

中原证券股份有限公司

2019 年面向合格投资者

公开发行公司债券（第一期）

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(2019)010070】

评级对象: 中原证券股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(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)

计划发行: 不超过 30 亿元(含 30 亿元)

本期发行: 不超过 20 亿元(含 20 亿元)

存续期限: 本期债券的期限为 3 年

增级安排: 无

评级时间: 2019 年 1 月 21 日

发行目的: 偿还到期债务或补充运营资金

偿还方式: 每年付息一次,到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
总资产(亿元)	416.51	403.85	406.61	440.61
总资产*(亿元)	267.84	300.16	327.01	372.47
股东权益(亿元)	88.76	115.47	114.52	114.03
归属于母公司所有者权益(亿元)	81.62	105.82	101.70	100.60
净资本(亿元)	78.14	102.17	78.37	72.36
总负债*(亿元)	179.08	184.70	212.48	258.44
营业收入(亿元)	40.04	20.09	21.48	12.70
净利润(亿元)	14.02	7.47	5.21	1.81
资产负债率*(%)	66.86	61.53	64.98	69.39
净资本/总负债*(%)	43.63	55.32	36.88	28.00
净资本/有息债务(%)	48.07	59.47	38.78	29.14
受托客户资产管理与基金管理业务净收入/营业收入(%)	1.34	3.32	4.97	6.15
营业利润率(%)	47.73	46.84	31.35	17.23
平均资产回报率(%)	6.18	2.63	1.66	-
平均资本回报率(%)	19.04	7.31	4.53	-

注1:据中原证券经审计的2015-2017年财务报表及2018年前三季度未经审计的财务报表、2015-2017年末及2018年9月末净资本计算表、风险资本准备计算表及风险控制指标监管报表等整理、计算,其中,净资本及风险控制指标为母公司数据;

注2:2016年10月正式施行《证券公司风险控制指标管理办法》,证券公司净资本计算方法有所调整,中原证券2015年净资本及相关数据指标为根据2016年调整后监管报表追溯数据整理计算所得。

分析师

艾紫薇 azw@shxsj.com
 李玉鼎 lyd@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:

- **股东支持力度大。**作为河南省发改委下属的重要金融类公司,以及河南省内唯一一家法人证券公司,中原证券在资本补充及业务开展中能够获得股东和地方政府的有力支持。
- **资本补充渠道畅通。**中原证券先后于 2014 年和 2017 年分别在香港联交所和上交所首发上市。作为 A+H 上市证券公司,公司资本补充渠道通畅,有助于后续业务的拓展。
- **业务结构不断优化。**随着资管业务的稳定发展以及直投、期货经纪和海外业务的持续发展,中原证券业务日趋多元化,且业务结构不断优化。
- **区域竞争优势。**中原证券特许经营资质较齐全,其经纪业务和投行业务在河南省区域市场具有较强的竞争地位。

➤ 主要劣势/风险:

- **宏观经济风险。**我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段,经济下行压力较大,证券业运营风险较高。
- **市场竞争风险。**国内证券公司同质化竞争较严重,其他金融机构也在部分业务领域对证券公司构成竞争,同时,互联网金融发展对证券公司业务构成冲击,中原证券将持续面临激烈的市场竞争压力。
- **经纪业务面临挑战。**新设营业部的放开、非现场开户的实施和证券账户一人一户限制的取消将使河南省市场竞争加剧,中原证券区域市场地位面临挑战。
- **流动性风险管理压力。**融资融券业务占用资金较多,两融业务规模易受市场影响而出现波动,

将持续考验中原证券的流动性管理能力及融资能力。

- **风险管理要求提高。**创新业务品种的不断丰富与创新业务规模的逐步扩大，将对中原证券的风险管理能力提出更高要求。

➤ 未来展望

通过对中原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。

中原证券股份有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

一、公司概况

中原证券股份有限公司（SH.601375，以下简称为“中原证券”）为全牌照综合性的证券公司，总部设立于河南省，营业网点分布于全国。公司于 2002 年经中国证监会批准，在河南财政证券公司、安阳市信托投资公司证券营业部合并重组的基础上，联合其他符合条件的公司增资扩股组建而成，初始注册资本为 10.34 亿元。公司成立后根据中国证监会的开业批复，收购了原河南证券有限责任公司所属的证券营业部和证券服务部等证券类资产。2008 年 1 月，中国证监会核准公司增加注册资本，向股东同比例转增股本和现金增资，公司注册资本增至 20.34 亿元。

2014 年 6 月 25 日，中原证券成功在香港联交所主板上市，并于 2015 年 8 月完成非公开发行 H 股股票 5.92 亿股，注册资本增至 32.24 亿元。经中国证监会证监许可（2016）2868 号文批复，公司股票于 2017 年 1 月 3 日起在上海证券交易所上市交易，上市后公司注册资本变更为 39.24 亿元。公司于 2018 年 1 月和 2018 年 5 月分别变更注册资本及实施 H 股回购，截至 2018 年 9 月末，公司注册资本变更为 38.69 亿元。

截至 2018 年 9 月末，中原证券第一大股东为河南投资集团有限公司，直接持股比例为 21.27%。河南投资集团隶属于省人民政府，由河南省政府授权河南省发展和改革委员会（以下简称“河南省发改委”）履行出资人职责，因此河南省发改委是公司实际控制人。

图表 1. 中原证券前十大股东情况（单位：%）

序号	股东名称	持股比例
1	香港中央结算(代理人)有限公司 ¹	30.89
2	河南投资集团有限公司	21.27
3	渤海产业投资基金管理有限公司-渤海产业投资基金一期	15.71
4	安阳钢铁集团有限责任公司	4.59
5	中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	1.94
6	全国社会保障基金理事会转持一户	1.81
7	安阳经济开发集团有限公司	1.26

¹ 香港中央结算（代理人）有限公司是以代理人身份，代表截至 2018 年 9 月 30 日，在该公司开户登记的所有机构和个人投资者的 H 股股份合计数。

8	江苏省苏豪控股集团有限公司	0.70
9	广州立白投资有限公司	0.52
10	河南神火集团有限公司	0.46

资料来源：中原证券（截至 2018 年 9 月末）

作为全国性综合类证券公司，中原证券特许经营资质较齐全，涵盖证券经纪、证券投资咨询、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、融资融券、证券投资基金代销、为期货公司提供中间介绍业务和代销金融产品等，并先后获得外汇业务、融资融券业务、中小企业私募债券承销业务、债券质押式报价回购业务、转融资业务、股票质押式回购业务、代理证券质押登记业务、转融券业务、全国中小企业股份转让系统做市业务、上交所港股通业务、互联网证券业务、上交所股票期权经纪业务等创新业务资格。公司还通过旗下子公司开展期货经纪、直接投资、股权投资等业务。

图表 2. 中原证券主要控股和参股子公司情况（单位：亿元，%）

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	经营业务	是否并表
中原期货股份有限公司	中原期货	3.30	51.357	期货经纪	是
中鼎开源创业投资管理有限公司	中鼎开源创投	20.00	100.00	股权投资等	是
中原股权交易中心股份有限公司	中原股权中心	3.50	35.00	股权投资等	是
中州蓝海投资管理有限公司	中州蓝海投资	30.00	100.00	另类投资	是
中州国际金融控股有限公司	中州国际金控	5.00（港币）	100.00	投资控股	是

资料来源：中原证券（截至 2018 年 9 月末）

截至 2017 年末，中原证券经审计的合并会计报表口径资产总额为 406.61 亿元，所有者权益为 114.52 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 101.70 亿元）；2017 年实现营业收入 21.48 亿元，净利润为 5.21 亿元（其中，归属于母公司所有者的净利润为 4.42 亿元）。

截至 2018 年 9 月末，中原证券未经审计的合并会计报表口径资产总额为 440.61 亿元，所有者权益为 114.03 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 100.60 亿元）；2018 年前三季度实现营业收入 12.70 亿元，净利润为 1.81 亿元（其中，归属于母公司所有者的净利润为 1.36 亿元）。

二、债项概况

(一) 本期债券概况

本次债券发行总规模不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元），本次债券拟分期发行，其中本期发行规模不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）。本期债券的期限为 3 年。本期债券募集资金在扣除发行费用后，将用于偿还到期债务，调整优化债务结构，降低财务风险；或用于补充运营资金，满足公司业务运营需求。

图表 3. 中原证券拟发行债券概况

债券名称:	中原证券股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)
本期发行规模:	不超过 20 亿元(含 20 亿元)
债券期限:	本期债券的期限为 3 年
债券类型:	公司债券
付息方式:	采用单利按年计息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付
担保方式:	无担保
增级安排:	无

资料来源：中原证券

截至 2018 年 9 月末，中原证券已发行尚未偿付的债券余额为 95.00 亿元，其中公司债 15.00 亿元，次级债 80.00 亿元。

图表 4. 中原证券已发行未到期债券情况

债券名称	发行规模 (亿元)	票面利率 (%)	起息日	备注
13 中原债	15.00	6.20	2014-04-23	将于 2019/4/23 到期
16 中原 01	25.00	4.20	2016-04-22	将于 2019/4/22 到期
16 中原 02	15.00	3.30	2016-10-26	将于 2018/10/26 到期
17 中原 01	15.00	5.15	2017-07-26	将于 2020/07/26 到期
17 中原 02	10.00	5.49	2017-11-17	将于 2020/11/17 到期
18 中原 01	15.00	5.58	2018-04-27	将于 2021/4/27 到期

资料来源：中原证券（截至 2018 年 9 月末）

三、经营环境

(一) 宏观经济和政策环境

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景

的担忧，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。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。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。

2018年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推CPI走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，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，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因CPI快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内CPI上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产调

控进一步趋严、市场秩序整治加强，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。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，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，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国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。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

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”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，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以及国内金融强监管和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冲击因素的风险。

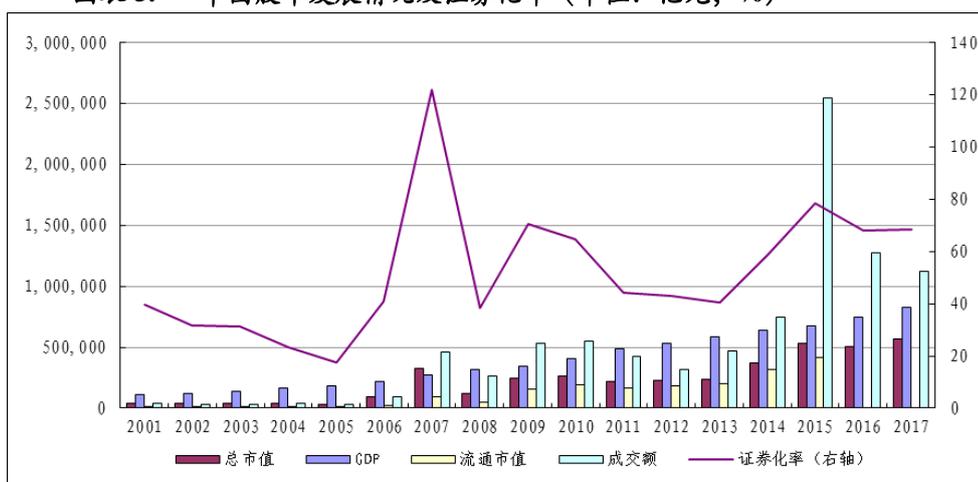
（一）证券行业运营状况与风险关注

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，%）



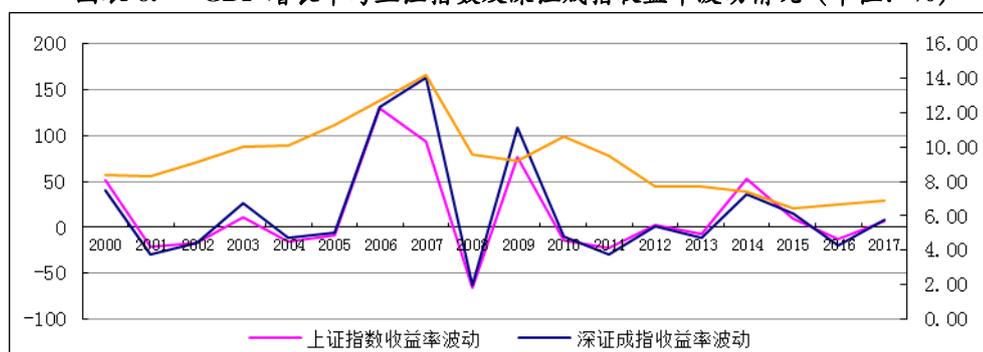
资料来源：Wind

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: %)

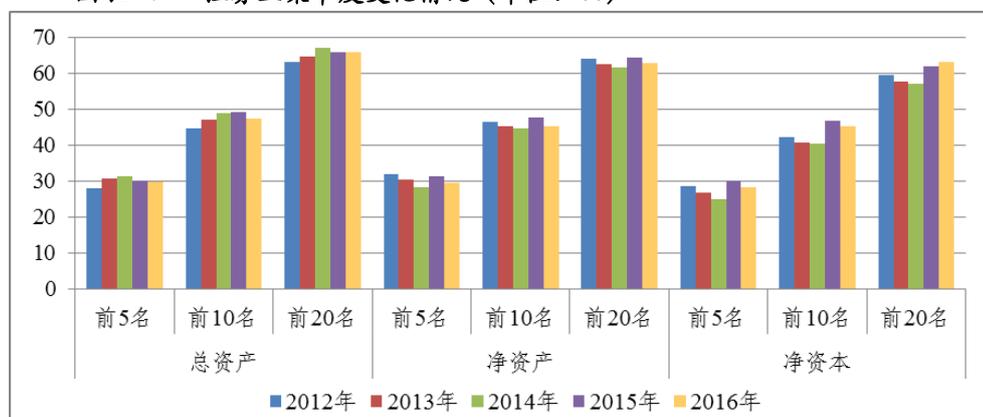


注：根据 Wind 数据整理。

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

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

图表 7. 证券业集中度变化情况 (单位: %)

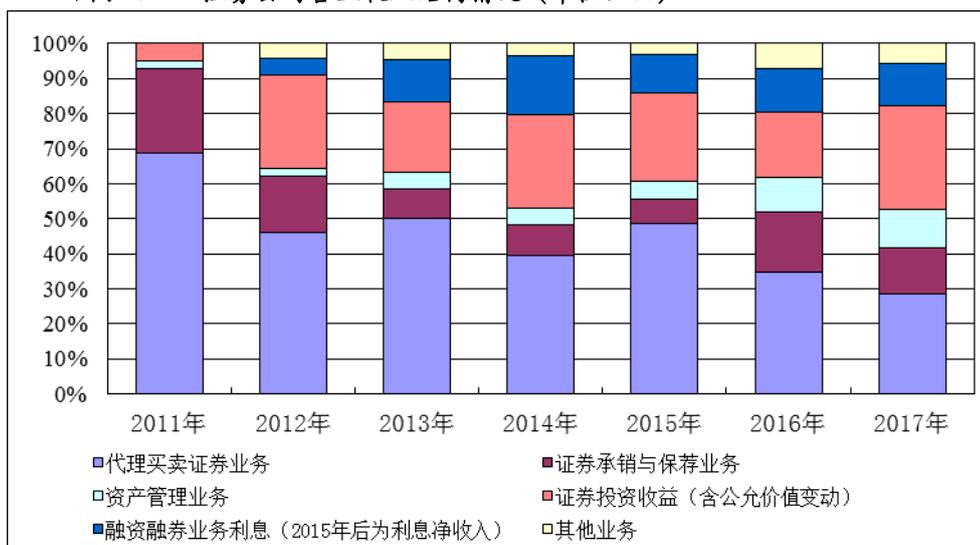


注：根据中国证券业协会数据整理。

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。

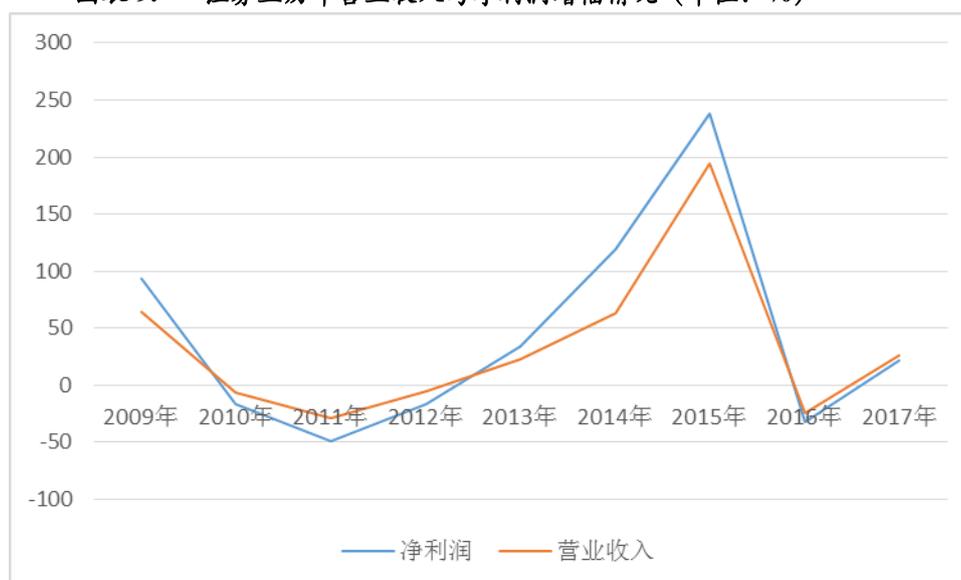
图表 8. 证券公司营业收入结构情况 (单位: %)



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

中原证券特许经营资质较为齐全, 具有较好的发展基础。公司证券经纪业务及融资融券业务收入占比较高, 但经纪业务股基交易额及两融业务交易量易受市场行情影响而出现波动。公司投行业务受 IPO 发审速度影响, 营收及利润有所下降。公司证券投资业务盈利波动性较强, 资管业务资产托管规模增速较快, 创新业务发展较为稳定。整体来看, 公司业务发展良好, 各业务线发展逐步趋于均衡。

(一) 业务竞争力

中原证券特许经营资质较为齐全, 具有较好的业务发展基础。作为河南省内注册的唯一一家法人证券公司, 公司具有较强的区域优势, 证券经纪业务处于行业中游水平。公司证券投资业务以固定收益类投资为主, 近年来固定收益类证券投资规模持续增长, 权益类证券投资规模较小。信用业务方面, 公司融资融券业务发展稳定, 股票质押业务经过快

速发展后增速有所放缓。公司直接投资业务利润有一定增长。受新股发审趋严及债券发行规模减少的影响，公司投资银行业务规模亦有所减少。其他业务方面，得益于香港证券市场交投活跃以及中州国际资本实力的不断增强，公司海外业务发展较好。

从收入和利润结构看，证券经纪业务、融资融券业务及总部及其他业务是中原证券收入和利润的主要来源，但其盈利情况易受证券市场波动影响。近年来，得益于子公司中原期货“仓单服务+期限套利”业务模式的顺利拓展，公司期货经纪业务营收贡献增长较快。同时，中州蓝海和中州国际业务规模的不断发展亦使得公司直接投资业务和海外业务营收和利润贡献占比持续增长，对公司营收和利润形成了一定补充。综合来看，公司各项业务发展稳定，业务结构发展趋于均衡。

图表 10. 中原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		2018 年上半年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
证券经纪业务	21.41	53.47	7.72	38.43	5.71	26.61	2.36	27.23
证券投资业务	3.25	8.11	0.29	1.44	0.26	1.23	0.61	7.01
投资银行业务	2.06	5.15	2.62	13.04	0.81	3.77	0.24	2.77
融资融券业务	4.70	11.75	2.50	12.44	3.35	15.61	1.16	13.46
资产管理业务	1.01	2.53	0.66	3.29	0.81	3.77	0.36	4.21
期货经纪业务	0.59	1.47	1.00	4.98	3.91	18.22	1.52	17.58
直接投资业务	0.61	1.52	1.24	6.17	2.10	9.76	0.99	11.42
海外业务	0.15	0.36	0.86	4.28	2.23	10.38	0.27	3.07
总部及其他	6.30	15.73	2.91	14.48	3.80	17.71	1.30	15.04
抵销	-0.03	-0.08	0.30	1.49	-1.52	-7.06	-0.15	-1.78
合计	40.04	100.00	20.09	100.00	21.48	100.00	8.65	100.00
营业利润	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年上半年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
证券经纪业务	11.57	60.52	3.22	34.22	1.49	22.06	0.50	25.26
证券投资业务	0.79	4.12	0.39	4.14	-0.25	-3.71	0.41	20.60
投资银行业务	0.31	1.63	1.25	13.28	-0.32	-4.79	-0.29	-14.75
融资融券业务	3.66	19.17	2.21	23.49	3.01	44.75	0.69	34.96
资产管理业务	0.70	3.68	0.46	4.89	0.55	8.17	0.26	13.11
期货经纪业务	0.14	0.72	0.26	2.76	0.29	4.33	0.13	6.76
直接投资业务	0.34	1.76	0.78	8.29	1.68	24.90	0.81	41.21
海外业务	1.61	8.43	0.30	3.19	0.93	13.85	-0.22	-11.09
总部及其他	-0.00	0.00	0.22	2.34	0.83	12.31	-0.17	-8.72
抵销	0.00	-0.02	0.33	3.51	-1.47	-21.86	-0.14	-7.32
合计	19.11	100.00	9.41	100.00	6.73	100.00	1.97	100.00

资料来源：中原证券

1. 证券经纪业务

在证券公司经纪业务同质化竞争日趋激烈的情况下，中原证券加快

经纪业务向财富管理转型、分支机构向“一站式”综合金融服务平台转型。近年来，受证券市场持续震荡影响，公司证券经纪业务营业收入和营业利润持续收窄。

中原证券经纪业务已初步完成“深耕河南、面向全国”的战略构架。近年来，公司积极开拓河南本地市场，加快和优化营业网点建设及布局并在河南省外多个发达城市设立营业部，经纪业务客户数量保持稳定增长。截至 2018 年 6 月末，公司证券经纪业务客户总数达到 174.58 万户。公司拥有 25 家分公司，并在北京、上海、天津、河南、浙江、广东、湖北、江苏、等 13 个省、自治区、直辖市，设有营业部，同期末营业部数量达到 88 家。

随着证券行业竞争的不断加剧，中原证券股票、基金、权证和债券现货交易额市场份额出现波动。近年来，公司股基债交易额行业排名均有所下降。同时，行业内经纪业务同质化竞争日趋激烈，加之公司新设营业部数量较多，新增营业部效益短期内难以体现使得其部均代理买卖证券业务净收入亦出现下滑。

近年来随着市场竞争加剧，中原证券的经纪业务手续费率呈现下降趋势，2015-2017 年，公司平均净佣金费率分别为 0.063%、0.042% 和 0.040%。但得益于较强的区域竞争优势，公司证券经纪业务手续费率仍处于行业较高水平。随着新设营业部的放开、非现场开户的实施和证券账户一人一户限制的取消，公司在河南省的证券经纪业务竞争优势将受到一定冲击，加之中原证券加快全国布点后发进入省外市场，未来公司平均佣金率仍存下降压力。

图表 11. 中原证券股票、基金、权证和债券现货交易额

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 一季度	
	份额	排名	份额	排名	份额	排名	份额	排名
股票 (%)	0.65	39	0.59	44	0.57	45	0.53	46
基金 (%)	0.18	54	0.51	35	0.10	64	0.79	26
债券 (%)	0.05	69	0.01	86	0.16	75	0.15	77
交易额合计 (%)	0.62	39	0.57	46	0.27	60	0.28	62
平均净佣金费率 (%)	0.063		0.042		0.040		-	
部均代理买卖证券业务净收入 (万元/家)	2818.28		837.14		598.07		-	

注 1: 部均代理买卖证券业务净收入取自中国证券业协会，其余数据取自 Wind;

注 2: 平均佣金率=代理买卖证券业务净收入/股票和基金交易量*100%，数据取自 Wind;

注 3: 沪深两市仅公布截止到 2018 年 3 月的会员交易量，数据取自 Wind。

整体来看，作为河南省内注册的唯一一家法人证券公司，中原证券在当地的营业部数量和客户基础在同业竞争中具有较明显的区域竞争

优势。通过坚持深耕细作本地市场，公司经纪业务在河南省内处于龙头地位。

2. 信用交易业务

中原证券分别于 2012 年 6 月、2013 年 4 月及 2014 年 6 月取得融资融券业务资格、转融资业务资格和转融券业务资格。公司分别于 2012 年 10 月和 2013 年 4 月获得上海证券交易所及深圳证券交易所约定购回式证券交易业务资格，于 2013 年 7 月取得上海证券交易所和深圳证券交易所股票质押式回购业务资格，信用交易业务资格较为齐全。

近年来，随着资本规模的充实和资金配置比重的提升，中原证券信用交易业务得到快速发展。2018 年上半年融资融券业务收入占营业收入的比重为 13.46%，股票质押式回购业务实现利息收入 1.27 亿元，占营收比重为 14.68%，信用交易业务已发展成为公司的重要盈利来源。

受股票市场震荡加剧、两融业务保证金调整等因素的影响，中原证券融资融券余额持续下降。近年来，股票市场整体呈震荡下行走势，融资融券余额亦随行就市。虽融资融券业务开户数量稳定增长，但公司两融业务规模持续波动。截至 2018 年 6 月末，公司累计开立信用账户 41999 户，两融余额为 47.85 亿元。

依托多年经营积累的高净值客户和拥有大额限售股的投资银行客户，中原证券股票质押式回购业务自 2013 年 8 月业务开展以来，发展较为迅速。2018 年以来，受市场持续震荡的影响，股票质押业务风险逐步放大，公司股票质押式回购规模环比增速有所下滑。2015-2017 年末，公司股票质押式回购业务余额分别为 18.96 亿元、24.50 亿元和 46.02 亿元。2018 年 6 月末，公司股票质押业务待购回初始交易金额为 44.00 亿元。受监管评价下调影响，公司股票质押业务规模已超股质新规对应级别的规模上限，后续该项业务将以优质项目置换存量项目为主。在监管评价和资本规模不变的情况下，未来公司股票质押业务规模增速将显著下降。

图表 12. 中原证券融资融券业务情况

	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
融资融券业务客户的开户数量（户）	38556	40028	41595	41999
融资融券利息净收入（亿元）	8.47	4.95	4.11	2.30
融资融券账户余额（亿元）	81.15	58.93	57.42	47.85
股票质押式回购业务余额（亿元）	18.96	24.50	46.02	44.00
股票质押式回购利息收入（亿元）	1.49	1.56	1.68	1.27

资料来源：Wind，中原证券

注：股票质押式回购业务余额为母公司自有资金出资的股票质押式回购余额。

3. 投资银行业务

依托河南省资源优势，中原证券不断巩固河南市场地位，加大对省管国有企业的服务和业务开发力度，特别是上市公司再融资和财务顾问业务。同时，公司不断完善面向全国的业务布局并依托香港上市优势，充分发挥已形成的品牌优势，拓展河南省内企业赴港上市。2015-2017年及2018年上半年公司投行业务营业收入分别为2.06亿元、2.62亿元、0.81亿元和0.24亿元，分别占营业收入比重为5.15%、13.04%、3.77%和2.77%。近年来，公司加大对该项业务的资源投入，加之上市公司再融资需求的增长，该项业务营业收入及利润有所突破。2017年以来，随着IPO发审速度的逐步放缓，公司沪深两市项目量有所减少，进而使得投行收入同比有所下降。

中原证券证券承销能力在行业中居中游水平。在股票承销方面，2016年公司完成6单增发项目，其中包括1单联席承销增发项目，行业排名第28位。2017年，公司IPO在审核项目1单，同期公司完成财务顾问项目15个。2018年上半年，公司完成上市公司非公开发行股票项目1单；在辅导IPO项目6单；作为联席主承销商有1单IPO项目经中国证监会发行审核委员会通过。债券承销业务方面，公司主要从事公司债和企业债承销业务，并于2012年获得开展中小企业私募债承销业务试点资格，2017年，公司完成企业债3单、公司债项目1单，金融债项目1单。2018年上半年，公司作为主承销商完成公司债券承销项目1单、作为联席主承销商完成金融债承销项目1单；同期，新增4单取得批文但尚未发行的债券项目，其中3单公司债、1单商业银行二级资本债。根据WIND数据统计，2015-2017年及2018年上半年公司分别完成债券主承销项目5家、8家、5家和2家，家数行业排名分别为第64位、第74位、第72位和第78位。

图表 13. 中原证券投资银行业务情况

	2015年	2016年	2017年	2018年上半年
首次发行主承销家数	3	-	-	-
首次发行主承销家数排名	33	-	-	-
首次发行主承销金额(亿元)	8.27	-	-	-
首次发行主承销金额排名	33	-	-	-
首次发行主承销收入(亿元)	0.94	-	-	-
首次发行主承销平均佣金率(%)	11.37	-	-	-
增发主承销家数	4	6	-	1
增发主承销家数排名	45	28	-	28
增发主承销金额(亿元)	27.89	46.32	-	2.01
增发主承销金额排名	50	45	-	37

增发主承销收入（亿元）	0.32	1.04	-	-
增发主承销平均佣金率（%）	1.14	2.24	-	-
债券主承销家数	5	8	5	2
债券主承销家数排名	54	77	-	-
债券主承销金额（亿元）	29.10	55.83	48.30	8.00
债券主承销金额排名	64	74	-	-
债券主承销收入（亿元）	0.27	0.55	-	-
债券主承销平均佣金率（%）	0.92	0.98	-	-

资料来源：债券主承销收入数据来自中原证券、其他数据来自 Wind 资讯

注：主承销平均佣金率=主承销收入/主承销金额×100%。

场外市场业务方面，中原证券抢抓新三板市场高速发展的机遇，积极开展新三板推荐挂牌及其定向增发业务。2017年，公司继续积极开展新三板推荐挂牌及其定向增发业务，完成新三板挂牌 25 家，新三板定向融资 21 次，融资金额人民币 3.65 亿元。2018 年上半年，公司作为主办券商完成新三板推荐挂牌项目 1 单；作为主承销商完成新三板定向增发项目 3 单。

4. 证券投资业务

中原证券的证券投资业务以固定收益类证券为主，权益类投资规模占比较小。2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，公司证券投资规模逐年增长，分别为 74.16 亿元、105.61 亿元、103.44 亿元和 129.45 亿元。

固定收益业务是中原证券自营资金的主要投资方向。2017 年，公司顺应市场趋势，适时调整仓位，2017 年末公司债券类持仓占自营投资规模的比重为 11.42%，同年末公司债券投资规模为 66.25 亿元。2018 年上半年，公司增配高信用评级债券，防控信用风险。该期末，公司债券投资规模为 74.24 亿元。其中，信用债投资标的主要为 AA 级及以上等级的债券。

中原证券权益类投资主要基于标的行业和公司价值的基本面，以价值投资为导向，参与股票二级市场。近年来，面对系统性下跌的市场环境，公司主动调整投资规模严控业务风险，加强团队建设提升专业能力，并积极优化策略丰富产品，为把握投资机会奠定良好基础。截至 2018 年 6 月末占比为 11.61%，规模为 15.03 亿元。同期末，公司理财产品、资管计划、信托计划投资占比为 7.10%。此外，公司还购买了少量货币基金类产品进行流动性管理。

近年来，股票及债券市场的波动使得中原证券证券投资业务交易难度加大，整体综合投资收益持续收窄。2018 年上半年公司综合投资收益率为 2.35%。

图表 14. 中原证券证券投资情况

	2015 年末	2016 年	2017 年	2018 年 上半年
证券投资规模 (亿元)	74.16	105.61	103.44	129.45
其中：股票 (%)	10.99	8.73	10.23	11.61
债券 (%)	51.76	59.59	64.05	57.35
基金 (%)	8.03	8.53	11.42	16.36
理财产品、资管计划、信托计划 (%)	10.59	8.05	13.52	7.10
其他 (%)	18.63	15.10	0.78	7.57
净资本/证券投资规模 (%)	105.37	96.74	75.77	58.86
综合投资收益 (亿元)	6.59	4.11	3.61	2.42
其中：可供出售金融资产公允价值变动/其他债权投资公允价值变动 (亿元)	0.06	0.06	-0.48	-0.09
公允价值变动收益 (亿元)	0.56	-0.61	-0.87	0.22
综合投资收益率 (%)	10.68	4.57	3.45	2.08

资料来源：中原证券

注 1：证券投资规模=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-可供出售金融资产中按成本计量的权益工具+持有至到期投资；

注 2：综合投资收益=投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+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 3：综合投资收益率=综合投资收益 \times 2/（期初证券投资规模+期末证券投资规模） \times 100%；

注 4：因执行新金融工具准则，2018 年 6 月末证券投资规模=交易性金融资产+其他债权投资+债权投资。

5. 资产管理业务

中原证券资产管理业务业务资质取得时间较早，自资管部门成立至今已形成较为完善的产品开发、营销、投资、风控和服务体系。公司资管业务以集合资产管理业务为主，近年来，公司在现有集合资管业务产品的基础上，积极开拓融资性资产管理业务产品，提升定向资管业务管理规模并继续丰富其产品线，发挥了多类型产品的设计能力和投资管理能力。2018 年 6 月末公司资产管理总规模 192.95 亿元，较去年同期下降 8.32%。

集合资产管理业务方面，中原证券投资范围较广，产品主要包括股票/混合类、固定收益类、量化投资类以及现金管理类产品。截至 2018 年 6 月末，公司合并口径集合资产管理计划产品合计 45 只，规模为 118.72 亿元。

定向资产管理业务方面，中原证券发挥自身主动管理优势，定向资管产品也多以主动管理型为主。近年来，公司为拓展自身业务范围及渠道，适度增加该类业务受托管理规模，主要为通过定向资管计划为上市公司定增募集对象提供前期资金支持。2018 年 6 月末，公司合并口径定

向资产管理计划 15 支，规模 114.06 亿元，较上年末下降 13.94%。

2015-2017 年及 2018 年上半年，中原证券资产管理业务净收入分别为 0.59 亿元、0.65 亿元、0.76 亿元和 0.53 亿元。未来在做好集合资产管理业务的基础上，公司将适度发展定向资产管理业务，并开拓资产证券化等专项资产管理业务。

图表 15. 中原证券合并口径资产管理业务情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
期末集合资产管理业务受托规模 (亿元)	40.74	46.23	67.57	118.72
期末定向资产管理业务受托规模 (亿元)	3.95	62.52	132.83	114.06
期末专项资产管理业务受托规模 (亿元)	11.10	10.40	9.20	8.31
集合资产管理业务净收入 (万元)	5823.59	5938.98	6038.91	4684.03
定向资产管理业务净收入 (万元)	16.49	410.07	1542.28	557.71
专项资产管理业务净收入 (万元)	66.36	106.07	6.98	30.78
资产管理业务净收入合计 (亿元)	0.59	0.65	0.76	0.53
资产管理业务净收入行业排名 (位)	62	66	72	-

资料来源：中原证券、证券业协会

6. 其他业务

中原证券于 2014 年 12 月取得中国证监会关于公司设立香港子公司的批复，并于 2015 年完成中州国际金控及其子公司中州国际证券、中州国际期货、中州国际投资和中州国际财务的注册登记工作，初步搭建了香港业务发展平台。近年来，中州国际按照董事会确定的“坚持国际化、市场化和专业化的发展方向，围绕香港全牌照证券业务产业链，实施稳健的合规政策和适度进取的风控政策，提升专业素质，做强牌照业务，优化资金业务，实现与同类中资在港券商可比的利润最大化目标”为指导，各项业务取得稳步发展。截至 2018 年 6 月末，中州国际证券证券经纪业务开户数达到 5,871 户，客户持仓市值达到 78.39 亿港元，股票累计交易额 69.29 亿港元，同比增长 39.39%；孖展融资余额稳步降至 7.45 亿港元，较上年末减少 11.41%；期货经纪业务开户数 86 户，托管客户资金 5507.82 万港元，累计成交合约量 257.6 万张；资管业务新设一支资管产品，累计设立基金 10 支，管理资产规模 51.13 亿港元，较上年末增长 2.26%；投行业务方面，正在执行的担任保荐人和联席保荐人的投行项目有 5 单，独立财务顾问项目 1 单，合规顾问项目 5 单，配售增发项目 1 单；完成 9 只资管产品的设立，管理客户资产规模大幅提升到 50 亿港元。

中原证券于 2015 年 6 月成立中原股权交易中心（以下简称“股权中心”），是河南省内唯一一家省级区域性股权交易场所，主要从事股权、

债权及其他权益类资产的登记、托管、挂牌、转让及融资等相关服务。截至 2018 年 6 月末，股权中心挂牌展示企业 2700 余家，会员机构 260 余家，托管企业 221 家，托管股份 323.22 亿股；2018 年上半年帮助企业新增融资 8 亿元。

此外，中原证券还通过下属公司中原期货、中鼎开源创投及中州蓝海投资分别开展期货经纪业务、直投和另类投资业务，2017 年经营情况如下表所示。

图表 16. 中原证券主要子公司经营情况（单位：亿元）

	中原期货	中州国际金控	中州蓝海投资	中鼎开源创投	中原股权交易中心
营业收入	1.52	0.33 亿港元	0.45	0.53	0.17
净利润	0.10	-0.23 亿港元	0.29	0.36	0.04
资产总额	10.23	34.97 亿港元	24.07	12.58	3.41
负债总额	6.23	24.30 亿港元	0.12	2.65	0.05

资料来源：中原证券（截至 2018 年 6 月末）

（二）发展战略

依托在香港和内地两地上市的优势，在遵守监管规定的前提下，中原证券计划用三年左右的时间，把自身打造成一个以证券主业为基础，横跨四板市场和保险业务及其他金融业态在内的大型金融控股集团，使公司综合实力和经济效益稳居行业第一梯队，并成为香港和内地两地的标杆性上市公司之一。

在两地上市的背景下，中原证券以加快发展为中心，推进各项业务能力的提升。公司将加大各项业务的投入和创新力度，发挥公司全产业链服务实体经济的核心竞争力的作用；稳步推进战略布局，积极打造金控集团；努力实现经营模式转变、业务发展和利润重心向一线城市的转变和资源整合及利润来源的转变，打造新的利润格局。

五、风险管理

中原证券已建立了符合自身业务特点的风险管理架构和体系，近年来，我国股票市场持续波动，证券业自营业务市场风险、融资融券等资本中介业务规模随市场波动带来的信用风险和流动性管理压力均有所加大，公司风险管理压力亦有所上升。未来公司仍需健全风险管理架构体系，在风险量化、系统监控、压力测试流程和方法等方面不断改进和完善。

中原证券基本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。2013-2017 年在中国证券监督管理委员会证券公司分类评价中分别被评为 B 类 BBB 级、B 类 BBB 级、A 类 A 级、A 类 A 级和 A 类 A 级。2018 年，因财务顾问业务未勤勉尽责和经纪业务部门违规代客理财遭到证监会监管处罚，公司分类评价降至 C 类 C 级。

总体来看，中原证券已建立了符合自身业务特点的风险管理架构，但内外部环境存在的不确定性和个体信用风险迁移将持续挑战其市场和信用风险管理能力；且公司仍需持续提升流动性风险管理能力，以应对信用业务随市场波动而带来的自有资金不足。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

中原证券面临的市场风险指因证券价格、利率和汇率等变动而导致所持有的金融资产产生潜在损失的风险；公司市场风险主要源于权益类投资、固定收益类投资、衍生品投资等，主要表现为权益类、固定收益类证券价格下降引起的投资损失的可能性等。信用风险指公司在开展业务时，由于合同的一方不履行或在其结算过程中交易对手的违约，或由于交易对手的信用等级下降，给公司带来损失的风险；公司信用风险主要源于固定收益投资和合同履行等方面。

中原证券为防范市场风险，执行严格的投资授权体系并通过投资管理系统实现指标监控，对债券自营业务限额、债券等级、集中度等进行前端控制，根据市场变化及时对业务风险进行评估报告。在新三板做市业务方面，公司做市业务总部履行逐日盯市职责，建立交易日报制度，在发生市场异常时，对当日数据进行回测检验，据此对交易策略进行调整和完善；采用 VaR 或压力测试等方法，计算次日的预计盈亏，制定次日交易方案。公司主要运用信用评估、交易对手管理、尽职调查、规模控制和合同管理等方式控制信用风险。在债券投资信用风险管理方面，公司借助信用评级手段，从投资品种、发行主体和交易对手三个层面考虑不同信用等级投资品种的信用风险。在融资融券业务、约定购回式证券交易业务以及股票质押式回购业务信用风险管理方面，公司通过制定各项严格的制度和措施，从征信、授信、盯市、平仓等多个环节对该业务涉及的信用风险进行控制。公司采取“一事一议”的形式提交信用业务决策委员会，进行项目风险评估，并逐日盯市，动态监控项目履约

保障比例情况有效防范信用风险的发生。

近年来，在坚持严控投资风险的基础上，中原证券自营业务规模持续上升。近年来，公司加大了对子公司的资本投入，净资本耗用较快，加之固定收益投资规模的上升使得自营非权益类证券及其衍生品占净资本的比重上升较快。2018年9月末，公司自营非权益类证券占净资本的比重和自营权益类证券及证券衍生品占净资本的比重分别为191.21%和8.43%。

图表 17. 中原证券自营业务风控指标（单位：%）

	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末	预警标准	监管标准
自营权益类证券及其衍生品/净资本	28.78	22.34	7.75	8.43	<80	≤100
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	47.54	55.29	127.46	191.21	<400	≤500

资料来源：中原证券

注：本表数据为母公司口径数据。

中原证券对信用交易业务实施逆周期调节，即在市场行情火爆期间，公司及时调高两融业务保证金比例，降低股票折算率，并适时放缓股票质押式回购业务；当市场回落较为到位，步入调整期时，公司主动降低保证金比例，适度调高折算率。通过逆周期调节，公司在降低自身业务风险的同时，亦对投资者形成了一定的引导和保护。公司股票质押式回购业务快速发展，2017年，股票质押回购业务规模大幅增长，两融业务基本维持稳定，期末公司两融余额为57.42亿元，股票质押业务规模为48.06亿元，在途业务平均履约保障比例为228.45%。2018年6月末，公司股票质押业务待购回初始交易金额为44.00亿元；在途业务平均履约保障比例为198.78%，履约保障比例偏低。

综合而言，中原证券建立了符合自身特点的市场与信用风险管理度体系，自营证券投资所面临的市场与信用风险、债券自营投资和融资融券业务等信用风险得到较好控制。但金融资产投资规模的扩大，股票质押式回购业务的开展，以及较大规模的新三板做市业务将对公司的市场与信用风险管理提出更高要求。

（二）流动性风险

中原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使公司遭受损失的风险，以及资金不足、资金周转出现问题而产生的风险。针对流动性风险，公司合理控制自营业务投资规模，股票投资以分散投资为原则，注重流动性风险管理，持仓占所投资品种全部流通股比例较小，流动性风险较小；债券投资以利率产品和高评级

信用债为主，持仓分散，剩余期限分布合理，流动性风险不大。

近年来，中原证券自营投资规模结构有所变化，股票质押业务规模的扩大亦使得买入返售金融资产占比快速提升。但受限于监管评级调整及股质新规的影响，未来公司买入返售金融资产规模增速将有所下降。2018年6月末，公司自营投资中受限资产合计为112.27亿元，其中交易性金融资产有48.44亿元因质押用于回购融资、债券借贷受限；买入返售金融资产有62.12亿元因质押用于回购融资受限。

图表 18. 中原证券自营证券投资及资产构成情况 (单位: %)

	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
货币资金*	7.35	14.56	8.54	4.48
自营投资	27.69	35.18	31.63	39.73
买入返售金融资产	25.49	19.69	28.16	31.21
其中：股票质押式回购	7.08	8.16	14.70	-
融出资金	30.46	20.39	19.43	12.97
小计	90.99	89.82	87.76	88.39
总资产*	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：中原证券

注 1：本表货币资金已扣除客户资金存款；

注 2：自营证券投资=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-可供出售金融资产中按成本计量的权益工具+持有至到期投资；

注 3：因执行新金融工具准则，2018 年 6 月末证券投资规模=交易性金融资产+其他债权投资+债权投资。

中原证券利用公司债、短期融资券和收益凭证等多种债务融资工具为业务发展提供资金支持，且借助转融通渠道扩大融资融券业务规模。2017 年，公司短期借款和拆入资金分别较上年增长 15.24 亿元和 6.15 亿元，卖出回购金融资产款亦有一定增长，加之 2017 年次级债券的发行使得公司债务规模较上年有所提升。此外，货币资金占比的下降主要系上市募集资金的使用所致。2018 年以来，随债券投资规模快速增长，公司卖出回购金融资产款规模亦快速上升。2018 年 9 月末，公司杠杆经营程度持续上升，债务规模持续增长，货币资金*在短期债务中占比降至 8.00%；短期债务与有息债务比重升至 83.89%，债务期限结构有待优化。

图表 19. 中原证券债务结构和短期债务覆盖情况（单位：亿元，%）

	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
卖出回购金融资产款	47.13	56.08	72.85	104.49
短期债务	109.64	116.87	137.10	208.29
有息债务	163.07	172.37	202.07	248.29
短期债务/有息债务	67.24	67.80	67.85	83.89
货币资金*/短期债务	17.95	37.39	20.36	8.00

资料来源：中原证券

总体来看，中原证券已建立起较为健全的流动性风险管理体系，能满足现有业务的持续发展。随着证券业自营业务、股票质押等资本中介业务规模的增长，公司资产构成逐步向金融资产转化，整体流动性有一定减弱。公司仍需提升流动性风险管理能力，加强流动性风险压力测试和流动性风险应急预案管理，以应对突发性流动性风险事件。

（三）操作风险

中原证券面临的**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。

中原证券实时监控公司经纪、自营、资产管理等业务的操作风险状况，并形成了经纪业务风险管理手册和其他业务的风险控制制度体系。公司各业务风险控制岗位人员对其所辖业务中的风险进行一线风险控制并报告；对难以量化的风险，通过严格的操作控制程序，减少技术和人为原因造成的风险，提高风险管理的效率。公司各业务风险控制岗位人员对其所辖业务中的风险进行一线风险控制并报告。

综合而言，通过巩固业务流程、完善授权与职责分析制度等措施，中原证券操作风险能够得到较有效控制。随着创新业务的发展，公司操作风险管理将面临较大压力。

六、盈利能力

基于各项业务的快速发展，并受益于逐步均衡的业务结构，中原证券的盈利能力已升至行业中上游。近年来受市场环境恶化的影响，公司多项业务营业利润率出现下滑，波动性亦较强，整体盈利稳定性有所减弱。2017 年公司对中州蓝海实施增资，加大了对直投业务的资本投入。

考虑到直投业务投资回收期较长，以及公司多项业务的经营表现，未来公司的盈利水平仍将持续波动。

2014 年至今，中原证券经营连续保持盈利，营业收入与净利润行业排名较为稳定。2017 年，公司期货经纪、直接投资以及海外业务的良性发展使得其营业收入增速优于证券行业平均水平。但创新业务整体营业利润率仍较低，加之经纪业务仍易受市场环境的影响，净利润同比降幅亦大于行业同比变动。2018 年前三季度，市场环境的持续震荡使得公司整体收入进一步收窄。

图表 20. 中原证券收入与利润情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
营业收入（亿元）	40.04	20.09	21.48	12.70
同比变动（%）	121.45	-49.83	6.91	-19.18
行业同比变动（%）	120.97	-42.97	-5.08	-
净利润（亿元）	14.02	7.47	5.21	1.81
同比变动（%）	154.99	-46.75	-30.21	-55.94
行业同比变动（%）	143.05	-49.57	-8.47	-
营业收入行业排名	39	45	38	-
净利润行业排名	45	44	47	-

资料来源：中原证券、中国证券业协会、Wind

中原证券营业利润主要来源于证券经纪业务，资本中介业务以及投资银行业务，营业收入和净利润受市场环境的影响较大，加之公司证券经纪业务市场份额处于行业中游水平，因此其整体营业收入及净利润波动比较接近同业平均水平。未来，随着公司资管业务的逐步突破，以及创新业务的快速发展，公司盈利模式有望得到持续的优化。

近年来，市场持续震荡，加之监管政策的不断调整，中原证券各业务条线业务营业利润率均出现一定波动。证券经纪业务方面，市场股基交易量的持续下降使得该业务的营业利润率降至 25.99%；融资融券业务两融余额的企稳回升亦使得公司该项业务营业利润率逐步增长。证券投资业务方面，公司该项业务波动性较强，未来行情尚不明朗的情况下，随公司自营证券投资规模调整能否改善其盈利水平仍待观察。投行业务方面，2015-2016 年公司抓住了 IPO 开闸机会并大力发展了再融资、企业债、公司债、新三板及资产证券化等创新项目，但 2017 年监管趋严和再融资规模的下降使得公司整体业务量下滑明显，而团队规模的快速扩大亦使得业务成本增长较快，该年投资银行业务营业利润率降幅较

大。资产管理业务方面，公司主动管理业务规模占比较高，整体营业利润较为稳定。

图表 21. 中原证券营业利润率（单位：%）

	2015 年	2016 年	2017 年
营业利润率	47.73	46.84	31.35
其中：证券经纪业务	54.04	41.73	25.99
融资融券业务	77.86	88.57	89.86
证券投资业务	24.23	134.68	-95.04
投资银行业务	15.09	47.77	-39.80
资产管理业务	69.54	69.26	67.87

资料来源：中原证券

近年来，中原证券随营业收入的波动对业务及管理费用规模实现弹性管理。公司实行市场化用人机制和分配机制，依据当年营业收入调节职工工资及奖金增长。2015-2017 年及 2018 年上半年，公司业务及管理费中职工工资占比分别为 69.67%、43.12%、44.74% 和 42.55%。受同业竞争加剧、传统业务拓展和创新业务需求等因素影响，未来公司人员成本将面临一定上升压力。

图表 22. 中原证券成本费用变化（单位：%）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
营业收入变动	121.45	-49.83	6.91	-19.18
业务及管理费用变动	80.57	-40.93	6.17	-0.12
职工工资变动	128.17	-63.44	10.14	-2.64
业务及管理费/营业收入	42.68	50.25	49.90	55.79
职工工资/业务及管理费	69.67	43.12	44.74	42.55

资料来源：中原证券

综合而言，中原证券营业收入行业排名有所上升，盈利能力已位居行业中上游水平。2015-2017 年公司平均资产回报率分别为 6.18%、2.63% 和 1.66%；平均资本回报率分别为 19.04%、7.31% 和 4.53%。

七、资本与杠杆

作为沪港两地上市券商，中原证券的资本市场融资渠道较为畅通，近年来公司资本补充较为及时，资本实力持续增强，为其业务发展奠定了较好的基础。近年来，公司加大了对其子公司的资本投入，净资本耗用较快。

2014 年 6 月 25 日，中原证券成功在香港联交所主板上市，并于 2015 年 8 月完成非公开发行 H 股股票 5.92 亿股，注册资本增至 32.24 亿元。

经中国证监会证监许可（2016）2868 号文批复，公司股票于 2016 年 12 月成功发行 7 亿股 A 股股票，并于 2017 年 1 月 3 日起在上海证券交易所上市交易。为维护 H 股股价稳定，公司于 2018 年 5 月实施 H 股回购。截至 2018 年 9 月末，公司注册资本和资本公积分别为 38.69 亿元和 37.56 亿元。

历经数次增资扩股，中原证券资本实力得到明显增强。2015-2017 年末，公司归属于母公司所有者权益分别为 81.62 亿元、105.82 亿元和 101.70 亿元。2016 年末公司净资产及净资本规模行业排名第 42 位和 42 位。随着公司成功完成 A 股股票发行，近年来，公司加大了对子公司资本的投入，净资本耗用较快。2018 年 9 月末公司净资产和净资本规模分别为 98.22 亿元和 72.36 亿元（母公司数据）。

图表 23. 中原证券资本实力（单位：亿元，位）

	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
净资产	82.02	104.32	100.66	98.22
行业排名	45	42	48	-
净资本	78.14	102.17	78.37	72.36
行业排名	44	42	52	-

资料来源：证券业协会，中原证券
注：本表数据为母公司口径数据。

中原证券所有者权益构成以资本公积、一般风险准备和股本为主，2018 年 9 月末占比分别为 32.94%、11.17%和 32.94%，公司资本公积主要为股本溢价。2015-2017 年公司现金分红金额占上市公司普通股股东净利润的比率分别为 96.33%、110.92%、95.88%。公司 2014 年第六次股东大会审议通过的《关于中原证券股份有限公司首次公开发行人民币普通股（A 股）分红回报规划的议案》中表明公司上市后三年股息支付率将不少于 50%，较高比例的分红使得公司内生资本增长压力较大。

得益于 A 股股票的成功发行上市，近年来，公司资本得到了较好的补充，但随着各项业务的不断开展和资本的投入，公司资产负债率*逐步回升。2018 年 9 月末，公司债务规模的提升使得其资产负债率*较年初增加 4.41 个百分点，同时其净资本的快速耗用使得各项指标均有所下降，但整体仍高于预警标准和监管标准。

图表 24. 中原证券资本与杠杆情况（单位：%）

	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末	预警标准	监管标准
资产负债率*	66.86	61.53	64.98	69.39	-	-
净资本/净资产	95.27	97.94	77.86	73.67	≥24%	≥20%

净资本/负债	47.32	63.20	42.27	30.82	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	49.67	64.52	54.30	41.84	≥12%	≥10%
风险覆盖率	347.11	444.34	369.95	255.71	≥120%	≥100%

资料来源：中原证券

注：本表中数据为母公司数据。

八、外部支持

中原证券作为河南省内注册的唯一一家法人证券公司，亦是河南省发改委下属的重要金融类公司，在当地产业布局和金融体系中具有重要地位。公司在资本补充和业务发展方面得到了股东和地方政府的大力支持。

作为河南投资集团有限公司下属金融类重要子公司之一，中原证券能够在资本补充、业务支持和业务协同等方面获得股东的支持。近年来，河南投资集团在历次增资中均保持第一股东的地位，公司能够获得股东方较大的信用支撑。

作为河南省内注册的唯一一家法人证券公司和重要的金融资源，中原证券在河南省内产业布局和金融体系中具有重要地位。公司在资本补充方面得到了地方政府较大支持，并与当地政府签订了战略合作协议，在服务地方经济发展的同时，也能够得到地方政府在政策与资源上的倾斜。

九、本期债券偿付保障分析

（一）具有较强可持续性的盈利积累

中原证券业务发展相对较稳定，2015-2017年及2018年前三季度分别实现净利润14.02亿元、7.47亿元、5.21亿元和1.81亿元，为本期债券本息偿付提供了较好保障。

（二）具有畅通的融资渠道

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

（三）外部支持

中原证券实际控制人为河南省发改委，公司能够得到股东以及河南省政府的有力支持。

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，在本期公司债存续期（本期债券发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

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

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

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

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

附录一：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度	-
总资产（亿元）	416.51	403.85	406.61	440.61	-
总资产*（亿元）	267.84	300.16	327.01	372.47	-
股东权益（亿元）	88.76	115.47	114.52	114.03	-
归属于母公司所有者权益 （亿元）	81.62	105.82	101.70	100.60	-
营业收入（亿元）	40.04	20.09	21.48	12.70	-
营业利润（亿元）	19.11	9.41	6.73	2.19	-
净利润（亿元）	14.02	7.47	5.21	1.81	-
资产负债率*（%）	66.86	61.53	64.98	69.39	-
权益负债率（%）	201.74	159.96	185.54	226.64	-
净资本/总负债*（%）	43.63	55.32	36.88	28.00	-
净资本/有息债务（%）	48.07	59.47	38.78	29.14	-
货币资金*/总负债*	10.99	23.66	13.14	6.45	-
手续费及佣金净收入/营业 收入（%）	67.83	62.70	42.86	41.31	-
受托客户资产管理与基金 管理业务净收入/营业收入 （%）	1.34	3.32	4.97	6.15	-
营业利润率（%）	47.73	46.84	31.35	17.23	-
平均资产回报率（%）	6.18	2.63	1.66	-	-
平均资本回报率（%）	19.04	7.31	4.53	-	-
监管口径数据与指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末	监管 标准值
净资本（亿元）	78.14	102.17	78.37	72.36	-
净资本/各项风险资本准备 之和（%）	347.11	444.34	369.95	255.71	≥100%
净资本/净资产（%）	95.27	97.94	77.86	73.67	≥20%
净资本/负债（%）	47.32	63.20	42.27	30.82	≥8%
净资产/负债（%）	49.67	64.52	54.30	41.84	≥10%
自营权益类证券及其衍生 品/净资本（%）	28.78	22.34	7.75	8.43	≤100%
自营非权益类证券及其衍 生品/净资本（%）	47.54	55.29	127.46	191.21	≤500 %

注1：根据中原证券招股说明书、经审计的2016-2017年财务报表及2018年前三季度未经审计的财务报表、2015-2017年末及2018年9月末净资本计算表、风险资本准备计算表和风险控制指标监管报表等整理、计算，净资本、风险资本准备及风险控制指标为母公司数据；

注2：本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍入造成。

附录二：

中原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 9 月末
总资产* (亿元)	267.84	300.16	327.01	372.47
其中：货币资金* (亿元)	19.68	43.70	27.92	16.67
结算备付金* (亿元)	10.99	7.44	4.52	3.80
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (亿元)	50.45	80.37	76.23	-
交易性金融资产 (亿元)	-	-	-	139.23
买入返售金融资产 (亿元)	68.27	59.12	92.07	116.26
可供出售金融资产 (亿元)	24.44	25.82	29.47	-
债权投资 (亿元)	-	-	-	5.35
其他债权投资 (亿元)	-	-	-	3.39
长期股权投资 (亿元)	1.07	3.70	5.06	7.79
总负债* (亿元)	179.08	184.70	212.48	258.44
其中：卖出回购金融资产款 (亿元)	47.13	56.08	72.85	104.49
拆入资金	0.00	4.00	10.15	24.00
应付短期融资款	51.07	38.10	28.64	57.52
应付债券	52.91	54.94	64.97	40.00
股东权益 (亿元)	88.76	115.47	114.52	114.03
其中：股本 (亿元)	32.24	39.24	39.24	38.69
少数股东权益 (亿元)	7.15	9.65	12.82	13.43
负债*和股东权益 (亿元)	267.84	300.16	327.01	372.47

注：根据中原证券招股说明书、经审计2016-2017年财务数据及未经审计的2018年前三季度财务数据整理、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+期末应付短期融资款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产款+期末应付债券+期末长期借款+期末其他负债中应计入部分
短期债务	期末短期借款+期末衍生金融负债+期末交易性金融负债+期末卖出回购金融资产+期末拆入资金+期末应付短期融资券+期末其他负债中应计入部分
资产负债率*	期末总负债*/期末总资产*×100%
权益负债率	期末总负债*/期末所有者权益×100%
净资本/总负债*	报告期净资本/期末总负债*×100%
货币资金/总负债*	期末货币资金*/期末总负债*×100%
员工费用率	报告期职工费用/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。