

信用等级公告

联合[2017]708 号

华夏资本管理有限公司：

联合信用评级有限公司通过对“中信华夏股票质押债权一期资产支持专项计划”项下的优先级资产支持证券进行跟踪评级，确定：

优先级资产支持证券 151 中信 3 信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一七年六月十五日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

中信华夏股票质押债权一期 资产支持专项计划 2017 年跟踪评级报告

评级结果：

资产支持 证券名称	剩余 规模 (亿元)	占比 (%)	剩余 期限 (年)	本次 评级	上次 评级
151 中信 1		已兑付			AAA
151 中信 2		已兑付			AAA
151 中信 3	5.50	85.27	1.00	AAA	AAA
151 中信 4	0.95	14.73	1.00	NR	NR
合计	6.45	100.00	--	--	--

NR——未予评级；

上次评级日期：2016 年 6 月 14 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 15 日

基础资产初始评估基准日（初始起算日）：2015 年 1 月 24 日
专项计划成立日：2015 年 7 月 6 日
跟踪期间：2016.6.14~2017.4.21
基础资产跟踪基准日：2017 年 4 月 21 日
证券跟踪基准日：2017 年 4 月 21 日

原始权益人主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额(亿元)	4,796.26	6,161.08	5,974.39
所有者权益(亿元)	1,011.31	1,417.37	1,457.89
负债总额(亿元)	3,784.95	4,743.71	4,516.50
全部债务(亿元)	2,358.61	2,650.76	2,686.80
营业收入(亿元)	291.98	560.13	380.02
净利润(亿元)	118.61	203.60	109.81
经营性净现金流量净额(亿元)	304.32	862.46	-493.92
净资产收益率(%)	11.44	14.23	7.26
资产负债率(%)	73.23	69.56	68.51
净资本(亿元)	443.19	944.54	935.04

评级观点：

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对跟踪期间本期交易所涉及的基础资产的表现、交易结构的稳定性、优先级资产支持证券的兑付情况、原始权益人的信用水平、参与机构履职状况以及证券行业的发展进行了持续的跟踪和监测。

跟踪期内，原始权益人及差额支付承诺人中信证券股份有限公司（以下简称“中信证券”）作为国内大型综合类券商之一，在经营及财务稳健性等方面保持显著的竞争优势。中信证券各项业务规模及收入继续保持同业前列水平，中信证券业务创新能力强，海内外业务高速扩展势头持续，并保持了极高的信用水平。

本专项计划对应的基础资产特征指标有所变化，资产池各项集中度指标呈现不同程度的上升、现金流表现基本符合预期，收益前景良好。

综合考虑上述因素，联合评级确定维持中信华夏股票质押债权一期资产支持专项计划 151 中信 3 的信用等级为 AAA。

优势：

1. 跟踪期内，中信证券经营状况稳健，资产规模持续扩大，盈利能力有所增强，信用状况较为稳定。

2. 跟踪期内，证券行业股票质押业务市场规模持续增长，且增幅企稳。随着我国股票质押回购业务的全面放开以及监管政策的逐步完善，证券公司股票质押回购业务面临良好的外部发展环境。

3. 截至 2017 年 4 月 21 日，基础资产现金流表现符合预期，收益前景较好。

关注：

1. 经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素或将对中信证券业务发

展和收益水平带来一定负面影响。

2. 资产池各项集中度指标呈现不同程度的上升,资产池融资利率水平下降,同时受证券市场系统性风险影响,可能对未来基础资产现金流回收造成一定影响。

分析师:

邵 天 shaot@unitedratings.com.cn

侯 伊 houy@unitedratings.com.cn

电话: 010-85172818

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

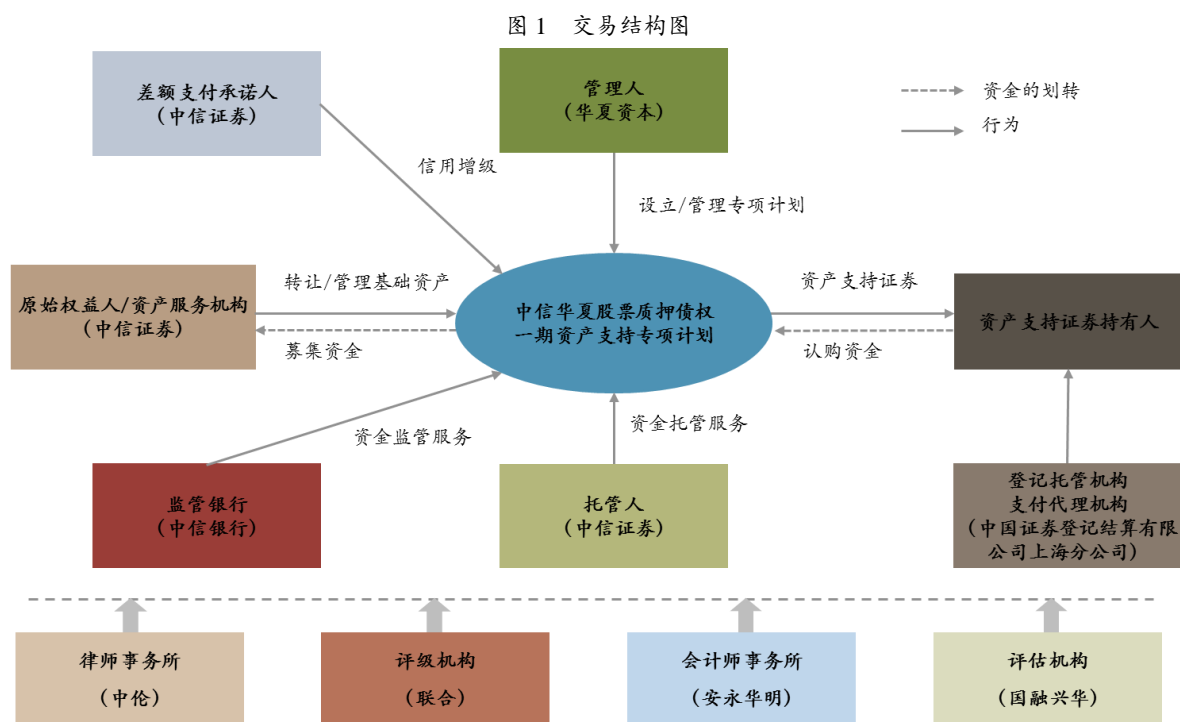
分析师：

联合信用评级有限公司

一、交易概要

1. 产品概况

中信华夏股票质押债权一期资产支持专项计划资产支持证券（以下简称“资产支持证券”）由华夏资本管理有限公司（以下简称“华夏资本”）发行，募集的资金用于向原始权益人中信证券股份有限公司（以下简称“中信证券”或“原始权益人”或“资产服务机构”或“差额支付承诺人”或“托管人”）购买基础资产，即基础资产清单所列的由中信证券在专项计划设立日、循环购买日转让给管理人的、中信证券依据《交易协议书》对融入方享有的债权及其附属担保权益。同时，管理人以基础资产形成的属于专项计划的资产和收益作为第一还款来源，按约定向资产支持证券持有人还本付息。



资料来源：华夏资本提供

本期交易采用优先/次级的顺序偿付结构，即劣后受偿的次级证券为优先受偿的优先级证券提供信用保障。本专项计划优先级证券发行规模合计为20.5亿元，其中，优先级证券151中信1、151中信2、151中信3发行规模分别为10亿元、5亿元、5.5亿元。次级证券151中信4发行规模为0.95亿元，由原始权益人全额认购，次级证券享有有限的期间收益。优先级证券151中信1、151中信2、151中信3的到期日分别为2016年4月21日、2017年4月21日和2018年4月20日，次级证券151中信4的到期日为2018年4月20日，本专项计划最终到期日为2019年4月30日，优先级证券情况见下表：

表 1 本专项计划优先级证券概要

优先级证券	到期日期	收益率	利率类型	发行规模(亿元)	还本付息
151 中信 1	2016年4月21日	4.70%	固定利率	10.00	半年付息，到期还本
151 中信 2	2017年4月21日	5.05%	固定利率	5.00	
151 中信 3	2018年4月20日	5.20%	固定利率	5.50	
优先级证券合计	-	-	-	20.50	-

资料来源：中信证券提供

本专项计划设置循环购买安排，在循环期内，管理人有权向原始权益人循环购买基础资产，循环期届满后不再购买。循环期系指自初始基准日起（2015 年 1 月 24 日，不含该日）至下述较早期止（含该日）：（a）151 中信 3 的到期日的前一个计算日¹（R 日）；（b）任一权利完善事件²发生之日。本期交易设定的循环购买日为每个计算日后的第十一个工作日（R+11 日），即每六个月购买一次。

本期交易通过优先/次级结构、中信证券提供的差额支付承诺等交易结构安排实现信用及流动性提升。

2. 基础资产

本专项计划的基础资产系指基础资产清单所列的由原始权益人在专项计划设立日、循环购买日转让给管理人的、原始权益人依据《交易协议书》对融入方享有的债权及其附属担保权益。《交易协议书》是原始权益人（融出方）与融入方就具体一笔交易（即股票质押回购业务）的要素达成的有效约定。

根据交易约定，每一笔基础资产均需符合以下标准：

（1）融入方系依据中国法律在中国境内设立且合法存续的企业法人且为符合融出方就股票质押式回购业务所指定的资质审查标准的客户；

（2）融出方为中信证券而非中信证券管理的集合资产管理计划、定向资产管理客户或资产支持专项计划；

（3）基础资产对应的履约保障比例平仓值不低于140%；

（4）基础资产对应的全部《业务协议》、《交易协议书》适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效，并构成相关融入方合法、有效和有约束力的义务，原始权益人可根据其条款向融入方主张权利；

（5）同一《交易协议书》项下剩余未偿的融资本金、回购利息及其他款项全部入池；

（6）原始权益人合法拥有基础资产，且基础资产上未设定抵押权、质权或其他担保物权；

（7）基础资产可以进行合法有效的转让，且无需取得融入方或其他主体的同意；

（8）原始权益人是标的证券唯一合法的质权人；

（9）原始权益人已按照《交易协议书》约定的条件和方式支付了《交易协议书》项下的初始交易金额；

（10）融入方在《交易协议书》项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利；

（11）基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密；

（12）基础资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序；

（13）基础资产不属于《资产证券化业务基础资产负面清单指引》所列基础资产。

二、证券兑付

本专项计划于 2015 年 9 月 15 日在上交所成功上市。截至 2017 年 4 月 21 日，中信证券已向专项计划账户转付本金回收款合计 374,176.00 万元，利息回收款合计 23,868.42 万元，其中，跟踪期内

¹ 系指专项计划设立日所在自然季度以后的六个特定季度中每个季度的最后一日。上述六个特定季度分别为：专项计划设立日所在自然季度以后的第 1 个季度、第 3 个季度、第 5 个季度、第 7 个季度、第 9 个季度和第 11 个季度。

² 权利完善事件指以下任一事件：发生任何一起资产服务机构解任事件，导致资产服务机构被解任；当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级低于 A 级；发生与原始权益人有关的丧失清偿能力事件；评级机构给予原始权益人的主体长期信用等级低于 A 级；发生违约事件（详见下文）。

中信证券已向专项计划账户转付本金回收款合计 169,456.00 万元，利息回收款合计 7,737.91 万元；向资产支持证券（包括 151 中信 1、151 中信 2、151 中信 3）持有人支付资产支持证券利息合计 13,397.78 万元，偿还 151 中信 1 的全部本金共 100,000.00 万元，151 中信 2 的全部本金共 50,000.00 万元，其中，跟踪期内向资产支持证券（包括 151 中信 1、151 中信 2、151 中信 3）持有人支付资产支持证券利息合计 5,385.00 万元，偿还优先级资产支持证券 151 中信 2 的全部本金共 50,000.00 万元。

跟踪期内，基础资产收入能够足额偿付当期应支付的优先级资产支持证券的本金和收益，未发生“差额补足”事项；未触发权利完善事件、丧失清偿能力事件或违约事件。

表 2 截至证券跟踪基准日本期优先级资产支持证券发行及兑付概况

证券名称	成立日	发行金额（亿元）	票面利率	到期日	兑付情况
151 中信 1	2015.7.6	10.00	4.70%	2016.4.21	本息均已按时足额兑付
151 中信 2	2015.7.6	5.00	5.05%	2017.4.21	本息均已按时足额兑付
151 中信 3	2015.7.6	5.50	5.20%	2018.4.20	当期利息按时足额兑付

资料来源：联合评级整理

三、原始权益人/资产服务机构/差额支付承诺人

中信证券是本专项计划的原始权益人和资产服务机构，同时作为本专项计划的差额支付人，为专项计划资金不足以支付应支付的专项计划费用、优先级证券的各期预期应付收益和未偿本金的差额部分承担补足义务。因此中信证券的信用水平对本期证券的本息足额到期偿付具有直接影响。

1. 运营环境

（1）市场环境

股票市场方面，根据交易所公布的数据，截至 2016 年末，上交所和深交所上市的公司合计 3,052 家，股票市场总市值为 50.77 万亿元，较 2015 年末降低 4.44%，平均市盈率 28.57，较 2015 年下降 18.81%；2016 年全部 A 股成交额为 127.24 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比分别降低 50.04% 和 50.00%。截至 2016 年末，市场融资融券余额为 0.94 万亿元，其中融资余额占比为 99.63%，融券余额占比为 0.37%。股票一级发行方面，2016 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.88 万亿元，同比增加 27.02%，共完成 IPO 为 248 家、增发 802 家、配股 11 家。投资者方面，截至 2016 年末，共有客户 1.18 万亿，较 2015 年末增加 19.18%。整体来说股票市场受市场行情影响较大。

表 3 2015~2016 年我国股票市场主要指标情况表

项目	2015 年	2016 年
境内上市公司数（家）	2,827	3,052
境内股票筹资额（亿元）	14,817.49	18,830.85
股票市价总值（万亿元）	53.13	50.77
股票全年成交金额（万亿元）	270.32	138.53
上证综合指数（点）	3,539.18	3,103.64
证券化率（%）	75.35	68.23

资料来源：中国证监会网站

债券市场方面，根据 Wind 资讯统计数据，截至 2016 年末，债券余额为 64.30 万亿元，较 2015 年末增加 43.37%。债券发行方面，2016 年，国内共发行各类债券 2.88 万只，发行额达 36.39 万亿元。

2016 年，国内债券交易总金额为 1,053.62 万亿元，其中，现券交易成交金额为 125.38 万亿元，回购交易成交金额为 832.32 万亿元，同业拆借 95.93 万亿元。

表 4 2015~2016 年我国债券市场发行额、成交额及托管余额（单位：万亿元）

项目	2015 年	2016 年
债券发行总额	23.14	36.39
债券托管量余额	44.85	64.30
债券市场交易结算量	675.13	1,053.62

资料来源：中国国债登记结算公司网站、中国证券登记结算公司网站。

证券市场持续快速发展为国内证券公司的业务创新和发展提供了较广阔的市场空间。证券公司是证券市场重要的中介机构，与证券市场的发展相辅相成。证券公司提供证券市场投融资及投资管理等中介服务，证券公司作为机构投资者也是证券市场主要的机构参与者。证券业协会披露数据显示，截至 2016 年 12 月 31 日，129 家证券公司总资产为 5.79 万亿元，净资产为 1.64 万亿元，净资本为 1.47 万亿元，全年实现营业收入 3,279.94 亿元，净利润 1,234.45 亿元，124 家公司实现盈利。由于证券公司收益水平与证券市场行情高度正相关，近年来我国证券行业净利润呈现高波动性。

表 5 证券行业概况数据

项目	2015 年	2016 年
证券公司家数（家）	125	129
盈利家数（家）	124	124
盈利家数占比（%）	99.20	96.12
营业收入（亿元）	5,751.55	3,279.94
净利润（亿元）	2,447.63	1,234.45
总资产（万亿元）	6.42	5.79
净资产（万亿元）	1.45	1.64
净资本（万亿元）	1.25	1.47

数据来源：中国证券业协会

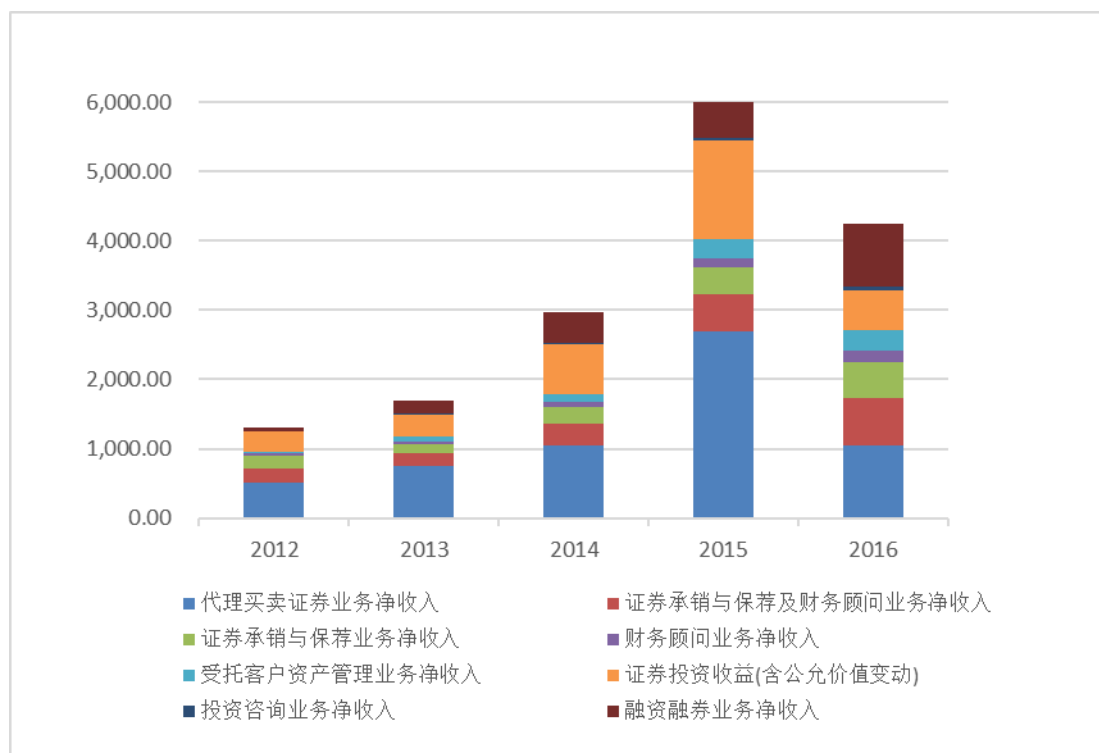
2016 年证券行业发展中的机遇和风险并存性表现的尤为显著。一方面，在金融改革背景下行业享受多项政策放开的红利，如资产证券化全面放开、PPP 项目的大力扶持等多项政策红利持续激发证券行业增长动力，证券公司也在保持对传统经纪业务激烈竞争的态势下，从提供单纯通道向丰富交易品种、提高客户体验的方向逐步开始转变，行业升级也在推进。另一方面，在行业飞速发展过程中，业务发展和创新速度与制度约束和风险把控出现不匹配现象。2016 年，证券市场保持平稳运行，监管层加大对证券行业违法违规行为的监督检查工作，并对金融反腐打击力度的加大，证券行业下半年出现了屡屡爆出被监管层立案调查以及高管落马的事件，行业的合规风险在加大。但证券公司作为资本市场的主要参与者，所肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥，其投行、资管、经纪、自营等各项业务能力也将得到充分发挥。中国资本市场的快速发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

（2）业务环境

我国的证券公司主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成。近年证券公司业务范围继续扩大，创新业务发展迅速，资产管理业务规模继续大幅增长，融资融券业务已成为行业的第三大收入来源。证券经纪业务是我国证券公司目前最主要的业务组成部分；同时证券公司业务与产品类型不断丰富，各类融资行为增多，行业整体财务杠杆效应提高；互联网金融起步，证

券公司开始尝试在网络平台上拓展业务渠道。

图2 历年我国证券行业业务收入结构（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯

经纪业务

2015 年 6 月中旬股市开始持续暴跌，2016 年证券市场持续低迷，2016 年，国内二级市场受汇率波动、流动性等因素影响，上证综指全年跌幅 12.31%，中小板指全年跌幅 22.89%，创业板指全年跌幅 27.71%。市场整体交易活跃度较 2015 年大幅下滑，股票基金日均交易量为人民币 5,316 亿元，同比下降 50.62%。股票市场呈量价齐跌态势下，两市市值大幅下降、成交量下滑；成交量的下降影响了经纪业务收入环比下滑。2016 年，经纪业务净收入占营业收入比重由 2015 年的 47% 降至 32%；证券投资收益（含公允价值变动）占比由 25% 降至 17%。

投资银行业务

目前证券公司的投资银行业务仍以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，并购重组、定向增发等新的融资方式的出现，以及企业债券发行规模的扩大，都为券商的投行业务带来积极影响。2016 年，证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入 519.99 亿元，约占全行业营业收入的 12.26%。一方面，投资银行业务收入的增长主要来自 IPO 的大规模发行；2016 年国内沪深两市累计 IPO 家数为 248 家，首发募集资金 1.88 亿元。另一方面，2015 年以来，随着新的公司债发行办法颁布以来，债券市场取得了快速发展，截至 2016 年底国内市场合计发行债券（含同业存单）2.88 万只，发行额 36.39 万亿元，较 2015 年分别大幅增加 74.21% 和 57.26%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，表现出该业务集中度较高，股票及债券承销金额中排名前十家证券公司的市场份额合计约占 55%。随着新三板的扩容和国际板开板的临近，未来这两个领域能够持续推

动证券公司投资银行业务的发展。

但值得注意的是，在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司资金的流动性。同时，股票承销业务受监管审批政策的影响较大，IPO 政策的变化对承销与保荐业务具有较大影响。

自营业务

自营业务是券商利用自有资金进行投资，反映了券商主动管理资金的能力。随着证券公司资金规模的扩大和监管的放松，近年来在各家券商业中发展较快，主要包括债券投资和股票投资。2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2016 年，证券市场较为低迷，129 家证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)568.47 亿元，同比降低 59.78%。自营业务面临的风险程度大大高于发行承销业务和经纪业务，证券交易的风险性决定了自营买卖业务的风险性。自营业务受市场风险影响较大，证券市场价格变动带来较大的波动性风险，同时也有信用交易风险、业务合规性风险等。

资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小，但近年来保持了较快增长态势。截至 2016 年末，证券公司行业受托的资产管理规模约为 16.89 万亿元，较去年增长 68.53%。近年来，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理、专项资产管理公募基金资产管理等在内的产品体系。证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品规模仍是主要部分，但其占比有所下降，通道转主动型资管产品将是趋势。但是联合评级也注意到，券商受人力等多方面限制，每个项目都做到实地尽职调查的可行性不高，导致对项目实际情况及风险不能完全把控；同时，券商通道类业务占比较高，一旦业务发生问题，券商资管作为委托人将面临较大的集中性风险。

总体看，证券公司在国内资本市场快速发展过程中获得了良好的发展机遇，传统业务持续较快发展，新业务机会不断增多，市场竞争格局不断变化。未来几年，随着多种鼓励创新和监管放松政策的持续落实，证券公司的收入结构有望得到优化。

股票质押业务及其他类创新业务

2012 年以来，证券公司创新业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的创新业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务、股票质押式回购业务等。其中最为突出表现的是融资融券业务，2010 年两融试点，随着规模的扩大，融资买入额占两市成交额的比例不断攀升。

自 2015 年 6 月中旬股市开始暴跌，两融业务规模大幅下降，截至 2015 年末，沪深两市融资融券余额为 11,742.67 亿元。截至 2016 年末，证券市场较为低迷，证券市场融资融券余额为 9,392.49 亿元，较上年下降 2,350.18 亿元，下降 20.01%。

股票质押式回购业务等创新业务也得到较快发展。截至 2016 年底，发生股票质押回购交易的股票市值合计 15,809.88 亿元，未解押质押券余额合计 12,692.76 亿元，已解押质押券市值合计 3,117.12 亿元。2015 年 3 月，中国证券业协会已发布了《证券公司股票质押式回购交易业务风险管理指引（试行）》，要求证券公司以自有资金出资的，融出资金余额不得超过其净资本的 200%。因此尽管近年来股票质押式回购业务增长较快，股票质押式回购业务的总余额与保证金融资业务相比依然较小，200%的净资本要求仍为该业务预留了大幅的增长空间。当然，值得注意的是，券商股票质押和两融

业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。

（3）市场竞争

随着综合治理的结束、分类监管的实施以及国际化进程的推进，我国证券行业进入持续稳定发展阶段，行业竞争日益加剧。由于业务种类和主要收入来源趋同，目前证券公司间的同质化竞争激烈，随着融资融券、股指期货、投资顾问等创新业务的退出，以及直接投资等业务的进一步发展，预计行业同质化竞争的格局将会有所改善。证券公司综合治理后，中国证券行业进入快速成长期。一批风险控制能力强、资产质量优良的证券公司则抓住机遇扩大市场份额，在经纪、投资银行等业务中取得了较为明显的领先优势。未来随着我国证券业的进一步成熟，专业化程度的提高具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势，行业集中度可能进一步上升。

创新业务将成为证券公司未来盈利的重要增长点。一方面，随着证券公司佣金费率竞争加剧，现有的经纪业务模式将发生改变，融资融券、股指期货等创新业务的推出为证券经纪业务带来新的机遇，以金融产品设计能力为核心的经纪业务服务创新能力将推动证券公司经纪业务竞争格局的改变。另一方面，本土证券公司与国外竞争对手在产品创新、风险控制、人才吸引力等方面依然存在一定差距。

国内券商还面临来自海外市场的竞争。《外资参股证券公司设立规则》实施后，国际投资银行陆续在中国设立合资证券公司，主要包括两种方式，一是参与新设合资证券公司，二是战略入股证券公司。此外，尽管我国金融业实行分业经营体制，但随着各种创新业务品种和模式的推出，商业银行、保险公司和其他非银行金融机构也在向证券公司传统业务领域渗透，证券公司面临行业竞争加剧的风险。

2. 经营概况

2016年证券市场在经历年初的大幅下跌后有所企稳，但整体行情较为低迷，中信证券当期收入显著回落，2016年全年实现营业收入380.02亿元，同比减少32.16%；中信证券的主营业务包括投资银行业务、经纪业务、交易业务、资产管理服务和投资业务等，其中经纪业务和投资银行业务构成了中信证券近年来经营收入的主要来源。

表 6 2015~2016 年信证券营业收入及占比情况（单位：亿元、%）

项 目	2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	296.31	52.90	224.44	59.06
其中：经纪业务手续费净收入	183.67	32.79	94.95	24.99
投资银行业务手续费	44.77	7.99	53.89	14.18
资产管理业务手续费	61.06	10.90	63.79	16.79
利息净收入	27.91	4.98	23.48	6.18
投资收益	188.01	33.57	100.28	26.39
公允价值变动收益	13.55	2.42	-14.13	-3.72
汇兑收益	-0.41	-0.07	1.20	0.32
其他业务收入	34.77	6.21	44.76	11.78
营业收入合计	560.13	100.00	380.02	100.00

资料来源：中信证券年报，联合评级整理。

从营业收入的构成来看，手续费及佣金收入以及投资收益是中信证券的主要收入来源。2016年

中信证券实现手续费及佣金净收入224.44亿元，同比减少24.26%；在营业收入中的占比为59.06%，较上年上升6.16个百分点。从手续费及佣金收入的构成来看，证券经纪业务收入系中信证券收入的重要来源，其波动与证券市场景气度密切相关。2016年受证券市场波动影响，中信证券实现经纪业务手续费净收入94.95亿元，同比大幅减少48.30%，在营业收入中的占比由2015年的32.79%下滑至24.99%，下降了7.8个百分点。中信证券全年实现投资收益100.28亿元，同比减少46.66%；在营业收入中的占比26.39%，较上年下降7.18个百分点。

整体看，中信证券营业收入整体结构较为稳定，手续费及佣金净收入、投资收益为收入仍为收入主要来源。2016年营业收入有所下降，手续费及佣金净收入占比上升，投资收益占比下降。

3. 业务运营

(1) 投资银行业务

投资银行业务是中信证券主要业务之一，其经营范围包括股权融资业务、债券及结构化融资业务和财务顾问业务。

股权融资业务方面，2016年中信证券分别实现A股主承销项目79单，同比增加23.44%；主承销金额人民币2,407.66亿元，同比增加35.77%；市场份额11.76%，较上年提高1.04个百分点，主承销数量及主承销金额均继续排名市场第一。其中，IPO主承销项目19单，较上年增加9单，主承销金额人民币119.02亿元，同比小幅减少1.60%；再融资主承销项目60单，较上年增加6单，主承销金额人民币2,288.64亿元，同比增加38.51%。

债券及结构化融资业务方面，2016年，中信证券继续保持在债券承销、资产证券化业务方面的行业领先地位。2016年，中信证券完成企业债、公司债、金融债、中期票据、短期融资券、资产支持证券及可转债/可交换债主承销项目合计320单，较上年减少1单；主承销金额合计人民币3,797.14亿元，同比小幅减少1.55%；市场份额占比2.55%，较上年下降0.80个百分点，债券承销规模排名同业第二，承销数量排名同业第三，继续保持领先地位。

表7 2015~2016年中信证券债券及结构化融资业务主承销情况

项目	2015年		2016年	
	金额(亿元)	数量(只)	金额(亿元)	数量(只)
企业债	345.00	24	153.14	10
公司债	641.33	42	1,284.85	92
金融债	1,472.92	53	1,041.68	27
中期票据	509.10	62	250.70	33
短期融资券	206.00	21	78.50	11
资产支持证券	682.59	119	903.45	142
可转债/可交换债	-	-	84.82	5
合计	3,856.94	321	3,797.14	320

资料来源：中信证券年报，联合评级整理。

财务顾问业务方面，中信证券近年来大力拓展财务顾问业务，2016年，中信证券完成A股重大资产重组交易规模达人民币1,197亿元，市场份额占比为14.15%，排名行业首位。在全球宣布的涉及中国企业参与的并购交易中，中信证券参与交易金额排名中资券商的第二名。2016年，中信证券连续4年获得中国证券业协会发布的财务顾问A类评级，处于行业内领先地位。

总体看，中信证券投资银行实力雄厚，各项业务发展虽受国内外市场和政策的影响，但在行业

内始终保持领先地位，2016 年投行业务的经营继续发挥优势，成为 2016 年业绩增长的主要来源之一。

（2）经纪业务

经纪业务是中信证券主要业务之一，主要从事证券及期货经纪业务，代销金融产品等。中信证券注重长期客户积累，截至2016年底，中信证券零售客户超过660万户，一般法人机构客户2.9万户，QFII客户140户，RQFII客户49户，QFII与RQFII客户排名市场前列。2016年，中信证券的证券托管的客户资产达4.9万亿元，较2015年底增长10.26%，排名市场前列；2016年，中信证券实现经纪业务手续费净收入94.95亿元，受证券市场低迷影响同比减少48.30%，占营业收入的比重为24.99%，较上年下降7.80个百分点。

2016年，受证券市场景气度影响中信证券代理交易额大幅下降，但交易规模仍占较大市场份额，处于行业领先地位。2016年，中信证券全年代理股票、基金交易总额为14.92万亿元，同比减少55.86%，占市场份额的5.72%，市场排名第二。此外，受市场行情整体较为低迷影响，中信证券代销金融产品规模有所下滑。中信证券全年代销金融产品人民币2,424亿元，同比减少20.52%。2016年受益于以原油为代表的大宗商品的结构性大牛市，期货行业呈现较好发展。中信证券主要通过下属控股子公司中信期货开展期货业务。截至2016年末，中信期货拥有36家证券营业部，7家分公司，全年实现营业收入和净利润分别为10.56亿元和3.64亿元，分别同比下降16.78%和12.69%。

总体看，中信证券经纪业务发展受到市场影响，业务量和交易量2016年有所下降，但仍保持较高市场份额和行业领先地位。

（3）交易业务

中信证券的交易业务主要从事权益产品、固定收益产品、衍生品的交易及做市、融资融券业务和另类投资业务。

2016年，中信证券的资本中介型业务稳定发展。股权资本中介业务方面，中信证券为客户提供包括约定购回式证券交易、股票质押融资、市值管理等股权管理服务，为大宗交易、交易所交易基金（ETF）提供做市服务，并开展结构性产品、股票收益互换等业务；股票收益互换交易业务规模居市场前列。

同期，固定收益产品和大宗经纪业务保持较为稳定的发展。固定收益资本中介业务方面，2016年，中信证券市场规模持续增加，利率产品销售总规模保持同业第一，银行间市场做市商成交量持续上升。中信证券2016年海外固定收益率达12%，人民币债券做市业务保持香港市场前三甲，并在美元债市场上保持中资证券首位。大宗商品方面，2016年，中信证券继续扩大金属、贵金属交易业务的规模；在上海清算所开展航运指数、动力煤、铁矿石及铜溢价、铜全价等场外掉期交易，场外大宗商品做市交易量市场排名第一。同时，中信证券开展境内外商品场外期权业务，继续开展碳排放权交易业务。

融资融券业务方面，受市场行情整体较为低迷影响，截至2016年末市场融资融券余额为9,392.49亿元，较上年末下降20.01%，其中，中信证券融资融券余额为人民币626.76亿元，较上年末下降15.31%，融资融券业务市场份额合计6.67%，较上年末提高0.37个百分点。中信证券全年实现融资融券利息收入48.54亿元，同比减少35.00%。

证券自营业务方面，2016年，中信证券继续积极推进证券自营投资业务的战略转型，加强业务的多样性，同时积极管理风险。另类投资方面，2016年，中信证券积极开拓多市场、多元化的钩子策略，有效的分散了投资风险。目前中信证券已开展的业务或策略包括：股指期货套利、境内宏观策略、统计套利、基本面量化、可转债套利、期权策略、组合对冲基金投资、全球多策略基金、全

球股票统计套利策略等。中信证券2016年境内外投资超越沪深300指数约15%。

总体来看，2016年中信证券交易业务持续发展，保持行业领先地位，创新业务呈现良好发展状态，受市场行情影响业绩有所下降。另类投资持续扩张，投资组合进一步多元化。

（4）资产管理业务

中信证券的资产管理业务包括集合资产管理、定向资产管理、专项资产管理及其他投资账户管理。

2016年，中信证券资产管理规模延续2015年的上升趋势，同比增45.58%，截至2016年底，资产管理规模为18,151.80亿元。管理费方面收入实现大幅增长，2016年管理费收入总额同比增长20.00%，截至2016年底，管理费收入为21.00亿元。

表8 近二年中信证券资产管理业务经营情况（单位：亿元）

类别	资产管理规模		管理费收入	
	2015年	2016年	2015年	2016年
集合理财	1,415.42	1,815.97	7.32	5.01
定向理财	9,105.60	15,900.92	10.07	15.77
专项理财	237.53	435.01	0.11	0.23
合计	10,758.54	18,151.80	17.50	21.00

资料来源：中信证券年报

2016年，中信证券基金业务稳定增长。中信证券的基金管理业务主要通过控股子公司华夏基金管理有限公司（以下简称“华夏基金”）进行基金管理。截至2016年12月31日，中信证券持有华夏基金62.20%股份；华夏基金管理资产规模为人民币10,058.46亿元，较2015年增长16.37%。2016年，华夏基金实现营业收入人民币410,405万元，利润总额人民币192,613万元，净利润人民币145,768万元。

（5）投资业务

中信证券的投资业务主要包括私募股权投资、战略本金投资及其他业务。

私募股权投资方面，金石投资有限公司（以下简称“金石投资”）作为中信证券的子公司，在中国证监会的监管下，运用自有资金直接开展投资业务。2016年，金石投资的全资子公司青岛金石灏纳投资有限公司（以下简称“金石灏纳”）完成直接股权投资项目30单，投资金额人民币29.85亿元，投资金额同比增长133.20%。截至2016年末，金石灏纳累计完成直接股权投资项目96单，累计投资金额人民币56.78亿元。此外，截至2016年末，金石投资下设的直接投资基金金—青岛金石泓信投资中心（有限合伙）累计投资项目6笔，总投资金额人民币15.35亿元，投资金额同比增长72.09%。其中已完全退出项目1个，退出收益人民币12亿元。金石投资下设的并购基金管理机构—中信并购基金管理公司年末管理资产规模约人民币180亿元。此外，2016年2月，金石投资与三峡资本控股有限责任公司共同发起设立了三峡金石投资管理有限公司（以下简称“三峡金石”），截至2016年末，由三峡金石发起设立的三峡金石基金累计投资项目6笔，总投资金额人民币6.807亿元。

整体上，中信证券实力雄厚，2016年中信证券各项业务规模及收入继续保持同业前列水平，中信证券业务创新能力强，海内外业务高速扩展势头持续。国内股票质押回购业务处于起步阶段，自2013年6月沪深交易所推出以来，中信证券该业务规模增长迅速，融资规模据市场前列。未来随着经纪业务的不断创新与发展，以及股票市场行情的不断活跃，股票质押回购业务有较大的发展空间。

4. 财务情况

(1) 财务概况

中信证券提供的 2016 年财务报告及偿付能力报告已经普华永道会计师事务所审计并出具了标准无保留意见。

截至 2016 年底，中信证券资产总额 5,974.39 亿元，较年初下降 3.03%，主要由于货币资金下降所致，2016 年货币资金 1,328.57 亿元，较年初下降 25.19%；负债总额 4,516.50 亿元，较上年末下降 4.79%，主要为代理买卖证券款有所下降所致，2016 年代理买卖证券款 1,343.98 亿元，较上年末下降 10.67%；所有者权益 1,457.89 亿元，同比上升 2.86%，主要为未分配利润上升，增速为 5.37%。2016 年，中信证券实现营业收入 380.02 亿元，净利润 109.81 亿元。

2017 年 3 月末，中信证券总资产 6,245.79 亿元，比上年度末增长 4.54%；负债总额 4,757.01 亿元，较上年末增长 5.33%；归属母公司股东权益 1,456.41 亿元，较上年末上升 2.12%；2017 年 1~3 月，中信证券营业收入 86.15 亿元，较去年同期同比上升 13.36%。

(2) 杠杆与资本充足率

2016 年，中信证券净资本为 935.04 亿元，同比增长 4.57%；净资产 1,188.70 亿元，同比增长 2.29%。净资本/各项风险准备之和大幅下降，系风险准备金上升所致。2016 年中信证券净资产（母公司口径，下同）规模整体呈现小幅增长，主要系留存收益增长所致。截至 2016 年末，净资产为 1,188.70 亿元，较上年末增长 2.29%；净资本（母公司口径，下同）为 935.04 亿元，较上年末减少 1.01%。中信证券 2016 年末净资本/净资产的比率为 78.66%，较上年末小幅下降 2.26%，仍远高于 20% 的监管标准。

表 9 最近二年中信证券母公司风险控制指标表（单位：亿元、%）

指标	2015 年末	2016 年末
净资本	944.54	935.04
净资产	1,162.08	1,188.70
净资本/各项风险准备之和	252.45	170.79
净资本/净资产	81.28	78.66
净资本/负债	35.32	37.02
净资产/负债	43.45	47.06
自营权益类证券及证券衍生品（包括股指期货）/净资本	33.74	35.01
自营固定收益类证券/净资本	134.91	143.30

资料来源：中信证券年报

总体看，中信证券净资本规模处于行业中较高水平，截至 2016 年末公司各项监管指标在行业中处于较好水平。从负债水平看，2016 年中信证券总债务规模微增，截至 2016 年末，资产负债率为 68.51%，较上年末下降 1.05 个百分点，负债水平略有下降。

(3) 资产质量和流动性

2016 年证券市场行情低迷，股票市场交易量大幅下滑，客户资金下降，货币资金下降，资产规模有所回落。截至 2016 年底，中信证券资产总额为 5,974.39 亿元，较上年末减少 3.03%。剔除代理买卖证券款后，中信证券资产总额 4,630.41 亿元，较上年末小幅减少 0.56%。截至 2016 年底，中信证券可快速变现资产 3,455.17 亿元，较上年末下降 0.29%，规模较为稳定。

表 10 最近二年公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2015 年末	2016 年
可快速变现资产	3,465.34	3,455.17
其中：货币资金	631.80	318.63
结算备付金	57.27	48.50
融出资金	650.21	628.52
交易性金融资产	1,298.64	1,493.93
买入返售金融资产	367.71	584.90
可供出售金融资产	459.71	380.69
其他类资产	2,695.74	2,519.22
其中：客户存款	1,161.39	1,009.94
客户备付金	274.15	288.83
资产总额	6,161.08	5,974.39

资料来源：中信证券年报

注：1、表中其他资产中除客户资金存款、客户备付金以外，还包含固定资产、无形资产等非快速变现资产。

2、表中可快速变现资产中已剔除不能快速变现的信托及理财类投资。

2016 年，中信证券整体业务发展增速放缓，对资金的需求有所减弱，导致自有负债下降至 3,130.29 亿元，较上年末减少 2.68%。

表 11 最近一年一期中信证券负债情况表（单位：亿元）

项目	2015 年末	2016 年
自有负债	3,216.36	3,130.29
其中：卖出回购金融资产款	1,277.89	1,214.14
拆入资金	180.33	195.50
非自有负债	1,527.35	1,386.21
其中：代理买卖证券款	1,504.57	1,343.98
负债总额	4,743.71	4,516.50

资料来源：中信证券审计报告

2016 年中信证券经营性现金流量净额由正转负。其中，收取利息、手续费及佣金的现金流入和收到其他与经营活动有关的现金大幅减少；中信证券经营活动现金净流出规模大大增加，主要系证券市场行情低迷回购业务资金净减少、代理买卖证券支付的现金的减少所致。从投资活动现金流看，中信证券投资活动产生的现金流波动较大，2016 年投资活动产生的现金流量净额由负转正，主要是中信证券 2016 年缩小投资支付现金的规模所致。2016 年，中信证券筹资活动产生的净现金流量由正转负，影响规模变化的主要因素仍旧是发行债券收到的现金流入以及偿还到期债务支付的现金流出。

表 12 最近二年中信证券现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年
经营性现金流量净额	862.46	-493.92
投资性现金流量净额	-379.10	99.38
筹资性现金流量净额	273.09	-79.99

现金及现金等价物净增加额	768.15	-461.18
期末现金及现金等价物余额	2,092.25	1,631.07

资料来源：中信证券审计报告。

2017年3月，经营性现金流量净额较去年同期净流出量进一步扩大，主要是拆入资金、回购业务及代理买卖证券款流出增加所致；投资性现金流量净流出量较去年同期大幅增加，主要受到可供出售金融资产投资规模变化影响；筹资性现金流量净额较去年同期由负转正，主要系第一季度筹资活动现金流入增加所致。

总体而言，中信证券资产的流动性较好，现金流尚可。公司融资渠道较为畅通，整体现金流状况处于正常水平。

（4）盈利能力

近年来，中信证券营业收入主要来自手续费及佣金净收入、利息净收入及投资收益，其中手续费及佣金净收入是中信证券主要的收入来源之一。2016年，受市场行情影响中信证券手续费及佣金净收入有所下降。2016年公司实现手续费及佣金净收入224.44亿元，同比减少24.26%；在营业收入中的占比为59.06%，较上年上升6.16个百分点。从手续费及佣金收入的构成来看，证券经纪业务收入系公司收入的重要来源，其波动与证券市场行情度密切相关。2016年受证券市场波动影响，中信证券实现经纪业务手续费净收入94.95亿元，同比大幅减少48.30%，在营业收入中的占比由2015年的32.79%下滑至24.99%。2016年以来，受证券市场行情整体较为低迷影响中信证券两融业务规模呈现萎缩，同期存放金融同业及买入返售的利息收入不同程度减少，中信证券利息净收入有所下滑。2016年中信证券实现利息净收入23.48亿元，同比减少15.87%。2016年，中信证券全年实现投资收益100.28亿元，同比下降46.66%；在营业收入中的占比26.39%，较上年下降7.18个百分点。

从营业支出构成来看，2016年受收入规模大幅回落影响，中信证券业务及管理费用率有所回升，当期业务及管理费用率为44.66%，较上年提高8.77个百分点，但成本控制能力仍处于行业较好水平。

2016年，中信证券实现净利润109.81亿元，同比下降46.07%。从盈利指标来看，中信证券2016年营业利润率、总资产收益率、净资产收益率，分别为28.90%、1.81%和7.26%，盈利能力指标较2015年普遍下降，盈利能力有所下降。

2017年第一季度，中信证券营业收入86.15亿元，同比上升13.36%，主要系公允价值变动收益有所上升，主要由于2017年初市场景气度有所回升，金融工具投资收益有所增加。

总体看，中信证券经纪业务受市场环境影响，2016年业务收入规模下降。2017年收入比去年同期上升，未来随着国内股票市场回暖，经纪业务净收入有望进一步加强。同时，随着各类创新业务的发展和政策的支持与推动，中信证券的整体盈利能力将进一步提升。

（5）偿债能力

2016年，中信证券自有资产负债有所下降，带动财务杠杆水平有所下降，总体债务水平适中。中信证券自有负债中计息的总债务主要为卖出回购金融资产和应付短期融资券。截至2016年末，中信证券总债务余额为2,686.80亿元，自有资产负债率为68.23%。截至2017年3月末，中信证券总债务余额为2,930.91亿元，较年初上升9.09%，总体债务规模有所上升。

2016年，由于中信证券净利润的下降，其EBITDA下降为236.19亿元。此外，中信证券债务规模上升，使得EBITDA利息倍数由2015年的3.30倍下降到2016年的2.79倍，但EBITDA对利息的保护能力仍属较强；EBITDA全部债务比分别为由0.09上升至0.15，EBITDA对全部债务的保护能力上升。另一方面，考虑到中信证券持有一定规模的可快速变现资产，截至2016年末，中信证券可快速变现资产/自有负债为1.10倍，该类资产可对债务形成良好保障。

表 13 最近二年一期中信证券偿债能力指标表

项目	2015 年末	2016 年
总债务（亿元）	2,650.76	2,686.80
自有资产负债率（%）	69.41	68.23
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.08	1.10
EBITDA（亿元）	401.35	236.19
EBITDA 利息倍数（倍）	3.30	2.79
EBITDA 全部债务比	0.09	0.15

资料来源：中信证券审计报告，联合评级整理

2016 年中信证券或有负债压力较小。截至 2016 年末，中信证券及控股子公司的对外担保总额约合人民币 344.80 亿元，约占中信证券 2016 年末合并口径净资产的 23.65%。此外，中信证券及控股子公司未向股东及其关联/连方提供担保。中信证券 2016 年重大诉讼、仲裁事项涉案金额合计约 2.37 亿元，金额相对较小，预期不会对中信证券产生重大的财务影响。

总体看，2016 年以来，中信证券整体偿债压力较小，可快速变现资产对债务和利息支出的保障程度较高，偿债能力强。

（6）差额支付能力分析

本次差额支付对应的优先级资产支持证券剩余本金为 5.00 亿元，以 2016 年底财务数据为依据，中信证券的 EBITDA、净资产分别为 236.19 亿元、1,188.70 亿元，对本期优先级份额本金覆盖倍数分别为 47.84 倍、237.74 倍。中信证券为本次资产支持计划提供的不可撤销的差额支付承诺，对本次优先级证券本息的正常兑付具有积极作用。

综合来看，中信证券保持了极高的信用水平，其提供的差额支付承诺对本专项计划优先级证券的正常兑付起到了很好的信用支撑作用。

四、基础资产分析

1. 基础资产回收情况

跟踪期内，本专项计划共进行了 3 次循环购买，涉及应收股票质押债权余额分别为 39,300.00 万元、77,535.00 万元和 44,500.00 万元，涉及合同笔数分别为 2 笔、9 笔和 5 笔。跟踪期内收到本金回收款合计 169,456.00 万元，其中，正常回收的基础资产本金合计 47,800.00 万元，收到提前还款本金合计 121,656.00 万元，利息回收款合计 7,737.91 万元。跟踪期内到期合同 16 笔，未出现违约情况。

2. 基础资产概况

截至 2017 年 4 月 21 日，入池的股票质押债权共计 9 笔，融资余额合计 85,139.00 万元，涉及 9 户融入方，剩余基础资产回收款停留在相关监管账户，在完成基础资产跟踪基准日后的当期兑付后，剩余资金将按相关约定投入后续循环购买。截至 2017 年 4 月 21 日，资产池内融入方和股票质押数量大幅减少，未来随着循环购买的进行，资产池各项统计特征将发生变化，总体来说随着各档优先级证券的到期兑付，资产池各项指标将趋向于集中度的进一步上升。

表 14 基础资产概况

项目	初始起算日	基础资产跟踪日
基础资产股票质押债权余额（万元）	214,500.00	85,139.00
融入方（户）	15	9
股票质押债权数量	18	9
单笔股票质押债权最大金额（万元）	30,000.00	13,000.00
单户融入方最大交易金额（万元）	30,000.00	13,000.00
加权平均购回期限（天）	458.68	365.00
加权平均剩余购回期限（天）	372.79	151.59
加权融资利率	7.89%	5.67%
加权履约保障比例	246.01%	255.37%

资料来源：联合评级整理

3. 融资利率分析

截至 2017 年 4 月 21 日，基础资产加权平均融资利率为 5.67%，利率分布的区间为[5.00%，6.40%]之间。利率水平较初始起算日大幅下降。

表 15 基础资产加权融资利率分布（万元、%、笔）

融资利率	初始起算日			基础资产跟踪日		
	交易金额	占比	标的资产数量	交易金额	占比	标的资产数量
[5.00, 5.50]	--	--	--	44,500.00	52.27	5
(6.00, 6.50]	--	--	--	40,639.00	47.73	4
[7.50, 8.00]	179,500.00	83.68	15	--	--	--
(8.00, 8.50]	21,000.00	9.79	2	--	--	--
>8.5	14,000.00	6.53	1	--	--	--
合计	214,500.00	100.00	18	85,139.00	100.00	9

资料来源：联合评级整理

整体看，基础资产融资利率水平整体水平呈现下降趋势，加权平均融资利率由 7.89%下降为 5.67%，下降了 2.22 个百分点，利差支持缩小，联合评级将在现金流压力测试中考虑资产池利率水平下降对专项计划剩余优先级本息偿付的影响。

4. 基础资产剩余期限分布

截至 2017 年 4 月 21 日，基础资产加权平均购回期限为 365.00 天，较初始基础资产加权平均购回期限下降 93.68 天；加权平均剩余期限为 151.59 天，较初始基础资产加权平均剩余期限下降 221.20 天，下降幅度较大。目前入池资产剩余期限分布情况如下图所示。

表 16 基础资产剩余期限分布（天、万元、%、笔）

剩余期限	初始起算日			基础资产跟踪日		
	交易金额	占比	标的资产数量	交易金额	占比	标的资产数量
[19, 50]	0.00	0.00	0	11,900.00	13.98	1
(50, 100]	0.00	0.00	0	23,564.00	27.68	2
(100, 150]	0.00	0.00	0	5,175.00	6.08	1
(150, 200]	0.00	0.00	0	10,000.00	11.75	1
(200, 300]	120,900.00	56.36	8	34,500.00	40.52	4

(300, 360]	38,700.00	18.04	5	0.00	0.00	0
(360, 700]	54,900.00	25.59	5	0.00	0.00	0
合计	214,500.00	100.00	18	85,139.00	100.00	9

资料来源：联合评级整理

由上表可以看出，跟踪基础资产的剩余期限较短，未能完全覆盖本期优先级证券期限。本期资产支持证券设置循环购买机制，循环期内，管理人可以专项计划资金向原始权益人循环购买新的基础资产，从而改变初始基础资产剩余期限较短的影响，进而匹配优先级证券的期限结构。

5. 基础资产交易金额分布

截至 2017 年 4 月 21 日，基础资产中，交易金额在 0（不含）~1（含）亿元之间的股票质押债权数量共 5 笔，占入池基础资产总额的 45.43%，较初始起算日上升；交易金额在 1（不含）~2（含）亿元之间的债权数量共 4 笔，占入池基础资产总额的 54.57%，较初始起算日上升。

表 17 基础资产交易金额分布（万元、%、笔）

交易规模 单位（亿元）	初始起算日			基础资产跟踪日		
	交易金额	占比	标的资产数量	交易金额	占比	标的资产数量
(0, 1]	64,000.00	29.84	10	38,675.00	45.43	5
(1, 2]	95,500.00	44.52	6	46,464.00	54.57	4
(2, 3]	55,000.00	25.64	2	0.00	0.00	0
合计	214,500.00	100.00	18	85,139.00	100.00	9

资料来源：联合评级整理

总体看，基础资产融资金额分布相对集中，融资额相对于初始起算日规模下降，主要集中于金额在 1~2 亿元。

6. 集中度分析

截至 2017 年 4 月 21 日，基础资产中前五大融入方的交易金额合计占到基础资产池融资金额的 66.32%，其中交易金额最高的融入方占到基础资产的 15.27%，集中度较初始起算日进一步上升。基础资产中交易金额占比大于 10% 的融入方有 7 家，涉及股票质押债权数量 7 笔，交易金额合计 76,464.00 万元，占比 89.81%，集中度大幅提高。

表 18 基础资产融入方集中度分布（万元、%、笔）

排名	初始起算日				基础资产跟踪日			
	交易金额	占比	标的资产数量	加权平均剩余期限	交易金额	占比	标的资产数量	加权平均剩余期限
1	33,800.00	15.99	1	278.00	13,000.00	15.27	1	83
2	30,000.00	14.19	1	294.00	11,900.00	13.98	1	19
3	28,000.00	13.25	2	584.00	11,000.00	12.92	1	238
4	25,000.00	11.83	1	305.21	10,564.00	12.41	1	60
5	18,700.00	8.85	3	295.00	10,000.00	11.75	1	190
6	18,500.00	8.75	1	295.00	10,000.00	11.75	1	237
7	16,000.00	7.57	1	305.00	10,000.00	11.75	1	277
8	14,000.00	6.62	1	292.00	5,175.00	6.08	1	111

9	8,400.00	3.97	1	287.00	3,500.00	4.11	1	210
10	7,100.00	3.36	1	294.00	--	--	--	--
合计	199,500.00	94.37	13	343.45	85,139.00	100.00	9	151.59

资料来源：联合评级整理

总体看，基础资产融入方集中度高，存在较高的集中度风险。

7. 质押股票行业分布

截至 2017 年 4 月 21 日，从质押股票所属行业分布来看，主要涵盖了制造业和金融业 2 个行业，占比分别为 95.89% 和 4.11%。资产池行业集中度较高，行业的发展态势将会影响质押股票的市值，进而对资产池的整体信用表现产生影响。

表 19 基础资产股票质押债权行业分布（万元、%、笔）

行业	初始起算日			基础资产跟踪日		
	交易金额	占比	标的资产数量	交易金额	占比	标的资产数量
制造业	75,600.00	35.24	10	848,390.00	95.89	8
金融业	0.00	0.00	0	3,500.00	4.11	1
房地产	61,900.00	28.86	4	0.00	0.00	0
信息技术业	36,000.00	16.78	2	0.00	0.00	0
社会服务业	30,000.00	13.99	1	0.00	0.00	0
农、林、牧、渔业	11,000.00	5.13	1	0.00	0.00	0
合计	214,500.00	100.00	18	85,139.00	100.00	9

资料来源：联合评级整理

基础资产中，质押股票行业为制造业的股票质押债权交易金额占比 95.89%，交易金额合计 848,390.00 万元，共涉及股票质押债权产 8 笔，加权融资利率为 5.69%，高于基础资产池的加权融资利率；质押股票属于金融业的股票质押债权交易金额占比 4.11%，交易金额合计 3,500.00 万元，共涉及股票质押债权产 1 笔，其融资利率为 5.20%，低于基础资产池的加权融资利率。

总体来看，截至 2017 年 4 月 21 日，基础资产池质押股票的行业集中度仍保持在较高水平。联合评级在对此类行业进行信用风险建模分析以及现金流压力测试的过程中已考虑了相关风险。

综合看，截至 2017 年 4 月 21 日，基础资产涉及标的资产数量较少，基础资产融资利率水平下降，基础资产交易金额及融入方集中度较高，且质押股票行业分布较集中，资产池质量较初始起算日有所下降。

五、现金流分析及压力测试

联合评级对优先级资产支持证券的信用质量进行了跟踪评级测算，以综合判断本专项计划的现金流入状况以及优先级证券在各兑付期间的偿还支付风险。在跟踪评级的信用风险分析过程中，一方面考虑到跟踪期内利率整体处于下行通道且未来一段时间内预计仍将保持低位，另一方面鉴于当前大盘指数整体处于低位的现实情况，因此对模型中的利息率及与证券市场系统性风险（称为风险事件 E_1 ）相关压力因子进行了适度调整，其余相关模型参数基本维持不变。

在上述风险调整变量压力区间内，联合评级进行了十万次压力情景模拟，分别测试了压力条件

下基础资产产生的预期收益对优先级证券的预期支出以及到期后股票质押债权本金对优先级证券本金的覆盖情况，得出结果如下：

表 20 压力测试条件下基础资产现金流对优先级证券本息支出的覆盖情况

优先级证券	平均覆盖比率(%)	标准差(%)	覆盖比大于 1 的概率(%)
优先级 03	136.77%	14.66	99.99%

资料来源：联合评级整理

在本次压力测试中，随着资产支持证券存续期的延长，基础资产现金流对优先级证券的保障能力递减，但整体覆盖情况较好，平均覆盖比率均超过 100%。从覆盖比大于 100%的概率情况来看，最小的一期为 99.99%，其表明在较苛刻的压力测试条件下，优先级证券将遭受的损失极小。

此外，考虑到信用增级提供方中信证券信用等级极高，截至 2017 年 4 月 21 日，仍保持很强的偿付能力，优先级 03 证券的本息获得及时足额偿付的可能性极高。

六、参与机构表现

本专项计划管理人华夏资本管理有限公司为华夏基金管理有限公司全资子公司。2016 年以来各项业务稳步开展，截至 2016 年 12 月 31 日，华夏基金总资产人民币 855,367 万元，净资产人民币 669,583 万元；实现营业收入 410,405 万元，利润总额人民币 192,613 万元，净利润人民币 145,768 万元。

华夏资本保持了稳健的经营策略，严格执行风险管理和内部控制流程，对业务活动中的金融、操作、合规、法律风险进行检测、评估与管理。在业务发展方面，2016 年以来，华夏资本努力打造多层次的产品体系，资产管理规模稳居行业前列。华夏资本提供风险和回报特性各异的多元化产品组合，共享华夏基金强大的投资研究、风险管理、IT 支持及后台运作资源。基于开发满足不同投资者需要的产品定位，华夏资本已经与多家国有银行、股份制银行、城商行、农商行、证券公司等机构全面开展合作。截至 2016 年 12 月 31 日，华夏基金本部管理资产规模人民币 10,058.46 亿元，较 2015 年底增长 16.37%。其中，机构业务资产管理规模人民币 5,918.57 亿元（未包括投资咨询等业务），较 2015 年底增长 115.89%。

跟踪期内，未触发相关机构解任事件。

联合评级认为，计划管理人经营状况良好，财务状况稳定，风险控制能力良好，履约和尽职能力情况稳定。

七、评级结论

联合评级对跟踪期间本期交易所涉及的基础资产的表现、交易结构的稳定性、优先级资产支持证券的兑付情况、原始权益人的信用水平、参与机构履职状况以及证券行业的发展进行了持续的跟踪和监测。

跟踪期内，原始权益人及差额支付承诺人中信证券作为国内大型综合类券商之一，在经营及财务稳健性等方面保持显著的竞争优势。中信证券资产规模增速较快、盈利能力持续上升、并保持了极高的信用水平。本专项计划对应的基础资产特征指标有所变化，资产池各项集中度指标呈现不同程度的上升、现金流表现基本符合预期，收益前景良好。

综合考虑上述因素，联合评级确定维持中信华夏股票质押债权一期资产支持专项计划 151 中信 3 的信用等级为 AAA。

附件 1 中信证券股份有限公司主要财务指标

财务指标	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额(亿元)	6,161.08	5,974.39	6,245.79
所有者权益(亿元)	1,417.37	1,457.89	1,488.78
负债总额(亿元)	4,743.71	4,516.50	4,757.01
全部债务(亿元)	2,650.76	2,686.80	2,930.91
净资本(亿元)	944.54	935.04	--
营业收入(亿元)	560.13	380.02	86.15
净利润(亿元)	203.60	109.81	24.32
经营性净现金流(亿元)	862.46	-493.92	-379.42
净资产收益率(%)	14.23	7.26	1.58
资产负债率(%)	69.56	68.51	55.93
净资本/负债(%)	35.32	37.02	--
净资本/各项风险准备之和(%)	252.45	170.79	--
EBITDA(亿元)	401.35	236.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.30	2.79	--
EBITDA 全部债务比	0.15	0.09	--
自有资产负债率 (%)	69.56	68.51	--
可快速变现资产/自有负债 (倍)	1.08	1.10	--

资料来源：中信证券年度审计报告

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

资产负债率计算已扣除代理买卖证券款

附件 3 资产支持证券信用等级设置及其含义

资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

等级		含义
投资级	AAA	属最高级证券，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA	属高级证券，其还本付息能力很强，违约风险很低。
	A	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	BBB	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C	不能偿还债务。

注：AA~CCC 级可用“+”、“-”号微调，最高等级为 AAA 级。