

国泰君安证券股份有限公司

公开发行 2018 年公司债券（第三期）

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(2018)010543】

评级对象: 国泰君安证券股份有限公开发行 2018 年公司债券(第三期)(本期债券)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA(未安排增级)

发行规模: 发行规模不超过 50 亿元

存续期限: 品种一: 3 年期; 品种二: 5 年期

增级安排: 无

评级时间: 2018 年 7 月 6 日

发行目的: 补充营运资金或调整负债结构

偿还方式: 每年付息一次, 到期归还本金和最后一年利息

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 一季度
总资产(亿元)	4543.42	4117.49	4316.48	4542.62
总资产*(亿元)	3199.60	3085.70	3623.58	3702.80
股东权益(亿元)	1016.37	1107.52	1336.95	1367.71
归属于母公司所有者 权益(亿元)	953.24	999.64	1231.28	1252.88
净资本(亿元)	831.00	803.38	963.65	未披露
总负债*(亿元)	2183.23	1978.18	2286.63	2335.09
营业收入(亿元)	375.97	257.65	238.04	62.45
净利润(亿元)	166.95	113.53	104.83	24.49
资产负债率(%)	68.23	64.11	63.10	63.06
净资本/总负债*(%)	38.06	40.61	42.14	未披露
净资本/有息债务(%)	45.71	49.47	48.77	未披露
员工费用率(%)	26.71	26.97	25.31	未披露
受托客户资产管理与 基金管理业务净收入/ 营业收入(%)	5.90	9.20	7.49	6.78
营业利润率(%)	57.80	54.61	56.54	50.54
平均资产回报率(%)	6.04	3.61	3.12	-
平均资本回报率(%)	22.42	10.69	8.58	-

注 1: 根据国泰君安证券 2015-2017 年财务审计报告及 2018 年一季度未经审计的财务报表整理、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。

分析师

刘兴堂 liuxingtang@shxsj.com

何泳莹 hyx@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:

- **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。** 2015 年以来国泰君安证券先后实现 A+H 股上市, 资本实力持续增强, 资本补充渠道进一步畅通, 这为其业务竞争力提升奠定良好基础。

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, 经济运行中不确定性因素较多, 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。
- **信用业务管理压力上升。** 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, 公司信用业务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，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。

➤ 未来展望

通过对国泰君安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 AAA 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 AAA 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《证券行业信用评级方法》。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。

国泰君安证券股份有限公司

公开发行 2018 年公司债券（第三期）

信用评级报告

一、公司概况

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。2008-2017 年，公司连续十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。后经历多次变更，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。2017 年 4 月，公司发行 10.40 亿股 H 股，并超额配发 4893.38 万股。截至本评级报告出具日，公司注册资本增至 87.14 亿元。

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 2017 年末，上海国际直接和间接持有的股份数占公司总股本（A+H 股）的 32.73%，其中上海国际直接持有公司 7.83% 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上国投资产管理有限公司分别持有公司 23.56%、0.46%、0.01% 和 0.87% 的股份。

图表 1. 2017 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	1,900,963,748	21.82
2	香港中央结算（代理人）有限公司	1,197,635,180	13.74
3	上海国际集团有限公司	682,215,791	7.83
4	深圳市投资控股有限公司	609,428,357	6.99
5	中国证券金融股份有限公司	375,627,312	4.31
6	上海城投（集团）有限公司	246,566,512	2.83
7	深圳能源集团股份有限公司	154,455,909	1.77
8	全国社保基金理事会转持二户	151,104,674	1.73
9	大众交通（集团）股份有限公司	122,505,909	1.41

10	上海金融发展投资基金（有限合伙）	121,262,508	1.39
	合计	5,561,724,100	64.00

资料来源：国泰君安证券

注 1：列表中上海国有资产经营有限公司期末持股数量仅为其持有的国泰君安证券 A 股股数，另有 152,000,000 股 H 股，由香港中央结算（代理人）有限公司作为名义持有人持有；

注 2：香港中央结算（代理人）有限公司为国泰君安证券非登记 H 股股东所持股份的名义持有人；

注 3：列表中深圳市投资控股有限公司期末持股数量仅为其持有的国泰君安证券 A 股股数，另有 103,373,800 股 H 股，由香港中央结算（代理人）有限公司作为名义持有人持有。

注 4：列表中深圳能源集团股份有限公司期末持股数量仅为其持有的国泰君安证券 A 股股数，另有 100,000,000 股 H 股，由香港中央结算（代理人）有限公司作为名义持有人持有。

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。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、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、国泰君安创投公司分别从事资产管理、期货和私募投资基金业务等业务，并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 2. 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	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	是
国泰君安金融控股有限公司	国泰君安金融控	3198 万港元	100.00%	在港证券经纪	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	是
上海国泰君安证券资产管理有限公司	国泰君安资管	20 亿元	100.00%	证券资管	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	是

资料来源：国泰君安证券（截至 2017 年末）

截至 2017 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 4316.48 亿元，所有者权益为 1336.95 亿元（其中，归属于母公司

所有者权益为 1231.28 亿元)；2017 年实现营业收入 238.04 亿元，净利润 104.83 亿元（其中，归属于母公司所有者的净利润 98.82 亿元）。

截至 2018 年 3 月末，国泰君安证券未经审计的合并会计报表口径资产总额为 4542.62 亿元，所有者权益为 1367.71 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 1252.88 亿元）；2018 年一季度实现营业收入 62.45 亿元，净利润 24.49 亿元（其中，归属于母公司所有者的净利润 22.59 亿元）。

二、债项概况

（一）本期债券概况

经国泰君安证券第四届董事会第七次会议审议通过、公司 2015 年第五次临时股东大会批准，公司将面向合格投资者公开发行人 2018 年公司债券。本期债券为第三期，包含品种一和品种二两个品种，其中品种一为 3 年期，品种二为 5 年期，发行总规模不超过 50.00 亿元。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本期拟发行债券概况如下。

图表 3. 本期拟发行债券概况

债券名称:	国泰君安证券股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第三期）
债券期限:	品种一：3 年期，品种二：5 年期
发行规模:	发行规模不超过 50 亿元，本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。
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：国泰君安证券股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第三期）募集说明书

截至本评级报告出具日，国泰君安证券待偿还公司债 406.00 亿元，待偿还可转换公司债券 70.00 亿元，待偿还次级债 200.00 亿元，待偿还永续次级债余额 100.00 亿元，待偿还短期融资券 70.00 亿元。

图表 4. 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
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 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

债券名称	发行规模	债券发行日	备注
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 C1 (次级债)	50.00	2017-02-28	2020-02-28 到期
国君转债 (可转债)	70.00	2017-07-07	2023-07-07 到期
17 国君 G1 (公司债券)	47.00	2017-08-03	2020-08-04 到期
17 国君 G2 (公司债券)	6.00	2017-08-03	2022-08-04 到期
17 国君 G3 (公司债券)	37.00	2017-10-17	2020-10-18 到期
18 国君 G1 (公司债券)	43.00	2018-03-19	2021-03-21 到期
18 国君 G2 (公司债券)	43.00	2018-04-20	2021-04-25 到期
18 国泰君安 CP003(短期融资券)	35.00	2018-05-16	2018-08-15 到期
18 国泰君安 CP004(短期融资券)	35.00	2018-06-07	2018-09-06 到期

资料来源：国泰君安证券

(二) 本期债券募集资金用途

■ 补充营运资金或调整负债结构

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于补充国泰君安证券营运资金，满足公司业务运营需要；或用于调整公司负债结构和改善财务结构。

三、经营环境

(一) 宏观经济和政策环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调

结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机

制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

（二）证券行业运营状况与风险关注

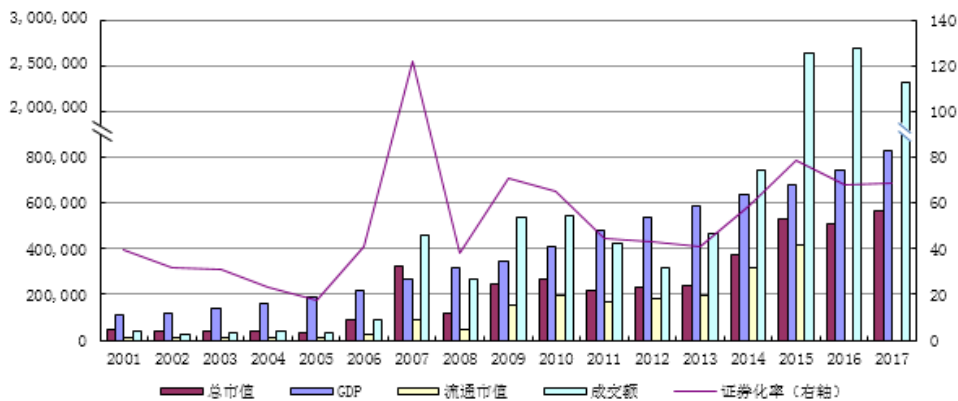
近年来，我国证券市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善，但与成熟市场相比，风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性仍较强。由于证券业受到高度监管，证券公司业务得到较大保护，这也成为证券公司信用质量的重要支撑。证券业市场同质化竞争较严重，加之随着证券市场层次与参与主体的日益丰富，其他金融机构及互联网金融使得证券业面临日益激烈的市场竞争压力。而证券公司创新业务的开展在优化证券公司业务结构的同时，也抬高了其杠杆经营程度，对证券公司资本补充、融资能力和风险管理能力提出

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 2017 年末，沪深两市境内上市公司共有 3485 家，市价总值 56.71 万亿元。2017 年，沪深两市股基累计成交额为 242.82 万亿元。

图表 5. 中国股市发展情况及证券化率（单位：亿元，%）

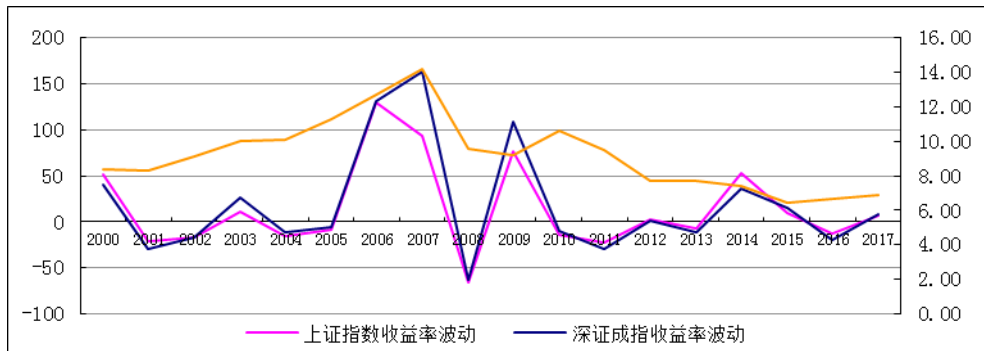


资料来源：Wind

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，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。自 2015 年我国股票二级市场出现大幅调整以来，证券行业监管政策导向逐步向防范金融风险和维护金融稳定的方向转变，创新脚步有所放缓，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: %)

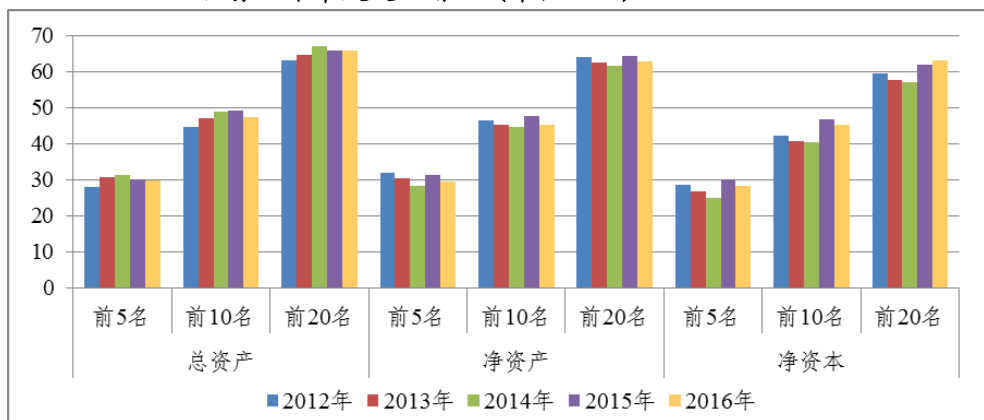


注: 根据 Wind 数据整理。

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 7. 证券业集中度变化情况 (单位: %)



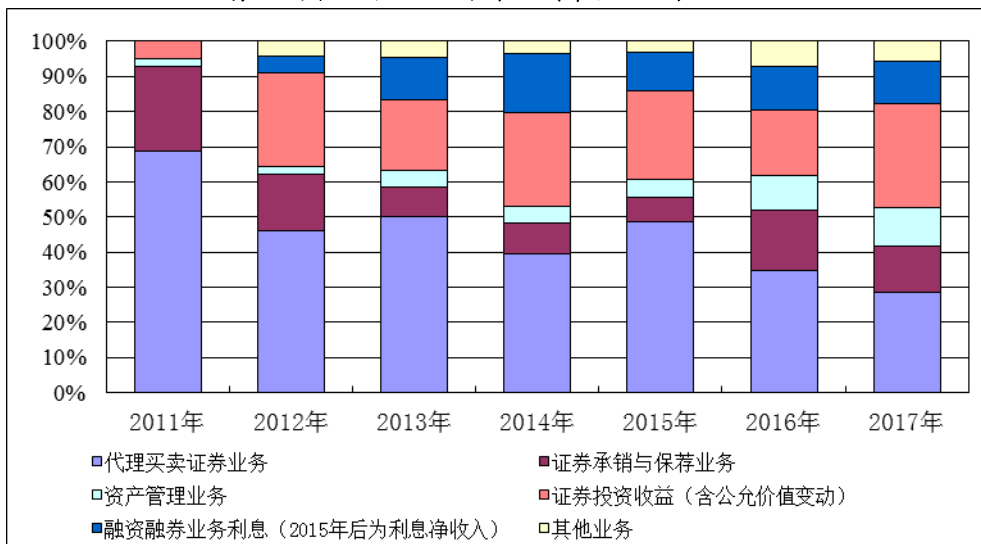
注: 根据中国证券业协会数据整理。

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的影响波动较大，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证券公司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。2017年，股票质押式业务规模迅速增长，为证券公司盈利稳定性提供了一定补充。同时，全年股票市场指数慢牛的走势以及市场投资风格的转变亦使得证券公司自营投资表现有所改善。但监管政策的持续收紧对证券公司合规风控能力提出了更高的要求。

图表 8. 证券公司营业收入结构情况（单位：%）

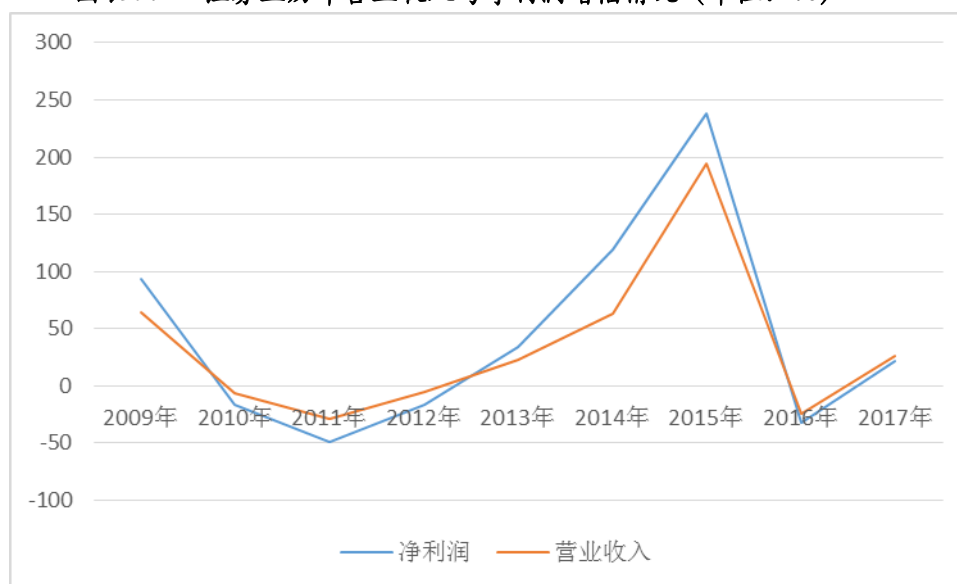


资料来源：根据中国证券业协会整理

2017年，我国股票市场维持慢牛走势，沪深两市主要指数均表现为上涨，股基交易量同比仍有一定下降。债券市场震荡走熊，受货币政策收紧、金融去杠杆及委外赎回等因素影响，债券市场全年经历了3次收益率的快速上行。在此背景下，根据证券业协会行业数据统计，2017年证券行业营业收入3113.28亿元，较上年下降5.08%。其中，受股基

交易量减少影响，代理买卖证券净收入为 820.92 亿元，较去年下降 22.04%；虽 IPO 募集资金较去年同期增长，但激烈的市场竞争加之再融资及债券发行金额的减少使得上市证券公司证券承销与保荐业务净收入出现下滑；随着《证券公司风险控制指标管理办法》及《基金管理公司子公司管理规定》的出台，上市证券公司资产管理业务仍处于转型阶段，业务净收入较去年小幅上升；投资收益方面，2017 年股票市场整体估值维持稳定，蓝筹股的结构化行情使得证券公司投资收益有一定提升，而市场慢牛的走势亦使得证券公司的投资标的公允价值有所增长；利息净收入方面，两融规模的企稳回升加之证券公司加大对股票质押业务的资金投入使得其较去年同期增长 4.64%。

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。

四、业务与战略

国泰君安证券特许经营资质较为齐全，传统业务发展全面，创新业务起步较早、先发优势显著，业务综合实力在国内证券公司中稳居前列。近年来，公司持续推动综合金融服务转型，业务结构渐趋优化。但在市

场大幅波动的环境下，业务稳定性仍有待进一步提升。

（一）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优化。

图表 10. 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		2017 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
机构金融	123.51	32.85	82.49	32.02	96.87	40.69
其中：机构投资者服务	95.08	25.29	51.09	19.83	73.63	30.93
投资银行	28.43	7.56	31.40	12.19	23.24	9.76
个人金融	213.21	56.71	102.45	39.77	86.01	36.13
投资管理	24.65	6.56	56.85 ¹	22.07	28.68	12.05
国际业务	14.84	3.95	15.99	6.21	20.40	8.57
其他	-0.24	-0.06	-0.14	-0.06	6.08	2.56
合计	375.97	100.00	257.65	100.00	238.04	100.00
营业利润	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
机构金融	81.03	37.29	39.37	27.99	66.45	49.37
其中：机构投资者服务	65.35	30.08	21.26	15.11	53.51	39.76
投资银行	15.68	7.22	18.11	12.87	12.93	9.61

¹ 含处置海际证券股权实现的 28.35 亿元投资收益。

个人金融	125.12	57.58	51.01	36.26	37.09	27.55
投资管理	12.90	5.94	47.18	33.53	20.71	15.38
国际业务	8.41	3.87	8.93	6.34	10.05	7.46
其他	-10.17	-4.68	-5.80	-4.12	0.31	0.23
合并	217.30	100.00	140.69	100.00	134.59	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临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。

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。2017年，公司净新增证券营业部46家，其中母公司口径净新增28家，业务网络覆盖度进一步提升。

图表 11. 国泰君安证券营业部数量变化情况（单位：家）

	2015 年末	2016 年末	2017 年末
证券营业部数量	299	368	414
其中：母公司证券营业部数量	243	302	340

资料来源：国泰君安证券

从市场地位来看，国泰君安证券持续保持较强的市场地位，但随着股票市场的波动和行业竞争加剧，公司股票交易量和市场份额呈下降趋势。2017年，得益于基金交易额的大幅上升，公司股基交易总量的市场份额及市场排名均有所上升。当年公司合并口径股票基金交易额14.25万亿元，与2016年基本持平；同期股基交易规模位列行业第2位，排名提升1位。公司证券经纪业务利润水平始终保持行业前列，2016及2017年公司母公司口径代理买卖证券业务净收入均排名行业第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		2017 年	
	金额	份额	金额	份额	金额	份额
股票	282821	5.55	138216	5.33	115265	5.19
基金	10130	3.33	5423	2.44	27262	13.90
经纪业务佣金率	0.0556		0.0416		0.0330	

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。

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。2017 年国内股票市场走势呈结构性分化，受此影响公司融资融券余额小幅增长。截至 2017 年末，公司融资融券业务融出资金余额为 635.95 亿元，同比增长 11.67%，增幅高于市场平均水平。总体来看公司经纪业务的客户基础雄厚，未来若市场环境进一步好转，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）

	2015 年末	2016 年末	2017 年末
融资融券业务融出资金	725.38	572.07	635.95

资料来源：国泰君安证券

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在期货经纪业务上的市场排名较为稳固。2017 年，国泰君安期货的国债期货和股指期货成交量均排名行业第 3 位，排名与 2016 年持平；同期代理成交手续费收入位居行业第 2 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 2017 年末，公司“君弘财富俱乐部”会员数达 74 万，同比增长 18.89%；2017 年，母公司口径日均代销金融产品保有规模 1259 亿元，同比增长 40.99%；同期母公司口径代理销售金融产品净收入继续排名行业第 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。2017 年，受债券一级市场发行规模下滑的影响，公司投资银行业务收入有所下降；得益于股票市场结构性回暖及股票质押业务规模的增长，公司机构投资者服务业务收入有所回升。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 23.24 亿元和 73.63 亿元，分别较 2016 年下降 25.98% 和增长 44.11%。

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。2017 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 9.76% 和 9.61%，

占比较 2016 年有所下降。

受债券市场特别是公司债券市场发行规模大幅收缩影响，2017 年，国泰君安证券的证券主承销金额出现一度幅度下滑。当年公司合并口径各类证券主承销额达 3514.09 亿元，同比下降 22.06%。同期，公司证券主承销额市场份额为 6.63%，行业排名第 4 位，市场份额及排名亦小幅下滑。为应对金融市场环境的变化，2017 年，公司在保持定向增发、债券等业务竞争优势的同时，加大对 IPO 项目的开发力度。当年，公司股权类融资（IPO、增发、配股、优先股）主承销金额 901.61 亿元，排名行业第 2 位；公司债主承销金额 666.25 亿元，排名行业第 2 位。

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		2015 年	2016 年	2017 年
IPO	次数	4	6	15
	主承销金额	27.23	98.68	88.13
优先股	次数	3	3	1
	主承销金额	170.00	206.67	200.00
再融资	次数	44	31	24
	主承销金额	705.61	529.94	613.48
企业债	次数	34	27	17
	主承销金额	462.34	320.95	266.40
公司债	次数	43	178	105
	主承销金额	681.17	1788.87	666.25
其他债券	次数	149	176	198
	主承销金额	1108.65	1584.40	1679.83

资料来源：国泰君安证券

注：上表中 2014 年数据为母公司口径，2015-2017 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。

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、主经纪商业和研究业务等。近年来，公司主经纪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；交易投资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，国泰君安证券交易投资业务保持稳健的投资风格。2017 年，公司股票投资规模相对稳定。随着债券收益率上升，债券配置价值逐步得到体现，公司债券投资规模有所上升。截至 2017 年末，公司合并口径交易投资业务规模为 1384.74 亿元，较年初增长 212.69 亿元。其中债券投资规模合计 722.54 亿元，较年初上升 217.68 亿元；股票投资规模合计 140.56 亿元，较年初下降 3.00 亿元；其他投资 236.55

亿元，较年初下降 59.49 亿元。从交易投资业务收益上看，得益于股票市场结构性行情，2017 年公司证券交易业务投资收益及收益率较 2016 年明显回升。

图表 15. 国泰君安证券自营证券投资情况

	2015 年末	2016 年末	2017 年末
证券交易投资规模 (亿元)	1309.33	1172.04	1384.74
其中：股票 (%)	12.74	12.25	10.15
债券 (%)	46.83	43.08	52.18
基金 (%)	21.32	17.65	19.25
股权 (%)	1.00	1.77	1.33
其他 (%)	18.12	25.26	17.08
净资本/证券投资规模 (%)	63.47	68.55	69.59
	2015 年	2016 年	2017 年
证券交易投资收益 (亿元)	84.13	37.67	71.83
证券交易投资收益率 (%)	8.23	3.04	5.62

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×2/(期初证券交易投资规模+期末证券交易投资规模)×100%；

注 5：2015-2016 年末及 2017 年 6 月末净资本根据《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，2017 年，国泰君安证券继续坚持“审慎积极”的发展策略，股票质押业务规模保持较快增速。截至 2017 年末，公司股票质押式回购业务待回购余额达 907.72 亿元，较年初增长 30.93%。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)

	2015 年末	2016 年末	2017 年末
股票质押式回购业务待回购余额	339.41	693.28	907.72
约定回购式证券业务待回购余额	4.36	0.20	-

资料来源：国泰君安证券

在主经纪商业务方面，2017 年，通过客户服务体系的建设和优化，国泰君安证券客户综合服务能力持续得到提升。截至 2017 年末，公司机构客户数量达 25905 家；资产托管及外包业务规模达 7550 亿元，同

比增长 92.90%，排名行业第 2 位。研究业务方面，2017 年，公司在各项卖方分析师专业评选中继续名列前茅。其中，在第 15 届《新财富》最佳分析师评选中，连续第三年获“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、公募基金管理和私募基金管理及另类投资三个方面。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保持增长。2017 年，公司投资管理业务实现营业收入 28.68 亿元、营业利润 20.70 亿元；扣除 2016 年因处置海际证券产生的投资收益后，2017 年公司投资管理业务收入较前一年度基本持平。

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，公司资产管理业务市场地位巩固，但 2017 年以来，受资管行业监管环境趋严的影响，公司资产管理规模增速有所下滑。截至 2017 年末，国泰君安资管资产管理业务规模达 8868.36 亿元，较 2016 年末增长 4.77%。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 2017 年末，国泰君安资管主动管理规模为 3419.56 亿元，占比为 38.56%，占比较 2016 年末上升 2.42 个百分点。从收入结构看，2017 年公司集合资管业务净收入占比有所提升。

图表 17. 国泰君安证券境内资产管理业务情况（单位：亿元）

	2015 年末	2016 年末	2017 年末
资产管理业务规模	6085.84	8464.26	8868.36
其中：集合资产管理业务受托规模	1051.61	840.24	644.82
定向资产管理业务受托规模	4944.20	7392.04	7845.56
专项资产管理业务受托规模	90.03	231.98	377.98
主动管理规模	2171.00	3058.61	3419.56

资料来源：国泰君安证券

注：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；

图表 18. 国泰君安证券受托资管业务净收入结构（单位：亿元，%）

	2015 年		2016 年		2017 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	7.53	48.87	10.04	54.39	8.55	59.58
受托定向资产管理业务净收入	7.85	50.92	8.29	44.91	5.45	37.98
受托专项资产管理业务净收入	0.03	0.21	0.13	0.70	0.35	2.44
合计	15.41	100.00	18.46	100.00	14.35	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私募基金管理、另类投资和公募基金管理业务。2017年，国泰君安创投私募股权投资管理规模保持较快增长。截至2017年末，国泰君安创投累计管理基金累计承诺出资金额较年初增长50.39%，当期实际出资金额同比增长24.94%。公募基金管理业务方面，2017年公司完成对华安基金20%股权的受让，同时出让国联安基金51.00%股权事项也已于2018年4月完成。截至2017年末，国联安基金与华安基金的公募基金管理规模分别为212.85亿元和1851.32亿元。随着相关基金公司股权转让的完成，公司基金管理业务布局进一步得到优化。

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，积极在美国和新加坡等地进行业务布局。2017年，国泰君安国际在香港各项业务实现较大幅度增长，当年实现营业收入21.96亿元，同比增长17.89%。

(二) 发展战略

根据国泰君安证券《2016-2018年三年发展战略规划》，在2016-2018年三年间公司阶段性目标是成为“本土全面领先、具有国际竞争力的综合金融服务商”。公司将在全方位提升本土市场领先优势的基础上，以服务中国经济、满足客户全球化金融服务需求为导向，务实推进国际化，建立覆盖全球的业务网络和执行能力，为客户提供长周期、一揽子的综合金融服务。2018年，公司将继续推进转型创新步伐，着力发展FICC及权益衍生品、私募股权投资和另类投资、财富管理及金融科技等业务，稳步推进跨境业务，继续巩固公司在创新业务领域的竞争优势，进一步提升公司的综合金融服务能力。

五、风险管理

国泰君安证券建立了适应证券市场和监管要求的风险管理政策、体系和实施举措，在证券公司分类评价中连续多年被评为A类AA级。但近期经济下行压力较大，信用风险事件增多，这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，以应对股票市场波动和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其风险管理能力形成挑战。

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。

（一）市场与信用风险

国泰君安证券面临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和规定及时发送

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。2017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有所上升。截至2017年末，公司合并口径债券投资规模为722.54亿元，以债券为标的的卖出回购金融资产款余额为312.64亿元，分别较年初增长43.12%和67.53%。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。从母公司口径自营业务风控指标看，得益于资本实力的提升，公司相关指标处于较优水平。

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	2017 年	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	82.27	≤400	≤500
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	34.64	32.23	27.92	≤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体制体系。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。

（二）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。2017年末，公司买入返售金融资产中的股票质押式回购业务净值及融出资金净值²分别为769.26亿元和739.84亿元，分别占总资产*的21.23%和20.42%，其中，股票质押式回购业务占比较年初上升3.92个百分点，融出资金净值占比较年初下降5.02个百分点。自营投资方面，公司合并口径证券投资规模有所增长。截至2017年末，公司证券交易投资规模为1384.74亿元，占总资产*的38.21%，同比上升0.23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，%）

	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金*	300.59	9.39	279.43	9.06	159.86	4.41
证券交易投资	1309.33	40.92	1172.04	37.98	1384.74	38.21
买入返售金融资产	395.32	12.36	632.11	20.49	925.99	25.55
其中：约定式购回	4.30	0.13	0.24	0.01	0.00	0.00
股票质押式回购	220.18	6.88	534.02	17.31	769.26	21.23
融出资金	822.71	25.71	688.93	22.33	739.84	20.42

² 含开展业务融资。

小计	2827.96	88.38	2772.52	89.85	3210.43	88.60
总资产*	3199.60	100.00	3085.70	100.00	3623.58	100.00

资料来源：国泰君安证券

注：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

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。2017年以来，由于公司成功发行H股和A股可转换公司债券，中长期资金相对充裕。加之债券市场收益率明显上升，为此公司加大了收益凭证等短期融资占比。受此影响公司短期债务占比明显上升，但仍处于合理水平。2017年末，公司短期债务规模较年初上升416.92亿元，至1296.77亿元；短期债务占有息债务的比为65.63%，较2016年末上升11.46个百分点。

图表 21. 国泰君安证券债务情况（单位：亿元，%）

	2015 年末	2016 年末	2017 年末
短期借款	53.87	61.63	115.20
应付短期融资款	23.19	148.48	364.55
拆入资金	84.12	47.00	76.00
衍生金融负债	1.33	2.91	4.03
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	64.14	165.15	244.67
卖出回购金融资产款	821.19	397.18	468.50
其他负债中应计入部分	148.34	57.50	23.82
短期债务合计	1196.19	879.85	1296.77
减：衍生金融负债	1.33	2.91	4.03
加：应付债券	576.24	727.39	683.12
加：长期借款	46.83	19.78	0.00
有息债务合计	1817.92	1624.11	1975.86
短期债务/有息债务	65.80	54.17	65.63

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，由于证券投资规模上升，国泰君安证券持有的可随时变现的债券等合格流动资产的增加。受此影响，2017年末公司母公司口径流动性覆盖率及净稳定资金率均较年显著提升。

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	2017 年末	预警标准	监管标准
流动性覆盖率	319.79	180.03	364.80	≥120	≥100
净稳定资金率	164.85	127.17	137.73	≥120	≥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。

（三）操作风险

国泰君安证券面临的操作风险是指操作规程不当或操作失误对公司造成的风险，如操作流程设计不当或矛盾，操作执行发生疏漏、内部控制未落实等。

国泰君安证券通过制定职责与管理授权表实施授权管理来控制业务运营中的操作风险。公司按照经纪业务、自营业务、投资银行业务、受托资产管理业务、研究咨询业务以及创新业务等不同性质业务进行各级别授权机制。在自营证券交易投资时，每一笔交易订单都会从部门分解到投资经理，再通过投资经理分解到交易员手上，并且最终必须得到部门经理的审核指令确认才能将指令送出公司系统，严密的层层授权机制将可能存在的操作性风险降低到最小的范围之内。在经纪业务中，公司实行了前中台分开管理的制度。公司经纪业务委员会将经纪业务进行了三级分离，即以财富管理部（综合理财）为前台、咨询服务部为中台、运营中心（清算中心）和其他机构为后台，前中后台分离后有助于提高前台柜台业务综合理财服务的效率性、中台对各业务部门开发和维护的协作性、后台清算和协助分支机构的运营独立性。

综合而言，通过加强制度流程、完善授权与制衡、定期制作风险评估报告和强化内部培训等措施，国泰君安证券的操作风险能够得到较有效控制。未来随着公司业务范围及业务规模的扩张，尤其是创新业务的进一步发展，公司仍需持续提高操作风险的监督和管理能力。

六、盈利能力

国泰君安证券盈利能力在行业内居前列，近年来得益于创新业务的不断发展，其收入结构也有所优化，未来公司的盈利结构和盈利稳定性有望进一步改善。

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。

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

	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入（亿元）	375.97	257.65	238.04
营业收入同比变动（%）	110.25	-31.47	-7.61
证券行业营业收入变动（%）	121.20	-42.97	-5.08
净利润（亿元）	166.95	113.53	104.83
净利润同比变动（%）	132.79	-32.00	-7.66
证券行业净利润变动（%）	153.50	-49.57	-8.47
营业收入行业排名（位）	3	2	3
净利润行业排名（位）	3	2	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，2017 年，随着权益市场结构性回暖，国泰君安证券机构投资者服务业务利润率大幅上升，进而带动公司总体营业利润率回升。但受行业环境影响，公司投资银行、个人金融、投资管理及国际业务营业利润率均有不同程度的下滑。

图表 24. 国泰君安证券营业利润率（单位：%）

	2015 年	2016 年	2017 年
总体营业利润率	57.80	54.61	56.54
机构金融	65.61	47.73	68.59
其中：机构投资者服务	68.73	41.61	72.68
投资银行	55.15	57.68	55.64
个人金融	58.68	49.79	43.12
投资管理	52.33	82.98	72.19
国际业务	56.67	55.85	49.24

资料来源：国泰君安证券

2017 年，国泰君安证券计提的职工薪酬下降幅度略大于营收下降幅度，但受新设营业部数量持续增加等因素的影响，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：%）

	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入变动	110.25	-31.47	-7.61
业务及管理费用变动	72.62	-23.98	-4.96
职工薪酬变动	85.71	-30.80	-13.31
业务及管理费/营业收入	34.10	37.83	38.92
职工薪酬/业务及管理费	78.31	71.29	65.03

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。2017 年，公司平均资产回报率和平均资本回报率分别为 3.12% 和 8.58%，分别较 2016 年下降 0.49 个百分点和 2.11 个百分点。

七、资本与杠杆

国泰君安证券资本实力较强，实现 A+H 股上市后融资渠道更为通畅，这为其业务竞争力的提升奠定了良好的基础。

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。2017 年以来，公司先后完成 H 股和 A 股可转换公司债券的发行，公司资本实力持续增强和融资渠道进一步畅通。截至 2017 年末，公司母公司口径净资产为 1117.57 亿元，净资本为 963.65 亿元，同比分别增长 23.86% 和 19.95%。

图表 26. 国泰君安证券资本实力（单位：亿元，位）

	2015 年末	2016 年末	2017 年末
净资产（母公司口径）	875.32	902.26	1117.57
行业排名	3	3	2
净资本（母公司口径）	773.36	803.38	963.65
行业排名	3	3	1

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，2017 年末占比分别为 6.52%、8.32%、32.50%、28.68%和 10.44%，受 H 股溢价发行的影响，公司净资产中资本公积占比有所提升。

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%。2016 年度，公司按每 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 2015 年基本持平。根据公司 2017 年度利润分配预案，公司按每 10 股分配现金股利 4.00 元（含税），分配现金红利总额 34.86 亿元，占 2017 年度合并口径归属母公司股东净利润的 35.27%。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：%）

	2015 年末	2016 年末	2017 年末
股本	7.50	6.88	6.52
其他权益工具	9.84	9.03	8.32
资本公积	28.82	26.52	32.50
盈余公积	4.91	5.17	4.86
一般风险准备	10.10	11.01	10.44
未分配利润	31.42	31.20	28.68
其他综合收益	1.19	0.44	0.78
少数股东权益	6.21	9.74	7.90
股东权益合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：国泰君安证券

得益于 H 股发行成功，2017 年末国泰君安证券资产负债率有所下降，期末至 63.10%。从母公司口径监管指标看，截至 2017 年末，公司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：%）

	2015 年末	2016 年末	2017 年末	预警标准	监管标准
资产负债率	68.23	64.11	63.10	-	-
净资本/净资产	94.94	89.04	86.23	≥24%	≥20%
净资本/负债	52.31	56.80	63.04	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	55.10	63.79	73.11	≥12%	≥10%
风险覆盖率	402.33	313.10	312.79	≥120%	≥100%

资本杠杆率	25.48	26.53	29.32	≥9.6%	≥8%
-------	-------	-------	-------	-------	-----

资料来源：国泰君安证券

注 1：本表中净资产及风险控制指标为母公司数据；

注 2：2015-2017 年末各监管指标按《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）计算；

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。

八、外部支持

上海国际系 2000 年 4 月由国家单独出资、由上海市人民政府授权上海市国资委履行出资人职责的国有独资公司。上海国际具有投资控股、资本经营和国有资产管理三大功能，在国务院明确提出将上海建成“与中国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心及具有全球航运资源配置能力的国际航运中心”的大背景下，依据上海市政府的指导精神进行市场化运作，开展投资、资本运作与资产管理业务，进行金融研究，并提供社会经济咨询等服务。上海国际现有业务分为金融业务和非金融业务，并以金融业务为主，其中金融业务主要有信托、证券、基金、银行等，非金融业务主要有港口/交通基础设施业务、房地产/商业地产等。截至 2017 年末，上海国际经审计的合并会计报表口径资产总额为 2438.50 亿元，所有者权益为 1784.43 亿元；2017 年实现营业总收入 4.27 亿元，净利润 46.17 亿元。

国泰君安证券的实际控制人为上海国际，上海国际为上海国资委独资所有。作为上海国际控股的重要子公司，公司能够在资本补充、业务支持和业务协同等方面获得股东的大力支持。同时，公司在上海的产业布局和金融体系中具有重要地位，在上海国际金融中心的建设中扮演了重要的角色，故公司在发展过程中能够得到上海国资委在政策与资源上的倾斜与支持。

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，在本期债券存续期（本期债券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。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，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	2015年	2016年	2017年	2018年 3月末	-
总资产（亿元）	4543.42	4117.49	4316.48	4542.62	-
总资产*（亿元）	3199.60	3085.70	3623.58	3702.80	-
股东权益（亿元）	1016.37	1107.52	1336.95	1367.71	-
归属于母公司所有者权益（亿元）	953.24	999.64	1231.28	1252.88	-
短期债务（亿元）	1196.19	879.85	1296.77	未披露	-
营业收入（亿元）	375.97	257.65	238.04	62.45	-
营业利润（亿元）	217.30	140.69	134.59	31.56	-
净利润（亿元）	166.95	113.53	104.83	24.49	-
资产负债率（%）	68.23	64.11	63.10	63.06	-
权益负债率（%）	214.81	178.61	171.03	170.73	-
短期债务/有息债务（%）	65.80	54.17	65.63	未披露	-
货币资金*/短期债务（%）	25.13	31.76	12.33	未披露	-
净资本/总负债*（%）	38.06	40.61	42.14	未披露	-
净资本/有息债务（%）	45.71	49.47	48.77	未披露	-
货币资金/总负债*（%）	13.77	14.13	6.99	6.65	-
员工费用率（%）	26.71	26.97	25.31	未披露	-
手续费及佣金净收入/营业收入（%）	61.09	51.46	43.90	36.81	-
受托客户资产管理与基金管理业务净收入/营业收入（%）	5.90	9.20	7.49	6.78	-
营业利润率（%）	57.80	54.61	56.54	50.54	-
平均资产回报率（%）	6.04	3.61	3.12	-	-
平均资本回报率（%）	22.42	10.69	8.58	-	-
监管口径数据与指标	2015年末	2016年末	2017年末	2018年 3月末	监管标 准值
净资本（亿元）	831.00	803.38	963.65	未披露	≥2亿元
风险覆盖率（%）	402.33	313.10	312.79	未披露	≥100%
净资本/净资产（%）	94.94	89.04	86.23	未披露	≥20%
净资本/负债（%）	52.31	56.80	63.04	未披露	≥8%
净资产/负债（%）	55.10	63.79	73.11	未披露	≥10%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	34.64	32.23	27.92	未披露	≤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	82.27	未披露	≤500%

注1：根据国泰君安证券2015-2017年财务审计报告及未经审计的2018年一季度财务数据整理、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	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
总资产* （亿元）	3199.60	3085.70	3623.58	3702.80
其中：货币资金*（亿元）	300.59	279.43	159.86	155.23
结算备付金*（亿元）	25.11	17.79	21.58	28.72
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（亿元）	910.12	767.23	985.02	1016.23
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（亿元）	-	-	-	401.11
买入返售金融资产（亿元）	395.32	632.11	925.99	101.78
可供出售金融资产（亿元）	399.21	404.81	399.72	-
长期股权投资（亿元）	9.29	12.61	36.13	36.90
持有至到期投资（亿元）	-	-	-	-
融出资金（亿元）	822.71	688.93	739.84	697.19
其他资产（亿元）	45.21	30.73	23.56	23.83
总负债* （亿元）	2183.23	1978.18	2286.63	2335.09
拆入资金（亿元）	84.12	47.00	76.00	84.00
卖出回购金融资产款（亿元）	821.19	397.18	468.50	458.98
其他负债（亿元）	157.00	67.03	32.79	29.89
股东权益 （亿元）	1016.37	1107.52	1336.95	1367.71
股本（亿元）	76.25	76.25	87.14	87.14
少数股东权益（亿元）	63.12	107.87	105.67	114.83
负债*和股东权益 （亿元）	3199.60	3085.70	3623.58	3702.80

注：根据国泰君安证券合并口径2015-2017年度及2018年一季度财务数据整理、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+期末以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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+期末以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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。