券行业联网互通平台	2015	否

资料来源：第一创业

截至 2016 年 6 月末，第一创业未经审计的合并会计报表口径资产总额为 318.13 亿元，所有者权益为 90.32 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 86.10 亿元），2016 年上半年实现营业收入 8.30 亿元，净利润 2.50 亿元（其中，归属于母公司所有者的净利润 2.31 亿元）。

二、债项概况

(一) 本次债券概况

第一创业证券股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）发行金额为 8 亿元人民币，期限为 5 年。

图表 3. 本次拟发行公司债券概况

债券名称:	第一创业证券股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）
发行规模:	8 亿元
债券期限:	5 年
债券类型:	公开发行公司债券（面向合格投资者）
债券利率:	固定利率，详见募集说明书
付息方式:	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一起支付
担保方式:	无担保

资料来源：第一创业证券股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）募集说明书

截至本评级报告出具日，第一创业证券已发行待偿还债券余额 52.00 亿元。

图表 4. 第一创业证券已发行债券情况

债券简称	发行规模（亿元）	票面利率（%）	起息日	备注
15 一创证券 CP001	7.00	5.10	2015-02-09	已到期兑付
14 一创证券 CP006	7.00	5.78	2014-12-11	已到期兑付
14 一创证券 CP005	7.00	4.38	2014-10-21	已到期兑付
14 一创证券 CP004	7.00	4.74	2014-08-19	已到期兑付
14 一创证券 CP003	7.00	4.70	2014-06-10	已到期兑付
14 一创证券 CP002	7.00	5.07	2014-03-13	已到期兑付
14 一创证券 CP001	6.00	6.20	2014-01-17	已到期兑付
13 一创证券 CP004	7.00	5.50	2013-10-21	已到期兑付
13 一创证券 CP003	6.00	5.05	2013-08-14	已到期兑付
13 一创证券 CP002	7.00	4.15	2013-05-24	已到期兑付
13 一创证券 CP001	6.00	4.00	2013-03-07	已到期兑付
16 一创 01	8.00	3.50	2016-01-19	将于 2020-01-19 到期
16 一创 C1	10.00	3.69	2016-09-26	将于 2021-09-26 到期
16 一创 C2	12.00	3.64	2016-10-25	将于 2020-10-25 到期
15 一创 02	8.00	5.90	2015-05-27	将于 2018-05-27 到期
15 一创 01	8.00	7.00	2015-02-02	将于 2018-02-02 到期
13 一创 02	6.00	7.00	2014-07-08	将于 2017-07-08 到期
13 一创 01	8.00	7.20	2013-11-15	已到期兑付

资料来源：第一创业证券、Wind 资讯（截至本评级报告出具日）

（二）本次债券募集资金用途

■ 补充流动资金

本次债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于补充流动资金。

三、经营环境

（一）宏观经济和政策环境

2016 年三季度我国经济发展的外部环境仍较复杂，国内产业结构性风险有所提升，地方政府债务风险犹存。未来一段时间内，我国将继续实施积极的财政政策，稳健中适度宽松的货币政策。从中长期看，我国经济将伴随着供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构优化、城镇化、内需扩大而保持稳定的增长。

2016 年第三季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。在国际环境与加息进程的影响下，美国在经历了较强劲的经济复苏和失业率触底之后，经济与就业呈现出一定的波动性，但温和增长与低失业率的总体态势不变。在宽松性货币政策的刺激下，欧盟经济延续温和复苏的态势，并且通胀水平有一定回升，但是英国脱欧公投等事件的扰动增加了其复苏过程的不确定性。欧洲银行业的风险有所升高，但是引发系统性震荡的可能性不大。在经济低迷的背景下，日本通胀率跌幅扩大，但日本经济仍然处于低速复苏的通道。人口与劳动结构导致的日本社会经济结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第三季度，国际石油价格仍然低迷。主要石油输出国在 9 月底初步达成非正式冻产协议，但在各国石油产量已接近历史峰值的情况下，冻产协议缺乏实际意义，难以推动油价实质性回升。部分严重依赖油气出口的国家风险仍然较高，并且在长期中面临结构转型的需要。新兴经济体中，印度维持了中高速的增长态势，但是其工业化进程受到体制因素的束缚。俄罗斯在经历了一年的资本流出与经济萎缩之后，经济增速已经筑底，有望在第四季度恢复正增长。巴西经济也仍然处在萎缩状态，但跌幅继续收敛。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐总体上仍偏保守，而 12 月仍有较大加息可能性；在经济不确定性增加的情况下，欧元区和日本为了促进经济增长和防止通货紧缩，近期都将继续维持宽松的货币政策；新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财

政政策以刺激经济的增长。

2016 年第三季度，中国 GDP 实际同比增长 6.7%，与一、二季度持平。本季度经济下行压力有一定程度的缓和，但是在房地产等领域，泡沫风险有所积累，部分城市房价出现较大幅度上涨。在工业领域仍然处在出清过程的背景下，暂时的压力减轻尚不能等同于实质性的回暖，因此经济增速在短期中仍然有小幅降速的可能而难以真正稳定在 6.7%。房地产行业虽然面临“去库存”的需要，但仍然对中国经济增长有较大的贡献，因此楼市的骤冷可能会引发系统性危机。预计房地产业将在政策的保障下温和出清，房价不会持续上涨也不会骤然下跌。

9 月份中国 CPI 同比增 1.9%，PPI 扭转跌势，同比增 0.1%。通胀水平超预期与煤炭、有色等过剩行业的价格颓势收敛有关。在当前的经济形势下，价格水平短期内仍将维持温和态势，但长期中可能会面临一定的通胀压力。由于中美经济周期与货币政策的差异，人民币对美元继续表现出有序贬值的状态，但是“预期”的因素在其中起到重要的助推作用。在中国经济基本面长期向好、人民币国际需求增加以及中国金融体系需要稳定的条件下，人民币虽然在近期面临贬值压力，但在中长期并不具有持续贬值的基础。

2016 年第三季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，但是流动性注入实体经济的过程显出不畅，并且刺激了房地产等行业的泡沫扩张。在这样的状况下，预计未来中国货币政策将更趋稳健，而财政政策可以发挥更大的作用。

中国经济本年仍面临一定的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件仍在发生；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。在供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构优化、城镇化发展、内需扩大的条件下，在中长期中，中国经济仍将保持中高速的增长态势。

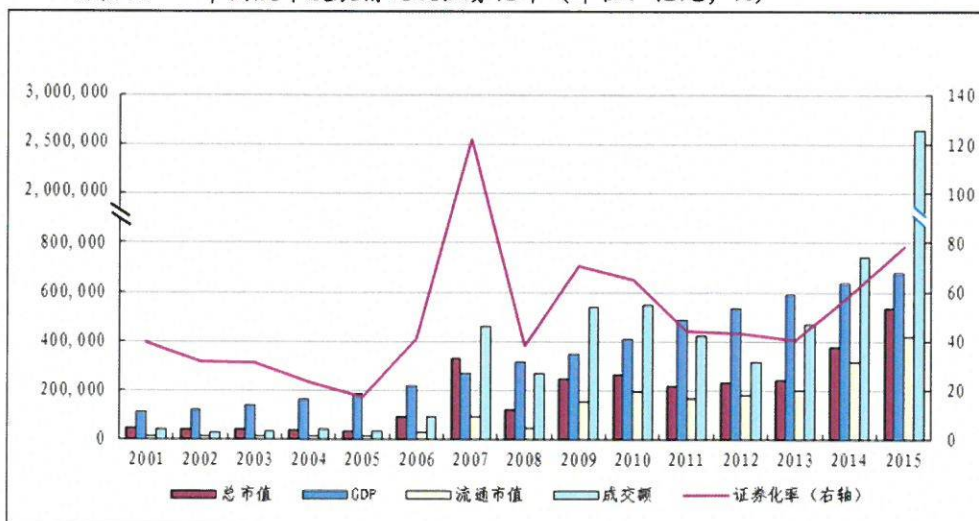
（二）证券行业运营状况与风险关注

近年来，我国证券市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善，但与成熟市场相比，风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性仍较强。由于证券业受到高度监管，证券公司业务得到较大保护，这也成为证券公司信用质量的重要支撑。证券业市场同质化竞争较严重，加之随着证券市场层次与参与主体的日益丰富，其他金融机构及互联网金融使得证券业面临日益激烈的市场竞争压力。而证券公司创新业务的开展在优化证券公司业务结构的同时，也抬高了其杠杆经营程度，对证券公司资本补充、融资能力和风险管理能力提出更高要求。

我国证券市场经过 20 多年发展，市场规模不断壮大，市场层次与参与主体不断丰富，监管体系与市场规则不断完善。证券市场在改善社会融资结构、优化资源配置、推动经济与金融体制改革与发展等方面发挥了重要作用。

根据沪深交易所统计数据，截至 2015 年末，沪深两市投资者开户总数达到 34760.72 万户，境内 A 股和 B 股上市公司共有 2827 家，市价总值 53.13 万亿元。

图表 5. 中国股市发展情况及证券化率（单位：亿元，%）



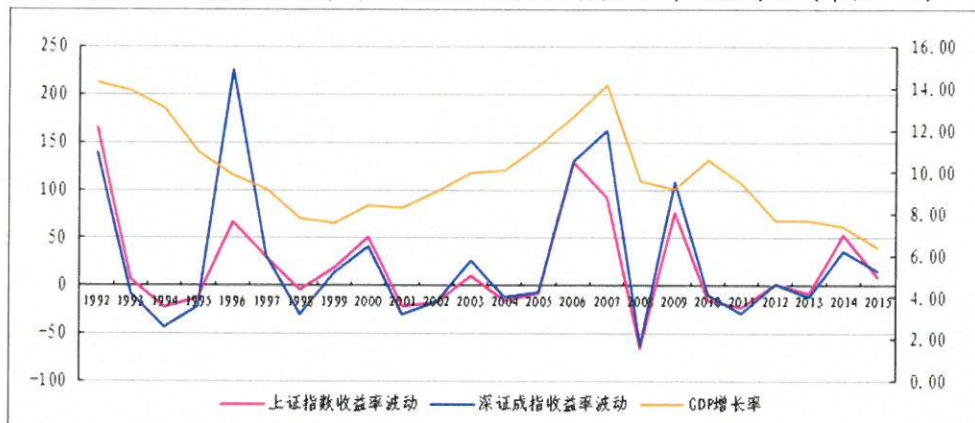
资料来源：Wind

注：证券化率=股市总市值/GDP×100%

我国证券市场尚处于不断发展和完善过程中。证券公司综合治理和股权分置改革的陆续完成，有利于证券市场的规范发展，但市场依然存在结构性矛盾与制度性缺陷。目前，我国证券市场在多层次市场体系建设、机构投资者培育、发行审批制度改革、信息披露规则要求、市场退

出机制等方面仍有较大改善空间。近年来，证券行业持续推进改革创新，2014年起，以点带面稳步推动创新业务制度建设逐一落地实施。但与成熟市场相比，我国证券市场的风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性较强。2015年6-7月，我国股票二级市场出现断崖式下跌，证券行业创新脚步有所中断，但中长期改革转型的思路不变。

图表 6. GDP 增长率与上证指数及深证成指收益率波动情况（单位：%）

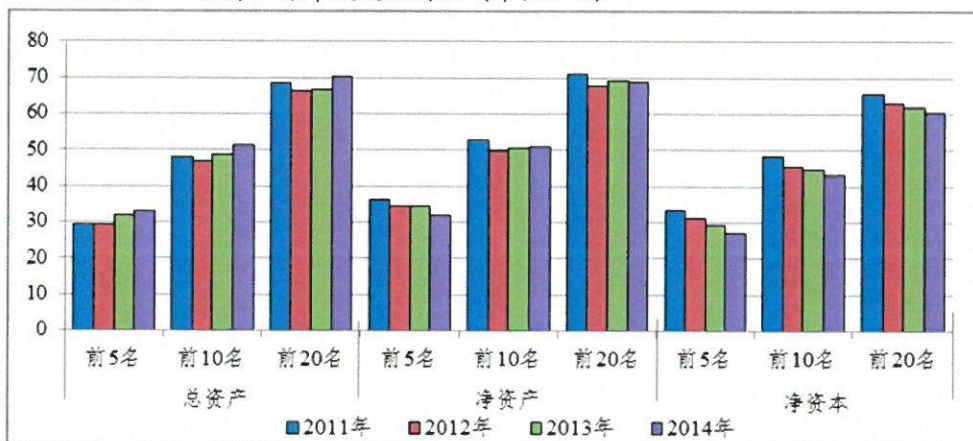


注：根据 Wind 数据整理

我国证券业受到高度监管。证券公司在市场准入、业务经营和日常管理等方面受到全面监管，证券公司的设立和业务实施特许经营。在金融分业经营环境下，特许经营方式使证券公司能够获得较好的经营保护，这也成为我国证券公司重要的信用支持因素。

证券公司综合治理整顿之后，证券业竞争格局发生重大变化，业务资源向少数证券公司集中。同时，中国证监会自 2004 年以来实施证券公司分类监管，大型优质证券公司竞争优势得到增强。证券业市场集中度逐渐提高，行业竞争格局初步形成。

图表 7. 证券业集中度变化情况（单位：%）

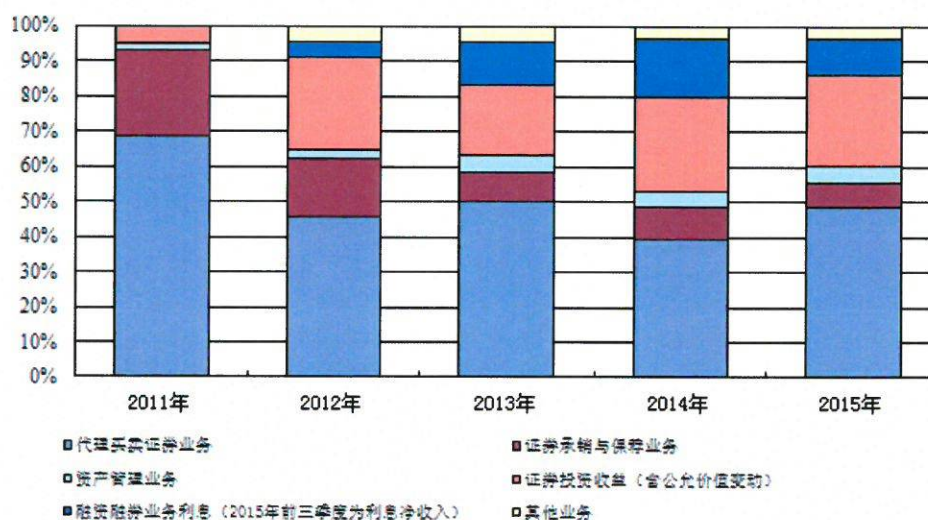


注：根据中国证券业协会数据整理

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，2014 年两融业务发展迅速，并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，2014 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。

图表 8. 证券公司营业收入结构情况（单位：%）



资料来源：根据中国证券业协会整理

伴随着 2014 年下半年和 2015 年上半年经济增速下行下流动性宽松带来的一波股债双牛，我国沪、深股市累计成交额放量增长，由此带来证券公司经纪业务、自营业务和资本中介业务的大幅增长。IPO 一度重启后，在股市大幅拉升的情况下，股权再融资需求旺盛；加之债券市场收益率快速下行，债券发行制度的松绑，债券一级市场日趋火爆，证券公司投行业务量得到提升。受益于各业务线的增长，证券公司经营业绩大幅增长。

图表 9. 证券业历年营业收入与净利润增幅情况（单位：%）



注：根据中国证券业协会数据整理

我国证券监管部门审慎推进证券市场的金融创新与对外开放。近年来，证券市场创新步伐与开放进程有所加快，融资融券、直投业务、股指期货等创新业务与品种陆续推出，创业板成立、三板市场升级扩容，QFII 与 QDII 适用对象和额度逐步拓宽和提高，创新为市场与机构注入了活力。随着我国对外开放水平的提高，我国证券市场的创新度和开放度将进一步提高。

随着证券市场监管的放松和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将有所改善。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。

四、业务与战略

第一创业的特许经营资质较齐全，业务结构较为均衡，具有较好的业务发展基础。公司的固定收益业务已形成一定优势和特色，市场认可度较高。近年来，依托于证券市场行情的阶段性回暖，公司通过调整营业部定位，拓宽金融服务与产品线，经纪业务及资产管理业务规模和收入快速增长。与摩根大通组建合资投行后，投行业务的品牌影响力和业务竞争力亦有所提升。整体来看，公司盈利结构持续优化，盈利来源集中度进一步改善。

（一）业务竞争力

第一创业证券业务牌照较为齐全，具有较好的业务发展基础。与摩根大通组建合资投行后，公司投资银行业务品牌影响力和业务竞争力进一步提升。公司固定收益业务优势较显著，业务资质齐全，投研和销售实力强，主要业务量排名行业前列。近年来，公司积极拓展资产管理业务，资产管理规模和业务收入快速增长。通过调整营业部定位，拓宽金融服务与产品线，公司经纪业务盈利能力有所提升。2014 年以来，公司融资融券等资本中介业务屡创新高，发展速度快。

从收入和利润结构看，第一创业营业收入及营业利润主要来源于固定收益业务、资产管理业务和经纪业务。历年来，固定收益业务均是公司最主要的收入及利润来源，但受证券市场及政策环境影响，盈利贡献呈现一定的波动性；公司资产管理业务发展较快，盈利水平逐年提升，2014 年及 2015 年已对公司营业利润产生显著贡献；得益于融资融券业务的发展，加之低于市场的费率水平带动经纪业务规模的快速增长，公司经纪业务收入及利润贡献近年来有所提升。整体来看，公司盈利结构有所优化，盈利来源集中度有所改善。

图表 10. 第一创业营业收入结构（单位：亿元，%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年上半年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
固定收益业务	1.91	18.51	8.34	44.87	7.62	25.32	1.46	17.64
投资银行业务	2.48	24.07	2.61	14.01	2.52	8.38	1.11	13.34
资产管理业务	2.42	23.49	3.47	18.66	4.88	16.21	2.87	34.62
证券经纪业务	2.5	24.23	3.65	19.63	10.51	34.91	3.25	39.16
证券自营业务	0.28	2.75	0.58	3.14	3.08	10.23	-0.18	-2.13
其他业务及抵消	0.73	6.95	-0.06	-0.31	1.49	4.95	-0.22	-2.63
合计	10.32	100	18.59	100	30.1	100	8.30	100

资料来源：第一创业

图表 11. 第一创业营业利润结构（单位：亿元，%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年上半年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
固定收益业务	1.4	73.57	5.67	86.03	5.59	42.69	1.16	35.21
投资银行业务	0.19	9.92	0.34	5.19	0.23	1.8	0.40	12.12
资产管理业务	0.62	32.38	1.56	23.6	2.83	21.63	1.54	46.61
证券经纪业务	0.21	11.15	0.88	13.28	4.6	35.14	1.32	39.93
证券自营业务	0.18	9.58	0.48	7.25	2.59	19.77	-0.20	-6.00
其他业务及抵消	-0.7	-36.6	-2.34	-35.35	-2.75	-21.03	-0.92	-27.87
合计	1.91	100	6.59	100	13.08	100	3.31	100

资料来源：第一创业

1. 固定收益业务

固定收益业务是第一创业的优势业务和特色业务，也是最重要的收入和利润来源，但易受证券市场及政策环境影响。近年来，公司证券经纪业务和资产管理业务发展迅速，固定收益业务在营业收入和营业利润中占比有所下降。2015 年固定收益业务对公司营业收入及营业利润的贡献分别为 25.32% 和 42.69%，较 2014 年有所下降；由于市场竞争日益激烈，固定收益产品销售业务盈利空间收窄，同时受市场行情等多种因素影响，公司固定收益产品交易业务投资收益亦出现了下滑，2016 年上半年公司固定收益业务对公司营业收入及营业利润的贡献分别降至 17.64% 和 35.21%。公司固定收益业务主要包括债券销售和交易业务。

债券交易业务方面，第一创业于 2012 年成为央行公开市场业务一级交易商，拥有行业领先的市场地位，在银行间市场参与包括现券等多种固定收益交易，并在 2015 年取得银行间债券正式做市商资质提供做市服务，同时也在交易所市场参与企业债等固定收益产品的交易。公司债券交易业务居行业前列，2015 年获上清所证券机构类结算业务特别奖。2013-2015 年，公司债券交易业务受债券市场景气度的影响，收入波动较大，分别为：1.14 亿元、5.79 亿元、3.40 亿元。

图表 12. 第一创业债券交易业务（单位：亿元）

品种	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年
	交易量	交易量	交易量	交易量
债券	13075.42	15361.20	25682.87	12777.16

资料来源：第一创业

注：交易量包括银行间市场和交易所市场债券交易量

图表 13. 债券交易业务收入结构（亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
投资收益	2.75	6.49	4.30
公允价值变动	-0.62	0.75	0.43
回购净利息收入	-0.99	-1.45	-1.34
债券交易业务收入合计	1.14	5.79	3.40

资料来源：第一创业

固定收益产品销售业务方面，第一创业具备多项债券承销业务资质，是财政部指定发行国债的承销团成员，并拥有国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行的金融债承销商资格。在 2016 年 1 月份财政部公布的 2015-2017 年记账式国债承销团成员综合排名中，公司名列第 18 位（在证券公司中排名第 5 位）较上次排名提升 4 位。通过多年经营积累，公司已建立覆盖全国的客户网络，形成较为丰富的客户资源积累。

图表 14. 第一创业拥有主要资质情况

序号	业务资质名称	拥有此业务资质的证券公司数量
1	央行公开市场业务一级交易商	4
2	记账式国债乙类承销商	13
3	国开行金融债承销商	18
4	农发行金融债 A 类承销商	9
5	进出口银行金融债承销商	10
6	非金融企业债务融资工具承销商	10
7	银行间债券市场做市商	5

资料来源：第一创业（截至本评级报告出具日）

第一创业在银行间市场积极参与包括国债、政策性银行金融债、短期融资券等多种债券的承销工作。2013-2015 年及 2016 年上半年，公司固定收益产品销售数量分别为 1142 只、2150 只、3654 只和 1950 只，固定收益产品销售金额分别为 1037.75 亿元、3642.60 亿元、5993.18 亿元和 2760.78 亿元，2013 年受银行间债券市场流动性趋紧、债券市场低迷影响，公司固定收益业务交易量和收入亦出现较大幅度的下降，但凭借较高的品牌认可度，公司交易量排名稳中有升，2014 年公司固定收益产品交易量大幅回升，固定收益产品销售毛收入较 2013 年增长 197.42%，公司同时获评为中央国债登记结算有限责任公司优秀承销商。2015 年，受益于证监会对公司债券发行试点办法的修订，债券市场整体交易量大幅上涨，公司的债券销售毛收入在 2015 年同比增长 58.75%。

图表 15. 第一创业债券销售业务

发行类型	债券销售量（只）				债券销售金额（亿元）			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年上半年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年上半年
企业债	279	527	890	414	141.20	742.00	1249.10	461.60
国债	66	72	81	62	199.40	259.70	362.70	229.40
政策性银行金融债	281	443	517	360	406.70	943.62	1083.89	686.80
短期融资券	505	1103	2052	1084	287.15	1692.35	3170.86	1362.75
其他债券	11	5	114	30	3.30	4.93	126.63	20.23
合计	1142	2150	3654	1950	1037.75	3642.60	5993.18	2760.78

资料来源：第一创业

注：企业债包括中期票据，债券销售收入为毛收入（未扣减相关支出）

同时，我们也关注到，第一创业积极提供债券做市服务，除进行撮合交易外，也以自有资金为基础，对特定券种提供连续不断的报价为债券投资者提供流动性支持，做市品种主要集中于 AAA 级别的债券。但目前债券市场信用风险事件频发，公司的做市业务仍带来较大的信用风险管理压力。

2. 投资银行业务

第一创业是国内首批证券发行上市保荐机构，首批股权分置改革试点保荐机构以及首批 IPO 询价对象，业务涵盖 IPO、再融资、公司债券、企业债券和资产证券化在内的多元化公权、债券融资服务。2015 年 12 月，随着人大常委会表决通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用<中华人民共和国证券法>有关规定的决定》，公司在投资银行业务领域将会得到更多的发展空间和机遇。

第一创业与摩根大通于 2011 年组建合资公司一创摩根，并将股票和公司债券（不含中小企业私募债券）的承销保荐以及业务团队整体平移。一创摩根的设立有助于公司引进国际先进的管理模式和经营理念，借鉴国际先进金融技术和工具满足客户多样化融资需求，提高自身创新研发能力。受益于债券承销业务规模的快速发展，公司投行业务市占率有所提高。2013-2015 年及 2016 年上半年，公司债券承销家数分别为 14 家、25 家、25 家和 12 家，承销金额 122 亿元、215.87 亿元、406.52 亿元和 201.16 亿元。2013-2015 年公司分别实现承销收入 0.56 亿元、1.10 亿元和 1.12 亿元。2015 年较 2014 年承销金额同比增长 88.31%，但销售收入与上年基本持平，承销费率下滑较为明显。2015 年，公司的股票承销项目均为再融资业务，收入较 2014 年有所下降。同时公司保荐代表人人才储备逐年稳步增长，随着行业内各家券商在投行业务上竞争的日益激烈，公司在股票承销项目承揽上面临较大考验。

图表 16. 第一创业投行业务发展情况（单位：亿元，%）

指标	2013 年			2014 年			2015 年		
	项目	收入	收入占比	项目	收入	收入占比	项目	收入	收入占比
股票承销	6	0.78	31.58	5	1.02	39.12	4	0.79	31.13
债券承销	14	0.56	22.65	25	1.10	42.39	25	1.12	44.47
财务顾问	13	0.92	37.05	13	0.29	11.17	18	0.41	16.25
其他	-	0.22	8.72	-	0.19	7.32	-	0.21	8.15
合计	33	2.48	100	43	2.61	100	47	2.53	100

资料来源：第一创业

注：股票承销包含首次公开发行及再融资，包含可转债承销与保荐

图表 17. 第一创业承销业务情况

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年
股票首次发行主承销家数	-	-	-	2
股票首次发行主承销家数排名	-	-	-	-
股票首次发行主承销金额 (亿元)	-	-	-	16.30
再融资主承销家数	6	5	4	-
再融资主承销金额 (亿元)	36.86	65.65	69.70	-
再融资主保荐与承销收入 (亿元)	0.76	1.02	0.79	-
债券主承销家数	14	25	25	12
债券主承销金额 (亿元)	122	215.87	406.52	201.16
债券主承销收入 (亿元)	0.56	1.1	1.12	-
财务顾问家数	13	13	18	7
财务顾问收入 (亿元)	0.92	0.29	0.41	-

资料来源：第一创业

注 1：债券主承销含企业债、公司债、金融企业次级债及证券公司短期融资券，包含主承销及分销

注 2：承销收入为未扣除支出的毛收入

注 3：债券承销数量、金额及收入为主承销及分销合计数

3. 证券经纪业务

通过对营业部的合理布局和近年来对发达地区营业部空白的填补，加之近年来证券二级市场阶段性回暖，第一创业经纪业务盈利能力有所提升，2014 年营业收入和营业利润分别为 3.65 亿元和 0.88 亿元，对公司营业收入和营业利润的贡献分别为 19.63%和 13.28%。2015 年公司经纪业务交易量大幅增长，对公司营业收入和营业利润的贡献亦有较大提升，分别达 34.91%和 35.14%。2016 年上半年，虽然市场持续震荡导致公司股基交易额市场份额占比下降 0.02 个百分点，但公司经纪业务营业收入和营业利润的贡献仍能保持稳定，分别为 39.16%和 39.93%。

与同业相比，第一创业经纪业务网点数量相对较少。2016 年 6 月末，公司营业部总数为 37 家和 2 家分公司，主要集中在广东省内城市及北京、上海、南京、杭州等经济相对发达的地区。近年来公司佣金水平大幅下滑，2015 年较市场平均水平低 0.014 个百分点。一方面是由于公司在计算平均佣金费率水平时未包含融资融券业务所致；另一方面，公司于 2014 年底为顺应市场需求逐步放开佣金管理权限，且新开客户以佣金费率较低的互联网自主开户为主。价格优势配合市场热度带动了公司经纪业务市场份额的提升，2015 年公司代理买卖收入市占率由 2014 年的 75 名上升至 70 名，客户交易结算资金规模亦实现大幅增长，2015 年末金额总计 60.63 亿元，较上年同比增长 72.59%。

图表 18. 第一创业经纪业务网点、开户情况、结算资金余额

	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末
营业部 (家)	27	30	33 (营业部) +1 (分公司)	37 (营业部) +2 (分公司)
期末账户数 (户)	292550	324462	568802	693629
其中: 机构客户	1026	1284	1704	1989
个人客户	291524	323178	567098	691640
客户交易结算资金余额 (亿元)	14.78	35.13	60.63	-

资料来源: 第一创业

图表 19. 第一创业与市场平均佣金率

	2013 年	2014 年	2015 年
市场平均佣金费率水平	0.79‰	0.66‰	0.50‰
第一创业平均佣金费率水平	0.72‰	0.63‰	0.36‰

资料来源: 第一创业

注: 第一创业佣金费率不含融资融券业务佣金及交易量

2014 年四季度以来, 我国股市转暖趋势明显, 第一创业加大融资融券业务资金投入, 带动股票交易量上升。此外, 公司在债券业务方面具有相对优势, 代理买卖债券业务市场占有率保持增长, 居行业中上水平。

图表 20. 第一创业代理买卖证券的交易金额及市场份额 (单位: 亿元)

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年上半年	
	金额	份额	金额	份额	金额	份额	金额	份额
A 股	2106.40	2.28‰	3223.24	2.15‰	18822.66	3.51‰	4138.45	3.25‰
B 股	7.45	2.62‰	5.81	2.90‰	19.22	2.30‰	3.49	1.87‰
基金	32.32	1.10‰	124.07	1.28‰	1031.84	3.25‰	447.05	4.28‰
债券	182.08	8.67‰	356.65	12.12‰	255.49	7.94‰	120.16	9.42‰
债券回购	3814.70	6.07‰	7432.32	8.40‰	8962.29	6.89‰	3346.00	3.45‰
合计	6142.95	-	11142.09	-	29091.49	-	8055.16	-

资料来源: 第一创业、Wind

注 1: 债券包括国债、企业债、公司债、可转债、次级债券、私募债券等

注 2: 证券交易金额为买入成交金额与卖出成交金额的合计数

注 3: 债券回购包括债券融资回购交易和债券融券回购交易

注 4: 债券和债券回购不包括银行间市场数据

注 5: A 股股票交易金额不含转入融资融券担保品账户的交易金额

第一创业于 2012 年 7 月获得融资融券业务资格, 并于 2013 年获转融通业务资格, 进一步扩充了融资融券业务发展所需的资券来源, 2015 年, 转融通授信额度为 16 亿元。截至 2015 年末, 公司共有 31 家营业部开展融资融券业务, 2015 年新开立信用资金账户 4269 户, 累计向客户授信 352.32 亿元, 信用交易佣金收入 1.56 亿元, 利息收入 4.76 亿元, 两项合计 6.32 亿元。2015 年上半年, 我国股票二级市场行情火爆, 证券公司融资融券业务迅速扩张。2015 年 6 月以来, 股票二级市场出现较大波动, 公司融资融券业务规模有所缩减, 截至 2015 年末, 公司融出资金净额为

43.82 亿元，客户整体维持担保比例为 288%，而公司前期为保障该项业务而融入的资金面临一定的再投资压力。我们仍将持续关注股票市场波动对公司融资融券业务的影响。

受制于传统经纪业务发展空间有限，第一创业将审慎推进网点铺设，并加大力度发展两融、股票质押、新三板、IB、期权等创新型经纪业务。同时将继续加大对信息技术上的投入，发展互联网金融，2015 年公司网上交易占比提高至 85.11%，互联网已成为公司经纪业务的主要渠道之一。

4. 资产管理业务

第一创业资产管理业务自 2009 年以来取得较大突破，管理规模与业务收入快速增长，2014 年末及 2015 年末，集合资产管理业务规模分别为 61.47 亿元和 129.95 亿元，定向资产管理业务规模分别为 891.83 亿元和 1473.39 亿元，并在 2015 年新增 2 只专项资产管理计划，业务规模为 15.09 亿元。2016 年上半年，公司受托管理资金规模达 2286.05 亿元，较上年末增长 41.25%，主要为定向资产管理业务规模增加 692.70 亿元，集合和专项资产管理规模较上年末有所下降。资产管理业务对公司的盈利贡献已较为显著，2015 年分别实现营业收入和营业利润 4.88 亿元和 2.83 亿元，占公司营业收入和营业利润的比重分别为 16.21%和 21.63%；2016 年上半年分别实现营业收入和营业利润 2.87 亿元和 1.54 亿元，占公司营业收入和营业利润的比重分别为 34.62%和 46.61%。

图表 21. 第一创业券商资产管理业务

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年
期末受托管理资金总额（亿元）	827.02	953.29	1618.43	2286.05
其中：集合资产管理业务受托规模（亿元）	87.09	61.47	129.95	109.91
定向资产管理业务受托规模（亿元）	739.93	891.83	1473.39	2166.09
专项资产管理业务受托规模（亿元）	-	-	15.09	10.05
期内平均受托管理资金额（亿元）	800.26	836.35	1139.03	-
受托资金总体损益（亿元）	45.21	79.15	73.40	-
平均受托资产管理收益率（%）	5.65	9.46	6.44	-

资料来源：第一创业

注 1：期末集合、定向、专项资产管理计划受托管理资金总额统计口径为实收资金

注 2：期内平均受托管理资金=期内每月末受托管理资金的平均值

注 3：平均受托资金管理收益率=受托资金总体损益/期内平均受托管理资金×100%

从收入结构上来看，近年来第一创业的定向资管业务扩张迅速，2015 年末及 2016 年 6 月末，公司发行成立并尚在存续期的定向资产管理计划分别为 217 只和 303 只。定向资管业务手续费及佣金净收入金额和占比均呈逐年上升趋势。公司在 2015 年在专项资产管理业务上作出有益探索，成功发行专项资管计划 2 只。2016 年上半年公司无新增专项

资产管理计划，截至 2016 年 6 月末，本公司共发行了 2 只专项资产管理计划。

图表 22. 第一创业资产管理业务手续费及佣金净收入结构情况 (单位: 亿元, %)

资产管理业务手续费及佣金净收入	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 上半年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
集合资产管理业务	1.44	62.78	1.34	56.93	1.41	50.54	0.37	19.41
定向资产管理业务	0.86	37.22	1.01	43.07	1.33	47.67	1.52	79.49
专项资产管理业务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	1.79	0.02	1.10
公开募集证券投资基金业务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06	2.11	0.15	7.40
合计	2.30	100	2.36	100	2.85	100	2.07	100
集合资产管理业务平均佣金率	1.67		3.14		1.98		0.57	
定向资产管理业务平均佣金率	0.12		0.11		0.05		0.04	

资料来源：第一创业

注：平均佣金率=资产管理业务手续费及佣金净收入/资产管理业务受托规模

第一创业的资产管理业务以银行和机构客户为主，近年来整体受托资产管理规模迅速扩张，但受通道类业务市场竞争加剧影响，公司整体资管业务平均佣金率下降较快。公司正逐步推动资管业务向主动管理型产品转型，利用固定收益业务的优势，专注于固定收益类证券及类固收方向的资管业务，定位清晰，并在业内积累了较好的声誉。在近期债券市场收益情况尚不明朗的环境下，公司资管业务的投资管理能力将受到一定的考验。

截至 2015 年末，第一创业持有由公司作为管理人的集合资产管理计划 9.69 亿元，其中次级部分合计 6.28 亿元，规模较 2014 年末有所上升。

第一创业于 2014 年 7 月成立控股子公司创金合信，主要从事基金募集、基金销售、特定客户资产管理、资产管理等业务。2016 年上半年，创金合信共发行 128 只特定客户资产管理计划，6 只证券投资基金。截至 2016 年 6 月末，创金合信设立并尚在存续期的产品有 190 只，其中特定客户资产管理计划 177 只，证券投资基金 13 只，合计受托管理资金总额达到 2251.43 亿元。2015 年创金合信受托资金总体收益为 33.10 亿元。

整体而言，第一创业重视资产管理业务的发展，上市后资本将进一步得到扩充，业务规模增长非常迅速。集合资产管理业务方面，公司在固定收益方面投研具有优势，且客户资源丰富，随着银行受托资产管理业务的逐步放开，可投领域将进一步扩大，同时 2014 年建立起的投资顾问系统加上公司不断累积的优势会使其在市场上取得更多的份额。定向

资管业务，受监管政策和社会资金偏好影响较大，业务方面欠缺灵活性，需要关注该类业务的合规风险。今年新开展的专项资产管理业务值得瞩目，很大程度会成为公司该业务另一增长点，关注公司对该类项目的承揽能力和后续产品收益率变化。此外，公司控股子公司创金合信受托管理资金规模增长较快，其基金管理业务亦将成为公司资产管理业务收入的稳定增长点。

5. 自营业务

第一创业证券自营业务规模较小，主要通过投资绩效评价选择合适的外部投资管理人，最终投向为股票、基金及衍生品的投资，公司遵循“研究创造机会、行动创造价值”的投资理念，以实现绝对收益为目标，积极探索运用股指期货等金融工具对冲投资风险，降低市场波动对业绩的影响，投资策略相对谨慎。

2016 年上半年，第一创业根据证券市场行情，对证券自营业务品种及规模作出了主动调整，使用量化的分析框架进行权益类资产和衍生品投资，投资策略包括股票组合多头策略、股指期货多头套保策略、ETF 期权交易策略、可转债交易策略等，在投资策略之间积极动态调整结构和仓位。受证券市场波动的影响，2016 年上半年公司自营业务收入-0.18 亿元，较上年同期下降 106.34%。

总体而言，由于市场的不确定性较大且风险对冲工具品种尚显单一，第一创业投资收益的稳定性仍显不足。随着市场改革的进一步推进，关注公司投资策略是否转变，以及委外投资的筛选标准和投资业绩情况。

图表 23. 第一创业股票、基金及衍生品投资业务情况（单位：亿元，%）

品种	2013 年			2014 年			2015 年		
	规模	收益	收益率	规模	收益	收益率	规模	收益	收益率
股票	2.64	-0.01	-0.36	1.91	0.49	25.41	1.65	0.72	43.69
基金	0.48	0.00	-0.82	0.54	0.03	5.15	2.66	0.96	36.18
其他	1.87	0.11	6.06	6.45	0.27	4.25	9.60	1.53	15.91
合计	4.99	0.10	1.99	8.91	0.79	8.85	13.90	3.21	23.08

资料来源：第一创业

注 1：自营证券规模 = 报告期自营证券占用成本累计日积数/报告期天数

注 2：自营证券收益总额 = 自营证券差价收入 + 期末结存证券浮动盈亏 - 期初结存证券浮动盈亏

注 3：自营证券收益率 = 自营证券收益总额/自营证券规模×100

注 4：其他包含权证、理财产品、股指期货套保组合

（二）发展战略

经过十余年的发展，第一创业已经搭建了较为齐全的业务平台，基本完成了业务的布局和相关人才的储备。公司将在外延式扩张的基础上，逐渐向内涵式增长方式转变，以客户为中心，积极推动业务转型升级，不断强化和建立公司独特的竞争优势，努力将固定收益业务、投资银行业务和资产管理业务打造成公司的三大品牌业务，使公司成为有独特竞争优势的优秀上市证券公司。

五、风险管理

第一创业基本建立了符合监管要求、并与其业务发展相适应的风控体系与实施举措。2015年6月以来，我国股票市场出现巨幅波动，证券业自营业务市场风险、融资融券等资本中介业务规模随市场波动带来的信用风险和流动性管理压力均有所加大，公司风险管理压力亦有所上升。未来公司仍需持续优化风险管理架构体系，在风险量化、系统监控、压力测试流程和方法等方面不断改进和完善。

第一创业建立了董事会及其专门委员会、经营管理层及其下设执行委员会、专职风险管理部门、职能管理部门及业务经营部门四级的风险管理体系。公司在建立、健全风险管理组织架构、完善风险管理制度的基础上，对面临的各类风险，建立了事前风险防范、事中风险监控、事后风险检查三道风险控制防线，确保对市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、合规风险及其他风险予以持续监控和适时化解。另外，公司在各业务部门和主要职能部门安排了业务风险汇报岗，加强对业务条线的风险汇报和管理。

第一创业建立了符合监管要求的净资本等风险控制指标动态监控系统。公司不断优化风险监控系统的运行保障机制，以提升净资本动态监控系统的稳定性，并密切跟踪股指期货套期保值、直投业务、资产管理、合资投行等业务的开展，进行净资本敏感性分析。

第一创业根据《证券公司压力测试指引（试行）》制定压力测试方案，并持续完善净资本压力测试机制。公司根据压力测试方案和宏观经济情况设定压力测试情景，进行了包括净资本在内的风险监管指标压力测试和盈利能力压力测试。

第一创业基本建立了符合监管要求、并与其业务发展相适应的风控

体系与实施举措。证监会对公司 2012-2016 年的分类监管评级结果均为 BBB 级。

总体来看，第一创业已建立了系统的风险管理架构。但内外部环境存在的不确定性和个体信用风险迁移将持续挑战其市场和信用风险管理能力，且公司仍需持续提升流动性风险管理能力，以应对重大事件发生时流动性风险对公司经营状况的影响。另外，创新业务迅速发展亦对传统的风险计量评估和控制方式形成挑战，公司需不断完善风险管理的组织体系、人才团队和信息技术支持。

（一）市场与信用风险

第一创业市场风险主要来自于证券自营业务。公司面临的信用风险主要来自于债券交易业务、金融衍生产品交易业务、融资融券业务、股票（权）质押式回购业务等方面。

在市场风险管理方面，第一创业投资决策执行委员会根据公司确定的自营投资规模，制定投资策略，总体把握投资风险。风险管理部门采取以下措施管理市场风险：（1）“研究-决策-执行-监督”相互分离原则，制定并严格执行证券池制度、风险限额管理制度、逐日盯市制度、止损制度、投资审批制度、风险监控报告制度等风险管理制度；（2）建立以风险价值（VaR）为核心，包括基点价值（DV01）、贝塔系数（ β ）、夏普比率等指标在内的市场风险监控和业绩评估体系，结合净资本等监管要求，实现对市场风险的持续监控和评估；（3）加强宏观经济政策和产业政策的研究，加强对宏观经济指标的监测，加强净资本及各项风险控制指标的监控，适时调整自营投资策略和投资规模的方式控制证券自营业务的市场风险；（4）通过股指期货、利率互换等金融衍生产品来对冲持仓头寸的市场风险。

在信用风险管理方面，对于债券投资的违约风险，第一创业在充分了解交易对手方经营状况、历史履约情况等信息的基础上，建立了内部债券信用等级评价系统对固定收益证券进行信用风险评估；同时，公司风险管理部每天对自营债券业务的持仓情况、盈亏情况、持仓债券担保情况、信用评级等进行监控，在计算债券敞口业务风险损失时会根据债券信用等级、久期等因素对其风险损失进行调整，把信用风险纳入了风险损失的计算范围。对利率互换等衍生产品业务交易对手的信用风险，公司建立了交易对手评级和授信管理制度；对新增交易对手，业务部门在正式开展业务前须报风险管理部进行初次评级和确定授信额度，并进

行跟踪调整；对超出授信的，须要求客户提交足额担保物。对于融资融券业务、股票（权）质押式回购业务的信用风险，公司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、司法追索等方式进行控制。

第一创业根据市场状况适时调整自营投资结构，近年来固定收益类证券配置比重维持在较高水平。且随着净资本得到补充和对市场的谨慎态度，2016年6月末，公司自营权益类证券及证券衍生品占净资本的比重和自营固定收益类证券占净资本的比重均有所下降，分别为23.96%和141.70%。

图表 24. 第一创业自营业务风控指标（单位：%）

项目	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末	预警标准	监管标准
自营固定收益类证券/净资本	171.22	154.09	167.53	141.70	<400	<500
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	29.4	40.31	27.01	23.96	<80	<100

资料来源：第一创业

注：本表数据取自风险控制指标监管报表，为母公司数据

截至2016年6月末，第一创业母公司口径权益类证券投资规模合计10.68亿元，较2015年末增加0.88亿元，主要以自有资金投入公司及创金合信集合理财产品为主。基于对时机较为准确的把握，公司在救市期间仍维持了正收益，并在解除净买入限制后逐步实现退出，目前公司的权益类投资市场与信用风险较为可控。

图表 25. 第一创业权益类证券投资构成情况（单位：%）

项目	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末
股票	49.73	11.06	31.07	16.61
股票基金	6.22	48.53	6.96	2.02
混合基金	-	1.44	6.03	8.43
集合理财产品	44.04	37.82	52.39	71.01
信托产品	-	1.15	3.55	1.94
其他	-	-	-	-

资料来源：第一创业

注：本表数据取自风险控制指标监管报表，为母公司数据

截至2016年6月末，第一创业母公司口径固定收益类投资合计91.09亿元，较2015年末增加18.06亿元。公司持有的债券类型以公司债为主，主体和债项信用级别基本均在AA-级及以上。2013-2015年及2016年上半年各报告期末公司母公司固定收益证券投资组合的久期分别为2.54

年、2.50 年、1.97 年和 2.16 年。

图表 26. 第一创业固定收益类证券投资构成情况 (单位: %)

项目	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末
政府债券	5.36	-	8.77	2.42
公司债券	78.75	87.74	71.06	79.75
债券基金	0.15	0.03	-	0.00
其他	15.74	12.23	20.17	17.82

资料来源: 第一创业

注: 本表数据取自风险控制指标监管报表, 为母公司数据

综合而言, 第一创业已建立了满足自身发展需要的市场与信用风险管理体系, 市场风险和信用风险能够基本得到控制。公司自营业务在市场方向不明确时适时降低仓位, 控制权益类投资面临的市场风险。在债券市场信用事件频发的环境下, 需关注公司对固定收益投资信用风险的把控。

(二) 流动性风险

第一创业流动性风险主要由于资产周转速度过低或资产负债结构不匹配, 导致公司不能按时偿付到期债务而产生的风险。

第一创业通过净资本及流动性风险管理指标动态监控、资产负债管理、现金流量管理、超额现金储备、建立压力测试机制、建立净资本补足机制和应急预案等多种方式控制公司的流动性风险。公司坚持资金营运安全性、流动性和效益性相统一的资金管理原则, 制定并有效执行财务管理制度和资金授权审批制度, 强化资金集中统一管理和预算管理, 严格执行重大资金投向的决策制度, 严禁分支机构从事资金拆借、借贷、抵押、担保等融资活动。

对于投资业务流动性风险, 第一创业通过实时监控系統对投资业务的流动性风险进行动态风险监控; 并通过内部风险报告制度, 对重大事项及时报告和督导, 采取相应措施控制风险。

对于投资银行业务包销风险, 第一创业主要通过项目立项审查和尽职调查等进行控制。公司建立投行项目定期报告和检查制度, 对项目执行全过程进行质量控制和风险管理, 并由内核小组负责最终审核。

近年来, 第一创业信用交易业务快速发展, 融资融券业务及股票质押式回购业务融出资金规模大幅上升, 资产端流动性逐年弱化。截至 2015 年末, 公司融资融券业务融出资金净额占总资产*的比重为

17.43%，至 2016 年 6 月末，该比重调整至 11.60%。货币资金*及自营投资占总资产*的比重有所上升，股权质押占用资金下降至 18.87%。

图表 27. 第一创业各项资产占总资产*比重情况（单位：%）

	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末
货币资金*	13.43	9.57	7.96	9.76
自营投资	54.40	42.77	34.93	46.76
买入返售金融资产	7.24	9.78	22.98	20.28
其中：股票质押式回购	0.00	3.9	20.10	18.87
融资融券：融出资金净额	7.59	21.94	17.43	11.60
小计	82.66	84.06	83.30	88.41
总资产*	100	100	100	100

资料来源：第一创业

注 1：本表货币资金已扣除客户资金存款，比例计算已扣除代理买卖和承销证券款

注 2：自营投资=交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资

除自有资金外，第一创业以债券正回购和发行短期融资券及收益凭证作为债券投资的主要融资手段。2013-2015 年及 2016 年上半年各报告期末，公司卖出回购债券余额分别为 23.24 亿元、46.98 亿元、70.55 亿元和 55.32 亿元，应付短期融资款余额分别为 7.00 亿元、14.45 亿元、12.00 亿元和 0.00 亿元。公司陆续发行了次级债券和公司债券，结合业务资金需求，借助转融通和收益权转让扩大信用交易业务规模。

随着次级债等期限较长的债务融资工具的运用，第一创业债务期限结构有所优化，但信用交易业务随市场行情波动影响而对资金需求的快速变化使公司的流动性管理面临持续考验。同时，我们也关注到，公司积极提供债券做市服务，除进行撮合交易外，也利用自有资金为债券投资者提供流动性支持，目前债券市场较低的流动性和信用风险事件的增加使其面临较大的流动性管理压力和信用风险暴露风险。

图表 28. 第一创业债务结构和短期债务覆盖情况（单位：亿元，%）

	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末
卖出回购金融资产款	23.24	46.98	70.55	55.32
短期债务	33.76	87.34	139.07	103.31
有息债务	44.34	101.32	169.07	141.31
短期债务/有息债务	76.13	86.20	82.26	73.11
货币资金*/短期债务	38.36	18.29	14.39	22.81

资料来源：第一创业

注 1：短期债务=期末短期借款+期末衍生金融负债+期末交易性金融负债+期末卖出回购金融资产+期末拆入资金+期末应付短期融资款

注 2：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+期末应付短期融资款+期末应付债券+期末长期借款

第一创业通过建立流动性风险管理体系控制流动性风险。随着固定

收益业务规模上的扩充和创新业务的发展，公司对短期资金的依赖度较高。公司上市后能够极大的拓宽资本市场融资渠道，丰富公司业务开展所需资金来源，但仍需持续加强流动性风险监控和流动性风险应急预案管理能力。

（三）操作风险

第一创业操作风险主要是指由于人员、内部程序、系统的不完善或失误，以及企业外部事件冲击而给公司带来损失的风险，按风险类型分为人员风险、流程风险、技术风险和外部风险。

在操作风险管理方面，第一创业采取流程梳理、关键点控制、损失归因等多项措施，对业务开展过程中所面临的各类操作风险进行识别和防控。公司建立了操作风险事件监控、汇报和分析工作机制，在业务部门和主要职能部门建立风险汇报岗，全面监控各类操作风险事件，通过制定风险防范措施，并跟踪落实执行情况积极防范操作风险。公司通过对重要业务流程和制度进行梳理，加强应用系统业务权限管理，加大各业务监督检查力度，做好创新业务和创新产品的业务风险评估工作，持续完善对操作风险的管理。公司通过数据定期备份、加强信息系统和网络安全管理、建立灾准备份系统、制定应急预案、定期开展应急演练、加强信息技术项目管理等措施防范信息系统风险。

综合而言，通过制度化管理和内部运营检查等措施，第一创业操作风险能够得到较有效控制。但公司在数据积累及风险量化上仍存在一定不足，尤其随着创新业务的发展，公司操作风险管理将面临较大压力。

六、盈利能力

第一创业盈利能力在行业内处于中游水平，近年来得益于市场行情的阶段性回暖，收入和利润大幅增长。但由于业务结构较为均衡，公司整体的盈利波动幅度与证券市场行情的关联度与同业相比较弱。随着新设营业部速度趋缓，公司的费率水平有所下降，但仍处于较高水平，未来受市场竞争及业务拓展的影响，公司仍面临一定的成本控制压力。

2005年以来第一创业经营连续保持盈利，营业收入与净利润均处于行业中游水平。2015年公司营业收入和净利润分别为30.1亿元和10.38亿元，分别较上年大幅提升61.93%和100.48%，由于自身行业的周期性特点，以及市场风险对冲机制较为有限，公司盈利水平具有明显波动性。

受市场持续震荡影响,2016 年上半年公司营业收入和净利润分别为 8.30 亿元和 2.50 亿元,较上年同期分别降低 49.75%和 66.37%。

第一创业营业利润主要来源于固定收益业务,而证券经纪业务对盈利的贡献与同业相比处于较低水平,此外随着公司近年来资产管理业务的快速拓展,其整体盈利波动与证券市场行情的关联度与同业相比较弱。另外,对银华基金的股权投资,为公司带来了较稳定的利润来源,有助于平滑部分行业周期波动。

图表 29. 第一创业营业收入变化情况

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年
营业收入 (亿元)	10.32	18.59	30.10	8.30
营业收入同比变化 (%)	-0.65	80.18	61.93	-49.75
净利润 (亿元)	1.68	5.18	10.38	2.50
同比变动 (%)	-19.97	207.67	100.48	-66.37
母公司营业收入行业排名	58	47	59	-
母公司净利润行业排名	53	56	57	-

资料来源:第一创业,证券行业数据及母公司排名取自中国证券业协会

图表 30. 银华基金长期股权投资收益

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年
长期股权投资收益 (亿元)	0.83	0.92	1.54	0.37
占利润总额比重 (%)	41.63	13.9	11.64	11.08

资料来源:第一创业

近年来,第一创业新设营业部速度趋缓,2013-2015 年业务及管理费用增速有所下降,小于同期营业收入增速,占营业收入的比重相应下降。公司职工薪酬一直是业务及管理费的主要构成部分,2015 年在公司营业收入大幅提升的情况下,职工薪酬较 2014 年上升 36.74%。未来受同业竞争加剧、传统业务拓展、创新业务发展等因素影响,公司仍将面临人员成本上升压力。

图表 31. 第一创业成本费用变化 (单位: %)

	2013 年	2014 年	2015 年
营业收入变动	-0.65	80.18	61.93
业务及管理费用变动	6.86	39.23	34.91
职工薪酬变动	-5.13	68.93	36.74
业务及管理费/营业收入	75.06	58.00	48.32
职工薪酬/业务及管理费	57.44	69.69	70.64

资料来源:第一创业

与同业相比,第一创业盈利能力居中等水平。2013-2015 年,公司平均资产回报率*分别为 1.83%、3.93%和 4.96%。

七、资本与杠杆

第一创业的资本实力居行业中等水平，权益以股本和资本公积为主，结构较为稳定。近年来随着业务规模的扩张，公司的杠杆经营水平持续上升。上市融资后，公司资本实力进一步增强，融资渠道得到拓宽，有助于后续业务的持续开展。

经过多次增资扩股，第一创业资本实力逐步增强。与同业相比，公司资本实力居中等水平，2015 年末，公司母公司口径净资产和净资本分别为 59.94 亿元和 43.55 亿元，2015 年末分列行业第 55 和第 60。公司资本补充渠道主要为股东增资及自身利润留存积累。2016 年 5 月，公司在 A 股市场首次公开发行股票 2.19 亿股，股本增至 21.89 亿元，实际募集资金净额 22.34 亿元，增加净资产 22.34 亿元，增加净资本 22.34 亿元，资本得到进一步的补充，且上市后融资渠道得到拓宽，有助于后续业务的持续开展。

图表 32. 第一创业资本实力（单位：亿元）

	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末
净资产	45.77	51.19	59.94	84.83
行业排名	47	49	55	-
净资本	29.71	31.11	43.55	64.28
行业排名	51	56	60	-

注 1：上述数据及排名取自中国证券业协会

注 2：净资产及净资本均为母公司口径

第一创业合并口径股东权益以股本和资本公积（主要为股本溢价）为主。2016 年 6 月末，公司股东权益中股本和资本公积占比分别为 24.24% 和 43.36%。

图表 33. 第一创业净资产构成情况（单位：%）

	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末
股本	40.88	36.02	29.96	24.24
资本公积	38.87	34.25	28.49	43.36
盈余公积	0.98	1.69	2.85	2.07
一般风险准备	9.39	9.94	11.19	8.15
未分配利润	5.48	10.92	18.75	16.19
其他综合收益	-1.08	1.07	2.32	1.31
少数股东权益	5.47	6.11	6.45	4.67
股东权益合计	100	100	100	100.00

资料来源：第一创业

2014 年以来，第一创业信用交易业务有所发展，自营投资规模亦有所增长。公司通过发行债券及卖出回购支持业务发展，负债规模及资产

负债率显著提升，截至 2016 年 6 月末资产负债率*达 62.57%，较 2015 年末负债水平有所降低，但仍处于较高水平。2016 年，由于公司首次公开发行股票上市，净资本得到较大幅度的补充，净资本对债务的保障程度有了一定的好转，2016 年 6 月末回升至 39.87%。

图表 34. 第一创业资本与杠杆情况（单位：%）

	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末	预警标准	监管标准
资产负债率*	50.04	67.24	73.85	62.57	-	-
净资本/净资产	64.92	60.78	72.66	75.77	>48	>40
净资本/负债	63.14	33.81	34.50	39.87	>9.6	>8
净资产/负债	97.26	55.63	47.48	52.62	>24	>20
净资本/各项风险 资本准备之和	373.36	321.48	283.17	349.10	>120	>100

资料来源：第一创业

注：本表监管口径指标取自风险控制指标监管报表，为母公司数据

八、本期债券偿付保障分析

（一）具有较强可持续性的盈利积累

第一创业证券业务发展相对较稳定，2013-2015年分别实现净利润1.68亿元、5.18亿元和10.38亿元，为本次债券本息偿付提供了较好保障。

（二）具有畅通的融资渠道

第一创业证券拥有畅通的资本市场融资渠道，可根据实际情况综合运用同业拆借、债券回购、发行债券、定向增发等多种融资方式，融入资金用于补足偿债资金缺口，保障债券本息兑付。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期债券发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年	-
总资产（亿元）	113.04	211.14	332.74	318.13	-
总资产*（亿元）	96.44	166.92	251.45	241.30	-
股东权益（亿元）	48.19	54.69	65.75	90.32	-
归属于母公司所有者权益（亿元）	45.55	51.34	61.51	86.10	-
营业收入（亿元）	10.32	18.59	30.10	8.30	-
营业利润（亿元）	1.91	6.59	13.08	3.31	-
净利润（亿元）	1.68	5.18	10.38	2.50	-
资产负债率（%）	50.04	67.24	73.85	62.57	-
权益负债率（%）	100.14	205.24	282.44	167.16	-
净资本/总负债*（%）	61.58	27.72	23.45	42.57	-
净资本/有息债务（%）	67.01	30.71	25.76	45.49	-
货币资金*/总负债*	26.84	14.23	10.77	15.61	-
员工费用率（%）	43.11	40.42	34.13	27.51	-
手续费及佣金净收入/营业收入（%）	72.07	55.15	58.16	76.74	-
受托客户资产管理与基金管理业务净收入/ 营业收入（%）	22.31	12.67	9.49	24.93	-
营业利润率（%）	18.47	35.48	43.46	39.84	-
平均资产回报率（%）	1.83	3.93	4.96	1.02	-
平均资本回报率（%）	3.53	10.06	17.23	3.21	-
监管口径数据与指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末	监管 标准值
净资本（亿元）	29.71	31.11	43.55	64.28	>2 亿元
净资本/各项风险资本准备之和（%）	373.36	321.48	283.17	349.10	>100%
净资本/净资产（%）	64.92	60.78	72.66	75.77	>40%
净资本/负债（%）	63.14	33.81	34.50	39.87	>8%
净资产/负债（%）	97.26	55.63	47.48	52.62	>20%
自营权益类证券及证券衍生品（包括股指期货 货）/净资本（%）	29.40	40.31	27.01	23.96	<100%
自营固定收益类证券/净资本（%）	171.22	154.09	167.53	141.70	<500%

注：根据第一创业2013-2015年度经审计的财务报表、2016年上半年未经审计的财务报表和2013-2015年末及2016年6月末净资本及风险控制指标专项审计报告等整理、计算，其中2013年资产负债表数据为追溯调整数，净资本为母公司数据。

附录二：

第一创业证券调整后资产负债简表

财务数据	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末
总资产* (亿元)	96.44	166.92	251.45	241.30
其中：货币资金* (亿元)	12.95	15.97	20.01	23.56
结算备付金* (亿元)	1.32	2.33	7.37	1.21
交易性金融资产 (亿元)	42.56	62.40	76.17	94.27
买入返售金融资产 (亿元)	6.98	16.33	57.79	48.95
可供出售金融资产 (亿元)	9.91	8.99	11.66	18.57
长期股权投资 (亿元)	4.01	4.86	6.19	5.75
总负债* (亿元)	48.25	112.24	185.70	150.98
其中：应付短期融资款 (亿元)	7.00	14.45	12.00	0.00
应付债券 (亿元)	8.00	14.00	30.00	37.99
卖出回购金融资产款 (亿元)	23.24	46.98	70.55	55.32
股东权益 (亿元)	48.19	54.69	65.75	90.32
其中：股本 (亿元)	19.70	19.70	19.70	21.89
少数股东权益 (亿元)	2.64	3.34	4.24	4.22
负债*和股东权益 (亿元)	96.44	166.92	251.45	241.30

注：根据第一创业2013-2015年度经审计的财务报表及2016年上半年未经审计的财务报表整理、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-期末信用交易代理买卖证券款-期末代理承销证券款-期末期货公司客户保证金-应付款项中应计入部分
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-期末信用交易代理买卖证券款-应付款项中应计入部分
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+期末其他负债中应计入部分
短期债务	期末短期借款+期末衍生金融负债+期末交易性金融负债+期末卖出回购金融资产+期末拆入资金+期末应付短期融资券+期末其他负债中应计入部分
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*	报告期净资本/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	报告期职工薪酬/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/[(期初净资产+期末净资产)/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

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 债务人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 债务人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 债务人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 债务人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级 债务人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 债务人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 债务人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 债务人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 债务人不能偿还债务

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 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性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券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

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。