

招商证券股份有限公司
2012 年及 2014 年公司债券
跟踪评级报告

主体信用等级：AAA 级
12 招商 01 信用等级：AAA 级
12 招商 02 信用等级：AAA 级
12 招商 03 信用等级：AAA 级
14 招商债信用等级：AAA 级
评级时间： 2017 年 4 月 26 日



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.

概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100060】

跟踪对象:招商证券股份有限公司 2012 年及 2014 年公司债券

	本次		前次	
	主体评级/展望/债项评级	评级时间	主体评级/展望/债项评级	评级时间
12 招商 01	AAA/稳定/AAA	2017 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 4 月
12 招商 02	AAA/稳定/AAA	2017 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 4 月
12 招商 03	AAA/稳定/AAA	2017 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 4 月
14 招商债	AAA/稳定/AAA	2017 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 4 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
金额单位:人民币亿元			
总资产(亿元)	1934.08	2916.56	2430.58
总资产*(亿元)	1357.14	2029.07	1754.77
股东权益(亿元)	415.96	484.32	599.15
归属于母公司所有者权益(亿元)	415.37	483.51	598.26
净资本(亿元)	254.49	487.05	455.24
总负债*(亿元)	941.18	1544.75	1155.62
营业收入(亿元)	110.02	252.92	116.95
净利润(亿元)	38.85	109.28	54.17
资产负债率(%)	69.35	76.13	65.86
净资本/总负债*(%)	27.04	31.53	39.39
净资本/有息债务(%)	30.93	45.00	56.02
员工费用率(%)	29.47	30.04	21.37
资产管理业务净收入与基金 管理业务净收入/营业收入(%)	3.88	4.52	9.77
营业利润率(%)	45.11	53.68	54.61
平均资产回报率(%)	4.03	6.45	2.86
平均资本回报率(%)	11.30	24.28	10.00

注 1: 根据招商证券 2014-2016 年财务审计报告整理、计算, 其中, 净资本及风险控制指标为母公司数据。

注 2: 2015 年末的净资本及相关比例为根据《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版)进行重述后的数字, 与 2014 年末不可比。

分析师

刘兴堂 liuxingtang@shxsj.com

何泳莹 hyx@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

跟踪期内, 面对市场和行业监管带来的挑战, 招商证券持续深化业务转型, 各项业务保持较强竞争力。此外, 得益于首次公开发行 H 股的完成, 公司资本实力持续得到增强, 从而为各类创新业务的加速发展打下了坚实基础。跟踪期内, 受金融市场震荡调整的影响, 公司杠杆水平有所下降, 负债结构持续优化。但当下国内外金融市场不确定性因素仍然较多, 且宏、微观监管日趋严格, 这将持续考验公司的风险管理能力。

- 招商证券特许经营资质较为齐全, 传统业务与创新业务发展均处于行业较领先水平, 具有较高的品牌认可度。
- 招商证券资本实力较强, 且资本补充渠道较通畅。
- 作为招商局集团下属核心子公司之一, 招商证券能够获得股东信用支持。
- 当前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。
- 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, 招商证券将持续面临激烈的市场竞争压力。
- 在金融业去杠杆的政策背景下, 证券行业监管日趋严格, 这将对招商证券的合规管理能力和风险管理能力提出更高的要求。
- 2016 年四季度以来, 国内债券市场出现较大幅度调整, 招商证券自营固定收益投资业务面临的市场风险管理难度有所上升。

评级机构: 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《中国证券行业信用评级方法（2014版）》。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次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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。

跟踪评级报告

按照招商证券股份有限公司（以下简称招商证券、该公司或公司）2012 年及 2014 年公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据招商证券提供的 2016 年经审计的财务报告及相关经营数据，对招商证券的经营状况、财务状况及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经中国证券监督管理委员会证监许可【2013】73 号文核准，招商证券获准发行总额不超过 100 亿元（含 100 亿元）的公司债券。公司于 2013 年 3 月 5 日至 7 日发行 12 招商 01【5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权（以下简称“3+2 年期品种”），初始发行规模为 30 亿元】、12 招商 02【5 年期（以下简称“5 年期品种”），初始发行规模为 15 亿元】和 12 招商 03【10 年期（以下简称“10 年期品种”），初始发行规模为 55 亿元】。

经中国证券监督管理委员会证监许可【2015】512 号文核准，招商证券获准发行公开发行为 55 亿元的公司债券（简称为“14 招商债”），并于 2015 年 5 月 28 日发行完毕，期限为 10 年，票面利率为 5.08%。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

跟踪期内，招商证券实际控制人未发生变化，仍为招商局集团有限公司（简称“招商局集团”）。截至 2016 年末，招商局集团通过旗下深圳市招融投资控股有限公司、深圳市集盛投资发展有限公司、招商局轮船股份有限公司和 Best Winner Investment Limited 间接合计持有公司已发行总股份数的 44.09%。

（二）业务运营

2016 年以来，国内金融市场波动性依然较强。股票市场方面，年初两市以熔断开局，一路下行至年内最低点 2638.30 点；伴随宏观经济预期好转以及各项数据指标转好，股票市场震荡上行。债券市场方面，因信用事件频发，风险不断积累，2016 上半年债市以震荡调整为主。2016 年下半年，受各类增量资金加速入市的影响，债

券市场在 6 月至 10 月间出现波段行情；但 10 月底以来，随着央行持续收紧流动性，市场对于去杆杠的预期不断加强，加之年底企业资金链紧张与再融资压力的同步发生，债市利率飙升。在此背景下，2016 年证券公司整体盈利水平较 2015 年大幅下降，其中经纪、自营的降幅尤为明显。2016 年下半年，股票市场 IPO 发行审批速度明显加快，加之证券公司资产管理规模的持续增长，从而带动证券公司投行业务和资管业务收入实现了较快增长。

2016 年以来，监管思路逐步向强监管、严监管的转变，“一人三户”、《上市公司重大资产重组办法》、证券业资产管理“八条底线”等多项政策相继出台。在监管趋严的背景下，行业竞争格局进一步分化，部分证券公司开始加大业务结构调整力度，以适应新的监管导向。此外，在市场震荡调整的背景下，证券公司资本占用较大的自营业务及资本中介业务都有所收缩，资金压力及杠杆水平也随之出现缓解和降低，流动性较为宽松。

综合来看，2016 年，受市场周期性波动影响，证券公司经营业绩有所下滑，但在监管环境转变、证券公司主动谋求转型的背景下，行业整体收入结构有所优化。此外，随着自营业务及两融业务投入的资金的逐步释放，证券公司流动性管理压力有所缓解。但也需关注到，2016 年 11 月以来债市收益率开始大幅调整，加之信用风险事件的持续暴露，这使得固定收益自营业务占比较大的证券公司面临的市场风险和流动性风险管理压力明显上升。

面对市场和行业监管带来的挑战，跟踪期内，招商证券持续深化业务转型，各项业务保持较强竞争力。从收入规模和结构的变化看，跟踪期内，在金融市场大幅波动、成交量显著下滑的背景下，公司经纪和财富管理业务、投资及交易业务的营业收入规模均出现一定幅度的下降；投资银行业务持续保持较强的竞争力，但受业务结构及市场竞争加剧等因素的影响，营业收入有所下滑；得益于资管行业良好的发展环境以及自身较强的投研、销售能力，投资管理业务营业收入保持增长，对营业利润的贡献显著提升。

图表 1. 招商证券营业收入和营业利润分业务结构 (单位: 亿元, %)

营业收入	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
经纪和财富管理	67.29	61.16	160.34	63.40	71.04	60.74
投资银行	13.43	12.20	25.65	10.14	21.56	18.43
投资管理	8.32	7.56	11.74	4.64	12.02	10.27
投资及交易	16.09	14.63	45.09	17.83	7.95	6.80
其他	4.90	4.45	10.10	3.99	4.40	3.76
合计	110.02	100.00	252.92	100.00	116.95	100.00

营业利润	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
经纪和财富管理	35.60	71.73	107.02	78.83	36.21	56.69
投资银行	8.04	16.19	14.91	10.98	13.33	20.87
投资管理	6.14	12.38	5.56	4.09	8.18	12.80
投资及交易	9.33	18.81	25.20	18.56	3.31	5.18
其他	-9.49	-19.11	-16.93	-12.47	2.85	4.46
合计	49.63	100.00	135.76	100.00	63.87	100.00

资料来源: 招商证券

跟踪期内, 经纪和财富管理业务仍是招商证券最主要的收入来源。证券经纪业务方面, 2016 年公司在加大传统通道业务的新客户扩展和营销推广的同时, 启动构建“互联网+券商”的商业模式, 证券经纪业务展业能力进一步得到提升。截至 2016 年末, 公司证券营业部数量达 222 家, 较年初新增 22 家; 同期末有效客户数量达 671 万户, 较年初增长 191 万户。目前, 公司证券经纪业务网络覆盖度、业务规模、客户基础在国内证券公司中稳居前列, 经纪业务市场地位较为稳固。2016 年, 公司股基交易量市场份额为 3.88%, 市场排名第 8 位; 市场占有率略有下降, 排名与 2015 年持平。

图表 2. 招商证券证券经纪业务整体情况

	2014 年	2015 年	2016 年
股票基金交易量 (亿元)	66147	220498	101298
市场份额 (%)	4.18	4.12	3.88
营业部家数 (家)	162	200	222

资料来源: 招商证券

资本中介业务方面, 2016 年上半年, 受股票市场熔断等事件的冲击, 招商证券两融业务规模在 2015 末基础上继续下降; 下半年股票市场有所回暖, 两融业务规模相应回升, 但幅度有限。截至 2016 年末, 公司融资融券余额为 510.08 亿元, 同比下降 18.80%; 期末融资融券余额排名行业第 6 位, 与年初持平。股票质押式回购业务方

面，2016 年以来，随着企业资本运作需求的增长，加之沪深两市指数已积累较大跌幅，股票价格处于相对低位，证券公司股票质押式回购业务迎来阶段性发展机遇。为此，公司加大了相关业务的营销力度，充分挖掘业务潜力，寻找新的业务增长点。截至 2016 年末，公司股票质押式回购业务待购回余额达 433.37 亿元，同比增长 89.92%，股票质押式回购业务期末待回购余额排名由 2015 年的第 10 名上升至第 7 名。

跟踪期内，招商证券投资银行业务持续保持较强的市场竞争力。股票承销和保荐方面，2016 年，公司 IPO 业务继续保持优势地位；但受客户结构、项目储备和申报节奏等因素的影响，再融资业务主承销项目数量及规模均有所下降。公司股票承销和保荐业务项目储备丰富，截至 2016 年末 IPO、再融资、并购重组项目储备数量均已进入行业前五。债券承销方面，2016 年，公司抓住市场机遇，在开拓优质客户资源的基础上，持续加强资产证券化业务的战略支持和专业队伍建设。当年，公司债券总承销额达 3356.77 亿元，同比增长 48.66%，根据 Wind 资讯统计，公司资产证券化产品(ABS)、非金融企业债务融资工具、公司债券以及公司总体债券承销金额市场排名分别为第 1、第 2 和第 4 和第 4 名。其中，资产证券化产品承销金额连续两年排名第 1，2016 年市场份额达到 15.34%。

图表 3. 招商证券股票及债券主承销业务整体情况

	2014 年	2015 年	2016 年
首次公开发行(亿元)	82.24	49.68	57.58
再融资发行(亿元)	68.53	428.21	281.60
债券发行(亿元)	631.32	2258.00	3356.77

资料来源：招商证券

投资及交易业务是招商证券重要的收入来源之一，但易受证券市场波动影响，收入贡献较不稳定。跟踪期内，受市场行情及救市政策等因素的影响，公司权益类投资交易业务受到较大冲击，收益规模较 2015 年大幅下降。此外，在年末债券市场大幅调整前后，公司虽主动进行仓位和策略调整，但仍受到一定波及。在上述因素的共同作用下，2016 年，公司投资及交易业务收入同比下降 82.37%，至 7.95 亿元；同期末合并口径证券投资规模为 729.67 亿元，同比下降 25.97%。从业务结构看，截至 2016 年末，公司合并口径证券投资配置结构与年初基本一致。

图表 4. 招商证券证券投资业务情况 (单位: 亿元, %)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
证券投资规模 (亿元)	510.00	985.69	729.67
其中: 债券 (%)	54.57	45.09	42.45
股票 (%)	29.92	16.93	16.29
基金 (%)	7.92	25.44	24.39
其他 (%)	7.58	12.54	16.86
净资本/证券投资规模 (%)	49.90	49.41	62.39
	2014 年	2015 年	2016 年
证券投资业务分部收入 (亿元)	16.09	45.09	7.95

资料来源: 招商证券

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+持有至到期投资;

注 2: 2015 年末及 2016 年末净资本数据按《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版) 计算。

跟踪期内, 得益于资管行业良好的发展环境以及自身不断增强的产品开发、销售和 investment 能力, 招商证券资管业务规模保持较快增长。截至 2016 年末, 公司资产管理业务规模合计 6298.72 亿元, 同比增长 48.86%; 同期末资管业务规模行业排名为第 8 位, 较 2015 年末上升 1 位。此外, 在市场竞争日趋激烈、管理费率持续下降的不利环境下, 公司资管业务净收入仍保增长, 行业排名实现跃升。从产品结构看, 公司定向资管业务占比相对较高, 随着通道业务监管趋严、银行委外需求下降, 公司仍需不断提升主动管理能力, 优化业务结构。

图表 5. 招商证券资产管理业务情况

	2015 年	2016 年
期末集合资产管理规模 (亿元)	555.44	446.54
期末专项资产管理规模 (亿元)	100.01	232.22
期末定向资产管理规模 (亿元)	3575.83	5619.96
期末资产管理规模合计 (亿元)	4231.28	6298.72
资产管理规模行业排名 (位)	9	8
当年资产管理业务净收入 (亿元)	10.60	10.64
资产管理业务净收入行业排名 (位)	8	6

资料来源: 招商证券

整体来看, 受市场周期性波动影响, 跟踪期内招商证券营业收入规模有所下滑, 但业务结构持续优化。此外, 随着首次公开发行 H 股的完成, 公司资本实力得到进一步增强, 这将为各项创新业务的加速发展打下了坚实基础。

(三) 风险管理

跟踪期内，招商证券持续优化风险管理组织架构，并根据《证券公司风险指标管理办法》及配套规则，积极调整公司内部各项风险管理制度流程及风控指标的控制机制，同时公司还成为行业首批风控指标并表监管试点证券公司之一。此外，公司自 2008 年至 2016 年连续九年获得中国证监会 A 类 AA 级监管评级。

市场与信用风险

在市场风险管理方面，招商证券建立了“全口径、多币种、跨市场”的统一市场风险管理体系，并建立了较为完善的市场风险管理组织架构。在市场风险计量方面，公司在国内同业中较早建立了以风险价值 (VAR) 模型为核心的量化指标体系，并通过压力测试、敏感性分析等方法对 VAR 模型进行补充。此外，公司还建立了市场风险限额管理体系，并根据市场情况、业务发展需求持续对其进行调整和完善。

在信用风险管理方面，招商证券坚持“审慎主动”的信用风险管理理念，综合运用信用风险限额、内部信用评级、担保品量化管理、信用风险计量模型等多种管理方法对信用风险进行管理。针对资本中介业务，公司构建了多层次业务授权管理体系，并通过尽职调查、授信审批、授信后检查、担保品准入与动态调整、逐日盯市、强制平仓等方式，建立了完善的事前、事中、事后全流程风险管理体系。针对债券投资业务，公司建立了内部评级系统，并通过监测预警、风险排查等手段持续跟踪评估发行人或交易对手的信用状况，此外，公司也通过业务授权限定投资品种和交易对手的最低等级要求及集中度限额。

目前招商证券市场风险与信用风险主要源自自营证券投资业务和资本中介业务。

自营证券投资方面，截至 2016 年末，招商证券母公司口径自营非权益类证券及其衍生品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 98.12%和 37.10%，均优于监管标准值。

图表 6. 招商证券自营业务风控指标 (单位: %)

	2015 年末	2016 年末	预警标准	监管标准
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	148.24	98.12	≤400	≤500
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	43.58	37.01	≤80	≤100

资料来源: 招商证券

注 1: 本表数据为母公司口径数据;

注 2: 上述指标根据《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版)计算;

注 3: 监管标准值取自《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版), 2016 年 10 月 1 日起正式实施。

从权益类投资看, 跟踪期内, 由于招商证券继续履行 2015 年市场大幅波动时做出的各项承诺, 加之股指期货市场欠缺流动性, 公司 A 股方向性自营投资、股指期货套保策略、权益类衍生产品投资策略均受到较大影响, 公司权益投资面临的市场风险明显上升。2016 年, 公司母公司口径权益类市场风险价值¹平均值为 5.62 亿元, 较 2015 年上升 2.16 亿元。

从固定收益类投资看, 在年末债券市场调整前后, 招商证券及时对债券投资仓位及杠杆进行了调整, 市场风险敞口及信用风险敞口均有所收窄。截至 2016 年末, 公司母公司口径利率类市场风险价值为 3143 万元, 较年初及全年平均水平明显下降。同期末, 公司母公司口径境内债券投资风险敞口合计 283.62 亿元, 同比下降 31.80%。从债券投资信用等级看, 公司主要持有 AA+级以上信用债、国债和政策性银行债, 债券违约风险相对可控。

资本中介业务方面, 截至 2016 年末, 招商证券融资融券余额为 510.08 亿元, 较年初下降 18.80%。同期末股票质押式回购业务待购回金额为 433.37 亿元, 较年初上升 89.92%。得益于较为完善的全流程风险管理体系, 公司资本中介业务信用风险相对可控。

流动性风险

受市场行情影响, 跟踪期内, 招商证券融资融券及自营投资业务占用资产规模有所下降。截至 2016 年末, 公司融出资金和各类证券投资净额分别为 533.52 亿元和 729.67 亿元, 同比分别下降 110.38 亿元和 256.02 亿元; 同期末融出资金和各类证券投资净额占总资产*的比重分别为 30.40%和 41.58%, 同比分别下降 7.00 个百分点和

¹ 置信水平为 95%, 观察期为 1 个交易日, 下同。

1.33 个百分点。在融资融券业务规模下降的同时，公司股票质押式回购业务增长较快，带动买入返售金融资产规模上升。截至 2016 年末，公司买入返售金融资产余额合计 189.53 亿元，同比上升 46.18 亿元。综合来看，跟踪期内，虽然公司资本中介业务资金占用规模整体有所下降，但证券投资投资规模大幅下降，资产流动性有所弱化。

图表 7. 招商证券资产构成占比情况（单位：%）

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
货币资金*	5.44	4.53	6.24
证券投资业务	37.58	48.58	41.58
买入返售金融资产	5.56	7.06	10.80
融出资金	43.18	31.73	30.40
小计	91.75	91.91	89.02
总资产*	100.00	100.00	100.00

资料来源：招商证券

注：本表货币资金已扣除客户资金存款，比例计算已扣除代理买卖证券款、代理承销证券款及信用交易代理买卖证券款

从负债端来看，招商证券债务融资手段较为丰富，融资渠道较为畅通。跟踪期内，由于融资融券等资金消耗型业务有所放缓，加之新发 H 股募集较多资金，公司融资压力有所减轻。2016 年，公司主要通过滚动发行收益凭证满足营运资金需求，债券融资规模相对较小。从债务结构看，在四季度债券市场大幅波动前后，公司逐步降低了债券投资仓位及杠杆，债券逆回购规模相应下降，加之两融收益权相继到期且未续作，从而导致 2016 年末公司卖出回购金融资产款大幅下降。受此影响，2016 年末，公司短期债务规模、短期债务占有息债务的比重均有所下降，债务期限结构有所优化。

图表 8. 招商证券债务构成情况 (单位: 亿元, %)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
卖出回购金融资产款	491.39	429.53	193.99
短期债务	728.51	827.03	522.16
有息债务	822.79	1342.51	1012.07
短期债务/有息债务	88.54	61.60	51.59
货币资金*/短期债务	10.13	11.13	20.96

资料来源: 招商证券

注 1: 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+期末应付结构化主体持有人净资产;

注 2: 有息债务=期末短期借款+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+期末应付短期融资券+期末应付结构化主体持有人净资产+期末应付债券+期末长期借款。

整体来看, 跟踪期内, 招商证券融资压力有所减轻, 债务期限结构得到一定优化。然而受持有的可随时变现的证券投资下降的影响, 期末公司母公司口径流动性覆盖率有所下降, 但仍优于监管标准值。

图表 9. 招商证券母公司口径流动性监管指标 (单位: %)

	2015 年末	2016 年末	预警标准	监管标准
流动性覆盖率	254.36	151.00	≥120	≥100
净稳定资金率	158.90	134.94	≥120	≥100

资料来源: 招商证券

注 1: 本表数据为母公司口径数据;

注 2: 上述指标根据《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版)计算;

注 3: 监管标准值取自《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版), 2016 年 10 月 1 日起正式实施。

(四) 盈利能力

招商证券经营相对较稳健, 2005 年至今, 公司经营连续保持盈利, 营业收入与净利润保持在行业前 10 位以内。跟踪期内, 受金融市场震荡调整的影响, 公司证券经纪业务及自营业务受到一定冲击, 营业收入大幅度下降。2016 年, 公司实现营业收入 116.95 亿元, 实现净利润 54.17 亿元; 分别较 2015 年下降 53.76%和 50.43%。

图表 10. 招商证券收入与利润情况

	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入 (亿元)	110.02	252.92	116.95
同比变动 (%)	80.69	129.87	-53.76
证券行业营业收入变动 (%)	63.45	120.97	-42.97
净利润 (亿元)	38.85	109.28	54.17
同比变动 (%)	73.61	181.33	-50.43
证券行业净利润变动 (%)	119.33	153.50	-49.57
营业收入行业排名 (位)	7	8	-
净利润行业排名 (位)	7	6	-

资料来源: 招商证券、Wind

招商证券营业利润率随市场变化而波动。跟踪期内, 受 A 股交易量大幅萎缩等不利因素的影响, 公司经纪和财富管理业务、投资及交易业务营业利润率明显下降。但在投资银行业务和投资管理业务的带动下, 公司整体营业利润率仍小幅上升。2016 年营业利润率为 54.61%, 同比增长 0.93 个百分点。

图表 11. 招商证券营业利润率 (单位: %)

	2014 年	2015 年	2016 年
营业利润率	45.11	53.68	54.61
其中: 经纪和财富管理业务	52.91	66.75	50.97
投资银行业务	59.86	58.15	61.82
投资及交易业务	58.00	55.89	41.66
投资管理业务	73.82	47.31	68.06

资料来源: 招商证券

随着业务量和收入的下降, 2016 年招商证券业务及管理费较 2015 年下降 50.83%。但跟踪期内, 公司新设营业部数量持续增加, 相关固定支出及运营成本有所上升, 因而业务及管理费下降幅度小于营业收入下降幅度。目前, 公司业务管理费占营业收入的比仍控制在合理水平。

图表 12. 招商证券成本费用变化 (单位: %)

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入变动	-19.45	-10.70	30.45	80.69	129.87	-53.76
业务及管理费用变动	4.56	6.50	20.64	55.65	105.50	-50.83
员工费用变动	-3.65	11.27	32.77	94.04	134.34	-67.11
业务及管理费/营业收入	45.74	54.55	50.45	43.44	38.84	41.29
员工费用/业务及管理费	47.33	49.45	54.42	67.84	77.36	51.74

资料来源: 招商证券

综合而言, 招商证券盈利能力在行业内居前列, 综合竞争力较强。近年来, 随着业务结构的优化, 公司收入结构也有所改善, 但仍易受证券市场波动的影响, 盈利稳定性仍有提升空间。2016 年公司平均资产回报率和平均资本回报率分别为 2.86% 和 10.00%, 分别较上年下降 3.56 个百分点和 14.28 个百分点。

(五) 资本与杠杆

跟踪期内, 招商证券完成首次公开发行 H 股, 共发行 8.91 亿股, 合计募集资金 106.95 亿港元; 在扣除发行费用后, 净募集资金折合人民币 89.47 亿元, 其中新增实收资本为 8.91 亿元, 新增资本公积 80.56 亿元。H 股发行完成后, 公司资本实力得到进一步增强, 截至 2016 年末, 公司净资产达 568.84 亿元, 居行业第 6 位, 较 2015 年末上升 3 位。

图表 13. 招商证券资本实力 (单位: 亿元, 位)

	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末
净资产	240.56	251.37	264.07	405.58	462.74	568.84
行业排名	6	6	6	3	9	6
净资本	144.90	156.22	140.41	254.49	371.54	455.24
行业排名	6	6	8	6	8	-

资料来源: 中国证券业协会

注 1: 本表数据为母公司口径数据;

注 2: 2015 年末净资本数据未经重述。

招商证券股东权益构成中未分配利润占有较大比重, 2014-2016 年末, 未分配利润占比分别为 22.28%、26.15% 和 23.96%。公司现金分红政策对其资本构成稳定性有一定影响。近年来, 公司现金分红比例较为稳定, 其中 2016 年年度与中期合计分配现金股利总额为 21.61 亿元, 占公司 2016 年合并报表归属母公司所有者的净利润的 39.99%, 与 2015 年度持平。

图表 14. 招商证券净资产构成情况 (单位: %)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
股本	13.96	11.99	11.18
资本公积	46.65	40.06	45.95
盈余公积	5.77	7.05	6.47
一般风险准备	11.23	13.84	12.72
未分配利润	22.28	26.15	23.96
其他综合收益	-0.04	0.74	-0.44
少数股东权益	0.14	0.17	0.15
股东权益合计	100.00	100.00	100.00

资料来源: 招商证券

2016 年以来, 招商证券股票质押式回购业务规模保持较快增长, 但受市场行情影响, 融资融券业务规模大幅下降, 资本中介业务资金需求总体平稳。此外, 随着债券投资仓位的下降, 公司自营投资业务资金占用规模亦有所降低。在上述因素共同作用下, 公司整体杠杆水平有所下降。截至 2016 年末公司资产负债率为 65.86%, 较年初下降 4.12 个百分点。从母公司口径监管指标看, 2016 年末各项净资本相关监管指标均处于较优水平。

图表 15. 招商证券资本与杠杆情况 (单位: %)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末	预警标准	监管标准
资产负债率	69.35	76.13	65.86	-	-
净资本/净资产	62.75	105.25	80.03	≥24%	≥20%
净资本/负债	28.96	33.53	43.03	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	46.15	31.86	53.77	≥12%	≥10%
风险覆盖率	-	301.28	319.28	≥120%	≥100%
资本杠杆率	-	17.04	24.30	≥9.6%	≥8%

资料来源: 招商证券

注 1: 本表中净资本及风险控制指标为母公司数据;

注 2: 2015 年末及 2016 年末净资本数据按《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版) 计算, 与 2014 年末数字不可比;

注 3: 监管标准值取自《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版), 2016 年 10 月 1 日起正式实施。

综上所述, 当前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。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, 招商证券将持续面临激烈的市场竞争压力。跟踪期内, 面对市场和行业监管带来的挑战, 公司持续深化业务转型, 各项业务保持较强

的竞争力。此外，得益于首次公开发行 H 股的完成，公司资本实力持续得到增强，从而为各类创新业务的加速发展打下了坚实基础。跟踪期内，受金融市场震荡调整的影响，公司杠杆水平有所下降，资产流动性状况有所改善。但当下国内外金融市场不确定性因素仍然较多，宏、微观监管日趋严格，这将持续考验公司的风险管理能力。

同时，我们仍将持续关注（1）国内外经济形势变化及其对证券行业的影响；（2）金融市场监管环境与政策导向变化，对证券行业竞争格局与业务模式构成的影响；（3）证券市场大幅波动及创新业务发展对招商证券风险管理能力提出的挑战。

附录一：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2014年	2015年	2016年	-
总资产(亿元)	1934.08	2916.56	2430.58	-
总资产*(亿元)	1357.14	2029.07	1754.77	-
股东权益(亿元)	415.96	484.32	599.15	-
归属于母公司所有者权益(亿元)	415.37	483.51	598.26	-
营业收入(亿元)	110.02	252.92	116.95	-
营业利润(亿元)	49.63	135.76	63.87	-
净利润(亿元)	38.85	109.28	54.17	-
资产负债率(%)	69.35	76.13	65.86	-
权益负债率(%)	226.27	318.95	192.88	-
净资本/总负债*(%)	27.04	31.53	39.39	-
净资本/有息债务(%)	30.93	36.28	44.98	-
货币资金/总负债*	7.84	5.96	9.47	-
员工费用率(%)	29.47	30.04	21.37	-
手续费及佣金净收入/营业收入(%)	56.18	65.04	72.45	-
受托客户资产管理与基金管理业务净收入/营业收入(%)	3.88	4.52	9.77	-
营业利润率(%)	45.11	53.68	54.61	-
平均资产回报率(%)	4.03	6.45	2.86	-
平均资本回报率(%)	11.30	24.28	10.00	-
监管口径数据与指标	2014年末	2015年末	2016年末	监管标准值
净资本(亿元)	254.49	487.05	455.24	≥2亿元
风险覆盖率(%)	-	301.28	319.28	≥100%
净资本/净资产(%)	62.75	105.25	80.03	≥20%
净资本/负债(%)	28.96	33.53	43.03	≥8%
净资产/负债(%)	46.15	31.86	53.77	≥10%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	-	43.58	37.01	≤100%
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	-	148.24	98.12	≤500%

注1: 根据招商证券2014-2016年财务审计报告整理、计算, 其中, 净资本及风险控制指标为母公司数据。

注2: 2015年末的净资本及相关比例为根据《证券公司风险控制指标管理办法》(2016年修订版)进行重述后的数字, 与2014年末不可比。

注3: 监管标准值取自《证券公司风险控制指标管理办法》(2016年修订版), 2016年10月1日起正式实施。

附录二：

招商证券调整后资产负债简表

财务数据	2014 年末	2015 年末	2016 年末
总资产* (亿元)	1357.14	2029.07	1754.77
其中：货币资金* (亿元)	73.80	92.02	109.45
结算备付金* (亿元)	11.59	22.91	15.75
融出资金 (亿元)	585.95	643.89	533.52
交易性金融资产 (亿元)	361.22	628.26	482.44
买入返售金融资产 (亿元)	75.45	143.35	189.53
可供出售金融资产 (亿元)	148.78	357.43	247.22
长期股权投资 (亿元)	44.55	48.98	52.89
总负债* (亿元)	941.18	1544.75	1155.62
其中：短期借款 (亿元)	28.44	30.90	32.52
拆入资金 (亿元)	46.00	40.00	15.00
应付短期融资券 (亿元)	143.63	278.78	217.82
卖出回购金融资产款 (亿元)	491.39	429.53	193.99
应付债券 (亿元)	99.82	529.61	504.65
股东权益 (亿元)	415.96	484.32	599.15
其中：股本 (亿元)	58.08	58.08	66.99
少数股东权益 (亿元)	0.59	0.81	0.89
负债*和股东权益 (亿元)	1357.14	2029.07	1754.77

注：根据招商证券2014-2016年经审计的财务报表整理、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、代理承销证券款、信用交易代理买卖证券款后的净额。

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-期末代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款
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-信用交易代理买卖证券款
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
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+期末结构化产品应付优先级本金
有息债务	期末短期借款+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+期末应付短期融资券+期末应付债券+期末长期借款+期末结构化产品应付优先级本金
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%
净资产/总负债*	报告期净资产/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/[(期初股东权益+期末股东权益)/2]×100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资产为母公司数据

附录四：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
	C 级	不能偿还债务。

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	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
	C 级	不能偿还债务。

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