

# 跟踪评级公告

联合[2017]713 号

江海证券有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“17 江海 C1”进行跟踪评级，确定：

**江海证券有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**

**江海证券有限公司发行的“17 江海 C1”债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年六月十五日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 江海证券有限公司

### 次级债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

债项信用等级

| 债券简称     | 债券规模    | 债券期限 | 上次评级结果 | 跟踪评级结果 | 上次评级时间    |
|----------|---------|------|--------|--------|-----------|
| 17 江海 C1 | 21.5 亿元 | 3 年  | AA     | AA     | 2017/1/16 |

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 15 日

主要财务数据

| 项目                | 2015 年 | 2016 年 | 17 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|----------|
| 资产总额 (亿元)         | 191.90 | 238.02 | 290.24   |
| 自有资产 (亿元)         | 102.09 | 170.11 | 229.65   |
| 可快速变现资产 (亿元)      | 91.11  | 117.54 | 211.36   |
| 所有者权益 (亿元)        | 50.63  | 101.84 | 102.66   |
| 自有负债 (亿元)         | 51.45  | 68.27  | 126.99   |
| 自有资产负债率 (%)       | 50.40  | 40.13  | 55.30    |
| 营业收入 (亿元)         | 20.65  | 12.40  | 2.71     |
| 净利润 (亿元)          | 8.55   | 3.81   | 0.75     |
| 营业利润率 (%)         | 55.47  | 40.97  | 36.25    |
| 平均净资产收益率 (%)      | 21.85  | 4.99   | 0.73     |
| 净资本 (亿元)          | 43.35  | 93.89  | --       |
| 风险覆盖率 (%)         | 131.73 | 193.00 | --       |
| 资本杠杆率 (%)         | 39.96  | 53.32  | --       |
| 短期债务 (亿元)         | 44.21  | 52.17  | 111.20   |
| 全部债务 (亿元)         | 44.21  | 63.20  | 122.47   |
| EBITDA (亿元)       | 15.50  | 9.16   | 0.98     |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | 4.29   | 2.53   | --       |
| EBITDA 全部债务比 (倍)  | 0.35   | 0.14   | 0.01     |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 0.72   | 0.43   | --       |

注: 1. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径, 且按证监会 2016 年新修订的风险控制指标口径计算。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。3. 2017 年 3 月数据未经审计, 相关指标未年化。4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对江海证券有限公司 (以下简称“公司”或“江海证券”) 的跟踪评级反映了公司作为国内综合类券商之一, 2016 年, 公司代理买卖证券业务继续在黑龙江省占有较高市场份额; 同时, 公司积极推进业务转型和各业务协同发展, 投资银行和信用交易等业务发展较好, 收入结构更加均衡。2016 年, 上市公司哈尔滨哈投投资股份有限公司 (以下简称“哈投股份”) 收购公司原其他股东股份, 公司成为其全资子公司。同年 10 月, 哈投股份对公司增资 49.81 亿元, 公司资本实力的显著增强将有力支撑公司经营规模的持续增长。

联合评级同时也关注到, 公司营业收入受市场行情波动及相关监管政策等因素影响较大, 未来收入增长存在一定不确定性; 公司债务在 2017 年到期的占比较大, 面临一定的短期偿付压力。

综上, 联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级, 评级展望为“稳定”; 同时维持“17 江海 C1”“AA”的债项信用等级。

优势

1. 截至 2016 年末, 公司在黑龙江省设有 33 家营业部, 具有较强的网点优势, 区域内代理买卖证券市场份额为 16.83%, 保持在较高水平, 区域竞争力较强。

2. 2016 年上市公司哈投股份收购公司原其他股东股份, 公司成为上市公司子公司, 融资渠道将更加畅通。同年 10 月, 哈投股份对公司增资 49.81 亿元, 公司资本实力得到明显增强, 有力支撑经营规模持续增长。

3. 2016 年, 公司积极推进公司业务转型和各业务协同发展, 投资银行和信用交易等业务发展较好, 收入结构更加均衡。

## 关注

1. 2016 年，国内证券市场波动明显，受此影响，公司经纪业务和自营业务收入大幅下降，表明公司主要业务与证券市场高度关联，经济周期变化、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素可能导致公司未来收入有较大的波动性。

2. 截至 2016 年末，公司债务在 2017 年到期的占比较大，面临一定的短期偿付压力；2017 年以来，公司杠杆水平上升较快，需对公司的偿债能力和流动性情况保持关注。

## 分析师

张 祎

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-8517 1273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

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

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

江海证券有限公司（以下简称“公司”或“江海证券”）原名江海证券经纪有限责任公司，成立于 2003 年 12 月，由原哈尔滨市国际信托投资公司证券营业部、哈尔滨市财政证券公司、哈尔滨市证券交易中心重组设立，原注册资本为 1.09 亿元。

2006 年 10 月，公司吸收合并天元证券经纪有限公司，并由哈尔滨投资集团有限责任公司（以下简称“哈投集团”）增资人民币 2 亿元，合并增资后，公司注册资本达到 3.21 亿元。2008 年 9 月，和 2009 年 3 月，公司历经两次增资，注册资本达 13.63 亿元。2009 年 6 月，公司名称变更为江海证券有限公司。2015 年 5 月，由哈投集团对公司实施增资，公司注册资本变更为 17.86 亿元。

2016 年，哈投集团旗下上市子公司哈尔滨哈投投资股份有限公司（以下简称“哈投股份”，证券代码：600864.SH）收购公司其他原股东的股权，成为公司唯一出资人，2016 年 7 月，公司完成股东变更工商登记手续。2016 年 10 月，哈投股份对公司增资 49.81 亿元，截至 2017 年 3 月末，公司注册资本 67.67 亿元，为哈投股份全资子公司。公司实际控制人为哈尔滨市国资委。

公司经营范围：证券经纪，证券承销与保荐，证券投资咨询，证券自营，证券资产管理，融资融券，证券投资基金代销，代销金融产品（有效期至 2018 年 7 月 10 日）；自有房屋租赁。

截至 2016 年末，公司共设有 50 家证券营业部，其中黑龙江省 33 家，其余主要分布在北京和上海；公司暂未设分公司，拥有全资一级子公司 1 家：江海证券投资（上海）有限公司（以下简称“江海证投”），控股子公司 1 家：江海汇鑫期货有限公司（以下简称“汇鑫期货”）；公司共有员工 1,379 人。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 238.02 亿元，其中客户存款 48.01 亿元，客户备付金 17.08 亿元；负债总额 136.18 亿元，其中代理买卖证券款 67.91 亿元；所有者权益 101.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益 101.44 亿元；母公司口径净资产 101.40 亿元，净资本 93.89 亿元。2016 年，公司实现营业收入 12.40 亿元，净利润 3.81 亿元，其中归属于母公司的净利润 3.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额-94.80 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.42 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 290.24 亿元，其中客户存款 43.61 亿元，客户备付金 13.91 亿元；负债总额 187.58 亿元，其中代理买卖证券款 60.59 亿元；所有者权益 102.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 102.25 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.71 亿元，净利润 0.75 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.16 亿元。

公司注册地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号；法人代表：孙名扬。

## 二、债券概况

### “17 江海 C1”

2017 年 4 月 21 日，公司发行“江海证券有限公司 2017 年次级债券（第一期）”，规模 21.50 亿元，票面利率为 5.30%，期限为 3 年，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的付息日为 2018 年至 2020 年每年的 4 月 24 日，到期日和兑付日为 2020 年 4 月 24 日。本期债券已于 2017 年 5 月 18 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“17 江海 C1”，证券代码“145487.SH”。截至本报告出具日，本期债券尚未到付息日。本期债券所募集的资金扣除发行等相关费用后，用于补充公司净资本和营运资金，与募集说明书承诺的用途一致。

### 三、行业环境

证券行业在 2016 年市场行情震荡下行和监管趋严的背景下，整体收入规模下滑明显，但整体收入结构更加均衡。

从市场环境看，2016 年上半年市场连续下跌，信心不足，指数处于低位徘徊；下半年在流动性充足、深港通预期等因素作用下，指数有所反弹。但整体来看，市场反弹力度不大，上证指数整体下跌 12.31%，A 股成交金额同比下降 50.04%，降幅明显。从政策层面看，2016 年监管思路明确为依法监管、从严监管和全面监管，在投行业务、并购重组业务、公司债发行以及资产管理业务等方面相继出台政策法规，并加大违规事件的惩处力度；此外，证监会修订并发布了《证券公司风险控制指标及管理办法》，建立了以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系，对于行业的长期健康发展具有重要意义。受 2016 年市场行情景气度不高的影响，证券公司经纪业务和自营业务业绩下滑幅度明显；而受益于政策层面的稳定（如 IPO 审核发行的提速）、国企改革的深入以及券商自身转型等，投资银行业务和资产管理业务收入增长显著，整体收入结构更加均衡。

根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，截至 2016 年末，129 家证券公司总资产为 5.79 万亿元，较 2015 年末减少 9.81%；净资产为 1.64 万亿元，净资本为 1.47 万亿元，较 2015 年末分别增加 13.10%和 17.60%，资本实力有所提升。2016 年，129 家证券公司中，124 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,279.94 亿元，全年实现净利润 1,234.45 亿元，分别同比减少 42.97%和 49.57%，经营业绩明显下滑。收入结构方面，经纪业务、投资银行业务（含财务顾问业务）和自营业务为前三大收入来源，相应占比更加趋于均衡，资产管理业务收入占比有所提升，收入结构进一步优化。

未来，资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司将不断推动业务转型，并在相关业务面临较好的发展机遇，同时对自身风控能力提出更高要求。

2017 年，伴随着我国经济增速和结构的调整，资本市场将在强监管的背景下持续深化改革，并逐渐回归资源有效配置的本质功能。首先，区域股权市场的发展、新三板市场的分层改革将进一步带动多层次资本市场的建设；其次，IPO 审核发行的提速、再融资政策新规、绿色债券的政策鼓励和 PPP 项目推动的资产证券化等也将完善股票和债券相关发行交易制度；最后，互联网金融的推进、资本中介业务的扩张、资产管理业务主动管理能力的提升使得证券公司在传统业务的基础上不断推动自身业务转型。因此，未来资本市场将在防范金融泡沫的前提下，推进改革和加强监管并重，证券市场将在稳定健康的环境中“稳中有升”，市场行情和投资环境有望逐步向好。

总体看，证券行业主要业务与证券市场高度关联，经济周期变化、证券市场波动及相关监管政策变化等因素对证券行业影响很大。2016 年，证券行业经营业绩有所波动，但绝大多数公司仍处于盈利状态；未来，证券公司在 IPO 业务、资产证券化业务以及新三板业务方面将面临较好的发展机遇，同时也对自身风控能力提出了更高的要求。

### 四、管理与内控分析

跟踪期内，公司管理层基本保持稳定，公司原董事姜明玉、徐桂英、王小波、周隆斌，原监事生明川、董昕因工作变动离任；同期，公司选举张名佳为董事。公司管理人员变动不大，整体经营管理核心团队基本保持稳定，未对公司正常经营造成重大不良影响。

内部控制建设方面，2016 年，公司制定和修订合规风控有关制度 19 项，合规咨询 33 次，制度

审查 50 余项，业务及其他审查 2,000 余项，开展合规培训 8 次，合规专项检查 3 项和全面检查 4 项，加强对员工、经纪人执业行为监控，积极处理 15 起投诉举报信访事项。经董事会授权，公司成立合规管理有效性专项评估工作领导小组实施 2016 年合规管理有效性评估工作，公司对纳入评估范围的业务与事项均已建立了相应的管理制度，并得到有效执行，达到了公司合规管理的目标。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 年的内控情况进行了审计并出具标准无保留意见。总体看，公司内部控制不存在对持续稳定经营构成实质影响的重大缺陷。

合规管理方面，2016 年，公司制定证券经纪业务合规管理工作方案，进一步规范证券经纪业务活动；优化融资融券业务合同条款，并通过短信、邮件、公告等有效方式告知客户；加强对投资银行、证券自营及资产管理新业务模式的合规审查力度，在立项环节将合规风控关注点进行充分的揭示，确保项目初始阶段不存在原则性合规问题，内核阶段对材料进行全面系统审核；制定多项管理制度和办法，规范公司债券发行承销工作，提高债券发行承销工作质量，有效防范和控制债券业务风险；建立江海证券网下投资者信息备案核查系统，保障 IPO 业务顺利开展；掌握投行业务实质，全面履行现场核查职能，保障项目质量；加强新三板推荐及挂牌业务规范化管理，提高项目内核工作质量与水平，有效防范项目执行与操作风险；合规风控部门参与资产管理业务开展的全过程，尤其注重事前的业务模式探讨和合规风险评估。在 2016 年证券公司分类监管评级中，公司被评为 BBB 级，较上年持平，2016 年公司未收到证监会的警示函及其他监管措施。

总体看，跟踪期内，公司不断完善内部控制体系，内部控制水平逐步提升，对业务风险的监控比较到位，较好地支撑了各项业务的发展。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营业务板块包括经纪业务、自营投资、投资银行、资产管理、信用交易业务等。2016 年，受市场行情不景气影响，公司营业收入有所下滑；2016 年公司实现营业收入 12.40 亿元，同比下降 39.96%，下降速度缓于整体行业水平；实现净利润 3.81 亿元，同比下降 55.45%，下滑幅度大于行业平均水平。2016 年，公司经纪业务实现收入 5.12 亿元，同比下降 58.61%，系受整体经纪业务交易量下滑影响所致；自营投资业务收入 2.37 亿元，同比减少 42.89%，主要系证券市场行情下滑所致；投资银行业务实现收入 1.55 亿元，同比增加 91.36%，主要系股票和债券承销规模扩大所致；资产管理业务收入 1.26 亿元，同比减少 21.74%，主要系集合理财业务收入下滑所致；信用交易业务实现收入 2.28 亿元，同比增加 10.68%，系股票质押业务规模增长所致。

表1 公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

| 项目       | 2015 年 |        | 2016 年 |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|
|          | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 经纪业务收入   | 12.37  | 59.92  | 5.12   | 41.27  |
| 投资银行业务收入 | 0.81   | 3.91   | 1.55   | 12.48  |
| 自营投资业务收入 | 4.15   | 20.10  | 2.37   | 19.08  |
| 资产管理业务收入 | 1.61   | 7.79   | 1.26   | 10.18  |
| 信用交易业务收入 | 2.06   | 9.96   | 2.28   | 18.38  |
| 其他业务收入   | -0.35  | -1.67  | -0.17  | -1.39  |
| 营业收入合计   | 20.65  | 100.00 | 12.40  | 100.00 |

资料来源：公司提供

从收入构成上来看，经纪业务仍为公司第一业务收入来源，2016年占比41.27%，但受市场行情下滑影响较2015年下降18.65个百分点；自营投资业务收入占比为19.08%，较上年变化不大；投资银行业务收入占比提升较快，由2015年的3.91%上升为12.48%；资产管理业务占比达10.18%，较2015年提升2.39个百分点；2016年信用交易业务收入占比增长较快，由2015年的9.96%上升为18.38%。总体看，公司业务趋于多元化发展，收入结构更加均衡。

2017年1~3月，公司实现营业收入2.71亿元，同比增长18.86%，主要系市场行情较去年同期有所回暖，投资收益增长所致；实现净利润0.75亿元，同比增长10.29%。

总体看，2016年，公司营业收入受市场行情影响下滑较大，但投资银行和信用交易业务发展良好，对收入的贡献程度明显增加，收入结构更加均衡；同时，联合评级关注到，公司收入构成以经纪业务和自营业务为主，受市场行情影响较大，未来收入增长具有一定的不确定性。

## 2. 业务运营

### (1) 经纪业务

公司经纪业务由经纪业务管理总部及下属各营业部共同运营。2016年，公司加快进行营业部网点由现场向非现场转型并全面推进，降低经纪业务的刚性成本，实现了经纪业务整体运营成本的大幅下降。同时，公司不断丰富金融产品线，满足客户对金融产品的需求，为经纪业务全面向财富管理转型提供了有效手段。

营业网点方面，2016年，公司新设6家营业网点，截至2016年末，公司营业网点共50家，其中，33家布局在黑龙江省内，实现了营业网点在黑龙江省内的全面深入覆盖，在当地同业中具有较强的市场竞争力；2016年公司经纪业务在黑龙江省内的市场份额分别为16.83%，持续保持较高水平。公司省外营业部广泛分布于全国其他省市，除设在北京、上海、深圳等经济发达的一线城市外，还分布在福建、辽宁、山东等多个省份的发达城市。公司加快推进营业网点建设及布局优化，加强黑龙江省外的网点布局，2017年4月，获批筹建18家营业部，主要分布在北京市、重庆市、武汉市、成都市、杭州市、长沙市等省会城市及经济发达地区，未来会继续推进网点的全国性布局。

2016年，受证券市场低迷、交易量大幅下降以及佣金率持续下滑的影响，公司实现经纪业务收入5.12亿元，同比大幅下降58.61%，占比降至41.27%，但仍是公司第一大收入来源。代理买卖证券业务方面，2016年公司代理买卖各类证券的交易总额为11,305.83亿元，同比下降44.49%，市场份额呈下降趋势，主要由于公司债券交易主要为中小投资者进行债券质押式回购的融券交易，因市场利率持续下降，导致该部分客户投资方向转移。公司代理买卖证券仍以股票为主，2016年占比67.79%，公司代理买卖股票交易额7,664.20亿元，同比下降54.11%。受证券行业竞争加剧及互联网金融的影响，2016年公司代理买卖证券业务平均佣金率较上年的0.741%进一步下滑至0.602%，但仍远高于行业平均水平，未来仍存在一定下降压力。

表2 公司代理买卖证券业务情况表（单位：亿元，%）

| 证券种类 | 2015 年度   |      | 2016 年度   |      |
|------|-----------|------|-----------|------|
|      | 交易量       | 市场份额 | 交易量       | 市场份额 |
| A 股  | 16,687.14 | 0.33 | 7,657.38  | 0.30 |
| B 股  | 15.41     | 0.21 | 6.79      | 0.23 |
| 基金   | 203.81    | 0.07 | 71.82     | 0.03 |
| 债券   | 3,453.75  | 0.13 | 3,566.15  | 0.07 |
| 其他   | 8.74      | 0.14 | 3.68      | 0.05 |
| 合计   | 20,368.84 | 0.25 | 11,305.83 | 0.15 |

数据来源：公司提供

2017 年 1~3 月，证券市场行情持续疲软，公司实现经纪业务手续费净收入 0.80 亿元，同比下降 29.93%。

总体看，2016 年，受益于公司在网点布局、服务拓展及经纪业务转型等各方面工作的推动，公司经纪业务整体稳步发展；但受市场剧烈震荡、佣金率持续下降的影响，经纪业务收入呈现较大下滑，未来经纪业务收入增长存在一定不确定性。

### （2）投资银行业务

公司投资银行业务主要为企业提供证券承销、保荐以及财务顾问等服务。2016 年，公司稳步推进传统投行，大力发展创新投行，为企业提供多样化融资服务，并以投行业务为依托，实现各业务条线的协同发展。2016 年，公司投资银行业务实现营业收入 1.55 亿元，同比增长 91.36%，占营业收入的 12.48%。

股票承销业务方面，2016 年，公司根据客户自身条件和个性化特点以及股权结构和资本结构的差异化要求，通过提供不同股本金融资方式和金融服务，满足不同企业不同阶段对权益资本的需求。2016 年，公司分别完成新增股票承销金额 4.55 亿元，承销收入 0.48 亿元。

债券承销业务方面，2016 年，我国债券市场加速发展，公司大力推动债券发行承销业务，债券承销业务稳步发展，完成债券承销金额 58.00 亿元，同比增长 18.37%，承销收入 0.61 亿元，同比增长 154.17%。公司其他产品承销收入主要为上年承销的 ABS 产品确认管理费收入 0.45 亿元。

新三板业务方面，2016 年，公司积极抢占新三板市场份额，重点推荐新兴领域的成长型企业，截至 2016 年末，公司累计推荐挂牌企业 55 家，做市企业 34 家。

表3 公司证券承销业务规模情况表（单位：亿元）

| 项目 | 2015 年 |      | 2016 年 |      |
|----|--------|------|--------|------|
|    | 承销金额   | 承销收入 | 承销金额   | 承销收入 |
| 股票 | 0.00   | 0.00 | 4.55   | 0.48 |
| 债券 | 49.00  | 0.24 | 58.00  | 0.61 |
| 其他 | 14.85  | 0.57 | 0.00   | 0.45 |
| 合计 | 63.85  | 0.80 | 62.55  | 1.54 |

资料来源：公司提供。

储备项目方面，截至 2016 年末，股权融资方面，公司有重大资产重组项目 1 个，已通过证监会审核，另有 IPO 储备项目 35 个；债券融资方面，企业债项目已获发改委批文 1 个，已报发改委并审核通过 1 个，已报发改委待审核 1 个，另有企业债及公司债项目 34 个正在承做中。

2017 年 1~3 月，公司实现投资银行业务手续费净收入 0.19 亿元，同比下降 53.66%。

总体看，2016 年，公司投资银行业务发展较好，项目储备情况良好，投行业务收入贡献度呈上升趋势，但收入和利润易受市场行情和政策环境的影响。

### （3）自营投资业务

公司自营业务主要投资品种包括权益类和固定收益类产品。2016 年，在市场行情弱势震荡的环境下，公司自营业务及其他投资业务立足于多层次资本市场，坚持以价值投资为基础，丰富投资多样性，实现了较好的投资收益。

2016 年，受股票市场行情震荡影响，公司调整投资结构，缩减了股票投资占比，股票投资占比由 2015 年的 45.14%下降至 20.56%；债券投资占比小幅下降至 28.15%；其他投资占比大幅增长至 51.24%，其他投资主要包括集合理财产品、信托计划、期货投资、基金投资、委托其他证券公司投资、银行理财投资等，2016 年其他投资规模增长较快主要系公司增加了固定收益类信托产品投资所

致。2016 年，公司自营业务平均投资规模为 22.66 亿元，同比增长 47.81%，受市场行情下滑影响，投资收益率为 10.44%，较上年下降明显，仍处于较好水平。新三板做市业务方面，在新三板行情整体表现疲弱的情况下，公司以稳健审慎为原则，当年实现较好投资收益，同时做市标的企业也增加近 80%。2016 年，受证券市场行情波动较大的影响，公司自营业务实现收入 2.37 亿元，较 2015 年下降 42.89%。根据证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 8.80%，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 81.44%，均符合监管标准。

表4 公司自营投资业务情况表（单位：亿元，%）

| 项目         | 2015 年 |        |       | 2016 年 |        |       |
|------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
|            | 规模     | 占比     | 收益率   | 规模     | 占比     | 收益率   |
| 股票（包括股指期货） | 6.92   | 45.14  | 46.84 | 4.66   | 20.56  | 23.25 |
| 债券         | 3.73   | 24.33  | 11.11 | 6.38   | 28.15  | 9.89  |
| 其他         | 4.69   | 30.59  | 8.40  | 11.61  | 51.24  | 5.59  |
| 合计         | 15.33  | 100.00 | 26.40 | 22.66  | 100.00 | 10.44 |

资料来源：公司提供

2017 年 1~3 月，公司取得自营业务收入 0.39 亿元。

总体看，受证券市场行情较大波动的影响，2016 年公司自营投资业务收入有所下降，股票投资规模下降较大，固定收益类信托产品投资有所增加，投资结构趋于多元化。同时，联合评级关注到自营业务受市场影响较大，收入实现存在不确定性。

#### （4）资产管理业务

公司资产管理业务主要包括集合资产管理计划、定向资产管理计划和专项资产管理计划。2016 年，公司加大了业务创新和产品创新的力度，扩大业务范围，带动管理规模的增长；同时，公司积极推进以资产证券化为代表的主动管理型资产管理业务，取得了较好的成果。

从管理资产规模来看，截至 2016 年末，公司资产管理业务总规模 2,737.39 亿元，产品数量 392 只，管理规模和产品数量分别排名行业第 17 位和第 15 位（公司提供），其中仍以定向资产管理为主，总规模 2,664.20 亿元，较上年末小幅下降 3.80%，集合资产管理规模 21.39 亿元，同比大幅增长 546.22%。专项理财方面，2016 年公司新增专项理财产品 1 只，为“合富 2 号信托收益权资产支持专项计划”，规模为 37.00 亿元，当年取得管理费收入 19 万元。

从收入构成来看，公司资产管理业务收入以定向资产管理计划为主，2016 年占比 97.33%，较上年进一步上升，但随着市场竞争日趋激烈，此部分业务利润空间不大；公司集合资产管理业务方面，2016 年规模较上年大幅增长，但净收入大幅下降，主要系市场行情下滑，且竞争日趋激烈导致手续费率及收益率下降所致。

 表5 公司资产管理业务<sup>1</sup>情况表（单位：亿元）

| 项目   | 2015 年   |      | 2016 年   |        |
|------|----------|------|----------|--------|
|      | 规模       | 净收入  | 规模       | 净收入    |
| 集合理财 | 3.31     | 0.26 | 21.39    | 0.05   |
| 定向理财 | 2,769.41 | 1.40 | 2,664.20 | 1.23   |
| 专项理财 | 14.80    | 0.00 | 51.80    | 0.0019 |
| 合计   | 2,787.52 | 1.66 | 2,737.39 | 1.28   |

资料来源：公司提供

<sup>1</sup>表格中数据均采用母公司口径，造成表格中合计数与公司报表中资产管理业务净收入不一致。

2017 年 1~3 月，公司实现资产管理业务手续费净收入 0.40 亿元，同比增长 42.86%。

总体看，2016 年，公司资产管理业务规模保持稳定，仍以定向资产管理计划为主，但随着市场竞争日趋激烈，此板块利润空间有限，未来公司将大力发展主动管理及资产证券化业务。

#### （5）信用交易业务

公司信用交易业务是为客户提供融资融券、股票质押式回购、约定购回等服务。2016 年，公司结合行业发展及监管动向，稳步发展融资融券业务，并积极拓展股权质押业务融资渠道，与多家银行建立业务联系及合作关系，提升项目与资金对接能力。2016 年，公司信用交易业务实现收入 2.28 亿元，同比增加 10.68%，占营业收入比重上升至 18.38%。

融资融券业务方面，2016 年以来，受证券市场持续低迷的影响，融资融券业务规模有所下降，截至 2016 年末，公司融资融券总账户数虽有增长，但融资融券余额较年初下降 20.04%至 28.92 亿元，全年实现利息收入 2.29 亿元，同比下降 42.03%。

表6 公司融资融券业务情况表（单位：万户，亿元）

| 项目       | 2015 年 | 2016 年 |
|----------|--------|--------|
| 融资融券账户数目 | 2.71   | 2.81   |
| 融资融券余额   | 36.17  | 28.92  |
| 融资融券利息收入 | 3.95   | 2.29   |

资料来源：公司提供

股票质押式回购交易业务方面，随着整个市场业务规模的持续高速增长，公司业务规模也增长迅速。截至 2016 年末，公司的股票质押式回购业务余额为 69.48 亿元，较上年末增长 236.95%，获得利息收入 0.72 亿元，同比增长 53.19%。约定购回业务方面，随着整个市场业务规模的持续萎缩，2016 年公司约定购回业务规模较小且呈持续下降趋势。

表7 公司股票质押业务和约定式购回业务情况表（笔，亿元）

| 项目       | 2015 年 | 2016 年 |
|----------|--------|--------|
| 股票质押笔数   | 7,745  | 238    |
| 股票质押账户余额 | 20.62  | 69.48  |
| 股票质押利息收入 | 0.47   | 0.72   |
| 约定回购笔数   | 4      | 2      |
| 约定回购账户余额 | 0.02   | 0.02   |
| 约定购回利息收入 | 0.01   | 0.002  |

资料来源：公司提供

2017 年 1~3 月，受证券市场持续疲软影响，公司实现利息净收入（主要来源于信用交易业务）0.37 亿元，同比下降 49.32%。

总体看，2016 年公司信用交易业务收入呈持续增长趋势，融资融券业务规模有所下降，股票质押业务规模持续上升；同时，联合评级关注到信用交易业务受市场行情波动影响较大，未来收入存在一定的不确定性。

#### （6）子公司业务

##### 江海证投

江海证投成立于 2014 年 6 月，注册资本为 2,000.00 万元，为公司全资子公司。2016 年和 2017 年，公司分别对江海证投进行两次增资，截至 2017 年 3 月末，江海证投注册资本 5.00 亿元。江海

证投主营业务是证券咨询（不得从事金融证券、保险业务），金融信息服务（除金融业务），实业投资，项目投资，项目管理，资产管理，投资咨询（除经纪），财务咨询（不得从事代理记账），市场信息咨询与调查（不得从事社会调研、社会调查、民意调查、民意测验）。因设立时间较短，江海证投经营尚不成熟，增资后将推动江海证投的进一步建设及业务的全面开展。截至 2016 年末，江海证投资产总额 2,515.64 万元，净资产 2,418.10 万元，2016 年全年实现营业收入 345.50 万元，净利润 260.41 万元。

### 汇鑫期货

汇鑫期货成立于 1995 年 5 月，初始注册资本为 1,500.00 万元，经历次增资扩股，截至 2017 年 3 月末，汇鑫期货注册资本为 1.00 亿元，其中公司持股 65.00%。汇鑫期货拥有上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所的会员资格，是中国金融期货交易所的交易结算会员，主要从事商品期货和金融期货经纪业务、期货投资咨询、资产管理业务，其中期货经纪业务占收入的 95%以上。截至 2017 年 3 月末，汇鑫期货分别在北京、上海、营口、沈阳、蚌埠和鞍山设 6 家期货营业部。2016 年，汇鑫期货实现营业收入 4,413.52 万元，其中手续费收入 4,157.90 万元，较上年有所下降；净利润 274.66 万元，较上年大幅增长 12.01 倍。总体看，2016 年，公司子公司运营情况尚可，但整体规模较小，对公司的收入和利润贡献有限。

### 3. 未来发展

公司确定了“以经纪业务为基础，以投资银行业务为龙头，以资产管理业务和自营业务为两翼”的战略发展思路，旨在打通投行业务与经纪业务、投行业务与自营业务、投行业务与资管业务之间的协同渠道，建立利益共享机制，持续提升合规风险管理能力，实现各项业务在风险管控的前提下协同发展。

在投行业务与资管业务、经纪业务协同发展方面，投资银行业务以其专业优势，可以为资产管理业务在创新产品设计和发行商提供有力支持，而资产管理业务为投资银行业务的创新提供了产品通道，使其创新最终得以实现，另外投资银行业务和资产管理业务的联合可以达成项目主体与投资主体的衔接。经纪业务拥有广大的客户群体，能为投资银行业务及资产管理业务提供客户资源，另一方面，在金融市场的不断发展中，客户对产品及服务的需求趋向多样化和专业化，投资银行业务和资产管理业务可以为其提供专业化服务的建议和多样化的投资品种。

公司将发挥在黑龙江地域上的区位优势，以现有业务为基础，逐步为黑龙江省打造一个以证券业务为核心的综合金融服务平台，并与其它金融机构建立更为深入广泛地合作，形成一个强大的资本市场金融服务平台，通过资源共享，把金融服务延伸到省内各地。同时，公司还将在本地多层次资本市场建设方面发挥作用，为本地经济发展贡献力量。

总体看，公司战略目标清晰，定位明确，符合自身特点和未来发展需要；公司战略发展方向与行业发展趋势相吻合，具有良好发展前景。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2015 年~2017 年 3 月的合并财务报表，2015 年~2016 年的财务数据均经大华会计师事务所审计，并出具了标准无保留审计意见，2017 年一季度财务报表未经审计。同时，公司提供了 2015~2016 年的监管报表，经大华会计师事务所审计，并出具标准无保留审计意见。2016 年，公司

合并范围差异较小，财务数据可比性较强。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 238.02 亿元，其中客户存款 48.01 亿元，客户备付金 17.08 亿元；负债总额 136.18 亿元，其中代理买卖证券款 67.91 亿元；所有者权益 101.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益 101.44 亿元；母公司口径净资产 101.40 亿元，净资本 93.89 亿元。2016 年，公司实现营业收入 12.40 亿元，净利润 3.81 亿元，其中归属于母公司的净利润 3.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额-94.80 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.42 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 290.24 亿元，其中客户存款 43.61 亿元，客户备付金 13.91 亿元；负债总额 187.58 亿元，其中代理买卖证券款 60.59 亿元；所有者权益 102.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 102.25 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.71 亿元，净利润 0.75 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.16 亿元。

## 2. 资产质量与流动性

截至2016年末，公司资产总额238.02亿元，较上年末增长24.04%。公司资产仍以自有资产为主，2016年末自有资产占资产总额的71.47%；截至2016年末，公司自有资产170.11亿元，较上年末增长66.64%，主要系可供出售金融资产和买入返售金融资产增长所致。公司自有资产以可快速变现资产为主，2016年末，可快速变现资产占自有资产的比重为69.09%。截至2016年末，公司可快速变现资产为117.54亿元，较上年末增长29.01%，主要系买入返售金融资产和可供出售金融资产规模增加所致；公司可快速变现资产以融出资金（占比25.21%）、买入返售金融资产（占比44.48%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比10.26%）和可供出售金融资产（占比11.94%）为主。

表 8 公司资产情况表（单位：亿元）

| 项目                     | 2015 年末       | 2016 年末       |
|------------------------|---------------|---------------|
| <b>自有资产</b>            | <b>102.09</b> | <b>170.11</b> |
| 可快速变现资产                | 91.11         | 117.54        |
| 其中：自有货币资金              | 11.04         | 7.31          |
| 自有结算备付金                | 1.62          | 2.22          |
| 可供出售金融资产               | 7.79          | 14.03         |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 11.17         | 12.06         |
| 融出资金                   | 36.13         | 29.63         |
| 买入返售金融资产               | 23.36         | 52.28         |
| <b>其他资产</b>            | <b>89.81</b>  | <b>67.91</b>  |
| 其中：客户资金存款              | 73.33         | 48.01         |
| 客户备付金                  | 15.07         | 17.08         |
| <b>资产总额</b>            | <b>191.90</b> | <b>238.02</b> |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：可快速变现资产已剔除可供出售金融资产中的资产管理产品、信托产品及其他。

截至2016年末，公司融出资金29.63亿元，较上年末下降17.99%，主要系融资融券业务规模下降所致，其中期限在1~3个月的融出资金余额占比55.14%，3~6个月的占比11.56%，6~12个月的占比6.65%，流动性较强；2016年公司融出资金按0.17%的比例计提坏账准备，共计提0.06亿元。随着股票质押式回购业务规模不断增加，公司买入返售金融资产持续快速增长，截至2016年末，公司买入返售金融资产52.28亿元，较年初大幅增长123.81%，其中股票质押式回购资金余额占比69.82%，约

定购回式证券、股票质押式回购的剩余期限均在1年以内；公司对买入返售金融资产计提了坏账准备，整体计提比例为0.35%。截至2016年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为12.06亿元，较上年末增长7.96%，主要以债券为主，占比达76.43%，其余为股票和基金，占比分别为14.47%和9.10%。截至2016年末，公司可供出售金融资产56.78亿元，较上年末大幅增长480.99%，主要系债券投资、理财产品投资和信托计划投资增加所致，其中信托计划投资占比最大，为51.74%，债券占比13.70%，股票占比10.35%，理财产品占比15.66%。

截至2017年3月末，公司资产总额290.24亿元，较年初增长21.94%，其中自有资产229.65亿元，较年初增长35.00%，自有资产中，买入返售金融资产53.21亿元，较年初变化不大；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产55.00亿元，较年初大幅增长356.22%，主要系自营业务扩大了投资规模所致；可供出售金融资产72.55亿元，较年初增加27.77%，主要系增加了理财产品及信托计划投资所致；融出资金29.56亿元，较年初基本持平。

总体看，2016年，公司自有资产规模持续增加，以可快速变现资产为主，变现能力较强，流动性较好，资产质量较高。

### 3. 负债及杠杆水平

截至2016年末，公司负债总额为136.18亿元，较上年末下降3.60%。截至2016年末，公司自有负债68.27亿元，较上年末增长32.68%，主要系应付短期融资款和应付债券增长所致。公司自有负债中，应付短期融资款、卖出回购金融资产款和应付债券占比分别为29.30%、46.32%和16.16%。

截至2016年末，公司卖出回购金融资产款31.62亿元，较年初减少7.18%，主要系公司缩减了债券质押融资规模，按卖出回购标的来看，主要为债券和融资融券资产收益权，占比分别为56.99%和43.01%。截至2016年末，公司应付短期融资款20.00亿元，较上年末大幅增长172.47%，主要系发行收益凭证规模增加所致，公司应付短期融资款全部为收益凭证，票面利率在4.10%~4.70%之间。2016年，公司新增应付债券11.03亿元，全部为长期收益凭证。截至2016年末，公司其他负债1.84亿元，较上年末减少62.06%，主要系公司从股东借入次级债务后转股本及一年内到期的长期收益凭证减少所致。

表9 公司负债情况表（单位：亿元，%）

| 项目           | 2015 年末       | 2016 年末       |
|--------------|---------------|---------------|
| <b>自有负债</b>  | <b>51.45</b>  | <b>68.27</b>  |
| 其中：卖出回购金融资产款 | 34.07         | 31.62         |
| 应付短期融资款      | 7.34          | 20.00         |
| 应付债券         | 0.00          | 11.03         |
| 其它负债         | 4.85          | 1.84          |
| <b>非自有负债</b> | <b>89.81</b>  | <b>67.91</b>  |
| 其中：代理买卖证券款   | 89.81         | 67.91         |
| <b>负债总额</b>  | <b>141.27</b> | <b>136.18</b> |
| 净资本/负债       | 85.01         | 138.23        |
| 净资产/负债       | 98.39         | 149.29        |
| 自有资产负债率      | 50.40         | 40.13         |

资料来源：公司审计报告、监管报表，联合评级整理。

注：此处净资本/负债、净资产/负债指标采用监管报表口径。

截至2016年末，受股东增资影响，公司净资产和净资本大幅上升，净资本/负债和净资产/负债

指标较 2015 年有大幅上升，分别为 138.23%和 149.29%，均高于行业监管标准；截至 2016 年末，公司自有资产负债率为 40.13%，较上年末进一步下降，结合公司所处的证券行业来看，整体处于较低水平，仍有加大杠杆的空间。

有息债务方面，截至 2016 年末，公司总债务规模 63.20 亿元，较年初增长 42.94%，主要系应付短期融资款和应付债券增加所致；其中短期债务占 82.55%，长期债务占 17.45%。从债务偿还期限来看，截至 2016 年末，公司债务在 2017 年到期的占比 82.55%，2018 年到期的占比 17.45%，公司面临一定的短期偿付压力，需要公司进行较好的流动性管理，但公司总体债务负担一般。

表 10 截至 2016 年末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元，%）

| 到期日       | 金额    | 占比     |
|-----------|-------|--------|
| 2017 年    | 52.17 | 82.55  |
| 2018 年    | 11.03 | 17.45  |
| 2019 年及以后 | 0.00  | 0.00   |
| 合计        | 63.20 | 100.00 |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年 3 月末，公司负债总额 187.58 亿元，较年初增加 37.75%，其中应付短期融资款 31.03 亿元，较年初增加 55.15%，主要系收益凭证增加所致；应付债券 11.27 亿元，较年初变化不大；卖出回购金融资产款 31.03 亿元，较年初增加 55.15%。受短期债务大幅增加影响，公司总债务 122.47 亿元，较年初大幅增长 93.80%；自有资产负债率达 55.30%，较年初增长 15.17 个百分点，提升较快。2017 年 4 月，公司发行 21.50 亿次级债，债务水平进一步上升，净资本较年初有所增加。

总体看，2016 年，公司自有负债呈增长趋势，债务负担一般，面临一定的短期偿债压力；2017 年以来，公司杠杆水平上升较快，需对公司的偿债能力和流动性情况保持关注。

#### 4. 资本充足性

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 101.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益 101.44 亿元。在归属于母公司所有者权益中，公司股本、资本公积、盈余公积、未分配利润和风险准备分别占比 66.71%、12.97%、2.58%、11.74%和 5.17%，公司股东权益的稳定性较好。2016 年，公司现金分红金额为 1.80 亿元，占当年净利润的 47.24%，分红力度较大，利润留存对资本补充的作用一般。

2016 年，公司确保了各项风险控制指标持续符合监管标准，抵御风险的能力稳步提升。证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施新的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，改进净资本、风险资本准备计算公式，公司对 2015 年末风险控制指标进行了追溯。截至 2016 年末，母公司口径（下同）的净资本和净资产规模分别为 93.89 亿元和 101.40 亿元，分别较 2015 年末增长 116.59%和 102.11%，主要系股东增资所致。截至 2016 年末，公司的各项风险资本准备之和为 48.65 亿元，较上年末增长 63.37%，主要系自营业务规模增加所致。从主要风控指标来看，截至 2016 年末，由于净资本增幅较大，风险覆盖率指标由上年末的 131.73%上升为 193.00%；资本杠杆率指标为 53.32%，较上年末增长 13.36 个百分点；受净资本增长幅度较大影响，净资本/净资产指标由 2015 年末的 86.40%上升至 92.59%；流动性覆盖率 211.72%，较上年末大幅增加；净稳定资金率 138.90%，较上年末有所减少；公司各项指标均持续优于各项监管标准。

表 11 2015~2016 年末公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

| 项目       | 2015 年末 | 2016 年末 | 监管标准 | 预警标准 |
|----------|---------|---------|------|------|
| 核心净资本    | 42.85   | 93.39   | --   | --   |
| 附属净资本    | 0.50    | 0.50    | --   | --   |
| 净资本      | 43.35   | 93.89   | --   | --   |
| 净资产      | 50.17   | 101.40  | --   | --   |
| 各项风险准备之和 | 32.91   | 48.65   | --   | --   |
| 风险覆盖率    | 131.73  | 193.00  | ≥100 | ≥120 |
| 资本杠杆率    | 39.96   | 53.32   | ≥8   | ≥9.6 |
| 净资本/净资产  | 86.40   | 92.59   | ≥20  | ≥24  |
| 流动性覆盖率   | 165.58  | 211.72  | ≥100 | ≥120 |
| 净稳定资金率   | 152.58  | 138.90  | ≥100 | ≥120 |

数据来源：公司净资本监管报表，以上指标均为母公司口径。

注：2016 年，证监会修改了《证券公司风险控制指标管理办法》，自 2016 年 10 月 1 日起正式实施；公司对 2015 年相关指标进行了追溯。

截至 2017 年 3 月末，母公司口径的净资本规模 91.69 亿元，较上年末下降 1.82%，净资产规模 102.30 亿元，较上年末增长 0.90%；公司各项风险控制指标均持续优于各项监管标准。

总体看，2016 年，受股东增资的影响，公司资本实力大幅增强，目前，公司各项风险控制指标均符合监管要求，整体资本充足性较好。

## 5. 现金流

从现金流情况来看，2016 年，公司经营性现金流由净流入转为净流出状态，净流出规模为 94.80 亿元，主要系市场行情低迷导致代理买卖证券流入金额减少及回购所致。2016 年，公司投资活动的现金流规模较小且呈净流出状态，净流出金额为 1.00 亿元，较上年增长 81.82%，系购建固定资产支付的现金增加所致。筹资活动方面，随着公司业务的发展，融资需求持续增长，筹资活动现金流入持续增长，2016 年为 106.31 亿元，同比大幅增长 243.93%；随着债务到期，筹资活动现金流出逐年增加，2016 年为 36.94 亿元，同比增长 52.45%；筹资活动现金流量净额 69.37 亿元，较上年大幅增加。整体看，公司融资渠道较为畅通，且考虑到公司作为上市公司的子公司，整体现金流状况处于较好水平。

表 12 公司现金流量情况表（单位：亿元）

| 项目           | 2015 年 | 2016 年 |
|--------------|--------|--------|
| 经营性现金流量净额    | 28.90  | -94.80 |
| 投资性现金流量净额    | -0.55  | -1.00  |
| 筹资性现金流量净额    | 6.68   | 69.37  |
| 现金及现金等价物净增加额 | 35.02  | -26.42 |
| 年末现金及现金等价物余额 | 101.05 | 74.62  |

资料来源：公司审计报告

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流净流出 19.95 亿元；投资活动现金流净流出 0.22 亿元，同比变化不大；筹资活动现金流净额 11.02 亿元，主要系发行债券收到的现金增加所致，上年同期为 -10.15 亿元。

总体看，2016 年，公司主要业务受市场行情影响较大，经营性现金流转为净流出状态；投资活动现金流规模较小；公司主要依靠筹资活动补充资金，存在一定的融资需求。公司融资渠道较为畅通，整体现金流状况较好。

#### 6. 盈利能力

2016 年，公司营业收入和利润规模受市场行情影响波动较大，实现营业收入 12.40 亿元，同比下降 39.96%。手续费及佣金净收入、利息净收入和投资收益是公司营业收入的主要来源，2016 年分别占比 54.57%、26.09%和 20.35%。手续费及佣金净收入主要来自经纪业务、投资银行业务和资产管理业务，2016 年经纪业务手续费及佣金净收入占手续费及佣金净收入的 31.67%，较上年末下降 20.83 个百分点，主要系股票市场行情下滑所致；投资银行业务手续费及佣金净收入占比 12.39%，较上年上升 8.50 个百分点，占比有所提升；资产管理业务手续费及佣金净收入占手续费及佣金净收入的 10.18%，较上年有所上升。利息净收入主要来自信用业务利息收入，2016 年为 3.24 亿元，同比小幅增长 1.25%，占营业收入比重为 26.09%。2016 年，公司实现投资收益 2.52 亿元，同比下降 35.22%，主要系证券市场行情下滑所致，占营业收入比重为 20.35%，投资收益主要来自持有及处置金融工具取得的收益，分别占比 35.27%和 64.73%。

从营业支出来看，2016 年，公司营业支出 7.32 亿元，同比下降 20.42%，降幅低于营业收入降幅。从支出构成来看，公司业务及管理费占比在 80%以上，主要是职工薪酬，2016 年占业务及管理费的 71.44%，占比较上年增长 1.24 个百分点；公司资产减值损失 0.32 亿元，同比大幅增长 550.66%，主要系公司计提商誉减值损失所致。同时，受公司营业收入下降和人力成本增长影响，公司薪酬收入比和营业费用率均较上年大幅增长，分别为 46.27%和 53.80%，公司成本控制能力有待加强。

表 13 公司盈利情况表（单位：亿元，%）

| 项目           | 2015 年       | 2016 年       |
|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>20.65</b> | <b>12.40</b> |
| 其中：手续费及佣金净收入 | 13.37        | 6.77         |
| 利息净收入        | 3.20         | 3.24         |
| 投资收益         | 3.89         | 2.52         |
| <b>营业支出</b>  | <b>9.20</b>  | <b>7.32</b>  |
| 其中：业务及管理费    | 7.90         | 6.67         |
| <b>营业利润</b>  | <b>11.46</b> | <b>5.08</b>  |
| <b>净利润</b>   | <b>8.55</b>  | <b>3.81</b>  |
| 营业费用率        | 38.22        | 53.80        |
| 薪酬收入比        | 27.78        | 46.27        |
| 营业利润率        | 55.47        | 40.97        |
| 平均自有资产收益率    | 9.60         | 2.80         |
| 平均净资产收益率     | 21.85        | 4.99         |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从盈利指标来看，2016 年，受市场行情下滑影响，公司实现净利润 3.81 亿元，同比减少 55.45%，2016 年，公司营业利润率 40.97%、平均净资产收益率 4.99%、平均自有资产收益率 2.80%，较上年分别下降 14.50 个百分点、16.86 个百分点和 6.80 个百分点。根据 Wind 资讯数据，与发行过债券的 74 家证券公司相比，公司 2016 年的平均净资产收益率排名约在 64 位，排名较为靠后。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.71 亿元，同比增长 15.43%，净利润 0.75 亿元，同比增长

14.55%，盈利规模有所上升。

总体看，2016 年，随着市场行情持续低迷，公司营业收入和净利润大幅下滑，盈利能力下降明显。

## 7. 偿债能力

2016 年，随着利润总额的下降，公司 EBITDA 为 9.16 亿元，同比减少 40.93%。2016 年公司 EBITDA 由折旧和摊销（占 4.71%）、利息支出（占 39.47%）和利润总额（占 55.82%）组成，利息支出和利润总额在 EBITDA 构成中占比较大。2016 年，随着公司债务规模持续增长，公司 EBITDA 全部债务比有所下降，较上年的 0.35 倍下降为 0.14 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力一般；EBITDA 利息倍数由上年的 4.29 倍下降为 2.53 倍，EBITDA 对利息的保护能力较好。另一方面，考虑到公司持有较大规模的可快速变现资产，截至 2016 年底，公司可快速变现资产/自有负债为 1.72 倍，该类资产可对债务形成良好保障。

表 14 公司偿债能力指标表（单位：亿元，%，倍）

| 项目           | 2015 年 | 2016 年 |
|--------------|--------|--------|
| 总债务          | 44.21  | 63.20  |
| 自有资产负债率      | 50.40  | 40.13  |
| 可快速变现资产/自有负债 | 1.77   | 1.72   |
| EBITDA       | 15.50  | 9.16   |
| EBITDA 全部债务比 | 0.35   | 0.14   |
| EBITDA 利息倍数  | 4.29   | 2.53   |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2017 年 5 月 8 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2016 年末，公司无对外担保情况。

截至 2016 年末，公司共有未决诉讼 3 起，分别为：公司作为原告诉黑龙江省盛恒基房地产开发集团有限责任公司（以下简称“盛恒基”），此案一审判决已生效，判决盛恒基向公司交付 4,000 万房产投资建设本金及利息；原告自然人宋丕业因融资融券业务事宜诉公司及哈尔滨花园街第二证券营业部，要求赔偿原告的经济损失 260 万元，此案正在审理中；原告甘孜农村信用联社股份有限公司诉广安科塔金属有限公司向原告支付资产管理计划欠款及逾期利息 1.32 亿元，中鸿联合融资担保有限公司等公司为其承担连带保证责任，公司及恒丰银行重庆分行、民生信托作为案件第三人在原告未获清偿的范围内向原告承担赔偿责任，此案正在审理中。联合评级将持续关注以上案件的进展情况。

截至 2017 年 3 月末，公司共取得银行授信额度 318.00 亿，其中已使用 71.00 亿元，未使用授信余额 247.00 亿元。

总体看，2016 年，公司债务负担有所加重，考虑到公司可快速变现资产对自有负债保障能力较好、EBITDA 利息倍数等偿债能力指标良好、2016 年增资使公司资本实力进一步增强等因素，公司整体偿债能力很强。

## 七、跟踪次级债券的偿付能力分析

以 2016 年财务数据为基础，公司对未偿的次级债券“17 江海 C1”的待偿本金合计 21.50 亿元的各项偿付能力指标见下表，次级债券偿付能力良好，资产、盈利对次级债券的按期偿付均能起到较好的保障作用。

表 15 本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

| 项目                    | 2016 年 |
|-----------------------|--------|
| 可快速变现资产/跟踪债券待偿本金合计    | 5.47   |
| 净资产/跟踪债券待偿本金合计（母公司口径） | 4.72   |
| EBITDA/跟踪债券待偿本金合计     | 0.43   |
| 净利润/跟踪债券待偿本金合计        | 0.18   |
| 经营活动现金净流量/跟踪债券待偿本金合计  | -4.41  |

资料来源：联合评级整理。

综合以上分析，考虑到公司在资本实力、业务规模等方面具有一定优势，且公司在成为上市公司全资子公司后，融资将会更加畅通，公司对次级债券“17 江海 C1”的偿还能力很强。

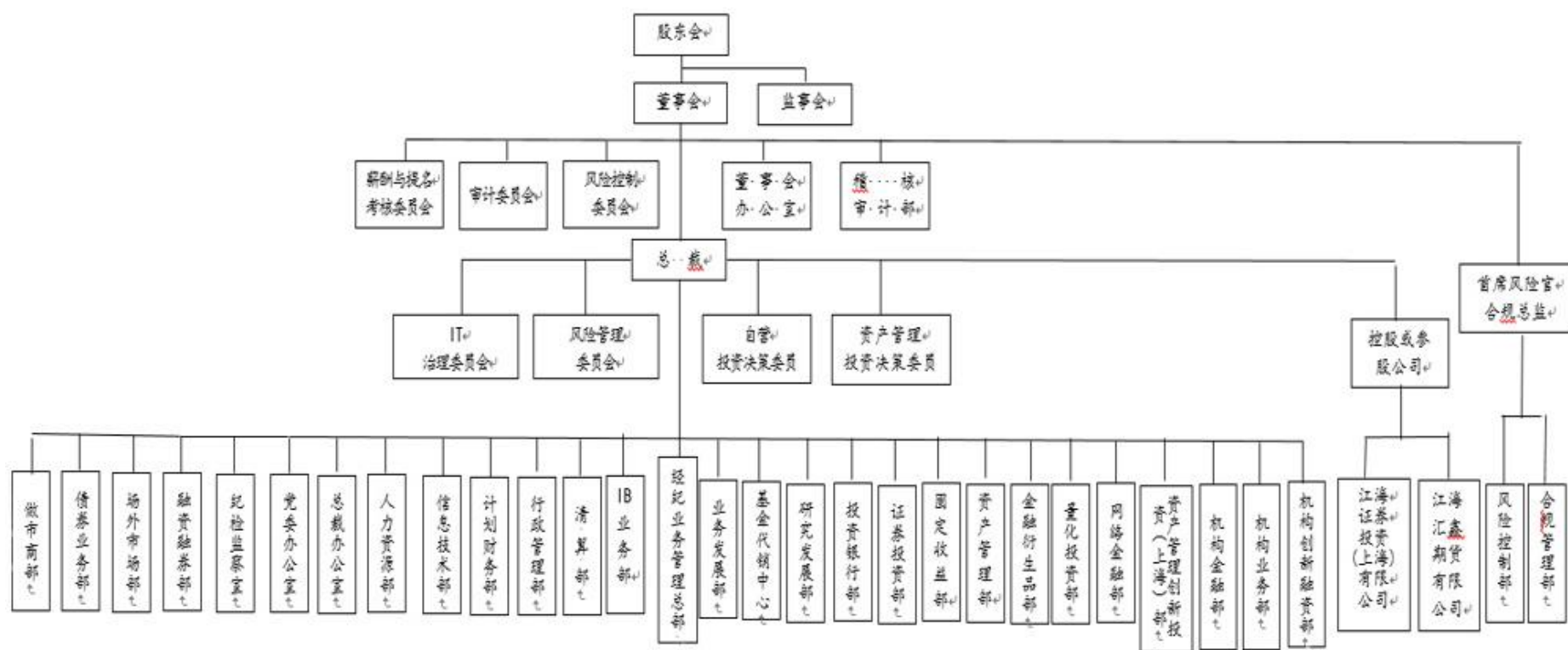
## 八、综合评价

江海证券有限公司作为全国性综合类上市券商之一，2016 年，公司代理买卖证券业务继续在黑龙江省占有较高市场份额；同时，公司积极推进业务转型和各业务协同发展，投资银行和信用交易等业务发展较好，收入结构更加均衡。2016 年，上市公司哈投股份收购公司原其他股东股份，公司成为其全资子公司。同年 10 月，哈投股份对公司增资 49.81 亿元，公司资本实力的显著增强将有力支撑公司经营规模的持续增长。

联合评级同时也关注到，公司营业收入受市场行情波动及相关监管政策等因素影响较大，未来收入增长存在一定不确定性；公司债务在 2017 年到期的占比较大，面临一定的短期偿付压力。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“17 江海 C1”“AA”的债项信用等级。

附件 1 江海证券有限公司  
组织机构图



## 附件 2 江海证券有限公司 主要财务指标

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 191.90 | 238.02 | 290.24     |
| 自有资产（亿元）         | 102.09 | 170.11 | 229.65     |
| 可快速变现资产（亿元）      | 91.11  | 117.54 | 211.36     |
| 所有者权益（亿元）        | 50.63  | 101.84 | 102.66     |
| 自有负债（亿元）         | 51.45  | 68.27  | 126.99     |
| 可快速变现资产/自有负债（倍）  | 1.77   | 1.72   | 1.66       |
| 自有资产负债率（%）       | 50.40  | 40.13  | 55.30      |
| 营业收入（亿元）         | 20.65  | 12.40  | 2.71       |
| 净利润（亿元）          | 8.55   | 3.81   | 0.75       |
| 营业利润率（%）         | 55.47  | 40.97  | 36.25      |
| 营业费用率（%）         | 38.22  | 53.80  | 62.62      |
| 薪酬收入比（倍）         | 0.28   | 0.46   | --         |
| 平均自有资产收益率（%）     | 9.60   | 2.80   | 0.38       |
| 平均净资产收益率（%）      | 21.85  | 4.99   | 0.73       |
| 净资本（亿元）          | 43.35  | 93.89  | --         |
| 风险覆盖率（%）         | 131.73 | 193.00 | --         |
| 资本杠杆率（%）         | 39.96  | 53.32  | --         |
| 流动性覆盖率（%）        | 165.58 | 211.72 | --         |
| 净稳定资金率（%）        | 152.58 | 138.90 | --         |
| 短期债务（亿元）         | 44.21  | 52.17  | 111.20     |
| 长期债务（亿元）         | 0.00   | 11.03  | 11.27      |
| 全部债务（亿元）         | 44.21  | 63.20  | 122.47     |
| EBITDA（亿元）       | 15.50  | 9.16   | 0.98       |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 4.29   | 2.53   | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.35   | 0.14   | 0.01       |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.72   | 0.43   | --         |

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注：全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+卖出回购金融资产

长期债务=长期借款+应付债券

EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表。

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券、次级债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。