

国泰君安证券股份有限公司

2015 年、2016 年公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AAA 级

15 国君 G1 信用等级：AAA 级

15 国君 G2 信用等级：AAA 级

16 国君 G1 信用等级：AAA 级

16 国君 G2 信用等级：AAA 级

16 国君 G3 信用等级：AAA 级

16 国君 G4 信用等级：AAA 级

16 国君 G5 信用等级：AAA 级

评级时间：2017 年 4 月 19 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.

概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100051】

跟踪对象: 国泰君安证券股份有限公司 2015 年、2016 年公司债券

	本次		前次	
	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
15 国君 G1	AAA/稳定/AAA	2017 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 7 月
15 国君 G2	AAA/稳定/AAA	2017 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 7 月
16 国君 G1	AAA/稳定/AAA	2017 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 7 月
16 国君 G2	AAA/稳定/AAA	2017 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 7 月
16 国君 G3	AAA/稳定/AAA	2017 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 8 月
16 国君 G4	AAA/稳定/AAA	2017 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 8 月
16 国君 G5	AAA/稳定/AAA	2017 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 9 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
总资产 (亿元)	3193.02	4543.42	4117.49
总资产* (亿元)	2326.37	3199.60	3085.70
股东权益 (亿元)	472.99	1016.37	1107.52
归属于母公司所有者权益 (亿元)	420.40	953.24	999.64
净资产 (亿元)	288.22	831.00	803.38
总负债* (亿元)	1853.38	2183.23	1978.18
营业收入 (亿元)	178.82	375.97	257.65
净利润 (亿元)	71.72	166.95	113.53
资产负债率 (%)	79.67	68.23	64.11
净资本/总负债* (%)	15.55	38.06	40.61
净资本/有息债务 (%)	18.07	45.71	49.47
员工费用率 (%)	30.24	26.71	26.97
受托客户资产管理与基金管理业务净收入/营业收入 (%)	6.33	5.90	9.20
营业利润率 (%)	51.34	57.80	54.61
平均资产回报率 (%)	4.08	6.04	3.61
平均资本回报率 (%)	17.43	22.42	10.69

注 1: 根据国泰君安证券 2014-2016 年财务审计报告整理、计算, 其中, 净资本及风险控制指标为母公司数据。

注 2: 2015 年末的净资本及相关比例为根据《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版)进行重述后的数字。

跟踪评级观点

跟踪期内, 面对复杂的市场环境, 国泰君安证券保持稳健的经营风格, 各项业务发展平稳, 市场地位持续巩固。根据自身业务状况和市场波动趋势, 跟踪期内公司持续调整负债策略, 期末杠杆水平及负债结构均得到一定优化。但当下国内外金融市场不确定性因素仍然较多, 宏、微观监管日趋严格, 这将持续考验公司的风险管理能力。

- **品牌认可度高, 综合竞争力突出。** 国泰君安证券业务资质齐全, 综合竞争力突出, 具有较高的品牌认可度。
- **客户及渠道基础好。** 国泰君安证券丰富的营业部资源与客户积累, 为其创新业务发展与盈利模式转型奠定了良好的基础。
- **股东实力较强。** 国泰君安证券实际控制人为上海国际, 上海国际为上海国资委独资所有, 公司能够得到股东以及上海市政府的有力支持。
- **资本补充渠道通畅。** 国泰君安证券完成 A 股上市, 资本补充渠道进一步畅通, 为其业务竞争力提升奠定良好基础。
- **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, 国泰君安证券将持续面临激烈的市场竞争压力。

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

- **流动性管理压力上升。**国泰君安证券信用交易业务规模扩张较快，信用交易业务规模同股市表现相关度高，在股市波动率较高的环境下，公司流动性管理将面临持续挑战。
- **创新业务挑战。**创新业务品种的不断丰富与规模的逐步扩大，尤其是融资融券等证券信用交易业务规模的快速发展，给国泰君安证券的资本补充、融资能力和风险管理带来一定的压力。

评级机构：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次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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。

跟踪评级报告

按照国泰君安证券股份有限公司(以下简称国泰君安证券、该公司或公司)2015 年、2016 年公司债券信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据国泰君安证券提供的 2016 年经审计的财务报告及相关经营数据,对国泰君安证券的经营状况、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

2015 年 11 月,国泰君安证券完成了 2015 年公司债券(第一期)的发行。该期债券分为品种一和品种二两个品种,其中品种一为 5 年期,简称“15 国君 G1”,发行规模 50 亿元,票面利率 3.60%,附第 3 年末发行人赎回选择权、发行人上调利率选择权和投资者回售选择权;品种二为 7 年期,简称“15 国君 G2”,发行规模 10 亿元,票面利率 3.80%,附第 5 年末发行人赎回选择权、发行人上调利率选择权和投资者回售选择权。

2016 年 4 月,国泰君安证券完成了 2016 年公司债券(第一期)的发行。该期债券分为品种一和品种二两个品种,其中品种一为 5 年期,简称“16 国君 G1”,发行规模 50 亿元,票面利率 2.97%,附第 3 年末发行人赎回选择权、发行人调整利率选择权和投资者回售选择权;品种二为 7 年期,简称“16 国君 G2”,发行规模 10 亿元,票面利率 3.25%,附第 5 年末发行人赎回选择权、发行人调整利率选择权和投资者回售选择权。

2016 年 8 月,国泰君安证券完成了 2016 年公司债券(第二期)的发行。该期债券分为品种一和品种二两个品种,其中品种一为 5 年期,简称“16 国君 G3”,发行规模 50 亿元,票面利率 2.90%,附第 3 年末发行人赎回选择权、发行人调整利率选择权和投资者回售选择权;品种二为 5 年期,简称“16 国君 G4”,发行规模 30 亿元,票面利率 3.14%。

2016 年 9 月,国泰君安证券完成了 2016 年公司债券(第三期)的发行。该期债为 5 年期,简称“16 国君 G5”,发行规模 30 亿元,票面

利率 2.94%。附第 3 年末发行人赎回选择权、发行人调整利率选择权和投资者回售选择权。

截至本评级报告出具日，国泰君安证券待偿还公司债 230.00 亿元，待偿还短期公司债券 50.00 亿元，待偿还次级债 410.00 亿元，待偿还永续次级债余额 100.00 亿元。

图表 1. 国泰君安证券未偿还债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行规模	债券发行日	备注
13 国君债（次级债）	30.00	2013-07-09	2017-07-09 到期
14 国君 05（次级债）	30.00	2014-09-26	2017-09-29 到期
14 国君 06（次级债）	50.00	2014-12-04	2017-12-04 到期
15 国君 Y1（永续次级债）	50.00	2015-01-21	永续次级债
15 国君 Y2（永续次级债）	50.00	2015-04-03	永续次级债
15 国君 C1（次级债）	100.00	2015-04-28	2018-04-27 到期
15 国君 G1（公司债）	50.00	2015-11-18	2020-11-19 到期
15 国君 G2（公司债）	10.00	2015-11-18	2022-11-19 到期
16 国君 G1（公司债）	50.00	2016-04-12	2021-04-12 到期
16 国君 G2（公司债）	10.00	2016-04-12	2023-04-12 到期
16 国君 C1（次级债）	50.00	2016-07-18	2020-07-19 到期
16 国君 G3（公司债）	50.00	2016-08-11	2021-08-12 到期
16 国君 G4（公司债）	30.00	2016-08-11	2021-08-12 到期
16 国君 G5（公司债）	30.00	2016-09-20	2021-09-21 到期
16 国君 C2（次级债）	40.00	2016-10-20	2020-10-21 到期
16 国君 C3（次级债）	30.00	2016-11-10	2019-11-11 到期
16 国君 C4（次级债）	30.00	2016-11-10	2021-11-11 到期
17 国君 D1（短期公司债）	50.00	2017-01-23	2017-10-20 到期
17 国君 C1（次级债）	50.00	2017-02-28	2020-02-28 到期

资料来源：国泰君安证券

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

国泰君安证券为全国综合性证券公司，是 2004 年最早被中国证券业协会评审为创新试点的证券公司之一。2008-2016 年，公司连续九年在证券公司分类评价中被评为 A 类 AA 级。

国泰君安证券股份有限公司由国泰证券和君安证券于 1999 年 8 月

合并而成，初始注册资金为 37.27 亿元。2001 年 8 月，公司对非证券类资产进行分离并完成变更登记。后经历次变更，截至 2014 年末注册资本增至 61.00 亿元。2015 年 6 月，公司在上海证券交易所上市（股票代码：601211），注册资本变更为 76.25 亿元。截至 2016 年末，公司注册资本为 76.25 亿元人民币。

国泰君安证券实际控制人为上海国际集团有限公司（以下简称“上海国际”），上海国际为上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海国资委”）独资所有。截至 2016 年末，上海国际直接和间接持有公司 36.29% 的股份，其中上海国际直接持有 9.16% 的股份，通过全资子公司上海国有资产经营有限公司、上海国际资产管理有限公司和上海国际集团资产经营有限公司以及控股子公司上海国际信托有限公司¹分别持有公司 25.57%、0.54%、0.01% 和 1.01% 的股份。

图表 2. 2016 年末国泰君安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	上海国有资产经营有限公司	1,949,347,453	25.57
2	上海国际集团有限公司	698,608,342	9.16
3	深圳市投资控股有限公司	624,071,941	8.18
4	上海城投（集团）有限公司	252,491,109	3.31
5	深圳能源集团股份有限公司	154,455,909	2.03
6	全国社保基金理事会转持二户	151,104,674	1.98
7	上海金融发展投资基金（有限合伙）	150,000,000	1.97
8	大众交通（集团）股份有限公司	144,555,909	1.90
9	中国第一汽车集团公司	115,402,526	1.51
10	安徽华茂纺织股份有限公司	95,299,933	1.25
	合计	4,335,337,796	56.86

资料来源：国泰君安证券

作为大型全国性综合类证券公司，国泰君安证券是国内最早开展各类创新业务的证券公司之一。公司的资管业务、研究所、香港业务均为证券公司中首开。2012 年起公司开始实行业务委员会领军制，将经营班子按不同的业务线分设五大专业委员会：经纪业务委员会、投行业务委员会、交易投资业务委员会、研究与机构业务委员会及 IT 执行委员会。目前公司业务范围涵盖证券经纪、证券自营、证券承销与保荐、证券投资咨询、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问、融资融券业务、

¹ 截至 2016 年末，上海国际信托公司已分立为上海信托有限公司和上海上国投资管理有限公司。根据分立方案，上海国际信托有限公司所持有的国泰君安 1.01% 股份，转由上海上国投资管理有限公司持有。根据国泰君安证券公告，自 2017 年 2 月 22 日起上述股份已过户至上海上国投资管理有限公司。

证券投资基金代销、代销金融产品业务、为期货公司提供中间介绍业务、股票期权做市业务以及中国证监会批准的其他业务；同时，公司通过全资子公司国泰君安资管公司、国泰君安期货公司、国泰君安创投公司以及控股子公司国联安基金公司分别从事资产管理、期货、直接投资和基金管理等业务，以及通过全资子公司国泰君安金融控股公司所控股的国泰君安国际及其子公司在香港从事经有权机关批准的证券相关的持牌业务。

2014年7月，经中国证监会核准，国泰君安证券受让上海国际持有的上海证券有限责任公司51%股权，将上海证券纳为控股子公司。公司“一参一控”问题得以解决。

图表 3. 国泰君安证券旗下全资和控股子公司情况

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	经营业务	是否并表
国联安基金管理有限公司	国联安基金	1.5 亿元	51.00%	基金管理等	是
国泰君安创新投资有限公司	国泰君安创投	49 亿元	100.00%	股权投资等	是
国泰君安金融控股有限公司	国泰君安金控	3198 万港元	100.00%	在港证券经纪等	是
国泰君安期货有限公司	国泰君安期货	12 亿元	100.00%	期货经纪等	是
上海国泰君安证券资产管理有限公司	国泰君安资管	8 亿元	100.00%	证券资管等	是
上海国翔置业有限公司	国翔置业	4.8 亿元	100.00%	房地产开发	是
上海证券有限责任公司	上海证券	26.1 亿元	51.00%	证券经纪、证券自营等	是

资料来源：国泰君安证券（截至 2016 年末）

截至 2016 年末，国泰君安证券经审计的合并会计报表口径资产总额为 4117.49 亿元，所有者权益为 1107.52 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 999.64 亿元）；2016 年实现营业收入 257.65 亿元，净利润 113.53 亿元（其中，归属于母公司所有者的净利润 98.41 亿元）。

（二）业务运营

1. 宏观经济环境

2016 年，我国经济仍然面临着复杂的国际环境与背景。在发达经济体中，美国经济延续了温和增长的态势，欧盟经济保持了温和复苏的态势，而日本经济处于低速复苏的状态。在新兴经济体中，印度经济维持了中高速的增长状态，俄罗斯与巴西的经济呈现出了复苏的态势，而南非经济正在低速地增长。总的来说世界经济形势都有所好转。但是另一方面，美国新总统的民粹主义性政策思路和英国脱欧等事件增加了国际经济局势的不确定性，新兴经济体的经济也还没有完全复苏，导致我国经济的国际环境仍然复杂多样。

2016 年，我国国民经济表现出了逐渐企稳的总体特征。固定资产投资的增长下行压力有所缓和，消费保持较快良好增长态势，进出口贸易有一定程度的复苏。在我国政府及时、有效的管控下，我国大型、中型城市的房价上升势头得到了较为有效的控制，有利于防范、化解房地产领域的经济风险。从外部来看，我国经济的对外开放水平在不断提高，持续推进“一带一路”、亚洲基础设施投资银行、金砖国家银行的建设，继续推进与韩国、日本等国的自由贸易谈判以及与美国、欧盟等国的信息技术协议谈判等等。我国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动我国经济和金融深度融入世界经济体系，为我国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。2016 年，我国 CPI 增长幅度大体上保持在 2% 以上，表现出温和通胀的总体状态。10 月 31 日，国际货币基金组织宣布了人民币加入 SDR 货币篮子正式生效，这对于人民币的国际化进程有着重要的里程碑式的意义，将有力地推动人民币进一步融入国际金融体系、提高人民币的国际地位。人民币汇率总体上保持在合理区域内。

展望 2017 年，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，预计我国经济将呈现出逐渐筑底的总体状态，并且在中长期仍将保持中高速稳定增长的态势。我国政府将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，

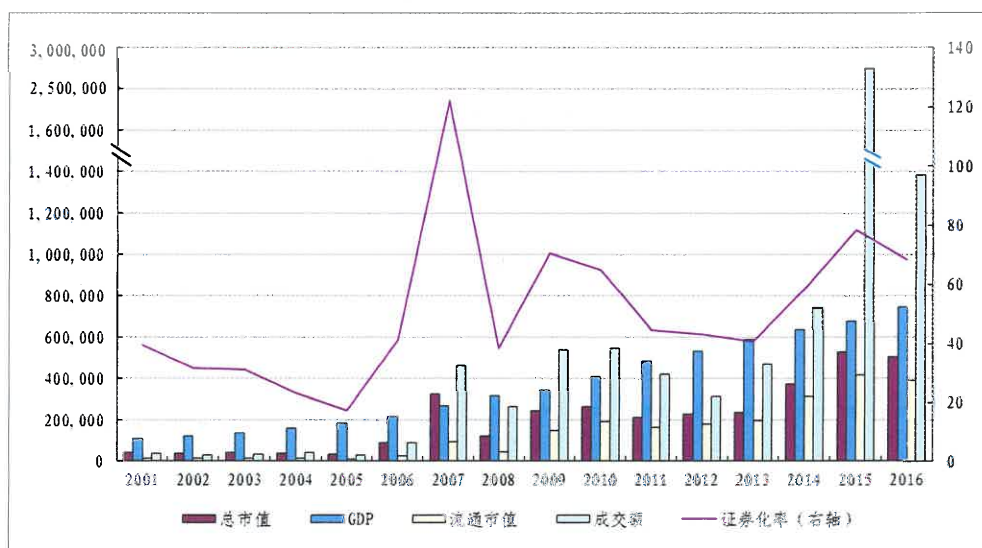
在合理、有效的制度保障下，我国地方政府债务的风险总体上将仍然可控。在货币政策方面，在投机、炒作等行为增多的背景下，我国央行在战略上将继续实行总体中性的货币政策，从而维持金融系统稳定和保障国民经济平稳增长。在我国经济基本面长期向好、人民币的国际需求不断增加的大背景下，人民币在中长期并不具有持续、大幅贬值的基础。政府“三去一降一补”和农业供给侧改革的战略政策继续推进，有利于促进经济去杠杆、促进企业降低成本，有利于培育新型农业经营主体和服务主体，促进产业结构转型升级。但另一方面，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去库存、去杠杆的经济结构调整政策下，我国债券市场的信用风险和违约事件将会呈现常态化的特征。在我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。

2. 证券行业运营环境

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 2016 年末，沪深两市境内 A 股和 B 股上市公司共有 3052 家，市价总值 50.77 万亿元。2016 年，沪深两市股基累计成交额为 138.53 万亿元。

图表 4. 中国股市发展情况及证券化率（单位：亿元，%）

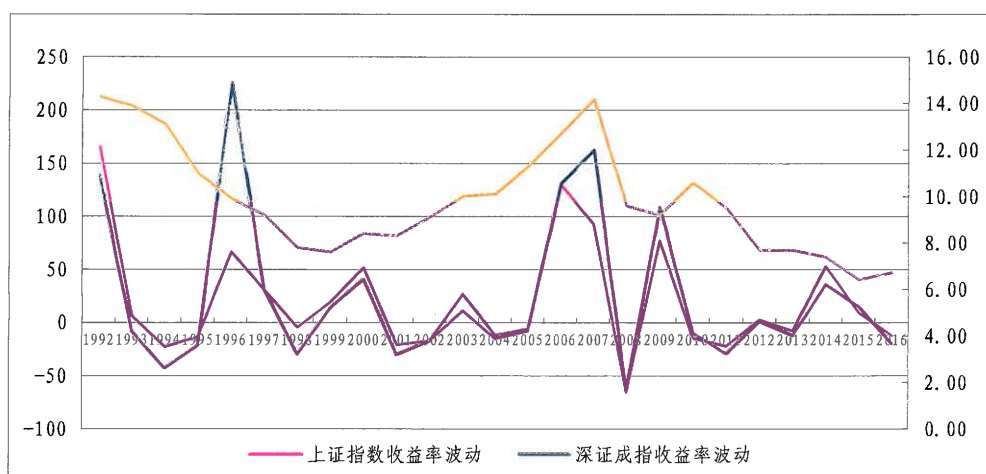


资料来源：Wind

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，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，以点带面稳步推动创新业务制度建设逐一落地实施，证券行业有望由依靠通道业务驱动转向多元化发展。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，证券行业监管政策有所收紧，创新脚步略有中断，但中长期改革转型的思路不变。

图表 5. GDP 增长率与上证指数及深证成指收益率波动情况（单位：%）

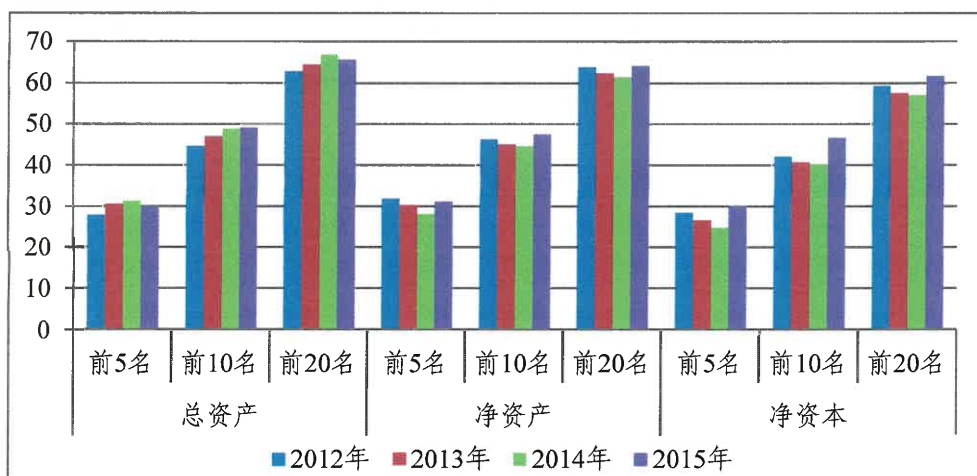


注：根据 Wind 数据整理

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。证券业市场集中度较高，行业竞争格局初步形成。

图表 6. 证券业集中度变化情况 (单位: %)

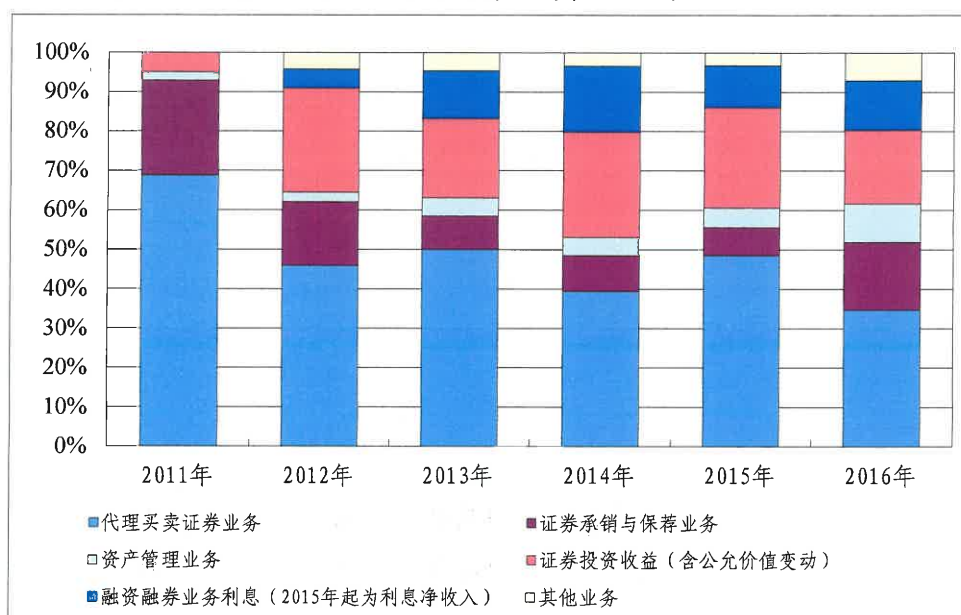


注: 根据中国证券业协会数据整理

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。一方面,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,近年来,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。另一方面,随着我国金融市场的持续改革,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,杠杆经营程度上升后,证券公司在资本补充、融资能力和风险管理能力等方面有待同步提高。

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行情景气度影响,周期性波动明显。近年来,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。受益于证券市场的阶段性回暖以及客户准入门槛降低,2014年至2015年上半年,两融业务发展迅速,并已成为部分证券公司的重要盈利贡献点。但两融业务规模受市场行情影响波动较大,在补充证券公司盈利的同时,也对证券公司杠杆经营水平管理、融资能力和流动性管理能力提出了更高的要求。资产管理业务方面,受监管层面调整资管产品风险准备计提政策的影响,短期内也面临通道类业务向主动管理型业务转型的压力。2016年,投行业务借助政策推动,业务收入确认加快,在证券公司收入结构中占比增速较快,项目储备充足和承销能力较强的券商将在业务结构转型和收入结构优化的过程中得到较强支撑。

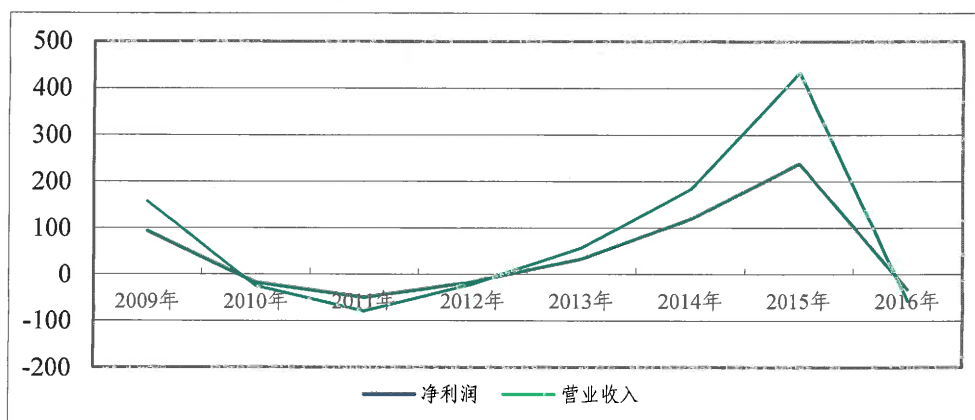
图表 7. 证券公司营业收入结构情况 (单位: %)



资料来源: 根据中国证券业协会整理

2016年,我国股票市场整体处于低迷状态,沪深两市主要指数均表现为下跌,股基交易量降幅较大。债券市场发展迅速,市场规模快速扩大,但债券收益率受经济基本面及信用事件影响,呈现震荡走势,在年末受流动性收紧及监管去杠杆影响,收益率出现飙升。股票IPO在年末由两周一审加速为一周一审,发行速度加快。在此背景下,根据证券业协会行业数据统计,2016年证券行业营业收入3279.94亿元,较上年下降42.97%。其中,受股基交易量持续缩水、市场下跌等因素影响,代理买卖证券净收入及投资收益大幅下降,分别为1052.95亿元和568.47亿元,较上年分别下降60.87%和59.78%。相反,债券一级市场发展迅猛,上市企业再融资需求较高,加之新股IPO加速,受此影响证券承销与保荐业务、财务顾问业务及投资咨询业务均较去年同期有所增长。同时,受资产证券化规模增长带动,资产管理业务净收入同比小幅上升。

图表 8. 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。

（三）业务竞争力

国泰君安证券传统业务发展全面，市场地位稳固；创新业务起步早，先发优势显著；业务综合实力在国内证券公司中稳居前列。目前，公司分支机构网络覆盖全国，拥有庞大的零售客户基础，经纪业务市场占有率保持较高水平。投资银行业务已形成较强的平台效应和品牌效应，项目资源丰富，证券承销数量和规模居行业前列。信用交易、资产管理等业务稳步增长，各项业务指标处于行业领先地位。近年来，公司持续推动综合金融服务转型，目前，已经形成了机构金融、个人金融、投资管理及国际业务四大板块齐头并进的格局。

从收入和利润结构看，国泰君安证券营业收入和利润主要来源于个人金融和机构金融业务，其中又以零售经纪、投资银行和自营交易投资等传统业务为主，业务收入较易受市场环境波动影响，整体营收稳定性尚有不足。近年来，公司一方面持续推动传统经纪业务向财富管理等综合金融服务转型，挖掘个人金融客户的资产配置需要，在提升客户粘性的同时，丰富个人金融业务内涵。另一方面在审慎稳健的基础上，推动

融资融券、股票质押式回购等信用交易业务的发展，提升多元化业务收入占比。此外，公司还不断强化投资管理业务同个人金融业务和机构业务的协同发展，提升资产管理业务的主动管理能力和盈利能力。整体来看，公司营收结构正逐步改善。

图表 9. 国泰君安证券营业收入和营业利润分业务结构（单位：亿元，%）

营业收入	2015 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例
机构金融	123.51	32.85	82.49	32.02
其中：机构投资者服务	95.08	25.29	51.09	19.83
投资银行	28.43	7.56	31.40	12.19
个人金融	213.21	56.71	102.45	39.77
投资管理	24.65	6.56	56.85 ²	22.07
国际业务	14.84	3.95	15.99	6.21
其他	-0.24	-0.06	-0.14	-0.06
合计	375.97	100.00	257.65	100.00
营业利润	2015 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例
机构金融	81.03	37.29	39.37	27.99
其中：机构投资者服务	65.35	30.08	21.26	15.11
投资银行	15.68	7.22	18.11	12.87
个人金融	125.12	57.58	51.01	36.26
投资管理	12.90	5.94	47.18	33.53
国际业务	8.41	3.87	8.93	6.34
其他	-10.17	-4.68	-5.80	-4.12
合并	217.30	100.00	140.69	100.00

资料来源：国泰君安证券

1. 个人金融

国泰君安证券个人金融业务主要面向个人客户提供证券及期货经纪、融资融券、财富管理等服务。目前，公司个人金融业务仍以证券及期货经纪特别是证券经纪业务为主，但随着融资融券及财富管理等业务的发展，公司个人金融业务结构也逐步优化。

(1) 证券经纪业务

近年来，受互联网金融发展及“一人多户”政策推出的影响，我国证券行业经纪业务同质化竞争日趋激烈，国泰君安证券的传统证券经纪

² 含处置海际证券股权实现的 28.35 亿元投资收益。

业务承受着一定压力。但得益于覆盖全国的业务网络及全面的业务资质，公司证券经纪业务仍保持较强的竞争优势。2016 年，公司新增证券营业部 69 家，其中母公司口径新增 59 家，重点区域网点布局进一步优化。此外，2016 年公司成为首批获得深港通下港股通业务交易权限的证券公司之一。

图表 10. 国泰君安证券营业部数量变化情况（单位：家）

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
证券营业部数量	288	299	368
其中：母公司证券营业部数量	232	243	302

资料来源：国泰君安证券

图表 11. 近三年以来国泰君安证券主要新获业务资质情况

获得时间	主要资质
2014 年	证券投资基金托管资格（证监许可[2014]511 号）
	黄金等贵金属现货合约代理和黄金现货合约自营业务试点（机构部部函[2014]121 号）
	自营及代客结售汇、自营及代客外汇买卖等外汇业务（证券基金机构监管部部函[2014]1614 号）
	互联网证券业务（中证协函[2014]155 号）
	港股通业务（上证函[2014]654 号）
2015 年	股票期权做市业务（证监许可[2015]154 号）
	股票期权交易参与人（上证函[2015]66 号）
2016 年	深港通下港股通业务交易权限（深证会[2016]326 号）

资料来源：国泰君安证券

从市场地位来看，国泰君安证券证券经纪业务市场份额保持稳定，但受股票市场交易额萎缩的影响，公司 2016 年业务规模有所下降。此外随着竞争日趋激烈，公司经纪业务佣金率也呈下滑趋势。2016 年，公司合并口径股票基金交易额 14.36 万亿元，较 2015 年下降 50.97%；股基交易规模位列行业第 3 位，与 2015 年持平。同期，公司母公司口径代理买卖证券业务净收入排名行业第 1 位，较 2015 年上升 1 位。

图表 12. 国泰君安证券经纪业务国内市场金额和佣金率（单位：亿元，%）

类别	2015 年		2016 年	
	金额	份额	金额	份额
股票	282821	5.55	138216	5.33
基金	10130	3.33	5423	2.44
债券	3101	6.00	2554	3.55
经纪业务佣金率	0.0556		0.0416	

资料来源：国泰君安证券，新世纪评级整理

注 1：经纪业务佣金率=代理买卖证券手续费净收入/股基交易额*100%；

注 2：上表数据均为合并口径数据。

整体来看，随着证券账户一人一户限制的取消，证券公司经纪业务面临的市场竞争更趋激烈，行业整体经纪业务佣金水平持续承受较大的下行压力。但鉴于国泰君安证券在全国范围内业务覆盖度较高，客户基础较好，品牌认可度较高，未来市场竞争环境对公司经纪业务将是机遇和挑战并存。

(2) 融资融券业务

国泰君安证券于 2010 年 3 月首批获得融资融券业务试点资格，并于 2012 年 8 月获准试点转融通业务，2013 年 2 月获准试点转融券业务，进一步扩充了融资融券业务发展所需的资券来源。

近年来，国泰君安证券融资融券业务规模受股票市场走势的影响呈现较大波动。2016 年上半年，受股票市场熔断等事件的冲击，公司融资融券融出资金规模在 2015 年末基础上继续下降；此后下半年股票市场有所回暖，两融业务规模相应回升，但幅度有限。截至 2016 年末，公司融资融券业务融出资金余额为 572.07 亿元，较 2015 年末下降 21.14%。总体来看公司经纪业务的客户基础雄厚，未来随着市场环境好转，融资融券业务仍有继续发展的空间。

图表 13. 国泰君安证券融资融券业务情况（单位：亿元）

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
融资融券业务融出资金	696.75	725.38	572.07

资料来源：国泰君安证券

(3) 期货经纪业务、财富管理业务

国泰君安证券期货经纪业务的运营主体主要为国泰君安期货有限公司（以下简称“国泰君安期货”），近年来国泰君安期货期货经纪业务市场排名稳步上升，截至 2016 年末，其在上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所的累计成交量排名已分别上升至第 3 位、第 4 位和第 6 位；金融期货经纪继续保持行业前列，国债期货和股指期货成交量均排名行业第 3 位。

财富管理业务方面，国泰君安证券依托于君弘一户通和君弘理财规划系统挖掘客户资产配置需要。截至 2016 年末，公司“君弘财富俱乐部”会员数达 62.50 万，君弘一户通开户数突破 460 万；2016 年，母公司口径日均代销金融产品保有规模 960.61 亿元，同比增长 27.99%；同期母公司口径代理销售金融产品净收入排名行业第 1 位。

2. 机构金融业务

国泰君安证券机构金融业务由投资银行业务和机构投资者服务业务两方面组成，其中投资银行业务主要为企业和政府客户提供上市保荐、股票承销、债券承销、结构性债务融资、并购财务顾问、企业多样化解决方案等服务；机构投资者服务业务为机构投资者提供主经纪商、销售及交易、股票质押及约定购回、研究等服务，同时还包括股票、衍生金融工具及 FICC 的自营投资交易。2016 年，公司投资银行业务收入稳步增长，机构投资者服务业务收入受自营交易投资收益下降的影响，出现了一定回落。当期，公司投资银行业务及机构投资者服务业务收入分别为 31.40 亿元和 51.09 亿元，分别较 2015 年增长 10.45% 和下降 46.27%。

(1) 投资银行业务

投资银行业务为国泰君安证券的传统优势业务。公司在投资银行业务资质、业务经验、业务团队、项目管理能力和创新能力等方面处于业内领先地位。投资银行业务是公司重要收入和利润来源之一。2016 年投资银行业务对公司营业收入和营业利润的贡献分别为 12.19% 和 12.87%，占比较 2015 年有所提升。

近年来国泰君安证券持续提升全投行业务链服务能力，在优化再融资、债券、并购财务顾问等传统业务的同时，大力推进跨境并购、资产证券化等新兴业务。从业务规模看，近年来公司各项投资银行业务规模均稳步增长，市场排名长期位居行业前列。2016 年，公司合并口径各类证券主承销额达 4508.91 亿元、市场份额 6.77%，承销家数 417 家、市场份额 7.16%，承销额和承销家数分列行业第 3 位和第 2 位，其中，股权类融资（IPO、增发、配股、优先股）主承销金额 835.29 亿元，排名行业第 3 位；优先股承销金额 206.67 亿元，排名行业第 3 位；公司债主承销金额 1783.87 亿元，排名行业第 2 位，金融债承销金额 950.70 亿元，排名行业第 2 位。此外，公司并购重组业务连续第 4 年获得并购重组财务顾问执业能力 A 类资格。

图表 14. 国泰君安证券投资银行业务情况（单位：次，亿元）

股票、可转债保荐与主承销业务		2014 年	2015 年	2016 年
IPO	次数	4	4	6
	主承销金额	35.29	27.23	98.68
优先股	次数	2	3	3
	主承销金额	80.00	170.00	206.67
再融资	次数	16	44	31
	主承销金额	212.85	705.61	529.94
企业债	次数	42	34	27
	主承销金额	512.40	462.34	320.95
公司债	次数	13	43	178
	主承销金额	78.80	681.17	1788.87
其他债券	次数	78	149	176
	主承销金额	490.31	1108.65	1584.40

资料来源：国泰君安证券

注：上表中 2014 年数据为母公司口径，2015 年及 2016 年数据为合并口径。

整体来看，依托国泰君安证券品牌优势和专业服务能力，公司投资银行业务在业内具备较强的行业竞争力。未来，随着我国多层次资本市场的发展和直接融资比重的提升，公司投资银行业务仍有较大发展空间。

（2）机构投资者服务

国泰君安证券机构投资者服务业务板块包括销售及交易业务、股票质押及约定购回业务、主经纪商业务和研究业务等。近年来，公司主经纪商业务及研究业务维持较强的市场竞争力；股票质押融资业务保持高速增长，市场份额稳固；销售及交易业务规模及收益随金融市场波动而波动。

交易投资业务方面，面对复杂的市场环境，2016 年国泰君安证券交易投资业务保持稳健的投资风格。其中，公司权益投资规模全年相对稳定；债券投资规模上半年呈上升趋势，下半年面对货币市场及债券市场流动性冲击，公司提前降低了债券投资仓位及久期，并通过利率衍生品及卖空利率债等方式对冲市场风险。截至 2016 年末，公司合并口径交易投资业务规模为 1172.04 亿元，较年初下降 137.29 亿元。其中债券投资规模合计 504.86 亿元，较年初下降 108.25 亿元；股票投资规模合计 143.56 亿元，较年初下降 23.25 亿元。从交易投资业务收益上看，2016 年上半年，受股票市场熔断等事件的影响，公司证金专户投资浮亏有所扩大，自营权益类投资亦受到波及。下半年随着股票市场回暖，加之债

券投资减仓兑现收益，公司交易投资收益有所回升，但相较于 2015 年，交易投资收益规模及收益率仍出现一定程度的下降。

图表 15. 国泰君安证券自营证券投资情况

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
证券交易投资规模 (亿元)	734.66	1309.33	1172.04
其中：股票 (%)	17.77	12.74	12.25
债券 (%)	62.76	46.83	43.08
基金 (%)	16.10	21.32	17.65
股权 (%)	0.70	1.00	1.77
其他 (%)	2.67	18.12	25.26
净资本/证券投资规模 (%)	39.23	63.47	68.55
	2014 年	2015 年	2016 年
证券交易投资收益 (亿元)	78.84	84.13	37.67
证券交易投资收益率 (%)	12.34	8.23	3.04

资料来源：国泰君安证券

注 1：证券交易投资规模=以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资；

注 2：其他资产=信托计划+理财产品+资产支持证券+定项资管计划+永续债券+证金公司专户投资；

注 3：证券交易投资收益=投资收益-长期股权投资收益+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 4：证券交易投资收益率=证券交易投资收益 $\times 2 /$ (期初证券交易投资规模+期末证券交易投资规模) $\times 100\%$ ；

注 5：2015 年末及 2016 年末净资本根据《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版)计算。

股票质押式回购及约定式回购方面，2016 年以来，随着企业资本运作需求的增长，加之沪深两市指数较已积累较大跌幅，股票价格处于相对低位，证券公司股票质押业务迎来阶段性发展机遇。在“审慎积极”的发展策略指导下，国泰君安证券股票质押业务规模保持快速增长。截至 2016 年末，公司股票质押式回购业务待回购余额达 693.28 亿元，较年初增长 104.26%；业务市场份额为 5.40%，排名行业第 3 位。同期，公司股票质押式回购利息收达 23.20 亿元，较 2014 年增长 48.01%。股票质押式回购业务的快速发展，在一定程度上提升了公司机构投资者服务业务的稳定性，但也对公司信用风险管理和流动性管理提出了更高要求。

图表 16. 国泰君安证券股票质押式回购及约定式回购余额（单位：亿元）

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
股票质押式回购业务待回购余额	195.95	339.41	693.28
约定回购式证券业务待回购余额	3.56	4.36	0.2

资料来源：国泰君安证券

在主经纪业务方面，2016 年，国泰君安证券一方面推动多层次 PB 系统建设，另一方面抓住私募产品托管业务快速发展的机遇，大力拓展资产托管业务。期末公司机构客户数量超过 2 万户；资产托管及外包业务规模达 3914 亿元，排名行业第 3 位。研究业务方面，2016 年，公司在各项卖方分析师专业评选中均名列前茅。其中，在第 14 届《新财富》最佳分析师评选中，连续第三年获“本土最佳研究团队”及“最具影响力研究机构”第 1 名。

3. 投资管理业务

国泰君安证券投资管理业务包括资产管理、基金管理和直投业务三个方面。近年来，得益于居民资产管理业务需求的增长及监管政策的逐步放开，公司投资管理业务规模及收入均保持较快增长。2016 年，公司投资管理业务实现营业收入 56.85 亿元、营业利润 47.18 亿元，扣除处置海际证券股权投资收益 28.35 亿元后，营业收入及营业利润分别较 2015 年增长 15.61% 和 45.90%。

国泰君安证券资产管理业务在国内证券公司中起步较早，排名靠前。2010 年 10 月，公司注资 8.00 亿元成立了全资子公司上海国泰君安证券资产管理有限公司（下称“国泰君安资管”）。近年来，国泰君安资产管理业务规模保持较快增长，市场地位进一步巩固。截至 2016 年末，国泰君安资管资产管理业务规模达 8464.26 亿元，较 2015 年末增长 39.08%，规模排名行业第 3 位。从业务结构看，随着主动管理能力的提升，公司资产管理业务结构有所优化。截至 2016 年末，国泰君安资管主动管理规模为 3058.61 亿元，较 2015 年末增长 40.88%。从收入结构看，随着集合资产管理业务规模的增大³，公司受托资产管理业务净收入中集合资管业务净收入占比持续提升。

³ 2016 年末，受货币市场及债券市场流动性冲击影响，国泰君安资管集合资产管理业务受托规模较年初有所下降，但全年平均规模仍保持增长。

图表 17. 国泰君安证券境内资产管理业务情况 (单位: 亿元, 只)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
资产管理业务规模	5133.14	6085.84	8464.26
其中: 集合资产管理业务受托规模	432.58	1051.61	840.24
定向资产管理业务受托规模	4704.80	4944.20	7392.04
专项资产管理业务受托规模	3.19	90.03	231.98
主动管理规模	1825.44	2171.00	3058.61

资料来源: 国泰君安证券

注 1: 上表业务规模及产品数量数据均为国泰君安资管子公司数据;

注 2: 2015 年末及 2016 年末集合资产管理业务规模以资产管理净值计算, 与 2014 年末不可比。

图表 18. 国泰君安证券受托资管业务净收入结构 (单位: 亿元, %)

	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
受托集合资产管理业务净收入	3.12	36.86	7.53	48.87	10.04	54.39
受托定向资产管理业务净收入	5.34	63.12	7.85	50.92	8.29	44.91
受托专项资产管理业务净收入	0.00	0.02	0.03	0.21	0.13	0.70
合计	8.46	100.00	15.41	100.00	18.46	100.00

资料来源: 国泰君安证券

除资产管理业务外, 国泰君安资管还通过下属子公司国泰君安创投和国安联基金从事直接投资和基金管理业务。得益于产业政策推动, 2016 年股权投资市场活跃度进一步提升, 国泰君安创投私募股权投资管理规模也呈快速增长态势。截至 2016 年末, 国泰君安创投累计管理基金实际出资金额较年初增长 191.73%, 当期投资金额同比增长 163.04%。基金管理业务方面, 2016 年, 国联安基金公募基金管理规模为 411 亿元, 专户管理资产规模为 143 亿元, 当年实现营业收入 4.95 亿元, 净利润 1.34 亿元。根据公司公告, 为优化资产管理业务布局, 2017 年 1 月公司将持有的国联安基金 51% 的股权在上海联合产权交易所公开挂牌转让, 挂牌价格为 10.45 亿元。截至本评级报告出具日, 上述股权转让事项尚未完成。

4. 国际业务

国泰君安证券在香港主要通过国泰君安国际开展经纪、企业融资、资产管理、贷款及融资和金融产品、做市及投资业务。同时, 公司围绕国泰君安金融控股打造国际业务平台。近年来, 公司积极在美国和新加坡等地进行业务布局, 截至 2016 年末已获准在美国开展并购顾问业务及在新加坡开展资产管理业务。近年来, 公司国际业务发展平稳, 2016 年分别实现营业收入和营业利润 15.99 亿元和 8.93 亿元, 与 2015 年基

本持平。

（四）风险管理

国泰君安证券主要面临信用风险、市场风险、流动性风险和操作风险等。公司制定了政策和程序来识别及分析这些风险，并设定适当的风险限额及内部控制流程，通过可靠的管理及资讯系统持续监控上述各类风险。目前，公司已形成了由董事会（含风险控制委员会）、经营管理层（含风险管理委员会、资产负债管理委员会）、风险管理部门、其他业务部门与分支机构的四级风险管理体系，并建立了以净资本为核心的风险控制指标动态监控体系。在风控体系的运作中，公司根据监管规定和董事会通过的年度业务授权，对风险控制指标进行动态监控，并不断完善风险控制指标。针对重大自营投资、股票及债券承销项目、报价回购业务开展和资产管理产品发行等业务，公司在进行敏感性分析和专项压力测试的同时，还不定期实施综合压力测试。

整体来看，国泰君安证券已建立了系统的风险管理架构，具备较强的风险管理能力。近年来，公司在证券公司分类评价中连续多年被评为A类AA级。但也需关注到，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公司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。

1. 市场与信用风险

国泰君安证券面临的的市场风险主要涉及在以自有资金对权益类投资、固定收益类投资、衍生品投资时，证券因价格下降引起投资损失的可能性等。公司面临的信用风险主要来自于银行间及交易所债券市场开展固定收益业务所带来的交易对手履约风险和交易品种不能兑付本息的风险以及融资融券、股票质押融资业务客户违约风险。

国泰君安证券通过交易限额对市场风险进行管理。公司交易投资业务委员会根据董事会确定的总投资规模并结合风险管理部门计算出的风险限额，来确定每年权益类投资、固定收益类投资等的年度投资规模。

公司针对不同的投资规模和投资期限设立相应的风险管理制度，并且在投资策略和管理方面采取相应的管理措施。风险管理部通过公司内部系统的交易记录定期对交易性证券投资业务进行风险分析和评估；按照风险报告制作敏感性分析、情景分析和压力测试以检验公司在极端情况下能承受的最大风险和损失程度；同时按照公司内部流程 and 规定及时发送给董事会和相关部门。

国泰君安证券在信用风险管理上实行交易对手分类分级管理，并对交易内容进行内部信用评级管理来确保风险可测、可控、可承受。在交易对手选择上，选择信誉良好、资本实力强、盈利状况好、管理和运作规范的交易对手，减少不良交易对手带来的风险；在固定收益投资时，严格将债券持有控制在公司及监管机构规定的久期和杠杆范围内；在对债券发行人进行分析时，跟踪研究发行人的偿债能力，规避兑付风险，并尝试建立数量化信用风险评估模型，量化信用风险；在权益类投资上面，近年来由于股票市场持续低迷，公司权益投资以长期持有、实现稳定增长为思路，专注于进行大盘蓝筹股的长期战略性投资；在融资融券业务信用风险管理中，公司对参与客户进行征信调查，综合评估其信用状况，并将结果与授信额度挂钩，并对客户维持担保比例进行实时盯市，发现问题及时预警和处置。公司同时还采取单笔项目止损的管理，避免单项投资亏损过大情况的出现。

国泰君安证券风险管理部门规定各业务部门定期制作风险专项报告，并按规定的程序、流程和频率发送给董事会、高级管理层和相关管理层。通过定期的风险管理报告时刻对相关各类资金头寸和流动性指标进行监控和分析。

国泰君安证券持有较大规模的金融资产。2016 年以来，公司权益类投资规模相对稳定，债券等固定收益类投资规模随着市场环境的变化有所下降。2016 年 4 季度以来，国内货币市场流动性趋紧，债券市场收益率大幅上升，但得益于稳健的投资风格和较为准确的市场方向判断，公司提前降低了债券投资仓位及久期，并通过利率衍生品及沽空利率债等方式对冲市场风险。截至 2016 年末，公司合并口径债券投资规模为 504.86 亿元，以债券为标的的卖出回购金融资产款余额为 186.61 亿元，分别较年初下降 17.66% 和 56.33%。目前，国内债券市场面临的不确定性因素仍然较多，公司固定收益投资面临市场风险管理难度或将进一步加大。

图表 19. 国泰君安证券母公司口径自营业务风控指标 (单位: %)

	2015 年末	2016 年末	预警标准	监管标准
自营非权益证券及证券衍生品/净资本	118.29	82.46	≤400	≤500
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	34.64	32.23	≤80	≤100

资料来源: 国泰君安证券

注 1: 上述指标根据《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版)计算;

注 2: 监管标准值取自《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版), 2016 年 10 月 1 日起正式实施。

综合而言, 国泰君安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。公司持有的各类金融资产投资规模较大, 在股票市场持续波动, 债券市场政策面、资金面不确定性较多, 信用事件频发的环境之下, 公司将持续面临较大的市场风险。此外, 随着股票质押式回购等信用交易业务的快速发展, 公司在信用风险管理上也面临着更大的挑战。

2. 流动性风险

国泰君安证券面临的流动性风险指公司不能以合理的价格迅速卖出或将该工具转手而遭受损失的风险, 以及资金不足、资金周转出现问题产生的风险。公司主要通过净资本预警机制、限额管理和压力测试等措施控制流动性风险, 并通过净资本风险控制指标来进行衡量与测算, 同时设立净资本指标预警与监控机制, 确保风险控制指标及有关财务指标持续符合相关规定。为了有效防范证券和债券市场投资所带来的流动性风险, 公司严格按照董事会的年度投资限额和风险偏好来进行投资, 并且遵守委员会所指定的资源配置计划和资产配置的最高限额, 对达到公司预警指标的投资及时跟踪和处置。公司资产负债管理委员会每年对各业务资金使用规模进行分配, 资金同业部利用现金管理池进行全公司的流动性管理。

国泰君安证券的资产构成主要以自营交易投资占用资金、股票质押式回购占用资金以及融资融券业务融出资金为主。近年来公司股票质押式回购业务待回购余额增长较快, 融资融券融出资金规模随股票市场环境变化而波动。2016 年末, 买入返售金融资产中的股票质押式回购及融出资金净额⁴分别为 534.02 亿元和 688.93 亿元, 分别占总资产* 17.31% 和 22.33%, 其中股票质押式回购业务占比较年初上升 10.43 个百分点。自营投资方面, 受下半年债券投资减仓、降杠杆的影响, 公司自营交易

⁴ 含开展业务融资。

投资规模及占比有所下降，截至 2016 年末，公司证券交易投资规模为 1172.04 亿元，占总资产*的 37.98%，较年初下降 2.94 个百分点。

图表 20. 国泰君安证券资产端主要构成情况（单位：亿元，%）

	2014 年末		2015 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金*	185.99	7.99	300.59	9.39	279.43	9.06
证券交易投资	734.66	31.58	1309.33	40.92	1172.04	37.98
买入返售金融资产	322.50	13.86	395.32	12.36	632.11	20.49
其中：约定式购回	3.52	0.00	4.30	0.13	0.24	0.01
股票质押式回购	134.57	0.00	220.18	6.88	534.02	17.31
融出资金	760.31	32.68	822.71	25.71	688.93	22.33
小计	2003.46	86.12	2827.96	88.38	2772.52	89.85
总资产*	2326.37	100.00	3199.60	100.00	3085.70	100.00

资料来源：国泰君安证券

注 1：本表货币资金*已扣除客户资金存款，总资产*已扣除代理买卖和承销证券款；

注 2：融出资金包括融资融券融出资金及开展业务融出资金。

国泰君安证券负债手段主要包括卖出回购金融资产、发行债券、拆入资金以及收益权转让等。公司积极运用多种创新融资手段，并通过发行长期限的公司债和次级债以均衡债务期限结构。2016 年以来，公司一方面继续主动调整负债结构，在年内两融收益权逐步到期的同时，完成多期公司债券及次级债券的发行，长期负债占比持续上升。另一方面，公司在下半年降低了债券投资杠杆，并卖空现券对冲市场风险，因而在交易性金融负债上升的同时，以债券为标的物卖出回购金融资产款规模大幅下降。此外，随着结构化分级产品监管日趋严格，公司其他负债中应付结构化投资者款项也明显降低。受上述因素综合影响，2016 年末，公司短期债务规模较年初下降 316.34 亿元，至 879.85 亿元；短期债务占有息债务的比为 54.17%，较 2015 年末下降 11.63 个百分点。

图表 21. 国泰君安证券债务情况 (单位: 亿元, %)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
短期借款	41.04	53.87	61.63
应付短期融资券	171.68	23.19	148.48
拆入资金	109.93	84.12	47.00
衍生金融负债	1.96	1.33	2.91
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	52.35	64.14	165.15
卖出回购金融资产款	748.08	821.19	397.18
其他负债中应计入部分	148.56	148.34	57.50
短期债务合计	1273.60	1196.19	879.85
减: 衍生金融负债	1.96	1.33	2.91
加: 应付债券	315.14	576.24	727.39
加: 长期借款	7.81	46.83	19.78
有息债务合计	1594.59	1817.92	1624.11
短期债务/有息债务	79.87	65.80	54.17

资料来源: 国泰君安证券

注 1: 短期债务=短期借款+衍生金融负债+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资券+其他负债中应计入部分

注 2: 有息债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+拆入资金+卖出回购金融资产+应付债券+长期借款+长期应付款中应计入部分+其他负债中应计入部分

从流动性监管指标看, 由于持有的可随时变现的债券等合格流动资产的下降, 2016 年末, 国泰君安证券母公司口径流动性覆盖率及净稳定资金率均较年初明显下降, 但仍高于监管预警值。

图表 22. 国泰君安证券母公司口径流动性监管指标 (单位: %)

	2015 年末	2016 年末	预警标准	监管标准
流动性覆盖率	319.79	180.03	≥120	≥100
净稳定资金率	164.85	127.17	≥120	≥100

资料来源: 国泰君安证券

注 1: 2015 年末及 2016 年末净资本数据按《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版) 计算;

注 2: 监管标准值取自《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版), 2016 年 10 月 1 日起正式实施。

总体来看, 2016 年以来, 在融资融券业务放缓的同时, 国泰君安证券股票质押式回购业务保持较快发展, 公司通过发行长期限债券, 较好地匹配了相关资金需求。但也需关注到, 在经济基本面和政策面不确定性仍然较高的环境之下, 国内货币市场及债券市场波动频率及幅度明显

增大，未来公司面临的流动性管理难度或相应加大。

（五）盈利能力

国泰君安证券保持多年持续盈利，营业收入与净利润常年位居行业前列。近年来公司致力于业务结构调整，通过推动传统经纪业务向多元化经纪服务转型，提升了差异化竞争力，并在一定程度上优化了整体收入结构。2016 年公司母公司口径营业收入与净利润均处于业内第 2 位，较 2015 年上升 1 位。

国泰君安证券各业务线发展相对成熟，近年来公司历年营业收入及净利润波动幅度总体上小于证券行业整体波动幅度。未来随着公司经纪业务差异化竞争力的逐步提升，融资融券和其他创新业务的持续发展，以及主动性资产管理能力的进一步加强，公司盈利稳定性有望进一步改善。

图表 23. 国泰君安证券收入与利润情况

	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入（亿元）	178.82	375.97	257.65
营业收入同比变动（%）	98.49	110.25	-31.47
证券行业营业收入变动（%）	63.45	121.20	-42.97
净利润（亿元）	71.72	166.95	113.53
净利润同比变动（%）	136.82	132.79	-32.00
证券行业净利润变动（%）	119.34	153.50	-49.57
营业收入行业排名（位）	3	3	2
净利润行业排名（位）	3	3	2

资料来源：国泰君安证券、Wind 资讯

从各业务线的盈利能力来看，2016 年，国泰君安证券国际业务、投行业务盈利能力保持稳定；受股票市场及债券市场调整的影响，个人金融业务及机构投资者服务业务利润率有所下降；剔除非经常性收益后，投资管理业务营业利润率依然较 2015 年明显上升。

图表 24. 国泰君安证券营业利润率（单位：%）

	2015 年	2016 年
总体营业利润率	57.80	54.61
机构金融	65.61	47.73
其中：机构投资者服务	68.73	41.61
投资银行	55.15	57.68
个人金融	58.68	49.79
投资管理	52.33	82.98
国际业务	56.67	55.85

资料来源：国泰君安证券

国泰君安证券严格按照董事会薪酬委员会相关计提标准提取绩效工资和奖金。2014-2015 年随着营业收入的增长，公司业务及管理费占营业收入的比重呈下降趋势，职工薪酬虽然增速较快，但仍慢于营收增速。2016 年，公司计提薪酬下降幅度与营收下降幅度基本持平，但受新设营业部数量大幅增加等因素的影响，公司除职工薪酬外的其他营运支出及固定支出小幅上升，从而导致业务及管理费占营业收入的比有所提升。目前公司成本费用及人员薪酬水平尚处于合理水平，但未来随着市场竞争加剧、创新业务对高端人才需求提升以及薪资体系不断市场化，公司人员成本仍有上升可能。

图表 25. 国泰君安证券成本费用变化（单位：%）

	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入变动	98.49	110.25	-31.47
业务及管理费用变动	63.92	72.62	-23.98
职工薪酬变动	88.84	85.71	-30.80
业务及管理费/营业收入	41.54	34.10	37.83
职工薪酬/业务及管理费	72.79	78.31	71.29

资料来源：国泰君安证券

综合而言，国泰君安证券在对业务的系统性调整和成本控制方面取得了一定的成效，但盈利仍受到证券行业周期性波动影响。2016 年公司平均资产回报率和平均资本回报率分别为 6.04%和 22.42%，分别较 2015 年下降 2.43 个百分点和 11.73 个百分点。

（六）资本与杠杆

国泰君安国际控股有限公司于 2010 年 7 月在香港联合交易所上市，

完善了资本补足机制，为境外业务发展拓展出了新渠道，也为公司未来的发展建立了良好的基础。2015 年 6 月，公司成功在上海证券交易所上市，这进一步打通了公司的资本补充渠道，可为未来业务发展提供持续且有效的支持。目前公司可转换债券申请获得中国证监会主板发行审核委员会审核通过，H 股发行工作顺利推进，预计上述资本补充完成后，公司资本实力将进一步得到增强。截至 2016 年末，公司母公司口径净资产为 902.26 亿元，净资本为 803.38 亿元，均位居证券行业第 3 位。

图表 26. 国泰君安证券资本实力（单位：亿元，位）

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
净资产（母公司口径）	369.88	875.32	902.26
行业排名	5	3	3
净资本（母公司口径）	288.22	773.36	803.38
行业排名	4	3	3

资料来源：国泰君安证券

注：2015 年年末净资本数据未经重述。

国泰君安证券净资产构成以股本、其他权益工具、资本公积、未分配利润和一般准备为主，2016 年末占比分别为 6.88%、9.03%、26.52%、31.20%和 11.01%，资本结构与 2015 年末基本一致。

利润分配方面，国泰君安证券实现 A 股上市后，现金分红占比有所提升，2015 年度公司合计每 10 股派息 6.2 元（含税），现金分红总额为 47.28 亿元（含税），占 2015 年度合并口径归属于母公司股东净利润的 30.11%。根据公司 2016 年度利润分配预案，拟每 10 股分配现金股利 3.90 元（含税），分配现金股利总额为 29.74 亿元，占 2016 年度合并口径归属于母公司股东净利润的 30.22%。分红比例与上年基本持平。未来公司分红政策的变化将影响其所有者权益结构的稳定性。

图表 27. 国泰君安证券所有者权益构成情况 (单位: %)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
股本	12.90	7.50	6.88
其他权益工具	-	9.84	9.03
资本公积	2.58	28.82	26.52
盈余公积	7.36	4.91	5.17
一般风险准备	15.02	10.10	11.01
未分配利润	47.06	31.42	31.20
其他综合收益	3.96	1.19	0.44
少数股东权益	11.12	6.21	9.74
股东权益合计	100.00	100.00	100.00

资料来源: 国泰君安证券

2016 年以来, 国泰君安证券股票质押式回购业务保持高速增长, 但融资类业务增速有所放缓, 因而信用交易类业务资金需求增长相对平稳。此外, 由于期末债券投资规模及杠杆下降的影响, 公司交易投资业务资金占用规模亦有所降低。受上述因素共同影响, 公司杠杆水平有所下降。截至 2016 年末公司资产负债率为 64.11%, 较年初下降 4.12 个百分点。从母公司口径监管指标看, 2016 年末各项净资本相关监管指标均处于较优水平。

图表 28. 国泰君安证券资本与杠杆情况 (单位: %)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末	预警标准	监管标准
资产负债率	79.67	68.23	64.11	-	-
净资本/净资产	77.92	94.94	89.04	≥24%	≥20%
净资本/负债	20.85	52.31	56.80	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	26.75	55.10	63.79	≥12%	≥10%
风险覆盖率	-	402.33	313.10	≥120%	≥100%
资本杠杆率	-	25.48	26.53	≥9.6%	≥8%

资料来源: 国泰君安证券

注 1: 本表中净资本及风险控制指标为母公司数据;

注 2: 2015 年末及 2016 年末净资本数据按《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版) 计算, 与 2014 年末数字不可比;

注 3: 监管标准值取自《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版), 2016 年 10 月 1 日起正式实施。

综上所述, 当前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。国内证券公司同质化竞争较严重, 金融混业发展趋势下, 其他金融机构也在部分业务领域对证券公司构成竞争, 国泰君安证券面临激烈的市场竞争压力。跟踪期内, 国泰君安证

券保持稳健的经营风格，各项业务发展平稳，市场地位持续巩固。公司持续调整负债策略，期末杠杆水平及负债结构均得到一定优化。但当下国内外金融市场不确定性因素仍然较多，宏、微观监管日趋严格，这将持续考验公司的风险管理能力。

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）证券市场大幅波动及创新业务发展对国泰君安证券风险管理能力提出的挑战。

附录一：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2014 年	2015 年	2016 年	-
总资产 (亿元)	3193.02	4543.42	4117.49	-
总资产* (亿元)	2326.37	3199.60	3085.70	-
股东权益 (亿元)	472.99	1016.37	1107.52	-
归属于母公司所有者权益 (亿元)	420.40	953.24	999.64	-
短期债务 (亿元)	1273.60	1196.19	879.85	-
营业收入 (亿元)	178.82	375.97	257.65	-
营业利润 (亿元)	91.80	217.30	140.69	-
净利润 (亿元)	71.72	166.95	113.53	-
资产负债率 (%)	79.67	68.23	64.11	-
权益负债率 (%)	391.85	214.81	178.61	-
短期债务/有息债务 (%)	79.87	65.80	54.17	-
货币资金*/短期债务 (%)	14.60	25.13	31.76	-
净资本/总负债* (%)	15.55	38.06	40.61	-
净资本/有息债务 (%)	18.07	45.71	49.47	-
货币资金/总负债* (%)	10.04	13.77	14.13	-
员工费用率 (%)	30.24	26.71	26.97	-
手续费及佣金净收入/营业收入 (%)	52.82	61.09	51.46	-
受托客户资产管理与基金管理业务净收入/营业收入 (%)	6.33	5.90	9.20	-
营业利润率 (%)	51.34	57.80	54.61	-
平均资产回报率 (%)	4.08	6.04	3.61	-
平均资本回报率 (%)	17.43	22.42	10.69	-
监管口径数据与指标	2014年末	2015年末	2016年末	监管标准值
净资本 (亿元)	288.22	831.00	803.38	≥ 2亿元
风险覆盖率 (%)	-	402.33	313.10	≥ 100%
净资本/净资产 (%)	77.92	94.94	89.04	≥ 20%
净资本/负债 (%)	20.85	52.31	56.80	≥ 8%
净资产/负债 (%)	26.75	55.10	63.79	≥ 10%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本 (%)	-	34.64	32.23	≤ 100%
自营非权益类收益类证券及证券衍生品/净资本 (%)	-	118.29	82.46	≤ 500%

注1：根据国泰君安证券2014-2016年财务审计报告整理、计算，其中，净资本及风险控制指标为母公司数据。

注2：2015年末的净资本及相关比例为根据《证券公司风险控制指标管理办法》(2016年修订版)进行重述后的数字。

注3：监管标准值取自《证券公司风险控制指标管理办法》(2016年修订版)，2016年10月1日起正式实施。

附录二：

国泰君安证券调整后资产负债简表

财务数据	2014 年末	2015 年末	2016 年末
总资产* (亿元)	2326.37	3199.60	3085.70
其中：货币资金* (亿元)	185.99	300.59	279.43
结算备付金* (亿元)	20.44	25.11	17.79
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (亿元)	567.10	910.12	767.23
买入返售金融资产 (亿元)	322.50	395.32	632.11
可供出售金融资产 (亿元)	167.55	399.21	404.81
长期股权投资 (亿元)	3.66	9.29	12.61
持有至到期投资 (亿元)	-	-	-
融出资金 (亿元)	760.31	822.71	688.93
其他资产 (亿元)	50.07	45.21	30.73
总负债* (亿元)	1853.38	2183.23	1978.18
拆入资金 (亿元)	109.93	84.12	47.00
卖出回购金融资产款 (亿元)	748.08	821.19	397.18
其他负债 (亿元)	150.25	157.00	86.81
股东权益 (亿元)	472.99	1016.37	1107.52
股本 (亿元)	61.00	76.25	76.25
少数股东权益 (亿元)	52.58	63.12	107.87
负债*和股东权益 (亿元)	2326.37	3199.60	3085.70

注：根据国泰君安证券合并口径2014-2016年度财务数据整理、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-信用交易代理买卖证券款
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-信用交易代理买卖证券款
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
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+期末结构化产品应付优先级本金
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+期末应付短期融资券+期末应付债券+期末长期借款+期末结构化产品应付优先级本金
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*	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