



信用等级通知书

信评委函字[2018]0427M 号

渤海证券股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。该等级有效期一年。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年三月三十日

2018年渤海证券股份有限公司主体信用评级报告

受评主体 渤海证券股份有限公司

主体信用等级 AAA

评级展望 稳定



概况数据 (金额单位: 亿元)

渤海证券 (合并数据)	2015	2016	2017
总资产	483.58	532.13	554.45
总负债	330.31	325.53	351.56
股东权益	153.27	206.61	202.89
营业收入	34.75	21.04	12.22
净利润	14.86	8.98	3.34
综合收益	18.93	5.65	1.87
EBITDA	21.76	13.69	9.07
平均资本回报率(%)	13.68	4.99	1.63
营业费用率(%)	40.78	45.35	60.61
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	7.62	6.35	2.04
总债务/EBITDA(X)	2.52	4.34	10.43
净资本/净资产(%) (母公司)	91.40	76.52	74.10

注: [1]、本报告中所引用数据除特别说明外,均为中诚信国际统计口径,特此说明;对于基础数据不可得或可比适用性不强的指标,本报告中未加披露,使用“-”表示。

资料来源:渤海证券,中诚信国际整理

分析师

张云鹏

ypzhang@ccxi.com.cn

张垌

tzhang01@ccxi.com.cn

电话: (010) 66428877

传真: (010) 66426100

2018年3月30日

基本观点

中诚信国际评定渤海证券股份有限公司(以下简称“渤海证券”或“公司”)的主体信用等级为AAA,评级展望为稳定。该等级是中诚信国际在对国内证券行业发展状况、公司内部运营和财务状况进行综合评估的基础之上确定的,反映了公司经纪业务和投行业务具有地缘优势、经营和决策较为灵活、收入来源持续多元化以及次级债发行后资本实力得到加强等优势;同时,中诚信国际也关注到宏观环境及证券市场不确定性对公司经营稳定性构成压力、经纪业务整体竞争力不强、证券市场波动导致盈利能力明显下滑、收入结构有待改善、短期债务规模的提升使得流动性风险和偿债压力加大等挑战。

此外,天津泰达投资控股有限公司(以下简称“泰达控股”)间接持有公司40.03%的股份,其作为天津市国资委下属的平台公司,在公司业务拓展、资本补充等方面给予了大力支持,中诚信国际也将此因素纳入本次评级考虑。

信用优势

- 作为地方型券商,公司明确了立足天津、辐射重点区域的业务拓展思路,并在经纪业务和投行业务具有一定地缘优势;
- 具有中小券商经营和决策灵活的优势,积极尝试和探索创新业务,在资产管理、新三板和融资融券等方面取得初步进展;
- 公司资管业务规模增长迅速,在资产证券化领域取得一定突破,股票质押等信用类业务收入占比也有所提升,收入来源持续分散和多元化;
- 近年来的增资扩股和次级债发行有效提升了公司资本实力,支撑业务持续发展。

信用挑战

- 宏观环境不确定性及证券市场波动性对证券行业经营稳定性构成压力;
- 经纪业务整体竞争力有待提升,证券牌照的放开和网上证券业务的发展,可能对经纪业务的地缘优势构成冲击;
- 收入结构过于倚重投资收益,在证券市场结构化行情及投行业务开展不畅的情况下,公司收入和利润大幅下滑,公司向财富管理型证券公司转型的效果还需持续观察;
- 短期债务规模的不断提升,净资本等风控指标有所弱化,由此带来的流动性风险和偿债压力需保持密切关注。

公司概况

渤海证券股份有限公司前身为渤海证券有限责任公司，是在原天津证券有限责任公司与原天津市国际信托投资公司、天津信托投资公司、天津北方国际信托投资公司、天津滨海信托投资有限公司等 4 家信托机构证券营业部合并重组基础上，同时吸收国内多家国有企业、上市公司和民营企业出资组建的。公司于 2001 年 6 月 8 日正式开业，总部设立在天津，成立时注册资本为 23.17 亿元。后经过多次增资扩股，截至 2017 年末，公司注册资本增至 80.37 亿元。

公司目前主要经营的业务包括证券经纪、投资咨询、证券承销与保荐、财务顾问、证券自营、资产管理、融资融券等。截至 2017 年末，公司共设立 52 家证券营业部和北京、上海、江苏 3 家分公司，分布于全国 15 个省级行政区。此外，公司下设有和融期货有限责任公司（以下简称“和融期货”）、博正资本投资有限公司（以下简称“博正资本”）、渤海创富证券投资有限责任公司（以下简称“渤海创富”）和渤海汇金证券资产管理有限公司（以下简称“渤海汇金”）四家控股子公司，分别经营期货经纪业务、直投业务、另类投资业务和资产管理业务，持股比例分别为 99.76%、100.00%、100.00% 和 100.00%。截至 2017 年末，公司总资产 554.45 亿元，代理买卖证券款 59.70 亿元，净资产 202.88 亿元，母公司口径净资产 148.51 亿元，在岗员工 1,549 人。2017 年渤海证券实现营业收入 12.22 亿元，净利润 3.34 亿元。

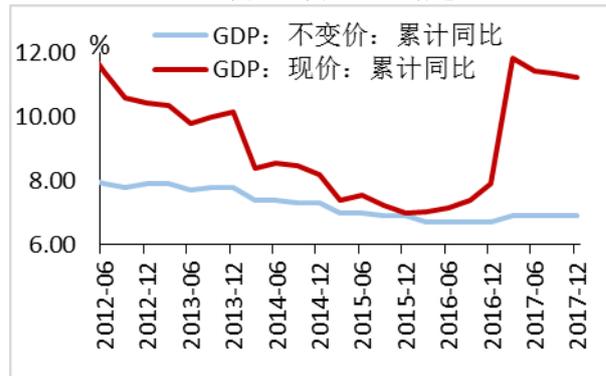
行业分析

宏观经济和政策环境

在全球经济复苏、国内供给侧结构性改革持续推进背景下，2017 年中国经济延续了 2016 年下半年以来稳中向好态势。全年 GDP 同比增长 6.9%，较上年加快 0.2 个百分点，超出市场预期。在经济企稳同时，经济结构持续优化，监管趋严下宏观风险有所缓释，经济运行质量进一步提升。展望 2018 年，投资下行压力凸显，消费难以大幅提升，出口增长幅度能否持续存在不确定性，经济仍面临小幅放缓压力，考虑到基数效应的影响，预计全年前低

后稳。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

从需求端来看，基建投资维持近 15% 的较高速增长，房地产投资虽有回落但保持一定韧性，制造业投资较上年有所改善，投资缓中趋稳；消费平稳增长，扭转了前几年的阶梯式下滑态势；全球经济复苏带动出口实现较大幅度正增长。从供给侧来看，受供给侧改革和环保趋严影响，工业品价格回升，企业盈利大幅改善，工业生产回暖，规模以上工业增加值反弹。从价格水平看，去产能和环保趋严支撑 PPI 高位运行，CPI 总体维持在“1”时代，通胀可控。在宏观经济指标向好同时，经济结构持续优化，第三产业增速快于第一、二产业，最终消费对经济增长贡献率维持在较高水平。此外，在监管全面趋严下，宏观风险有所缓释，资金“脱实向虚”改善，金融杠杆持续去化，银行表内外资产无序扩张态势得到一定程度遏制，宏观杠杆率边际改善，资本流出压力减轻。

但是，中国经济风险警报并没有解除，债务规模刚性压力依然存在，地方政府债务结构性和区域性风险仍存，互联网金融等金融创新在快速发展同时也蕴藏了风险，房地产市场泡沫化风险尚未得到充分纾解。

中央经济工作会议提出，今后 3 年要重点抓好防范化解重大风险等三大攻坚战，防风险依然是 2018 年经济工作的重要内容，强监管态势仍将持续。考虑到国内经济缓中趋稳，金融防风险、去杠杆持续，同时还需应对全球流动性收紧引致的资本流出压力，货币政策将延续稳健中性，M2 维持低位运行，与社融走势分化态势持续。财政政策将继续积极有效，重点向民生、环保、企业减税降费等领域倾斜，但地方政府举债管理进一步加严，广义

财政支出增长或将放缓。

2018 年中国经济增长面临的压力体现在多个方面。尤为值得关注的是，投资下行压力的进一步凸显。从三大类投资来看，虽然扶贫攻坚、环保治理等“补短板”效应给基建投资带来一定支撑，但广义财政支出增长放缓加大资金来源压力，地方 GDP “挤水分”导致一些项目被叫停，基建投资将“托而不举”，虽有望保持两位数增幅但难以延续前几年高速增长态势；调控影响进一步显现，房地产投资将继续下行，但在棚改货币化、租赁住房建设等因素支撑下，下行幅度或将有限；环保限产、企业利润增长放缓背景下，制造业投资难以大幅改善。从所有制类别来看，民间投资提振依然面临体制机制等多重掣肘，国企债务约束加大或将导致其投资热情降温。此外，消费在居民部门杠杆率攀升的背景下难以大幅上行，人民币汇率升值导致出口商品价格竞争力减弱，出口改善幅度能否持续面临不确定性，也将加大新的一年经济增长的压力。

2018 年是全面贯彻十九大精神的开局之年，是改革开放四十周年，经济体制顶层设计有望加强，以供给侧结构性改革为主线的改革持续推进，一系列防风险、去杠杆的政策将陆续推出。随着治理结构的完善，以及促改革、防风险举措的实施，中国经济运行中的风险将进一步缓释，经济结构继续调整优化，经济增长质量有望得到进一步提升。

中国证券市场发展概况

中诚信国际对中国证券业信用基本面的展望为“稳定”。2016 年以来中国经济延续底部震荡态势，但随着供给侧结构性改革持续推进，宏观经济呈现企稳回升迹象。股票二级市场指数在 2016 年初大跌后震荡回升，传统经纪业务和自营业务冲击较大，行业收入大幅下降。随着多层次资本体系逐步健全，资本市场国际化进程加速，行业竞争加剧，证券市场的转型创新和规范化同步推进。同时，监管机构全面加强各业务条线监管力度，风险管控升级，对证券市场参与主体违规行为进行集中整治。

经纪业务“量价齐跌”，收入下滑明显，由通道业务向综合金融服务转型持续推进，提升服务能力、增加客户忠诚度仍是重要挑战。佣金战已使得通道业务佣金率向成本线靠近，继续下调空间有

限，经纪业务向高附加值的财富管理和综合化的金融服务转型是行业早已明确的发展趋势，不断提升服务品质和综合服务能力已是证券公司加强客户忠诚度以及在一人三户实施过程中吸引客户留存的重要选择。在目前低佣金率环境下，证券公司通过对客户分类、分级管理实施差异化服务，已成为稳定佣金水平的重要举措。近年来证券公司提升财务管理和投资顾问能力，在信息系统、投研力量和分销渠道等方面提升专业能力，满足高净值客户对金融产品和服务需求，并通过融资融券、柜台交易、资产管理、代销金融产品等服务，将经纪业务由单纯依赖佣金收入的结构转变为利息、手续费、管理费及业绩报酬等多元化收入结构。同时证券公司积极推进“互联网+证券”的展业模式，将获客渠道由线下转移到线上，搭建线上理财产品平台，建立以客户为中心的互联网产品和服务体系，拓宽揽客渠道。此外经纪业务与其他业务部门融合更加充分，营业部转型为综合证券及金融服务触角，其他业务部门丰富的服务和产品线，也为经纪业务转型提供有力支撑，满足客户多样化的投融资需求。随着多层次资本市场改革持续推进，IPO 审批加速、再融资审核发行节奏平稳以及债券市场扩容推动投行业务收入大幅增长，但监管趋严以及债券市场信用风险上升，投行业务质控和发展仍面临一定压力。2016 年监管继续推进资本市场改革，在构建多层次资本市场、鼓励产业升级和倡导直接融资的政策引导下，投行业务机会相继涌现。股权融资方面，2016 年前期“欣泰电气”等事件爆发，监管对信息违规披露、财务造假等行为行政处罚力度加大，并继续控制 IPO 审批节奏，但 2016 年四季度以来，审批速度明显加快。再融资市场在 2016 年保持繁荣，但四季度以来，针对上市公司再融资操控股价、募集资金投机套利、炒壳等行为，监管对再融资审批有所收紧，审批耗时明显增加，对证券公司未来股权融资业务造成一定影响。债务融资方面，发行场所和发行方式均有所丰富，审核流程得到简化，政策利好刺激债券市场继续扩容，但 2016 年末监管去杠杆收紧流动性引发债市大幅下跌，部分债券取消或延迟发行以等待利率窗口，对债券承销业务发展形成压力。新三板业务在 2016 年保持快速增

长，已成为证券公司投行收入重要来源。

传统自营业务投资受股债市场波动影响收益下滑，两融规模大幅萎缩，股权质押获较快发展。面对 2016 年以来市场行情波动剧烈，证券公司依靠专业研判能力控制仓位，同时合理安排股票权益和债券等固定收益类投资品种的结构。2016 年以来由于参与救市等原因股票仓位仍较高，不过占比持续下降，证券公司也加大研究力度，提升波段操作能力，未来在资本市场波动增大、债市违约风险不断提高的情况下，券商自营投资业务难度仍较大。同时，私募股权、股权质押等业务的发展对券商营业收入贡献明显。在当前市场运行机制尚未成熟的情况下，券商自营业务面临风险仍然较大。传统自营投资、直投和融资类业务均直接或间接受二级市场波动影响。经济下行导致债券违约事件频发，对证券公司的信用风险管理能力也提出挑战。此外，自营投资风险量化管理和信息化建设仍有待提升。

资产管理业务稳步增长，监管趋严通道类业务，继续推动向主动管理转型，内部协同效益凸显，业务活力充分释放。近年来，证券公司资产管理业务投资方向逐步放开和财富管理需求不断增长推动证券公司资产管理业务迅速增长，2016 年银行委外业务的快速扩张也为证券公司资产管理业务提供新的增长空间，但随着央行持续去杠杆，MPA 考核推进，银行委外业务面临一定程度收紧，也使得定向资管规模增速逐步下降。同时三会政策不断出台，资管通道类业务发展受到限制。修订后的《证券公司风控指标管理办法》中通过计提较高的特定风险资本的方式限制通道类资管业务规模。另一方面，证券公司持续推进向主动管理转型，同时配合经纪业务向财富管理转型需要，特别是在市场行情不佳时，客户对固定收益类产品的需求大幅提升，集合资管计划规模呈现上升态势，此外随着市场资产支持证券发行量大幅上升，专项资管计划在 2016 年也取得较快增长。资产管理连接资金端和资产端，为券商的各种个人及机构类客户提供金融服务，券商内部协同效果明显，近年来券商的资管业务逐渐成为投行或直投项目的资源整合平台，在定增、直投、资产证券化等领域展开合作，带动投行、经纪、两融等各项业务发展，业务活力充分释放。

证券行业整体收入下滑明显，但收入结构有所改善，其中传统经纪业务及自营业务占比下降，投行业务、资产管理业务收入贡献度提升，同时大型证券公司营业收入的行业集中程度持续上升。行业营业收入下降使得费用率上升，整体资本收益率下滑明显，主要证券公司资本收益率仍高于行业整体水平。市场低迷及监管趋严使得杠杆率下降，证券公司仍需不断提高流动性风险把控能力；由于融资渠道更为丰富，主要证券公司杠杆率虽有所下降但仍显著高于行业平均水平。此外，2016 年资金运用中的资本中介业务占比下降，市场行情下行使得传统投资业务难度加大；随着投资渠道的多元化，券商需进一步提高投资的专业性。同时，通过多渠道补充资本，资本实力进一步增强；资产流动性有所下降，偿债指标进一步弱化，对证券公司盈利稳定性提出更高要求。

2016 年以来，证券公司资产规模、收入和利润水平均有所下降，同时行业总量仍偏小，中诚信国际继续维持对单个证券公司不考虑系统性支持的看法。同时，中诚信国际认为，随着多层次资本市场的深化和金融产品的丰富，证券公司在金融体系的重要性日益提升，目前拥有证券公司股权的中央政府、地方政府和国有金融控股公司具有很强的意愿保持对证券公司的控股地位，并支持他们兼并收购、做大做强，未来行业分化更加显著，行业集中度将进一步提升。中诚信国际将这类证券公司的股东支持纳入评级考虑。此外，中诚信国际将根据行业发展趋势，持续评估系统性支持和外部支持因素，适时做出评级调整。

主体综合财务实力分析

市场定位和战略规划

2017 年公司在证监会的分类评级为 A 类 A 级。公司业务较为全面，主要财务数据在行业排名处于中游偏上水平。公司立足于天津地区，增资后资本较为充足，在当地经纪业务方面具有一定地缘优势。近年来，公司债券承销业务和资产管理业务发展较好，在创新业务方面也取得了一定进展。

表 1：2014-2016 年渤海证券财务指标和业务排名

	2014	2015	2016
--	------	------	------

总资产	43	34	28
净资产	39	24	19
净资本	34	19	21
营业收入	41	43	43
净利润	35	43	36
净资本收益率	46	83	69
代理买卖证券业务净收入 (合并口径)	48	47	--
并购重组财务顾问业务净收入	40	62	--
股票主承销家数排名	44	62	--
股票主承销金额排名	52	66	--
债券主承销家数排名	42	57	44
债券主承销金额排名	29	44	51
受托客户资产管理业务净收入	37	35	44

资料来源：证券业协会网站

在国内经济增速放缓、资本市场持续低位运行的形势下，公司经营面临挑战。与一流券商相比，公司存在盈利能力较弱、品牌影响力不强，经纪业务和投行业务在全国范围内竞争力不足等劣势。面对行业传统业务竞争加剧和创新业务快速发展热潮，公司明确战略定位，借助上市的有利契机，做大做强为实体经济服务的相关业务，分别在投行业务和资管业务方面打造直接融资业务新亮点，计划在五年内把直接为实体经济服务及其衍生业务的收入提升至公司总收入的30%以上。公司不断提升经营管理水平，打造高素质高水平的人才队伍，积极推动上市工作，调整业务布局，防范金融风险，加快业务创新，提升盈利能力。

经纪业务方面，公司提出建立综合性经纪业务模式，通过多重手段积极向主动的市场组织者转型。公司丰富产品种类，以满足不同客户群体需求和创造市场空间；打造资本中介产业平台，为机构客户提供全方位综合金融服务；将互联网金融作为重要的业务突破口，探索互联网业务智能办理模式，完善公司金融服务网络平台，推动“智能客服”、“智能投顾”系统建设；将金融产品销售从产品配置模式向资产配置模式转变，通过引进及整合业务系统内外部的产品和服务资源，建立完善的产品库，为投资者提供一揽子理财服务产品及财富管理解决方案，促进客户财富的保值增值。此外，面对经纪业务日趋激烈的竞争环境，公司将积极推进分公司及营业部的规划、设立工作，努力实现分支机

构管理方式的转型以及领先经营模式的传播与复制。

资管业务方面，公司将以资产管理业务为核心，建设资产管理、固定收益、直接投资、经纪业务及研究互通互联的大资管平台。公司以强化主动管理能力为出发点，加快发展资产证券化业务，积极参与产业基金、PPP产业基金，创新FOF、MOM等特色业务，打造公司公募产品特色，提高公司资产管理规模，最终构建以主动融资业务为主、主动投资业务为辅的多层次、多元化、互补型资产管理业务，保持行业领先地位。

投资业务方面，公司继续积极推动投资业务从单边股票投资业务向固定收益、类固定收益和量化对冲交易转变。公司秉承稳健为上的经营模式，加大投研力度，准确把握国家政策导向和监管要求，及时评估策略风险和资产配置风险；以“多策略、跨市场、多业务类型”为发展方向，着力打造固定收益业务全产业链的业务模式，扩大销售交易规模；重视一级和一级半市场业务，加大银行间市场、交易所等公开市场发行的绿色ABS、ABN等产品的投资力度，不断优化投资策略，提高投资能力，确保获得稳定的投资收益。

投行业务方面，公司计划充分发挥天津市国资领域资源优势，定位精品投行的核心目标，继续完善现有集团客户金融服务，全面推进天津市企业集团的产权及资本运作业务，树立公司品牌；开展并购重组、转板上市、定向增发等业务，积极寻找优质的资产作为并购标的，重点扶持2-3家新三板企业作为今后转板上市标的；继续开拓绿色债、专项债、资产证券化、金融债等创新品种，丰富部门业务结构，服务实体经济。

总的来看，渤海证券针对近年来公司业务面临的问题，对各类业务均制定了较为详细的转型目标，同时积极探索创新业务和新的业务模式，加强合规风控工作，为未来发展明确了方向。公司的各项经营战略符合自身特点，但公司仍需加强内部资源协同和管理协同，做大做强优势业务，改善业务短板。未来需重点关注公司战略措施的落实情况，及时对战略进行修正和完善。

公司治理与管理架构

渤海证券股份有限公司前身渤海证券有限责任公司成立于 2001 年，2008 年公司改制为股份有限公司。公司设立时注册资本为 23.17 亿元。2006 年，监管部门批准公司有限减资并增资扩股，先将注册资本由 23.17 亿元核减至 9.27 亿元，在此基础上再由股东增资 13.00 亿元至 22.27 亿元。此后，渤海证券分别于 2011 年和 2013 年增资 10.00 亿元和 8.10 亿元。2015 年 12 月，公司 9 家原有股东和新增 6 家天津市属国有企业股东共同增资 24.33 亿元，截至 2015 年末，公司注册资本达到 64.70 亿元。2016 年 8 月，公司引入深圳华侨城股份有限公司等新增股东，合计增资 15.67 亿元，进一步优化了股权结构。截至 2017 年末，公司注册资本仍为 80.37 亿元，第一大股东为天津市泰达国际控股（集团）有限公司，持股比例为 26.96%；第二大股东为天津泰达股份有限公司，持有公司 13.07% 的股份；由于泰达控股分别为公司第一大股东的控股股东和公司第二大股东的实际控制人，因此泰达控股间接持有渤海证券 40.03% 的股权。

表 2：2017 年末渤海证券前十大股东情况

股东名称	持股比例(%)
天津市泰达国际控股（集团）有限公司	26.96
天津泰达股份有限公司	13.07
深圳华侨城股份有限公司	9.14
天津渤海国有资产经营管理有限公司	6.34
天津保税区投资控股集团有限公司	6.22
天津津融投资服务集团有限公司	4.59
天津天保控股有限公司	3.73
正荣集团有限公司	3.11
天津渤海津镨产业结构调整股权投资基金有限公司	2.66
深圳市锐盈创富资本管理合伙企业（有限合伙）	2.26
合计	78.08

资料来源：渤海证券

渤海证券依照相关法律法规要求建立了较为完善的公司法人治理架构，股东大会、董事会、监事会和管理层职责较为分明；公司信息披露较为规范，同时制定并不断完善各项规章制度以进一步规范公司运作。股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等。董事会是公司的决策机构，对股东大会负责，负责执行股东大会的决议、

决定公司的经营计划和投资方案，董事由股东大会选举或更换。公司董事会现由 13 名董事组成，其中独立董事 5 名。董事会下设 4 个具体决策机构，包括：战略发展委员会、风险控制委员会、薪酬与提名委员会和审计委员会，其中审计委员会、薪酬与提名委员会由独立董事担任负责人。公司设立监事会，对股东大会负责，由 5 名监事组成，包括职工监事 2 人，对公司财务以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督。公司总裁由董事会聘任或解聘，主持公司的日常经营管理工作，组织实施董事会决议，向董事会汇报工作，并根据总裁职责范围行使职权。

在管理架构方面，渤海证券建立了较为完整的组织机构和业务体系。公司高管由天津市国资委任命，接受国资委管理，但管理上实现充分的经营自主。在公司总部层面，前台业务部门包括经纪业务总部（机构业务总部）、投资银行总部、投行第二总部、企业发展融资总部、并购融资总部、债券融资总部、债务融资总部、债券销售交易总部、固定收益总部、信用业务总部、量化对冲交易总部、场外市场总部、互联网金融总部以及上海、北京、江苏 3 家分公司；中后台部门包括风险控制总部、质量控制总部、结算托管总部、法律合规总部、稽核总部、财务总部、人力资源总部、信息技术总部、总裁办公室、研究所等。其中，稽核总部直接向董事会审计委员会报告。此外，公司控股和融期货、博正资本、渤海创富以及渤海汇金，分别负责开展公司期货经纪业务、直投业务、金融产品及证券投资业务和证券资产及公募基金管理业务。截至 2017 年末，公司营业部数量达 52 家，分布在天津、北京、上海、江苏、浙江、广东等 15 个省级行政区域内，其中 25 家分布在天津市，营业部由经纪业务总部统一管理。

总的来看，渤海证券公司治理较为完善，组织结构和业务条线较为清晰并持续细化，营业网点基本覆盖国内经济发达地区。未来随着业务转型创新以及战略规划的实施，公司组织架构还需不断优化调整，营业网点有待进一步铺开，以持续支持业务发展。

业务运营

经过十余年的发展，目前渤海证券形成了较为完备的业务体系，全面拓展经纪、承销、证券投资、资产管理、投资咨询、融资融券等多项证券业务。公司立足天津地区，在经纪业务和投行业务方面具有一定地缘优势，但在全国范围内竞争力不强；通过积极探索新型投资策略，2017年之前在自营投资方面获得了较好的业绩；同时，公司一直重视固定收益业务的发展，该业务已成为公司重要的收入来源；资产管理业务发展保持加快发展，同时公司在信用业务、新三板等业务方面也加大资源投入，各项创新业务有望成为公司战略转型的重要支点。

受 2017 年股票二级市场行情不佳影响，公司客户交易投资规模有所萎缩，因此全年公司实现证券经纪业务收入 5.19 亿元，较上年下降 27.32%；不过由于公司整体营业收入下降的幅度更大，证券

经纪业务在营业收入中的占比较上年增长 8.52 个百分点至 42.45%。受股市低位波动、债市持续下行以及市场风格转换的影响，公司自营证券投资业务收入大幅下降，2017 年实现自营业务收入 2.06 亿元，在营业收入中的占比为 16.88%，分别较上年下降 75.16% 和 22.58 个百分点。随着公司债券承销业务量的减少，2017 年投行业务收入占总营业收入的 10.96%，较上年下降 0.84 个百分点。公司资管业务基本保持稳定发展，2017 年资产管理业务净收入达 1.45 亿元，占营业收入的 11.90%。公司信用业务在市场行情不利的情况下仍然保持稳步发展，2017 年信用业务净收入达 2.10 亿元，占营业收入的 17.25%。总体来看，证券经纪业务仍是公司重要的收入来源，自营业务收入下降较为明显，信用业务和资产管理业务收入占比有所提升，公司整体收入仍受市场波动影响，稳定性有待加强。

表 3：2015-2017 年公司营业收入板块构成（金额单位：百万元）

	2015		2016		2017	
	营业收入	占比(%)	营业收入	占比(%)	营业收入	占比(%)
证券经纪业务收入	1,662.80	47.85	713.95	33.93	518.87	42.45
自营证券投资业务收入	1,294.00	37.24	830.50	39.46	206.30	16.88
投行业务收入	115.52	3.32	248.39	11.80	133.93	10.96
资产管理收入	177.85	5.12	150.03	7.13	145.38	11.90
信用业务收入	185.29	5.33	189.57	9.01	210.86	17.25
其他	39.67	1.14	(28.00)	(1.33)	6.88	0.56
合计	3,475.13	100.00	2,104.44	100.00	1,222.22	100.00

资料来源：渤海证券，中诚信国际整理

证券经纪业务

截至 2017 年末，渤海证券在全国设立了 52 家证券营业部和 3 家分公司，营业网点主要分布于北京、上海、广州、深圳、重庆等经济相对发达的地区。公司有 25 家营业部分布在天津、5 家分布在上海、4 家分布在北京。公司立足天津，经过多年经营，证券经纪业务在天津地区具有较高的市场占有率。在其他地区的营业部，除北京、上海外，其余地区营业部的竞争优势不明显，盈利能力较弱，对公司营业收入和营业利润的贡献较低。

经纪业务是渤海证券重要的收入来源，也是其他业务发展的重要依托。受 2017 年股票二级市场行情不佳影响，公司代理客户交易业务量有所萎缩。截至 2017 年末，股票基金总成交金额为 0.87 万亿元，较上年减少 0.30 万亿元，市场份额为

3.90%。公司机构业务规模稳步增长，PB 业务全年交易额较 2016 年增长 141.2%；同时积极推广金融衍生品服务，全年累计期权客户市场排名第 24 位，累计交易量排名第 37 位。受上述因素综合影响，2017 年公司经纪业务收入继续下降，全年经纪业务实现营业收入 5.19 亿元，同比下降 27.32%。

随着互联网金融的冲击以及券商竞争的日益加剧，佣金率水平呈现出持续下跌的态势。在当前经纪业务竞争加剧的背景下，渤海证券加快传统经纪业务转型步伐，以机制变革和业务思路调整为主要抓手，推动公司营业部与总部各业务条线密切合作，不断增强分支机构作为公司综合业务的触角功能，增强业务联动效应。同时公司通过提升客户服务水平、开展创新业务等多重手段，实现收入利润的提升。公司互联网金融部积极构建完善互联网金

融综合平台，为业务部门提供营销和服务解决方案，为客户提供便捷的业务办理和投资理财服务。公司通过大力推进非通道业务开展，培养固定收益客户群与机构客户群，逐步实现传统业务向财富管理型转变；同时，公司大力推进对高净值客户的投资顾问服务。公司经纪业务正在由代理股票买卖的简单经纪业务逐渐向综合金融、资本中介、财富管理等多功能业务的转型升级。

公司不断完善产品线，2017 年公司代销、申购和赎回各类开放式基金 589 只，销售总额 24.88 亿元；代销非公募类金融产品 102 只，销售总额 28.71 亿元；代销各类金融产品收入共计 915.82 万元。互联网金融商城实现了公募基金、大集合资产管理计划类产品、收益凭证、信托产品的信息公示、特定对象确定及适当性管理、开户、交易等功能，线上平台累计销售金融产品 1.45 亿元。

总体来看，渤海证券经纪业务市场份额和排名位居行业中游水平，在天津地区具有一定的地缘优势。但面对市场同质化竞争激烈、佣金费率下滑等诸多不利因素影响，传统通道型业务利润受到挤压。为了应对以上不利趋势，公司明确了经纪业务向综合金融、资本中介、财富管理转型的战略，并不断优化管理架构和平台建设，但转型效果仍有待进一步观察。

投资银行业务

2004 年渤海证券成为国内首批获得保荐资格的券商之一，能够为企业提供融资、并购、股权投资、改制、重组、股权激励等专业化、全方位的投资银行业务服务。公司投资银行业务处于行业中游水平，截至 2017 年末，公司有保荐代表人 10 人。近年来，公司加强了上市公司再融资、并购重组财务顾问、新三板、资产证券化等业务的拓展，业务结构趋于多元化。公司在业务发展战略上紧抓京津冀一体化、天津自贸区的发展机遇，立足天津，面向全国，着重为天津国有集团提供综合金融服务，发展壮大新三板业务，拓展传统业务。2017 年由于在“去杠杆”大背景下债券发行受监管政策约束较严等因素影响，公司实现投行业务收入 1.34 亿元，同比下降 46.08%，其在营业收入中占比下降至 10.96%。

公司投行项目选择较为谨慎、对项目质量的控制较为严格，通过多级把关，实现报送证监会项目较高的通过率。2017 年公司完成 IPO 项目 1 个，并购类项目 2 个，债券主承销项目 15 个，财务顾问项目 65 个，其中新三板推荐挂牌项目 20 个，新三板企业定向增发项目 11 个。公司的债券承销业务在投行业务中占据主要地位，初步建立了以天津为基地，通过在北京、上海、重庆等地网点辐射的债券营销网络和体系，形成了与公司保持长期合作关系的客户群体。2017 年 3 月 28 日，渤海证券因加入璟泓科技股票做市未及时进行信息披露而构成违规，公司在未来需加强投行业务的合规经营管理。

表 4：2015-2017 年公司投行主要业务开展情况

	2015	2016	2017
股票主承销业务			
承销家数（家）	1	--	1
承销金额（亿元）	4.46	--	3.25
股票承销及保荐业务净收入（亿元）	0.09	--	0.12
债券主承销业务			
承销家数（家）	7	21	15
承销金额（亿元）	78.90	177.50	116.30
债券承销及保荐业务净收入（亿元）	0.73	1.37	0.62
并购及财务顾问业务			
并购项目家数（家）	3	0	2
财务顾问项目家数（家）	57	93	65
并购及财务顾问业务净收入（亿元）	0.15	0.38	0.36

资料来源：渤海证券

总体来看，公司股票承销业务发展较缓慢，项目储备较弱，不过债券承销业务对投行业务收入形成一定的支撑。未来公司将利用京津冀一体化、天津自贸区的发展机遇，重点开展债券业务、新三板业务、上市公司融资及并购业务、IPO 业务等，重视非上市公司的资产整合、结构化融资和重点区域资本市场的服务，坚持合规经营管理，实现业务结构的进一步优化。

自营投资业务

2017 年以来，公司继续加大对固定收益、债券销售交易、对冲交易业务等优势业务的投入，截至

2017年末，公司证券投资资产¹规模达355.80亿元，较2016年末增加1.58%。在2017年股市与债市下行的环境下，公司自营证券投资业务收入下降较为明显，2017年实现自营业务收入2.06亿元，同比大幅下降75.16%，在营业收入中占比为16.88%，投资业务的综合收益率为5.80%。

权益投资方面，公司设立量化对冲交易总部以来，改变传统投资思路，采取创新型投资理念，专注于研究、开发、使用基础性金融产品和相关衍生金融工具发掘和创造绝对收益的盈利模式，借鉴国外成熟市场经验，利用事件套利、并购重组套利、分级基金套利等策略对冲市场风险，努力做大量化投资规模，精耕细作申购、再融资项目。2017年由于股票二级市场风格转换，模型有效性受到挑战，同时对冲工具投资受限制，公司权益类投资仓位处于低位，投资收益较上年有所下降。截至2017年末，公司对冲业务总部权益类投资规模约7.82亿元。

债券投资方面，受股票市场行情的不利影响，公司对其投资组合进行了一定调整，截至2017年末债券类投资规模占证券投资资产的比例升至80%以上。公司建立起专业化固定收益证券投资研究队伍，建立了以杠杆推动固定收益类的多策略对冲交易，低风险套利交易及资本中介业务为核心的，稳定和多元化的盈利模式，通过稳定的策略、创新的业务模式和完善的风险控制流程，实现了低波动率的绝对收益。2017年公司债券投资规模增加，进一步扩大了市场下行对投资收益的不利影响，公司固定收益类投资收益率较上年有所下降。

另外，截至2017年末，公司所投的基金、资管计划和信托投资达到48.71亿元，投资的资产支持证券余额为3.20亿元。高收益投资品种的增加对公司信用风险和流动性风险管理提出更高要求。

总体来看，2017年公司在市场整体行情不佳的情况下，投资业绩受到一定不利影响；同时随着债券投资组合规模的扩大，以及资管计划和信托计划投资的增加，公司利率市场风险和信用风险水平有所提升。此外，对于量化投资等创新投资业务可能带来新的操作风险和市场风险，中诚信国际将继续

保持关注。

资产管理业务

渤海证券于2010年4月开始开展资产管理业务，2016年5月公司正式成立渤海汇金，成立时注册资本为2.00亿元；2017年1月公司向其增资6.00亿元，其注册资本增至8.00亿元。目前公司资产管理业务形成了较为完善的组织架构和严格的投资决策流程，同时逐步推进业务结构的转型，加强主动管理能力。截至2017年末，公司资产管理业务资产总规模达2,711.88亿元，较上年末大幅增长39.97%，受托资产规模行业排名第17位，较上年末增长了11位。其中，集合资产管理业务资产规模94.04亿元；定向资产管理业务资产规模为2,557.54亿元；专项资产规模为60.30亿。2017年公司资产管理业务实现营业收入1.45亿元，同比下降3.10%。

2017年，公司集合业务新增产品7只，新增规模29.35亿。公司集合理财业务已构成多元化产品体系，逐步开发全产业链的定增类产品，并向新三板延伸，同时重点开发对冲量化产品，形成短、中、长的产品类型。截至2017年末，公司集合业务存续产品包括10个系列共27只产品。主动管理类业务有助于公司拓展业绩报酬等多元化的收入来源，提升公司的品牌实力。

由于银证合作的大量开展，公司定向理财产品资金规模保持快速增长，2017年定向业务新增产品84只，新增规模为2,764.94亿。由于定向通道业务呈现下降的趋势，公司积极开发投资于资产证券化产品、有限合伙份额、股权收益权等特殊品种，开展与银行、券商、基金、信托、私募等机构在产品创新上的合作，改善公司产品风险收益结构，细化业务线条，增强产品研发力量，开发高附加值产品，保持竞争优势，最终实现资产管理业务战略转型。2017年公司资产管理业务在创新领域取得突破，渤海汇金相继推出了国内首单长租公寓类REITs产品和国内首单家居行业类REITs产品，并完成了首单美元基金类REITs-悦方ID Mall资产支持专项计划。目前渤海汇金在资产证券化领域居于行业领先地位，2017年末在券商（含券商资管公司）行业的类REITs业务规模排名第一。

¹ 证券投资资产为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产与衍生金融资产之和。

表 5: 2015-2017 年末公司资产管理情况 (金额单位: 亿元)

	2015	2016	2017
管理资产总规模	1,957.35	1,937.47	2,711.88
其中: 集合计划规模	65.33	67.88	94.04
集合计划支数	37	29	27
定向计划规模	1,891.37	1,866.19	2,557.54
定向计划支数	212	244	247
专项计划规模	0.65	3.40	60.30
专项计划支数	1	1	4

资料来源: 渤海证券

总体来看, 公司资产管理业务起步较晚, 但发展速度较快, 重视业务创新, 已经在创新领域取得了一定的成就。公司的产品结构仍然不够均衡, 目前以通道业务为主, 差异化和高附加值的产品线有待建立, 公司的业务转型情况还有待进一步观察。

信用类业务

2012年4月公司获得证监会核准开展融资融券业务。近年来, 公司融资融券业务发展迅速, 截至2017年末, 公司52家营业部中已全部获取了融资融券业务资格。2017年, 两融业务余额随着二级市场行行情震荡下行, 截至2017年末, 融资业务余额为35.31亿元; 融券业务全年开展较少, 2016年末余额为0.01亿元。针对市场获利机会缺乏的情况, 公司加大客户储备培育力度, 截至2017年末, 两融客户开户数达到19,901户, 较上年末增长13.20%, 公司全年日均余额为35.36亿元, 市场占比为3.79%。公司于2013年4月获得转融通业务资格, 增加了融资融券业务的融资来源, 2017年以来, 由于拆入转融通利率较上年有所上升, 公司暂停了该类资金来源。2017年公司取得融资融券业务收入2.73亿元, 同比下降10.49%。未来公司将继续拓展以银行为主的多渠道资金来源, 为业务发展提供稳定的、相对较低成本的资金。同时在稳健合规的基础上, 逐步扩大融券业务规模, 推广在线小额融资业务, 为客户提供多样化融资服务。

此外, 公司取得约定购回式证券交易业务资

格、质押式报价回购业务资格。股票质押业务全年呈稳步增长态势, 小额股票质押业务在2016年陆续完成产品设计、制度体系建设及技术系统的搭建, 不过由于监管政策的变动, 小额股票质押业务在2018年初被暂停。2017年公司在风险可控的前提下, 加大了股票质押业务的开展力度, 在融资方案设计、业务流程办理等各方面为客户提供最大限度的支持, 全年实现股票质押式回购业务收入为0.83亿元。公司约定购回、股票质押、转融通等业务手段逐步完善, 初步形成了以融资融券为主导, 股票质押为补充的新的经营模式。

表 6: 2017 年末信用类业务开展情况 (金额单位: 亿元)

项目	
融资融券业务	
融出资金余额	35.31
融出证券余额	0.01
开户数	19,901
业务收入	2.73
股票质押式回购业务	
业务余额	25.33
开户数	641
业务收入	0.83

资料来源: 渤海证券

2017年市场的行情不佳造成交易量萎缩, 客户融资融券规模有所下降。未来随着股票市场走势趋于稳健、融资融券标的证券扩容, 客户群体有望持续扩大, 信用类业务的规模及收入将有望实现增长。另外, 随着公司对股票质押业务的重视和加大投入, 该业务将继续保持快速发展。同时, 公司信用风险将随之增大, 这对公司风险管控能力提出了更高要求。

其他业务

为了改善公司收入结构, 实现业务转型, 公司重视创新业务的发展, 并已初步搭建起相关组织机构。公司通过下属全资子公司和控股子公司, 业务领域不断扩展, 产品和服务体系日益全面。

表 7: 截至 2017 年末渤海证券控股子公司名单

公司名称	注册资本	持股比例	经营业务	成立时间
渤海创富证券投资有限公司	8.00 亿元	100%	证券投资	2013 年 4 月
博正资本投资有限公司	2.50 亿元	100%	股权投资	2010 年 11 月
和融期货有限责任公司	0.85 亿元	99.76%	期货经纪	2008 年 4 月
渤海汇金证券资产管理有限公司	8.00 亿元	100%	资产管理	2016 年 5 月

资料来源: 渤海证券

和融期货注册资本为 8,500 万元，渤海证券持有其 99.76% 的股权。2017 年，和融期货在保持传统期货经纪业务稳步增长同时，加强与母公司协同，拓宽对外合作渠道，在客户机构化、产品化方面实现新的突破，多元化实现业务收入，抵御了市场动荡和行业佣金率持续下滑带来的冲击。2017 年实现营业收入 1,791.41 万元，实现净利润 376.62 万元。

博正资本成立于 2010 年 11 月，注册资本 2.50 亿元，渤海证券持有其 100% 的股权，是渤海证券开展股权直接投资业务试点的专业机构。自成立以来，博正资本完成 5 项股权投资，总计投入金额 2 亿元。2017 年博正资本在传统私募股权投资基础上，积极拓展新的经营思路和业务模式，大力发展财务顾问业务，积极探索私募债承销、新三板企业推荐、私募股权基金管理 etc 创新业务，推进业务转型，服务实体经济。同时还按照证券业协会最新的监管要求，对所持有的产品和证券投资基金进行了部分退出和全部退出。2017 年实现营业收入 1.03 亿元，净利润 6,990.45 万元。

2013 年 4 月，渤海证券设立渤海创富，设立时注册资本为 3 亿元。2016 年 8 月，渤海创富增资人民币 5 亿元，注册资本变更为 8 亿元，渤海证券持有 100% 股权。渤海创富形成以多策略低风险套利、对冲业务和财务顾问业务为核心盈利模式。2017 年以来，由于监管政策对于另类子公司负债经营提出严格要求，渤海创富通过到期赎回、提前转让现有项目等方式变现资产偿还存量负债，产生了部分损失，2017 年公司实现营业收入-204.70 万元，净利润-423.91 万元。

风险管理

风险管理架构

渤海证券通过完善法人治理结构和内控机制、健全风险管理组织架构和加强各项业务的风险控制等措施，逐步形成了控制能力较强的风险管理体系。公司自成立以来，一直注重内部规章制度和风险控制体系的建设，现已建立起以风险控制委员会为指导的，由专职的风险控制部门为后台，管理、支持与保障部门为中台和业务经营部门为前台的

三层结构风险管理体系。各层级根据其风险管理的职责对公司各项业务的事前、事中和事后风险进行管理，各层级风险管理和内部控制职责明晰，控制效果良好。

公司董事会负责风险管理和内部控制体系的建立健全。董事会下设的风险控制委员会负责审查公司各项风险控制指标，评价公司风险控制体系运行情况并提出建议；对涉及公司重大利益的事项进行风险评估；审查公司各项业务风险控制的制度和流程并提出建议。公司经营管理层首席风险官负责公司风险管理工作，执行公司全面风险管理制度并及时向风险控制委员会和公司董事会、董事长报告风险管理信息，协调、督促、推动风险管理政策的贯彻执行。合规总监是公司的合规负责人，对公司及所属工作人员的经营管理和执业行为的合规性进行审查、监督和检查。

公司设立风险控制总部作为公司风险管理的专职工作部门，在首席风险官的领导下，组织实施风险管理的具体工作，包括组织拟开展业务的可行性论证、跟踪和监督重大业务工作的进展、建立和完善风险控制体系、集中监控等。风险控制总部由总经理负责，下设风险控制一、二、三部等三个二级部门，专司公司不同业务条线及净资本等风控指标的风险管理工作。风险控制的三个二级部门负责公司风险控制体系的管理和完善，按照业务类别对现有业务的风险等级进行评估和考核，同时负责公司业务的实时监控。公司设立法律合规总部，负责为公司决策、重大项目以及各类新增业务提供法律支持；开展公司合规检查，进行隔离墙、员工个人行为合规性监督，为公司各部门提供日常经营法律及合规问题咨询等。

公司还设立独立于公司其他部门的稽核总部，直接对董事会负责；主要负责检查和评价公司执行国家法律法规和公司规章制度的情况，评价公司内部控制的健全性、合理性和有效性，调查公司内部的经济违法违规案件等。

公司财务总部、信息技术总部通过垂直管理在财务会计核算、信息技术等方面承担对分支机构的风险控制职能。公司各业务部门承担一线的风险控

制职能，执行具体的风险管理。各部门主要负责人为风险控制的第一责任人。各部门在公司整体风险组织架构中履行一线风险控制职责，建立部门内权责明确、相互制衡的内控组织架构和全面合理的风控制度，制定并遵循规范的业务操作流程，制定有助于风险识别、评估及控制的措施。为了更加严密控制经营风险，公司统一部署专门设置了风险防范员。各总部风险防范员由总部第一副总或总经理助理担任，营业部风险防范员由营业部副总经理担任或总经理助理担任，协助风险控制部门实施风险监管和控制职能。

公司建立了良好的信息沟通与报告机制。在日常经营过程中，风险控制总部通过各总部风险防范员以及合规专员的管理路径，能够及时、准确地了解到相关风险信息。对于出现的重大事项，公司各部门均能够按照《重大事项报告制度》向公司各层级进行报告，确保风险事件能够快速、有效地处理。因此，公司内部在分支机构、业务部门、风险管理部门、经营层、董事会之间畅通的风险信息沟通机制，能确保相关信息传递与反馈的及时、准确、完整。

总体来看，公司建立了较为健全的风险控制体系，未来传统业务规模的逐步扩大和创新业务的进一步开展将对公司风险管理水平提出更高的要求，风险管理体系还需不断适应业务发展的变化进行适时调整。

市场风险管理

市场风险指市场价格变动，例如利率、证券价格和外汇汇率的变动等，影响发行人收入或持有金融工具的价值而形成的风险。渤海证券主要涉及的市场风险包括以自有资金进行各类投资时因证券市场变动和利率变动而产生的盈利或亏损，开展信用业务时因市场环境变化而导致的盈亏，以及公司直接股权投资的风险。

投资业务方面，公司相关部门在投资项目立项前，做好充分的研究评估工作，通过建立完善的政策收集与研究系统，规范研究模式、提高研究报告质量，随时跟踪最新政策变化，给项目决策提供充足依据。业务开展过程中，准确把握投资节奏，通

过定期召开研讨会议，对阶段性市场走势做出分析，研究证券的持仓规模和结构，并据此做出决定，选择有利的市场时机，在严格控制投资风险的前提下构建最优的投资组合。对已投资的品种进行逐日盯市，并加强估值管理，严格执行止盈、止损制度，防范和化解市场风险。

利率风险主要体现在公司的固定收益业务方面，对于企业（公司）债的选择与投资，公司不仅考虑品种项目的担保情况，而且要对信用等级的等级以及单一债券品种的流动性进行选择，同时加强对投资品种选择的研判、及时跟踪各投资品种的公开资料的变化情况，关注行业内的各类研究分析信息、提高对市场变化的敏锐判断力和应变能力，扩大对手池的储备资源，通过这些措施和手段以降低利率风险给公司造成的影响。投资部门还充分利用现有市场上的利率互换和国债期货两个衍生产品来对固定收益类现券产品进行有效地对冲，来降低其市场风险。

总体来看，渤海证券初步建立起了市场风险管理的制度和体系。但公司目前管理市场风险的工具还较为单一，量化管理方法处于初步探索阶段；同时，公司多项创新业务正处在起步阶段，公司管理相应市场风险的能力也需加强。未来随着业务的发展和市场深度和广度的加大，公司市场风险管理能力仍需进一步提升。

信用风险管理

信用风险主要是指由于交易对手、客户、中介机构、债券发行人及其他与本公司有业务往来的机构违约造成损失的风险。公司的信用风险主要来自代理客户买卖证券、固定收益类证券投资业务和融资融券业务。为了控制经纪业务产生的信用风险，公司在代理客户进行的证券及期货交易均以全额保证金结算，通过全额保证金结算的方式在很大程度上控制了与公司交易业务量相关的结算风险。

固定收益投资方面，公司对于信用风险的控制主要集中在事前及事中两个环节。公司对于开展这方面的业务有严格的制度规定和流程，投资部门在事前严格进行信用等级评估，对券种的收益率、期限、甚至发行人财务状况，以及交易对手的资质及

信用状况、历史交易不良记录等进行研究分析，控制交易对手的业务规模，控制交易品种的评级水平，以规避信用风险发生的可能性。在业务的合同协议签订环节，法律人员也高度关注合同协议内容，严格审核、明确违约责任。风险控制部门通过合同的后续跟踪，如发现合同履行过程中出现问题即上报，及时研究解决方案。当公司出现信用风险时，将通过法律手段维护公司合法利益，力图将信用风险降至最低。

公司于 2012 年 7 月开始开展融资融券业务，并设立信用业务总部负责推动该项业务。公司不断加强对客户的选择和授信管理，合理确定维持担保比例以及履约保障比例，完善担保品补足、平仓机制，以确保此类信用业务在开展过程中规避信用风险的发生。信用业务总部对业务风险、质押股票的价值进行持续监测，当质押股票价格下跌致使质押价值接近平仓线时，要求客户及时补充保证金。

总体来看，公司目前的信用风险管理能力尚能满足业务发展的需要；但随着现有业务规模的扩大和新业务的逐步开展，公司还需不断加强信用风险管理体的建设。

流动性风险管理

流动性风险是指证券公司虽有清偿能力，但无法及时获得充足资金或无法以合理成本及时获得充足资金以应对资产增长或支付到期债务的风险。

财务总部为流动性风险的日常管理部门，负责制定流动性风险管理策略、措施和流程，各项业务开展前均要报财务部门，由其资金使用额度进行审核，以确保公司自有资金的充足。风险控制总部为流动性风险管理的监控部门，负责监测流动性风险限额的执行情况以及优质流动性资产的规模变动，及时报告超限额情况，对流动性应急计划措施及演练情况进行定期评估并组织开展流动性风险压力测试。

公司对流动性风险实施限额管理，根据各类业务规模、性质、复杂程度、流动性风险偏好和外部市场发展变化情况，在确定公司整体的可承受风险限额的基础上，设定各业务线的流动性风险限额并对其执行情况进行监控。公司结合业务发展实际状

况和流动性风险管理情况，建立流动性风险监控指标体系。除日常管理中需要满足监管要求的流动性覆盖率、净稳定资金率两个流动性风险管理指标外，公司还根据自身实际情况，增加流动性缺口、资产负债比率、现金流等流动性风险管理指标。

公司通过建立自有资金运用的决策、审核、批准、监控相分离的管理体系，加强自有资金的风险控制，并加大资金额度控制和资金使用的日常监控。投资部门会随着市场变化，及时调整各自的资产配置、资产规模，规避在出现市场风险时由于持仓品种难以变现导致的流动性风险。公司通过金蝶 EAS 资金管理系统完整体现公司资金计划、资金变动情况和资金结存情况，为公司资金集中管理提供了信息平台，也为应对流动性风险提供了数据依据。此外，公司还通过对自有资金的分布与资金划拨动向的及时了解来进行有效控制。

公司现阶段流动性风险较低，流动资产较为充足，资产负债匹配情况较好。总体来看，公司流动性管理手段较为单一，未来为了满足监管部门对流动性风险管理的提出的更高要求，公司计划运用量化分析信息系统，以加强对流动性风险的监测和管理。中诚信国际认为，随着监管对证券公司融资的放开，公司向负债经营模式的逐步转型将使得杠杆率逐步提高，公司资金管理的水平和对流动性风险的防范和管理有待进一步提升。

操作风险管理及内部控制

操作风险是指由于内部制度流程失效、员工行为不当、信息技术系统缺陷，以及外部事件影响所造成损失的可能性。操作风险的管理，是指通过识别、评估、监测和控制业务过程中的操作风险，提高公司制度流程执行、信息系统安全，以及客户权益保护等方面管理能力的制度措施安排。

公司建立了全面、系统的内部控制政策与程序，建立具体、明确、合理的授权、检查制度和责任追究制度，明确界定部门、分支机构的目标、职责和权限，确保其在授权范围内行使经营管理职能。各部门、各岗位、各级机构之间遵循必要的分离原则，进行职责分工。公司还建立了清晰的组织结构，依据所处环境和自身经营特点设立了三道业

务监控防线，并根据不同的工作岗位及其性质，赋予其相应的职责和权限。同时通过各部门、稽核监察部门定期与不定期的检查，来评价制度执行的有效性，及时发现问题并整改。

在操作系统方面，从系统设置上规避操作风险及违规风险，如投资管理系统中设置相应的风险监控阈值，股票池、投资规模、资产配置比例、个股止盈止损比例等设置，通过系统的前端控制功能及预警触发装置自动限制不合规操作事项以及显示自营业务风险的动态变化；金证柜台系统中设置了对日常业务的系统复核机制，对部分特殊业务操作权限进行上收和限制，防止操作失误及权限滥用等；公司通过监控系统实施有效的实时监控，并针对不同业务类别分别设置阈值，及时发现、避免各种操作风险的出现。随着创新业务的开展，公司将进一步推进系统开发，完善参数设置，防止新业务出现操作性风险。

为防范创新业务的操作风险，公司将风控部门的风控工作逐步前移，从资格申请、制度设计阶段便开始介入，从系统使用开发到参数设置，再到实盘操作，最大限度的防止新业务出现操作性风险。

为保证公司内部审计质量，董事会设审计委员会，监督公司的内部审计制度及其实施；对年度预算方案的制定及调整进行评估；审查公司的内控制度。日常工作时，公司稽核总部对各项业务进行内部审计，并根据审计结果对各项业务存在的风险进

行识别和评估，向董事会、监事会及管理层提示风险并提出建议。公司稽核总部以总部一年一次、营业部两年一次的频率进行审计。

总体而言，渤海证券已初步建立了较为完善的操作风险与内部控制管理体系，对经纪和自营业务等实施了较为有效的风险控制措施。但由于新业务在近年来不断推出，加之目前市场环境的不确定性、高素质专业人员和中层管理人员的缺乏、金融创新层出不穷等因素的影响，公司仍需不断提高风险监控水平，加强内部控制力度。

财务分析

以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所审计的 2015 年、2016 年和 2017 年度财务报告，财务报告的审计意见类型为标准无保留意见。报告中资产安全性和资本充足性分析部分数据采用母公司口径。

盈利能力

由于公司经纪业务收入和自营业务收入在总收入中占比很高，公司整体的盈利状况变化趋势和证券市场的走势表现出较大的相关性。2017 年以来，股票市场整体持续低位震荡，债券市场继续低位运行，渤海证券经纪业务、投资银行、自营投资等各业务条线均受到一定影响，公司营业收入明显下滑，2017 年公司全年实现营业收入 12.22 亿元，同比下降 41.92%。

表 8：2015-2017 年公司营业收入情况（单位：百万元）

	2015		2016		2017	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
手续费及佣金净收入	1,726.23	49.67	955.62	45.41	667.15	54.59
其中：经纪业务净收入	1,449.11	41.70	532.88	25.32	379.64	31.06
投资银行业务净收入	92.86	2.67	244.53	11.62	132.47	10.84
资产管理业务净收入	118.11	3.40	111.99	5.32	103.16	8.44
投资收益及公允价值变动	1,816.08	52.26	1,386.56	65.89	1,119.99	91.63
利息净收入	(77.82)	--	(250.65)	--	(604.51)	--
其他业务收入	7.21	0.21	8.96	0.43	42.93	3.51
汇兑损益	3.43	0.10	3.95	0.19	(3.35)	--
营业收入合计	3,475.13	100.00	2,104.44	100.00	1,222.22	100.00

资料来源：渤海证券，中诚信国际整理

从收入构成来看，手续费及佣金净收入在营业收入中仍占重要地位，2017 年手续费及佣金净收入

同比下降 30.19% 至 6.67 亿元，在营业收入中占比上升 9.18 个百分点至 54.59%。手续费及佣金收入

中，经纪业务净收入占比有所回升，是公司收入的重要来源。2017 年股票市场活跃度延续低迷状态，公司的经纪业务净收入同比下降 28.76% 至 3.80 亿元，在营业收入中占比较上年上升 5.74 个百分点至 31.06%。

2017 年，受“去杠杆”背景及监管政策收紧影响，公司投行业务重点承做的债券承销类项目较上年有所减少，投行业务收入下滑。2017 年全年公司实现投行业务净收入 1.32 亿元，同比下降 45.82%，其中证券承销业务净收入 0.95 亿元，同比下降 53.57%。

公司资产管理业务在同业中具有较强的竞争力，2017 年，公司全资子公司渤海汇金注册资本金增至 8.00 亿元人民币，管理资产规模实现较快提升。截至 2017 年末，公司管理资产规模达到 2,711.88 亿元，同比增加 39.97%。由于全年资金市场成本走高，2017 年实现资管业务净收入同比下降 7.88% 至 1.03 亿元，但由于公司的经纪业务及投行业务净收入下降幅度更大，资管业务净收入在营业收入中的占比上升 3.12 个百分点至 8.44%。随着公司整体战略转型和内部架构调整的初步实施，渤海汇金资本实力以及产品研发与创新力度得到进一步加强，公司资产管理业务的规模和盈利水平仍有较大的上升空间。

公司的利息收入主要以存放金融同业利息收入、融资融券业务及买入返售证券业务利息收入为主。2017 年公司股票质押业务规模较 2016 年末大幅提升，带动公司买入返售证券业务利息收入明显增加，全年实现业务利息收入 1.99 亿元，达上年收入的 9.42 倍。受此推动，公司 2017 年全年实现利息收入 7.05 亿元，同比上升 32.07%。同时，受到公司卖出回购金融资产及次级债、短期融资券等融资利息支出增加等因素影响，公司 2017 年全年实现利息净支出 6.05 亿元，较 2016 年大幅增加 141.18%。

投资收益方面，公司明确了对冲类策略投资思路，坚持低风险套利、对冲交易、量化交易等投资策略，近年来公司自营投资收益对营业收入贡献较高。2017 年公司自营固定收益类投资进一步做大交易量，但受债券市场持续下行、股票投资策略调整

落后和对冲产品投资受限等因素的影响，投资收益（含公允价值变动）同比下降 19.23% 至 11.20 亿元，占营业收入比例为 91.63%。

营业支出方面，由于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，人力成本在公司营业支出中占比相对较高。2017 年，公司在经营业绩下滑的情况下，强化预算管理，严格控制人力成本等费用支出，取得较好效果，2017 年业务及管理费用为 7.41 亿元，同比下降 22.38%。不过由于营业收入大幅下滑，2017 年公司营业费用率同比上升 15.26 个百分点至 60.61%。

受上述因素影响，渤海证券 2017 年利润水平进一步下滑，全年实现净利润 3.34 亿元，同比大幅下降 62.81%。如果考虑到公司可供出售金融资产产生的浮亏等影响，2017 年实现综合收益 1.87 亿元，同比下降 66.98%。受公司增资和盈利下滑共同影响，2017 年平均资产回报率 and 平均资本回报率分别为 0.71% 和 1.63%，较上年分别进一步大幅下降 1.51 和 3.36 个百分点。

表 9：2015-2017 年主要盈利指标（单位：百万元）

	2015	2016	2017
营业收入	3,475.13	2,104.44	1,222.22
业务及管理费	(1,417.01)	(954.37)	(740.78)
营业利润	1,819.96	1,066.48	440.28
净利润	1,486.46	897.78	333.88
综合收益	1,892.55	564.95	186.57
平均资产回报率(%)	5.43	2.22	0.71
平均资本回报率(%)	13.68	4.99	1.63
营业费用率(%)	40.78	45.35	60.61

资料来源：渤海证券，中诚信国际整理

总体来看，近年来公司收入仍较大程度上依赖于传统的经纪业务和自营业务，同时 2017 年投行业务及资管业务收入受监管政策收紧、转型发展效果还未显现等因素影响均出现一定减少，使得公司整体盈利能力进一步下滑。随着公司积极调整经纪业务及投行业务布局，加大力度推进资管业务发展，通过提升投资收益以平滑周期性业务对公司盈利能力的影响，预计未来公司利润有较大提升空间。中诚信国际也将持续关注证券市场走势对公司盈利和自营投资业务稳定性的影响，以及业务战略转型对公司风险管理体系的挑战。

资产安全性和资本充足性

近年来渤海证券资产规模持续增长,截至 2017 年末,公司总资产同比增长 4.19%至 554.45 亿元,注册资本达 80.37 亿元。

2017 年,由于次级债发行、定向资管产品担保等资本占用项目增加,公司净资产、风险覆盖率及资本杠杆率等指标较上年有所减弱。截至 2017 年

末,母公司口径净资产为 148.51 亿元,较 2016 年末下降 4.90%。2017 年末净资产/净资产比率较年初下降了 2.42 个百分点 74.10%,公司风险覆盖率较年初下降了 24.45 个百分点为 314.79%;资本杠杆率降至 32.23%,仍均远高于监管要求的最低标准。

表 10: 2015-2017 年末各风险控制指标情况 (母公司口径)

项目	标准	2015	2016	2017
净资产(亿元)	--	137.84	156.17	148.51
净资产(亿元)	--	150.81	204.09	200.42
风险覆盖率(%)	≥100	278.30	339.24	314.79
资本杠杆率(%)	≥8	38.51	37.98	32.23
流动性覆盖率(%)	≥100	1,504.67	957.87	1,375.16
净稳定资金率(%)	≥100	156.76	204.24	180.77
净资产/净资产(%)	≥20	91.40	76.52	74.10
净资产/负债(%)	≥8	75.32	69.84	54.07
净资产/负债(%)	≥10	82.40	91.27	72.97
自营权益类证券及其衍生品/净资产(%)	≤100	15.75	15.53	6.06
自营非权益类证券及其衍生品/净资产(%)	≤500	150.96	196.14	236.10

资料来源:渤海证券

从杠杆水平来看,2017 年公司主要受卖出回购及应付债券的增长推动整体负债水平上升。截至 2017 年末,公司净资产/负债较上年下降 15.77 个百分点至 54.07%,公司净资产/负债较上年下降 18.30 个百分点至 72.97%。

从投资资产比重来看,公司根据市场变化适时调整权益投资和非权益类投资的规模,2017 年进一步提升了非权益类投资占比。截至 2017 年末,公司自营权益类证券及其衍生品占净资产的比重为 6.06%,较上年大幅下降 9.47 个百分点;公司非权益类证券及其衍生品占净资产的比重为 236.10%,较上年末大幅上升 39.96 个百分点。目前各项风险控制指标均处于监管标准之内。

总体来看,近年来股东增资和利润留存使得渤海证券的资本得到不断充实,2017 年以来,渤海证券以净资产为核心的各项风险指标受公司杠杆水平的提升及业务的拓展等因素推动有所下滑,但仍均远高于证监会制定的监管标准,反映出公司具有较高的资产充足性和安全性。

资产流动性

渤海证券近年来流动资产稳步增长,截至 2017 年末,公司流动资产较上年增长 11.55%至 486.78 亿元。流动资产在公司总资产中占比较高,2017 年末,流动资产占自营总资产的比例达到 98.39%,与上年基本持平。

表 11: 2015-2017 年末公司流动性情况 (金额单位:百万元)

	2015	2016	2017
流动资产	35,834.58	43,636.58	48,677.65
其中:自有货币资金及 结算备付金	3,976.74	1,097.22	1,331.14
流动负债	18,759.20	22,950.01	27,543.39
其中:卖出回购金融资 产款	11,574.46	14,043.99	16,360.37
债务合计	5,483.61	5,942.68	9,462.80
其中:短期债务合计	3,449.48	5,442.68	7,962.80
长期债务合计	2,034.13	500.00	1,500.00
流动资产/自营总资产 (%)	98.44	98.35	98.39
流动比率(X)	1.91	1.90	1.77
流动资产/短期债务 (X)	10.39	8.02	6.11

资料来源:渤海证券,中诚信国际整理

从流动资产的构成来看,截至 2017 年末,公司自有货币资金及结算备付金占自营总资产的

2.69%。2017 年公司两融规模进一步萎缩,截至 2017 年末公司融出资金余额为 35.18 亿元,占流动资产的 7.23%。2017 年末公司买入返售金融资产余额为 70.65 亿元,占流动资产的 14.51%,主要是与银行等金融机构进行的债券及个人客户股票质押回购业务。交易性金融资产年末余额为 309.49 亿元,占流动资产的 63.58%。公司的交易性金融资产中 90.46%为债券持仓,另有部分基金、股票和资产支持证券。2017 年末公司可供出售金融资产余额为 46.31 亿元,占流动资产的 9.51%,主要为资产管理计划、债券、股票、信托产品和少量基金。公司持有的债券均为交易所和银行间市场挂牌的交易品种,信用等级较高;资产管理计划主要为渤海汇金及大型基金管理公司发行的产品,信托产品主要合作方为股份制银行和国有大型信托公司。

从流动负债来看,由于短期融资券、收益凭证的发行以及通过卖出回购、转融通等方式融入短期流动资金的增加,2017 年渤海证券流动负债保持较快增长。截至 2017 年末,公司的流动负债主要是卖出回购、交易性金融负债和短期债务,在流动负债中占比分别为 59.40%、7.03%和 28.91%。短期债务方面,2017 年公司累计发行 12 期短期融资券,年末短期融资券余额为 60.41 亿元;2017 年累计发行收益凭证 32 期,年末余额为 19.22 亿元。另外,截至 2017 年末,公司卖出回购金融资产款项余额较年初增长 23.16 亿元至 163.60 亿元;交易性金融负债较年初增加 37.19%至 19.37 亿元。受上述因素共同影响,截至 2017 年末公司流动负债同比增长 20.01%至 275.43 亿元,公司流动比率由 2016 年末的 1.90 倍进一步下降至 1.77 倍。

总体来看,公司流动资产增长较快,其在总资产

产中的占比也保持在较高水平,但流动负债水平的上升加大了公司流动性风险管理的难度。公司总体负债水平有所上升,收入对债务本金和利息的覆盖能力持续下降。中诚信国际仍将持续关注未来公司收入水平变化情况对其整体偿债能力造成的影响。

偿债能力

从公司的债务结构来看,近年来公司不断拓宽融资渠道,相继开始发行短期融资券、收益凭证和次级债券等负债品种,改善了公司负债的期限结构。2017 年,公司继续加大债券发行规模,截至年末,渤海证券的总债务为应付短期融资券、应付收益凭证及长期次级债,共计 94.63 亿元,较年初大幅增长 59.23%。由于公司负债增长较快,截至 2017 年末,公司资产负债率较年初上升 5.56 个百分点至 58.99%。受收入大幅下降及融资增长导致利息支出增加等因素共同影响,2017 年公司 EBITDA 利息覆盖倍数大幅下降至 2.04 倍,持续处于近年来最低水平,对公司经营利润对债务和利息的覆盖能力形成了较大挑战。

表 12: 2015-2017 年公司偿债能力指标

	2015	2016	2017
资产负债率(%)	57.89	53.43	58.99
EBITDA (百万元)	2,175.87	1,369.76	907.23
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	7.62	6.35	2.04
总债务/EBITDA(X)	2.52	4.34	10.43

资料来源:渤海证券,中诚信国际整理

结论

综合前述对渤海证券在管理及战略、业务运营、风险管理与内部控制、财务基本面等方面的分析,中诚信国际评定渤海证券主体信用等级为 **AAA**,评级展望为稳定。

附一：渤海证券主要财务数据

(金额单位：百万元)	2015	2016	2017
货币资金及结算备付金	16,131.48	10,063.11	7,430.08
其中：自有货币资金及结算备付金	3,976.74	1,097.22	1,331.14
拆出资金	0.00	0.00	0.00
买入返售金融资产	1,461.73	2,423.34	7,064.66
交易性金融资产	18,414.79	28,207.49	30,949.41
可供出售类金融资产（不含融出证券）	6,175.46	6,812.00	4,630.81
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00
长期股权投资净额	8.00	8.84	9.88
融出资金	4,691.85	3,708.42	3,517.82
融出证券	8.67	0.69	1.36
总资产	48,358.23	53,213.46	55,444.87
代理买卖证券款	11,957.19	8,846.02	5,970.44
短期债务	3,449.49	5,442.68	7,962.80
长期债务	2,034.13	500.00	1,500.00
总债务	5,483.61	5,942.68	9,462.80
拆入资金	50.00	1,000.00	700.00
卖出回购金融资产款	11,574.46	14,043.99	16,360.37
总负债	33,030.77	32,552.91	35,156.35
股东权益	15,327.47	20,660.55	20,288.52
净资本	13,784.40	15,617.25	14,900.76
手续费及佣金净收入	1,726.23	955.62	667.15
其中：证券经纪业务净收入	1,449.11	532.88	379.64
投资银行业务净收入	92.86	244.53	132.47
资产管理业务净收入	118.11	111.99	103.16
利息净收入	(77.82)	(250.65)	(604.51)
投资收益及公允价值变动	1,816.08	1,386.56	1,119.99
营业收入	3,475.13	2,104.44	1,222.22
业务及管理费	(1,417.01)	(954.37)	(740.78)
营业利润	1,819.96	1,066.48	440.28
净利润	1,486.46	897.78	333.88
综合收益总额	1,892.55	564.95	186.57
EBITDA	2,175.87	1,369.76	907.23

附二：渤海证券主要财务指标

财务指标	2015	2016	2017
盈利能力及营运效率			
平均资产回报率(%)	5.43	2.22	0.71
平均资本回报率(%)	13.68	4.99	1.63
营业费用率(%)	40.78	45.42	60.61
流动性			
流动资产/自营总资产(%)	98.44	98.35	98.39
流动比率(X)	1.91	1.90	1.77
流动资产/短期债务(X)	10.39	8.02	6.11
偿债能力			
资产负债率(%)	57.89	53.43	58.99
EBITDA 利息覆盖倍数	7.62	6.35	2.04
总债务/EBITDA(X)	2.52	4.34	10.43
资产安全性及资本充足性表格（母公司口径）			
风险覆盖率(%)	278.30	339.24	314.79
资本杠杆率(%)	38.51	37.98	32.23
流动性覆盖率(%)	1,504.67	957.87	1,375.16
净稳定资金率(%)	156.76	204.24	180.77
净资本/净资产(%)	91.40	76.52	74.10
净资本/负债(%)	75.32	69.84	54.07
净资产/负债(%)	82.40	91.27	72.97
自营权益类证券及其衍生品/净资本(%)	15.75	15.53	6.06
自营非权益类证券及其衍生品/净资本(%)	150.96	196.14	236.10

附三：渤海证券基本财务指标的计算公式

流动资产=货币资金+结算备付金+应收利息+存出保证金+拆出资金+买入返售金融资产+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+衍生金融资产+融出资金+融出证券-代理买卖证券款

流动负债=短期借款+应付短期融资款+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+拆入资金+卖出回购金融资产款+应付利息+应交税费+应付职工薪酬

流动资产比例=流动资产/总资产

流动比率=流动资产/流动负债

自营总资产=总资产-代理买卖证券款

平均资产回报率=净利润/平均总自营资产

平均资本回报率=净利润/平均总资本

营业费用率=业务及管理费/营业收入

资产负债率=(总负债-代理买卖证券款)/自营总资产

净资产负债率=(总负债-代理买卖证券款)/净资产

EBITDA=利润总额+应付债券利息支出+投资性房地产及固定资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

EBITDA利息覆盖倍数=EBITDA/债务利息支出

总债务/EBITDA倍数=平均总债务/EBITDA

附四：证券公司主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调。