

信用评级公告

联合〔2021〕2310号

联合资信评估股份有限公司通过对中国银河证券股份有限公司及其拟公开发行的2021年永续次级债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中国银河证券股份有限公司主体长期信用等级为AAA，中国银河证券股份有限公司公开发行2021年永续次级债券（第二期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年四月十二日

中国银河证券股份有限公司

公开发行2021年永续次级债券（第二期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 50 亿元（含 50 亿元）

本期债券发行期限：以每 5 个计息年度为 1 个重定价周期。在每个重定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个重定价周期（即延续 5 年）。于本期债券第 5 个和其后每个付息日，公司有权赎回本期债券

偿还方式：若公司不行使递延支付利息权，每年付息一次；在每个约定的周期末，公司有权选择将本期债券延期，或选择在该周期末全额兑付本期债券

偿付顺序：本期债券本金和利息在清算时的清偿顺序在公司的普通债务和次级债务之后

募集资金用途：拟全部用于补充公司营运资金，根据公司财务状况和资金使用需求，公司未来可能调整部分募集资金用于偿还到期或回售的债务融资工具

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国银河证券股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司，股东背景强大，各项业务牌照齐全，拥有综合化经营的发展模式，具备很强的行业竞争力。近年来，公司各项业务稳步发展，其中经纪业务竞争优势明显，保持分类评级为 A 类，内控管理机制良好。公司资产规模大且流动性较好，资本实力很强，资本充足性很好。

同时，联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化以及近年来公司杠杆水平上升较快、债务结构偏短期等因素可能对公司经营带来的不利影响。

本期债券为永续次级债券，本期债券发行后，将对公司净资本形成较好补充，主要财务指标对本期债券本金的保障效果良好。

未来随着资本市场的持续发展和各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体违约风险极低，本期债券还本付息能力极强。

评级时间：2021 年 4 月 12 日

优势

- 1. 公司各项业务资质齐全，经纪业务具有明显的竞争优势。** 公司是全国性综合类上市证券公司之一，资本实力排名靠前，各项业务资质齐全，拥有综合化经营的发展模式。截至 2020 年末，公司拥有 36 家分公司、491 家证券营业部，是国内分支机构最多的证券公司。2018—2019 年，公司经纪业务收入行业排名均为第三位。
- 2. 股东背景强大，给予公司较大的支持。** 公司实际控制人为中央汇金投资有限责任公司，股东背景强，资本实力雄厚，在资金、业务机会等方面为公司的发展给予了较大的支持。
- 3. 融资渠道通畅且多元化，资产流动性较好。** 作为上市公司，公司融资渠道通畅且多元化，资本实力很强。公司优质流动性资产占比较高，资产流动性较好。

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司行业信用评级方法	V3.1.202011
证券公司主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	1
			风险管理	1
			业务经营分析	1
未来发展	2			
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	1
			资本充足性	1
			杠杆水平	2
		流动性因素	2	
调整因素和理由				调整子级
—				—

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：姚雷 张晨露

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址：www.lhratings.com

关注

1. 行业因素对公司造成不利影响。经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响。
2. 杠杆水平快速提升，债务以短期为主。随着对外融资规模扩大，公司杠杆水平快速提升，2020 年末自有资产负债率为 76.39%，债务负担有所增加。目前公司债务以短期债务为主，存在一定流动性管理压力。
3. 信用业务需关注违约项目后续回收情况。公司信用类业务存在部分违约，应对相关业务风险以及未来业务发展情况保持关注。

主要财务数据：

项 目	合并口径		
	2018 年	2019 年	2020 年
自有资产 (亿元)	1922.74	2344.92	3472.96
自有负债 (亿元)	1259.36	1625.70	2652.88
所有者权益 (亿元)	663.38	719.22	820.08
优质流动性资产/总资产 (%)	22.40	20.16	17.49
自有资产负债率 (%)	65.50	69.33	76.39
营业收入 (亿元)	99.25	170.41	237.49
利润总额 (亿元)	36.82	68.30	91.57
营业利润率 (%)	37.00	40.19	38.65
净资产收益率 (%)	4.47	7.59	9.50
净资本 (亿元)	619.19	690.07	705.22
风险覆盖率 (%)	320.39	367.00	251.09
资本杠杆率 (%)	29.31	25.42	18.12
短期债务 (亿元)	398.33	881.86	1700.41
全部债务 (亿元)	1193.34	1522.09	2357.11
EBITDA/本期债券发行规模 (倍)	1.99	2.72	3.32

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径；3. 本期债券本金按 50.00 亿元计算

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/3/5	姚雷 张晨露	证券公司行业信用评级方法 V3.1.202011 证券公司主体信用评级模型 V3.1.202011 (打分表)	阅读全文
AAA	稳定	2018/10/17	陈凝 贾一晗	(原联合信用评级有限公司) 证券公司行业评级方法 (2018 年)	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号；首次评级的债项为非公开发行，未链接评级报告

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国银河证券股份有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信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,符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次(期)债项,有效期为本次(期)债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师:



联合资信评估股份有限公司

中国银河证券股份有限公司

公开发行2021年永续次级债券（第二期）信用评级报告

一、主体概况

中国银河证券股份有限公司（以下简称“公司”或“银河证券”）系经中国证监会于2005年12月22日以《关于同意中国银河证券股份有限公司筹建方案的批复》（证监机构字〔2005〕163号）批准，由5家股东发起设立，初始注册资本60.00亿元，其中中国银河金融控股有限责任公司（以下简称“银河金控”）持有99.89%。2013年5月，公司在境外首次公开发行H股股票，并于2013年5月22日在香港联交所上市交易，股票代码为“06881.HK”，并于2013年6月行使部分超额配售选择权，募集资金总额约81.48亿港元，公开发行H股后，公司注册资本增加至75.37亿元。2015年3月，公司在境外配售20.00亿股H股股票，配售完成后，公司注册资本增加为95.37亿元。公司于2017年1月发行6.00亿股人民币普通股（A股），并于2017年1月在上海证券交易所上市，证券简称“中国银河”，证券代码“601881.SH”。A股发行完成后，公司注册资本增加至101.37亿元。截至2020年末，公司注册资本及实收资本均为101.37亿元，银河金控持有公司51.16%的股份，为公司的控股股东，中央汇金投资有限责任公司（以下简称“汇金公司”）持有银河金控69.07%股权，为公司实际控制人。截至2020年末，银河金控持有公司股份不存在质押情况。

公司的经营范围：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；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；代销金融产品；证券投资基金托管业务；保险兼业代理业务；销售贵金属制品。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营

活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动）。

截至2020年末，公司拥有财富管理总部、投资银行业务部、证券金融总部、自营投资总部等部门。截至2020年末，公司在全国设有491家营业部，分布在全国31个省、直辖市、自治区的中心城市，并设有36家分公司；拥有5家控股子公司：银河期货有限公司（以下简称“银河期货”）、银河创新资本管理有限公司（以下简称“银河创新资本”）、中国银河国际金融控股有限公司（以下简称“银河国际控股”）、银河金汇证券资产管理有限公司（以下简称“银河金汇”）、银河源汇投资有限公司（以下简称“银河源汇”），并参股3家公司：中关村股权交易服务集团有限公司、证通股份有限公司和江西联合股权交易中心有限公司；母公司在职工8977人，主要子公司在职员工2568人。

截至2020年末，公司合并口径资产总额4457.30亿元，其中客户资金存款768.52亿元、客户备付金123.17亿元；负债合计3637.22亿元，其中代理买卖证券款976.71亿元；所有者权益820.08亿元，其中归属于母公司所有者权益812.55亿元；母公司口径净资产705.22亿元。2020年，公司营业收入为237.49亿元，利润总额91.57亿元，净利润为73.12亿元，其中归属于母公司所有者净利润72.44亿元；经营活动产生的现金流量净额为377.04亿元，现金及现金等价物净增加额232.10亿元。

公司注册地址：北京市西城区金融大街35号2-6层；法定代表人：陈共炎。

二、本期债券发行概况

本期债券名称为“中国银河证券股份有限公司公开发行2021年永续次级债券（第二期）”，发行规模合计不超过人民币50亿元（含50亿

元),采用公开发行的方式面向专业机构投资者发行,不向公司股东优先配售,票面金额100元,按面值平价发行。本期债券设置发行人续期选择权、发行人赎回权和发行人延期支付利息权,不设投资者回售选择权。

本期债券利率根据市场情况确定,并在债券存续的前5个计息年度内保持不变,自第6个计息年度起,每5年重置一次票面利率。前5个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差¹。如果公司不行使赎回权,则从第6个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点²,在第6个计息年度至第10个计息年度内保持不变。此后每5年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。票面利率公式为:当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得,票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

若不行使递延支付利息权,本期债券每年付息一次。

续期选择权:本期债券期限以每5个计息年度为1个重定价周期。即在每个重定价周期末,公司有权选择将本期债券期限延长1个重定价周期(即延续5年),或全额兑付本期债券。

发行人赎回权:于本期债券第5个和其后每个付息日,公司有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期债券。

延期支付利息权:除非发生强制付息事件,本期债券的每个付息日,公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付,且不受到任何递延支付利息次数的限制;前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。

强制付息事件:付息日前12个月内,发生

以下事件的,公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息:(1)向普通股股东分红;(2)减少注册资本。

利息递延下的限制事项:若公司选择行使延期支付利息权,则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前,公司不得有下列行为:(1)向普通股股东分红;(2)减少注册资本。

会计处理:根据《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》(财会〔2017〕7号)、《企业会计准则第37号——金融工具列报》(财会〔2017〕14号)、《企业会计准则第37号——金融工具列报》应用指南(2018)(“第37号准则应用指南”)和《永续债相关会计处理的规定》(财会〔2019〕2号),公司将本期债券分类为权益工具。

满足特定条件时发行人赎回选择权:1、公司因税务政策变更进行赎回。公司由于法律法规的改变或修正,相关法律法规司法解释或者应用的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费,且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候,公司有权对本期债券进行赎回。公司有权在法律法规,相关法律法规司法解释或者应用变更后的首个付息日行使赎回权。2、公司因会计准则变更进行赎回。根据《企业会计准则第37号——金融工具列报》(财会〔2017〕14号)和《关于印发<永续债相关会计处理的规定>的通知》(财会〔2019〕2号),公司将本期债券分类为权益工具。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正,影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时,公司有权对本期债券进行赎回。公司有权在该会计政策变更正式实施日的年度末行使赎回权。公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息(如有)向投资者赎回全部本期债券。赎回的支付方式与本期债券到期本息支付相同,将按照

1 初始基准利率为发行首日前5个工作日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为5年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%);初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值,由公司根据发行时的市场情况确定

2 当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为5年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。此后每5年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

本期债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单,按照债券登记机构的相关规定办理。若公司不行使赎回选择权,则本期债券将继续存续。

本期债券本金和利息在清算时的清偿顺序在公司的普通债务和次级债务之后;除非公司清算,投资者不能要求公司加速偿还本期债券的本金。本期债券无担保。

本期债券募集资金拟全部用于补充公司营运资金,根据公司财务状况和资金使用需求,公司未来可能调整部分募集资金用于偿还到期或回售的债务融资工具。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年,新冠肺炎疫情全球大流行,对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对

冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为,通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗,支持“两新一重”领域基建,提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活,维护市场流动性合理充裕,引导LPR下行,降低企业信贷成本;创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息,为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下,我国2020年一季度GDP下降6.80%,二季度疫情得到迅速控制,此后进入常态化防控,各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%,经济逐季复苏,全年累计增长2.30%,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家,GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年我国经济复苏强劲,主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动,但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表1 2016—2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP(万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP增速(%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速(%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速(%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速(%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速(%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速(%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI增幅(%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI增幅(%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率(%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速(%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速(%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注:1. GDP总额按现价计算;2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计;3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率,规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率;4. 城镇失业率统计中,2016—2017年为城镇登记失业率,2018年开始为城镇调查失业率,指标值为期末数
资料来源:国家统计局、Wind,联合资信整理

投资和净出口为拉动GDP增长的主要动力,消费拖累全年经济增长。2020年,社会消费品零售总额39.20万亿元,同比下降3.90%,为改

革开放40多年来首次出现负增长。投资方面,2020年固定资产投资完成额51.89万亿元,同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%,为历

史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。

外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产

者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30% 和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方

政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020年我国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。

在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。

稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融

资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右

四、行业分析

公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等，核心业务属证券行业。

1. 证券行业概况

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，2018年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据，截至2020年底，上交所和深交所上市的公司合计4154家；股票市场总市值为79.72万亿元，较2019年底增长34.46%；平均市盈率为25.64倍，较2019年增长5.29个倍数。2020年全部A股成交额为206.02万亿元，日均成交额为0.85万亿元，同比增长63.05%。

截至 2020 年底，市场融资融券余额为 1.62 万亿元，较 2019 年底增长 58.84%，其中融资余额占比为 91.54%，融券余额占比为 8.46%。股票一级市场发行方面，2020 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.67 万亿元，同比增长 8.20%，共完成 IPO 为 396 家、增发 362 家、配股 18 家、优先股 8 家，可转债和可交债分别为 206 家和 41 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生；2019 年，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020 年，债券市场规

模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5 月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据 Wind 统计，截至 2020 年底，债券余额为 114.30 万亿元，较 2019 年底增长 17.72%。债券发行方面，2020 年境内共发行各类债券 5.03 万只，发行额达 56.89 万亿元，同比增长 25.90%。2020 年境内债券交易总金额为 1282.19 万亿元。其中，现券交易成交金额为 241.09 万亿元，回购交易成交金额为 893.97 万亿元，同业拆借 147.13 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020 年全国期货市场累计成交额为 437.53 万亿元，同比增长 50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 115.44 万亿元，同比增长 65.80%，占全国市场份额 26.38%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

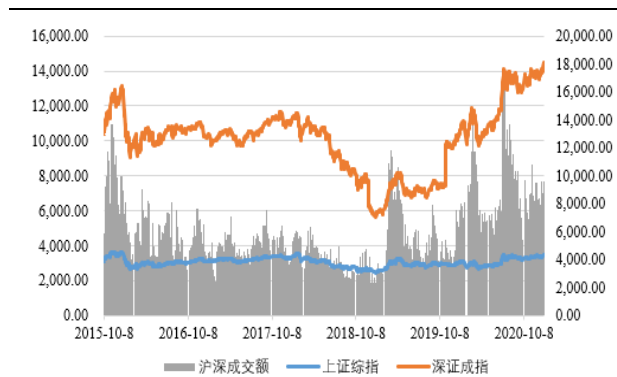
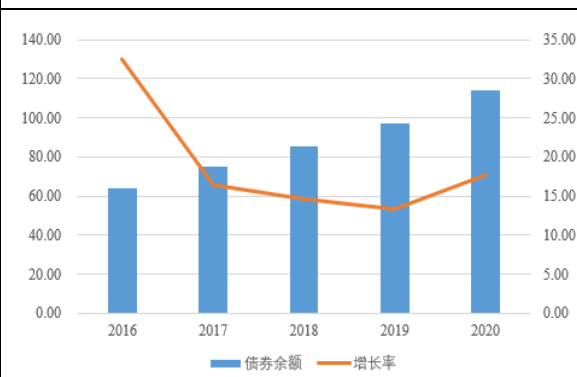


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”

“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，科创板首批公司上市交易，中国资本

市场迎来了一个全新板块。2020 年 6 月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020 年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。

2016—2020 年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019 年以来增幅较大；盈利能力呈现 U 型走势，2018 年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019 年和 2020 年，受市场行情和利好政策等因素影

响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 2 证券行业概况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

数据来源：中国证券业协会

2020 年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020 年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020 年以来涉及证券公司的罚单超过 150 张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020 年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较 2019 年有所提升。截至 2020 年底，139 家证券公司总资产为 8.90 万亿元，较 2019 年底增长 22.50%；净资产为 2.31 万亿元，较 2019 年底增长 14.10%，净资本为 1.82 万亿元，较 2019 年底增长 12.35%。2020 年，139 家证券公司实现营业收入 4484.79 亿元，实现净利润 1575.34 亿元，分别同比增长 24.41% 和 27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有 127 家公司实现盈利。

2. 行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续；2020 年多项利好政策密集出台，新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。

2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大

集合资产管理业务适用《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020年1月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。

2020年2月，《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，国内经济全面修复。

2020年3月，新《证券法》正式实施，加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020年6月，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件发布，创业板试点注册制。

2020年5月，《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》发布，次级债公开发行放开，拓宽证券公司融资渠道，有助于证券公司降本增效。

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型

券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

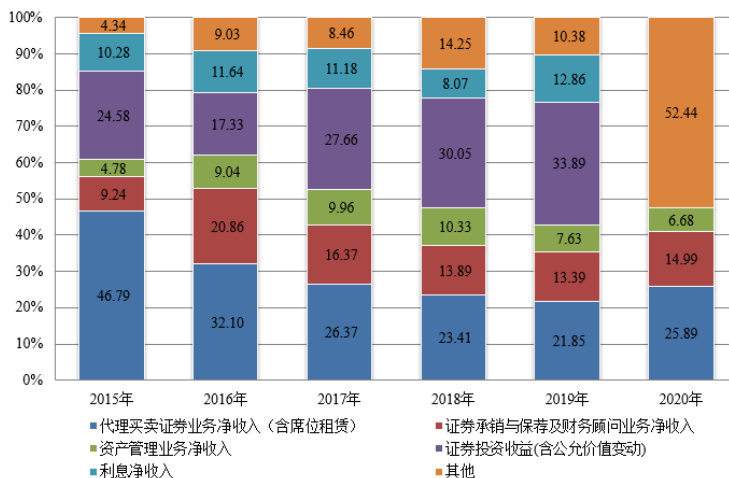
2021年3月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

3. 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2018年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比升至30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。2020年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露2020年全行业证券投资收益(含公允价值变动)和利息净收入的数据，2020年其他包括证券投资收益(含公允价值变动)、利息净收入和其他收入
资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)787.63亿元，同比增长26.34%。2020年，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买

卖证券业务净收入(含席位租赁)1161.10亿元，同比增长47.42%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务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，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2020年以来，A股IPO审核家数及过会率明显提升，2020年，发审委审核IPO家数634家，其中605家通过审核，过会率达95.43%，远高于2019年全年277家审核家数、247家通过家数及89.17%的通过率。2020年，IPO发行规模合计4699.63亿元，发行家数396家，分别同比增长85.57%和95.07%。受再融资新规利好政策影响，2020年，再融资规模8854.34亿元，同比增长26.10%，扭转下降趋势。科创板方面，2020年共有229

家科创类公司提交发审委，218家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模2262.60亿元。债券市场方面，2020年，证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资，2020年证券公司承销各类债券金额10.05万亿元，同比增长32.09%。基于上述因素，2020年，全行业实现投资银行业务净收入672.11亿元，同比增长39.26%。

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，显示该业务集中度较高。2020年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为52.83%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时，创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；新证券法等纲领性文件出台，强化中介机构“看门人”的责任，促使证券公司提升专业服务能力，投行业务快速发展的背景下，合规风控成为证券公司核心竞争力。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，该业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，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，意味着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。2018年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018年债券市场新增43家违约主体，较2017年的9家大幅增加，违约金额达1154.50亿元，系2017年违约金额的3.42倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交

量亦大幅增长；资金市场利率延续2018年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长；同时，2019年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2020年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。2019年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60亿元，同比大幅增长52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63亿元，同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至2020年末，证券公司资产管理业务规模为10.51万亿元，较2019年末下降14.48%；2020年，证券公司实现资产管理业务净收入299.60亿元，同比增长8.88%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，

但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2020年融资融券业务大幅增长且风险可控，股票质押业务规模继续压缩，风险继续化解。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自2010年3月31日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至2020年末，融资融券余额1.62万亿元，较2019年末增长58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。股票质押业务方面，2018年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。截至2020年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为5.42%，较年初下降0.79个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过80%的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。但目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。2019年，证券公司实现利息净收入463.66亿元，同比大幅增长115.81%。2020年前三季度，证券公司利息净收入445.60亿元，同比增长31.72%。

4. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。2019年11月，证监会明确提出要推动打造航母级证券公司，推动证券行业做大做强。2020年7月，证监会提出，鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段。2020年3月，中信证券完成对广州证券股份有限公司100%股权的并购，进一步稳固了其龙头券商的地位；4月，天

风证券已基本完成对恒泰证券29.99%股权的收购；10月，国联证券和国金证券因合并过程中为就核心条款未达成一致意见，宣布终止并购，成为继6月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此，证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显，市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位，弥补自身业务短板，实现跨区域的资源调配。

近年来，证券公司扎堆补充净资本，2019年，国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市，2020年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司已实现A股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券、财达证券等证券公司已处于IPO辅导期或已过会阶段。2020年，共计16家上市证券公司完成增发和配股，其中海通证券和国信证券分别增发募资200.00亿元和150.00亿元，招商证券完成配股募资126.83亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019年10月，证监会宣布，自2020年4月1日起，取消证券公司外资股比限制。截至2020年12月末，中国内地外资控股证券公司已达8家，其中四家为新设立合资证券公司（野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司），另外4家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司（瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司）。此外，证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券2家国内券商，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将

使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

2019年11月，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司，也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2020年9月末证券公司所有者权益排序，2020年1-9月前十大证券公司实现营业收入合计2225.78亿元，净利润819.71亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为65.01%和61.78%。截至2020年9月底，前十大证券公司资产总额为5.56万亿元，占全行业总资产的64.85%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过60%，行业集中度较高。

表3 截至2020年9月末/2020年1-9月主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1837.87	10441.36	419.95	131.13
2	海通证券	1691.59	7295.81	282.54	92.53
3	国泰君安	1441.94	6933.02	257.37	94.70
4	华泰证券	1303.54	6921.31	243.36	89.42
5	招商证券	1067.82	4791.24	179.03	72.82
6	广发证券	992.67	4326.35	214.12	87.17
7	申万宏源	813.68	4362.31	150.02	64.99
8	国信证券	793.70	2731.67	140.00	54.77
9	银河证券	751.59	4238.54	180.81	57.08
10	中信建投	620.63	3538.00	158.59	75.11
合计		11315.01	55579.61	2225.78	819.71

资料来源：Wind

5. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供

虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018年以来，债券市场违约常态化，2020年部分国企违约超预期，债券市场分化加剧，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金

占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

6. 未来动向

监管力度加强，证券行业严监管态势将延续；需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对2021年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打

击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”，于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年末，公司注册资本101.37亿元，控股股东为银河金控，银河金控持股51.16%，

汇金公司持有银河金控69.07%的股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是全国性综合类证券公司，具有很强的行业竞争力。

公司是全国性综合类证券公司，各项业务牌照齐全且具有综合化经营的发展模式。公司资本实力、盈利水平均处行业前列，同时近年来公司业务整体保持了较好的发展趋势，并取得较好经营业绩。截至2020年末，公司合并资产总额达4457.30亿元，所有者权益820.08亿元，母公司口径净资本705.22亿元。2020年，公司营业收入为237.49亿元，利润总额91.57亿元，净利润为73.12亿元。

根据中国证券业协会排名，2019年公司净资产、净资本行业排名分别为第8位和第5位，营业收入、净利润分别位于行业第10位和第9位。2019年公司证券经纪业务收入行业排名第3位，融资类业务收入行业排名第4位，证券投资收入行业排名第7位，业务竞争力很强。

表4 公司主要业绩排名（单位：位）

项目	2018年	2019年	2020年
净资本	6	5	/
营业收入	12	10	/
证券经纪业务收入	3	3	/
资产管理业务收入	9	14	/
投资银行业务收入	23	30	/
融资类业务收入	6	4	/
证券投资收入	28	7	/

注：2020年度排名暂未公布

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

3. 人员素质

公司高级管理人员具备丰富的从业及管理经验，员工专业素质较高。

陈共炎先生，1962年6月出生，自2016年10月起担任公司执行董事、董事长、执行委员会主任；自2016年8月起担任中央汇金投资有限责任公司副总经理；自2011年6月至今担任中国证券业协会会长。陈先生毕业于北京大学经济系，获得外国经济思想史专业硕士学位，并毕业于同

济大学经济管理学院，获得技术经济及管理专业博士学位。陈共炎先生于2005年7月至2011年9月任中国证券投资者保护基金有限责任公司董事长，于2016年5月至2018年10月担任中国银河金融控股有限责任公司董事、董事长。此前，陈先生于1998年2月至2005年7月于中国证券监督管理委员会任多个职位，包括于1998年2月至1998年10月任信息中心负责人，于1998年10月至2000年10月任政策研究室助理巡视员，2000年10月至2004年11月任机构监管部副主任，2004年11月至2005年7月任证券公司风险处置办公室主任及机构监管部副主任。陈先生于1993年5月至1998年2月任北京商品交易所理事及副总裁，于1988年2月至1993年5月任国务院发展研究中心咨询研究员、副研究员，于1982年8月至1985年8月任安徽省铜陵县委党校教员。

陈亮先生，1968年1月出生，自2019年6月起担任公司总裁，2019年12月起担任公司执行董事、副董事长。陈先生1989年7月毕业于新疆大学数学专业（本科），2016年1月获复旦大学高级管理人员工商管理硕士学位。陈亮先生1994年10月至2001年2月，历任新疆宏源信托投资股份有限公司计算机部主任、证券部副总经理兼文艺路证券营业部经理、证券业务总部副总经理；2001年2月至2009年9月，历任宏源证券股份有限公司乌鲁木齐业务总部总经理、公司总经理助理、新疆营销经纪中心总经理、公司经纪业务总部总经理；2009年9月至2015年1月任宏源证券股份有限公司副总经理、宏源期货有限公司董事长；2014年12月至2019年5月任申万宏源集团股份有限公司和申万宏源证券有限公司党委委员、申万宏源集团股份有限公司总经理，兼申万宏源西部证券有限公司执行董事；2015年8月至2019年5月兼任申万宏源西部证券有限公司党委书记。

截至2020年末，公司合并口径在职员工数量合计11545人。其中博士学历96人，占比0.83%；硕士学历2420人，占比20.96%；本科学历7365人，占比63.79%；大专及以下1664人，占比14.41%。员工专业素质较高。

4. 外部支持

公司股东实力强大，对公司发展形成有力支持。

银河金控是经国务院批准，由财政部和汇金公司共同发起，于2005年8月在国家工商行政管理总局注册成立。截至2020年末，银河金控注册资本128.91亿元，其中汇金公司出资比例为69.07%，财政部出资比例为29.32%，全国社会保障基金理事会出资比例为1.61%。银河金控为中央直属国有大型金融企业，是国家顺应金融改革与发展趋势设立的中国第一家国有金融控股公司，目前已形成了证券、资产管理、资本投资等业务板块。

汇金公司是依据《公司法》由国家出资设立的国有独资公司，代表国家依法行使对国有商业银行等重点金融企业出资人的权利和义务，其重要股东职责由国务院行使，董事会、监事会成员由国务院任命，对国务院负责。目前，汇金公司控股参股机构包括国家开发银行、中国工商银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、中国光大集团股份公司、中国出口信用保险公司、中国再保险（集团）股份有限公司、申万宏源集团股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、中信建投证券股份有限公司等多家金融机构。

公司的历史、品牌和股东背景有助于增强客户的信心，巩固拓展客户基础，以及获取更多的业务机会；同时，汇金公司多元化金融布局为公司业务开展提供了一定资源。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91110000710934537G），截至2021年4月6日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2020年末，公司已获得主要合作银行的授信额度合计约4499亿元，已使用约1268亿元，公司融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了完善的公司治理架构，股东大会、董事会、监事会以及公司管理层运作规范。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司治理准则》等法律法规的要求，制定了一整套公司治理制度，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层相互分离、相互制衡的公司治理结构和运作机制，并建立和逐步完善了涵盖基本制度、管理办法、工作细则三个层级的制度体系。

股东大会是公司的最高权力机构。公司按照相关法规以及公司章程的规定，召集、召开股东大会，确保股东对公司经营享有充分的知情权、参与权和表决权。

董事会是公司的常设决策机构，对股东大会负责。截至2020年末，公司董事会由8名董事组成，其中独立董事4名，执行董事2名，非执行董事2名。董事会下设四个专业委员会，分别是战略发展委员会、提名与薪酬委员会、合规与风险管理委员会和审计委员会。2018年，公司董事会共召开13次会议；2019年，公司董事会共召开10次会议；2020年，公司董事会共召开9次会议。通过了多项议案，包括财务决算、利润分配、修订制度等多项议案。

监事会是公司的内部监督机构，负责对董事、高级管理人员履职情况进行监督。截至2020年末，公司监事会由5名监事组成，其中监事会主席1名，外部监事2名，职工监事2名。2018年，公司监事会召开10次会议；2019年，公司监事会召开7次会议；2020年，公司监事会召开4次会议。对公司年度报告、财务决算方案、利润分配方案、社会责任报告等进行审议。

公司管理层由总裁、副总裁、董事会秘书、首席风险官、执行委员会委员组成。公司设总裁1人，由董事会聘任和解聘，副总裁1人，由总裁

提请董事会聘任或解聘，协助总裁工作。高级管理层接受董事会的考核，并按照股东大会和董事会的要求进行日常经营管理工作。高级管理人员均拥有丰富的金融机构经营管理经验，有助于提升公司的决策效能。

2. 管理水平

公司内部控制体系健全，为公司防范风险、规范运作提供了保障；公司分类评价处于行业上游水平，内部控制水平较高。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司内部控制指引》等法律法规及公司章程的规定，结合公司实际情况，制订并完善各项内部控制制度，建立了健全有效的内部控制机制，设置了合理的组织架构，逐步形成了“权责明确、相互制衡、严格监督”的治理结构。公司建立了完善的授权体系及经营管理权责体系，按照权限必要性、权限最小化的原则，明确各部门和各级管理人员的业务审批权限及内部操作流程。近年来，公司根据经营管理和业务发展需要，对组织架构进行了梳理和调整。

公司的内部控制活动主要包括信息隔离墙制度、职责分离控制、利益冲突控制、反洗钱、交易运行控制、财务会计控制、资金管理控制、净资本控制、信息技术控制、人力资源控制、控股子公司控制、信息与沟通、主要业务的内部控制。公司注重提高内控管理水平，加强业务管理规划，健全财务管理制度及资金计划控制制度，制定规范的业务流程及控制措施，持续提高内部控制的有效性。公司针对各业务条线和中后台部门制定了内部控制制度，规范各项工作流程，将内部控制风险监测覆盖到公司各个环节。

公司审计部独立于公司各部门和分支机构，通过对公司经营和管理活动的合规性、内部控制的有效性和财务信息的可靠性进行审计，有效履行检查、评价、报告和建议职能。审计部对于发现的风险隐患和内部控制存在的薄弱环节提出改进建议，并定期向董事会及审计委员会、监事会及高级管理层报告工作。

收到监管措施方面，2018年6月，莆田市城厢区工商行政管理局向公司莆田荔城路营业部出具了《莆田市城厢区工商行政管理局行政处罚决定书》，责令公司莆田荔城路证券营业部停止发布广告，在相应范围内消除影响。2018年7月，公司因未按照规定履行客户身份识别义务和与身份不明的客户进行交易的行为收到中国人民银行出具的《行政处罚决定书》。2018年11月，公司中关村大街营业部收到北京证监局《关于对中国银河证券股份有限公司北京中关村大街证券营业部采取出具警示函措施的决定》，针对营业部员工违规为他人打印客户对账单，北京证监局决定对公司中关村大街营业部采取出具警示函的行政监管措施。2018年11月，因宁波分公司未按照规定履行客户身份识别义务，宁波人行向公司宁波分公司出具了《中国人民银行行政处罚决定书》。2018年12月，赣州登峰大道营业部收到了赣州人民银行出具的《行政处罚决定书》，赣州人民银行认为赣州登峰大道营业部在客户身份识别、客户身份资料和交易记录保存、可疑交易报告等方面存在问题。2019年3月，北京证监局针对银河期货合规管理及内部控制存在缺陷，对银河期货采取责令改正的行政监管措施。2019年3月，广东证监局向公司东莞东城中路营业部下发《行政监管措施决定书》，对该营业部采取出具警示函的监管措施，针对营业部员工私下为私募基金管理公司介绍私募基金购买人，私自推介非公司代销的金融产品，并且向投资者承诺保本保收益的行为。2019年7月，中国证券业协会将公司“中国银河证券股份有限公司自营账户”列入限制名单，时间自2019年7月8日起至2020年1月7日止。2019年9月，上海证券交易所作出《关于对银河期货有限公司予以纪律处分的决定》，对银河期货予以暂停股票期权经纪业务（限于新增客户）相关交易权限3个月的纪律处分。2019年10月，针对营业部存在无证券投资咨询执业资格的人员向客户提供证券投资顾问服务的情形，公司伊宁市山东路证券营业部被新疆证监局采取责令改正措施的行政监管措施。2019年12月，公司内蒙古分公司

收到中国人民银行呼和浩特中心支行反洗钱处罚。2020年4月，北京证监局对公司出具责令改正的行政监管措施，因2019年11月公司非权益类证券的规模与其总规模比例超过预警标准并未及时向北京证监局报备，2019年12月该指标超过监管标准；同时公司作为私募股权投资基金托管人未履行恪尽职守、谨慎勤勉的义务，上述行为反映出公司内部控制不完善，北京证监局责令公司限期改正。2020年12月，北京证监局对公司采取责令改正的行政监管措施，针对公司作为公募基金托管人，未对个别基金的投资范围和投资比例进行设置和有效监督等行为出具行政监管处罚措施，责令公司限期改。2020年12月，重庆万象城营业部被重庆证监局出具警示函，因该营业部存在未有效监督管理营业部办公场所电子设备的规范使用，在公司完成对专合规经理年度考核后又自行拟定考核方案进行重新考核并与年度绩效挂钩等行为。公司已针对以上监管措施进行整改。

2018—2020年，公司监管分类评价分别为AA级、A级和AA级，公司内控及合规管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来自证券经纪业务，随着市场行情回暖，营业收入及利润持续快速增长。公司主营业务受经济环境、证券市场及监管政策等因素影响较大，收入增长存在一定不确定性。

2018—2020年，公司积极应对市场环境的不不断变化，公司各项业务呈现良好的发展态势，营业收入及利润总额均呈快速增长趋势，年均

复合增长率分别为54.69%和57.70%。

从收入结构来看，证券经纪业务收入虽受市场行情影响有所波动，但始终是公司最主要的收入来源，2018—2020年，证券经纪业务收入占比分别为75.48%、45.51%和45.25%，2019年随着自营业务收入规模增长，占比大幅下滑；2020年，市场交投活跃度提升，证券经纪业务保持良好发展态势，实现收入107.47亿元，同比增长38.89%。2018—2020年，公司期货经纪业务收入取得较好增长，收入贡献度不断增加，2020年随着市场成交量提升以及现货业务规模增加，期货经纪业务收入同比增长105.27%，占比升至30.44%，对收入贡献度较高，但该业务成本亦较高，对公司利润贡献度较小。公司自营及其他证券交易业务受市场行情影响，近年来收入波动较大；其中2019年收入显著增长，一方面主要是2018年公司股票投资大幅亏损导致2018年收入规模较小，另一方面2019年公司整体投资规模快速增长，同时市场环境回暖所致；2020年，公司自营及其他证券交易业务为27.60亿元，同比下滑32.62%，主要是因2020年战略性投资收益减少所致，除战略性投资收益外，公司自主管理的权益类、固定收益类、衍生品、新三板做市等业务在2020年均实现了较高增长，收入同比上升32.00%。2018—2020年，投资银行业务收入呈波动上升趋势，年均复合增长27.84%；2020年，随着前期储备项目业绩逐步释放，公司实现收入7.97亿元，同比大幅增长88.57%。2018—2020年，公司资产管理业务受业务结构调整、总体资产管理规模下降等因素影响，收入和占比均持续下滑，收入年均减少12.51%，2020年为6.04亿元。公司海外业务收入及占比均呈上升趋势，2020年海外市场交投活跃度提升，带动海外业务收入增长，占比升至6.81%。

表5 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

业务类型	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	74.92	75.48	77.38	45.41	107.47	45.25
期货经纪业务	15.32	15.44	35.22	20.67	72.29	30.44

自营及其他证券交易业务	0.63	0.63	40.96	24.04	27.60	11.62
投资银行业务	4.88	4.92	4.23	2.48	7.97	3.36
资产管理业务	7.90	7.96	6.87	4.03	6.04	2.55
海外业务	3.69	3.72	10.77	6.32	16.18	6.81
其他	1.03	1.04	4.90	2.87	8.04	3.39
抵销	-9.11	-9.18	-9.91	-5.82	-8.10	-3.41
合计	99.25	100.00	170.41	100.00	237.49	100.00

注：上表证券经纪业务收入包括了信用交易业务收入
资料来源：公司定期报告，联合资信整理

2. 业务运营

(1) 证券经纪业务

受益于市场行情回暖，公司证券经纪业务收入逐年增长，公司客户基础较好，且网点分布广泛，在业内具有很强竞争力。

公司经纪业务资格齐全，包括向客户提供股票、基金、债券等代理交易买卖业务。截至2020年末，公司拥有36家分公司、491家证券营业部，分布在全国31个省、自治区、直辖市的中心城市，覆盖了经济发达地区和具有发展潜力的地区，是目前国内分支机构最多的证券公司；其中北京、广东、浙江、上海、江苏等经济发达地区共设有证券营业部256家，这些地区是公司经纪业务重点发展地区，具备较好客户基础，同时也为公司传统证券网点向财富管理中心转型、争取发达地区高端客户提供了良好的条件。得益于市场行情回暖，2018—2020年，公司证券经纪业务手续费及佣金净收入快速增加，年均复合增长43.09%，其中2020年收入64.63亿元，同比增长52.60%。公司经纪业务收入排名行业前列，2018—2019年行业排名均为第3位。

2019年，公司推动财富管理转型，进一步优化收入结构、客户结构和交易结构。2019年，公司机构与产品户股票基金交易量人民币8684亿元（不含交易型货币基金），较2018年增加21.26%；公司代销金融产品保有规模人民币1125亿元，较2018年末增长14.00%；经纪业务保持了很强的市场竞争力。2019年，公司零售经纪业务平均股基净佣金率为0.0328%。

2020年，公司把握市场机遇，零售业务采取线上线下互补、网络网点并重的策略，不断创新财富管理业务服务模式，积极打造“银河小店”营销服务平台、科技赋能精准营销，先后开展多种营销活动，推动OMO（线上线下相融合）营销服务。2020年，公司累计新开客户107万户，同比增长21.8%。2020年，公司零售经纪业务平均股基净佣金率为0.0306%，较上年有所下滑，处于行业平均水平。同时，公司大力加强机构客户服务力度，根据客户需求调整产品供应结构，以金融科技快速发展助推金融产品销售。2020年末，公司代销金融产品保有规模人民币1566亿元，较2019年末增长39.20%。

(2) 信用交易业务

公司信用类业务规模和收入受股票市场行情与监管政策影响有所波动，公司两融业务快速发展，股票质押业务规模持续收缩；此外，公司信用业务部分项目发生违约，相关业务风险、后续处理情况对盈利的影响需保持关注。

公司开展的信用交易业务包括融资融券业务和股票质押式回购业务，以及少量的约定购回业务。2018—2019年，公司信用交易类业务收入³行业排名分别为第6位和第4位。

融资融券业务方面，2019年以来，国内股票市场结构性回暖，加之公司积极培育高投资能力客户群，两融业务规模有所上升。2018—2020年末，公司两融业务余额年均复合增长37.41%，但受市场利息水平下降影响，两融利息收入有所波动。截至2020年末，公司融资融券业务余额

3 排名数据即中国证券业协会披露的各年《证券公司经营业绩排

名情况》中的融资类业务收入排名。

为813.35亿元，较上年末增长41.42%；2020年融资融券利息收入为50.61亿元，同比增长33.89%。

股票质押回购业务方面，随着市场信用风险增加，同时受股票质押新规和券商审慎开展股票质押业务的双重影响，公司股票质押业务规模呈下降趋势。2018—2020年，公司期末股票质押回购业务规模年均复合下降21.99%；股票质押业务利息收入亦逐年下降，年均复合下降16.37%。2020年，公司股票质押回购业务余额为227.23亿元，较上年末下降18.25%；利息收入

为16.33亿元，同比下降25.40%。

截至2020年末，公司融资融券业务违约金额合计2.77亿元，已计提减值2.08亿元，减值计提比例为75.09%。公司股票质押业务涉及8笔违约项目，涉及违约金额合计25.33亿元，公司共计提减值5.62亿元，减值计提比例为22.19%，后续处理情况需保持关注。

2018—2020年末，公司信用业务杠杆率分别为121.22%、118.61%和126.89%，有所波动，处于行业内较高水平。

表6 公司信用业务情况表 (单位: 亿元)

项目	2018年	2019年	2020年
融资融券业务余额	430.76	575.12	813.35
融资融券利息收入	40.02	37.80	50.61
股票质押回购业务余额	373.37	277.97	227.23
股票质押回购业务利息收入	23.35	21.89	16.33

注：上表融资融券业务余额和股票质押回购业务余额均为净值口径
资料来源：公司定期报告，联合资信整理

(3) 投资银行业务

公司**债权承销业务取得了较快发展，股权承销业务受市场行情的影响而波动，近年来投资银行业务收入有所波动；公司投资银行业务项目储备情况良好，整体行业竞争力较强；但另一方面，投资银行业务易受证券市场波动以及监管环境影响，未来收入增长存在不确定性。**

投资银行业务主要开展股权承销、债权承销、资产支持证券承销、兼并收购、私募交易、结构性融资以及其他各类财务顾问业务等业务。2018—2020年，公司投资银行业务收入呈先降后增、总体增长趋势，年均复合增长27.84%。2020年，公司大投行改革效应逐步显现，前期积累的投行项目逐步进入业绩释放期，投资银行业务实现收入7.97亿元，同比增长88.57%。2018—2019年，公司投资银行业务收入行业排名分别为第23位和第30位。

从股权承销来看，2018年由于证券市场低迷、IPO审核趋严，公司股权承销数量较少，完成了2单IPO、4单再融资项目，主承销金额合计

64.70亿元。2019年以来，随着科创板注册制的平稳运行以及政策改革等红利的释放，资本市场股权融资规模回升，公司股票承销数量和规模均有所提升。2019年公司完成1单IPO项目和7单再融资项目，股票主承销金额合计90.37亿元。2020年，公司紧抓多层次资本市场改革机遇，大力支持疫情防控，完成5单IPO、12单再融资项目（含可转债、可交债），股票主承销金额合计418.23亿元，同比增长362.80%，行业排名第8位⁴。

从债券承销来看，公司承销的债券产品以企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具为主，还包括商业银行次级债券、债权投资计划和资产证券化产品等。2018—2020年，公司债券承销业务实现快速发展，债券承销项目数量及规模快速增加。2020年，公司承销债券合计735只，公司债券总承销金额为1206.72亿元，同比增长85.05%。

对于新三板业务，公司高度重视新三板改革的战略机遇，积极布局精选层项目，加强全面

⁴ 该排名数据来自公司2020年度报告

业务协同,实施综合金融服务,同时加大对优质企业覆盖力度,对于存在IPO及并购项目机会的企业进行重点培育。2020年,公司完成了1单新三板挂牌公司转板IPO项目,1单精选层公开发行项目,5单新三板股票定向发行项目,累计募集资金人民币10.85亿元。

并购重组业务方面,公司加强内外部业务协同,推进并购重组业务拓展。2020年,公司作

为财务顾问完成了天瑞仪器、湘财股份、北新路桥等3家上市公司发行股份购买资产项目,项目实施金额合计人民币115.94亿元。

从投行项目储备来看,截至2020年末,公司在审项目58个,其中包括IPO4个、再融资3个、债券44个;已拿批文未实施项目115个,其中IPO1个、再融资4个、债券105个,整体项目储备情况较好。

表7 公司股权及债券承销业务情况表(单位:个、亿元)

项目	2018年		2019年		2020年	
	发行数量	主承销金额	发行数量	主承销金额	发行数量	主承销金额
首次公开发行	2	18.58	1	5.49	5	72.69
再融资	4	46.12	7	84.88	12	345.54
债券发行	338	914.96	570	719.10	735	1206.72

注:再融资范围包括增发、配股、优先股、可转债、可交债等
资料来源:公司年报、Wind,联合资信整理

(4) 自营投资业务

近年来,公司自营业务持仓规模快速增加,结构以债券投资为主,股票及其他投资规模整体有所增长。受市场行情波动影响,公司自营投资业务收入波动较大。

公司自营业务由权益类投资、固定收益类投资以及衍生品投资组成。2018—2020年,公司证券自营业务收入有所波动,分别为0.63亿元、40.96亿元和27.60亿元;2020年同比下滑32.62%,一方面主要系2020年公司证金公司专户投资未进行分红,使得当年公司战略性投资收益大幅减少,另一方面系由于2020年自营业务融资规模扩大,核算自营业务收入时扣除的融资成本增加所致。2018—2019年,公司证券投资收入行业排名分别为第28位和第7位。

公司自营业务投资主要为债券、基金,以及少部分股票、银行理财、信托计划、券商资管计划等。从投资策略上来看,公司根据不断变化的市场行情,积极把握市场机会,稳步提高权益投资规模,固定收益类投资业务持续优化大类资产配置,调整债券投资规模和结构,债券投资规模不断增加,投资资产规模整体上升较快。2018—2020年末,公司自营投资规模逐年增长,年均

复合增长41.50%;2020年末,自营投资规模合计1853.04亿元,较上年末增长52.19%。

从投资结构来看,公司自营业务以债券类投资为主,近年来占比均在65%以上。2020年末,公司债券投资余额为1337.96亿元,占投资资产总额的72.20%,其中永续债、国债、AAA信用债、AA+或AA信用债分别占比13.86%、25.09%、20.24%和6.12%。近三年末,公司股票投资规模逐年增加,2020年股票市场行情较好,2020年末股票投资规模快速增长至147.34亿元,占比增至7.95%。2018—2020年末,公司公募基金投资规模波动增长,年均复合增长9.50%;2020年末较上年末增长43.08%,占总投资规模的8.26%。公司其他投资主要包括证金专户投资、银行理财产品、持有的子公司银河金汇发行及管理的券商集合资产管理计划、信托计划等。2018—2020年末,公司其他投资规模逐年增加,年均复合增长28.47%;2020年末其他投资规模为214.66亿元,其中证金专户投资81.81亿元。

从监管指标来看,近三年末,公司自营权益类证券及衍生品/净资产和自营非权益类证券及衍生品/净资产均符合监管标准,2020年末分别为28.00%和204.67%。截至2020年末,公司持

有的债券资产存在3笔违约，违约金额共计3.43 亿元，已计提减值1.72亿元，计提比例为49.85%。

表 8 公司主要证券投资结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	610.15	65.92	880.99	72.42	1337.96	72.20
股票	57.66	6.23	58.03	4.77	147.34	7.95
基金	127.67	13.79	107.00	8.80	153.09	8.26
其他	130.06	14.05	170.44	14.01	214.66	11.58
合计	925.53	100.00	1216.46	100.00	1853.04	100.00

注：上表债券中包含永续债

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

（5）资产管理业务

监管趋严环境下，公司持续推进主动管理转型，随着通道业务收缩，资产管理业务规模和资产管理业务收入均呈下降趋势，但业务结构目前仍以定向资产管理业务为主。

公司资产管理业务主要通过子公司银河金汇开展，主要业务包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。2018—2020年，公司资产管理业务收入持续下降，分别为7.90亿元、6.87亿元和6.04亿元，年均复合下降12.51%。2018—2019年，公司客户资产管理业务收入行业排名分别为9名和14名。

近年来在资管新规及配套细则逐步落地的背景下，证券公司不断推进业务转型、回归资产管理业务本源。公司资产管理业务与行业整体

变动保持一致，通道业务规模继续收缩，主动管理规模持续上升，但由于多数存量业务在未完成规范改造前不得新增客户和规模，公司受托资产管理业务规模逐年下降，2018—2020年年均复合下降22.71%。2020年末，公司资产管理业务规模1526.39亿元，较上年末下降28.45%。公司资产管理产品结构以定向资产管理计划为主，但定向资产管理计划占比逐年下降，2018—2020年末，定向资产管理计划占比分别为78.31%、71.85%和64.73%。集合资产管理规模占比逐年提升，2020年末占比33.19%，较上年末上升7.32个百分点。公司专项资产管理业务规模较小，且呈逐年下降趋势，2020年末为31.75亿元，占比2.08%。

表 9 资产管理业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
集合资产管理业务	479.80	18.78	551.83	25.87	506.62	33.19
定向资产管理业务	2001.07	78.31	1532.78	71.85	988.02	64.73
专项资产管理业务	74.60	2.92	48.64	2.28	31.75	2.08
合计	2555.47	100.00	2133.25	100.00	1526.39	100.00

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

（6）子公司业务

子公司经营情况良好，对公司收入形成较好补充。

公司通过设立于香港的银河国际控股作为海外业务平台，为全球机构客户、企业客户和零售客户提供经纪和销售、投资银行、研究和资产

管理等服务。银河国际控股于2011年2月成立，是公司全资子公司，注册资本32.61亿港元；主要业务范围为通过多家全资子公司和合资公司在香港、新加坡、印度尼西亚、泰国、马来西亚、印度、韩国、英国和美国等地区和国家提供证券及期货经纪、研究分析、投资银行、融资融

券、资产管理、财富管理以及衍生产品等服务。截至2020年末，银河国际资产总额为311.03亿元，所有者权益为40.47亿元；2020年，实现营业收入16.18亿元，净利润1.98亿元，同比分别增长50.24%和426.29%。

银河期货由银河期货经纪有限公司于2010年8月更名而来，银河期货经纪有限公司成立于1995年，经营范围为商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售。2018年11月，苏皇金融期货亚洲有限公司拟将银河期货16.68%的股权转让给公司，截至2020年5月26日，公司已完成对银河期货股权的收购，公司已持有银河期货100%的股权。截至2020年末，银河期货注册资本和实收资本均为12.00亿元（2021年1月6日，注册资本增加至人民币23.00亿元）。2020年，银河期货日均客户权益人民币256.66亿元，同比增长50.31%；累计交易量1.50亿手（单边），累计交易额人民币11.12万亿元（单边），同比分别增长65.13%和59.85%。截至2020年末，银河期货资产总额401.70亿元，所有者权益为35.66亿元；2020年，实现营业收入72.29亿元，净利润3.61亿元。

银河创新资本于2009年10月成立，是公司的全资子公司，经营范围为发起设立私募投资基金、私募投资基金管理等。截至2020年末，银河创新资本注册资本和实收资本均为10.00亿元。2019年公司董事会已审议通过向银河创新资本增资的议案，拟向银河创新资本增资5.00亿元，截至2020年末，增资工作仍在进行中。截至2020年末，银河创新资本资产总额13.19亿元，所有者权益10.96亿元；2020年，实现营业收入0.95亿元，净利润0.34亿元。

银河金汇于2014年4月成立，为公司的全资子公司，主要经营范围为证券资产管理业务。为支持资产管理子公司银河金汇业务发展和有效缓解其面临的净资本监管指标压力，2017年4月公司向银河金汇增资5.00亿元，增资后注册资本和实收资本均为10.00亿元。截至2020年末，银河金汇资产总额19.69亿元，所有者权益13.26亿元；2020年，实现营业收入6.04亿元，净利润0.98

亿元。

银河源汇于2015年12月成立，为公司的全资子公司，2019年2月公司董事会审议通过向银河源汇增资15.00亿元的议案，并于2019年3月完成增资，银河源汇注册资本由15.00亿元增至30.00亿元。公司经营范围为使用自有资金对企业进行股权投资或债权投资，或投资于与股权投资、债权投资相关的其他投资基金。截至2020年12月31日，银河源汇资产总额34.31亿元，所有者权益32.89亿元；2020年，实现营业收入3.17亿元，净利润2.11亿元。

3. 未来发展

公司战略目标符合自身情况和国家发展战略，具有较好发展前景。

2021年，公司将继续强化财富管理和投融资业务体系，巩固转型期成果，逐步实现创收模式的转型；同时，公司将进一步完善国际业务体系，为搭建国际投行基本架构打下坚实基础。具体而言，财富管理业务方面，继续优化财富管理业务体系建设，完善分级投顾的标准化服务建设、总部与分支机构专业人才队伍的培训建设、配套的激励制度建设等。投融资业务方面，继续贯彻服务国家重大战略、服务实体经济、服务公司转型发展的部署，根据市场变化、客户需求，不断提高专业水平，提高盈利能力。国际业务方面，遵循“稳中求进”原则，在做好“通道+配额”架构的国际业务基础上，探索发展以证券公司为主导、“账户体系”为基础架构的国际业务体系，提升证券公司国际业务的主动性和协同性，同时将境外业务纳入统一的合规风控体系。公司将围绕“一带一路”、粤港澳大湾区和自贸区建设，建立以银河国际控股、银河-联昌证券、海南分公司、广东分公司为基础平台、以东南亚为核心、覆盖亚洲的国际业务体系架构，择机进入非洲市场和东欧市场，关注美欧等发达市场等。

八、风险管理分析

公司建立了较为完善的风险管理制度体系，

能够较好地支持和保障各项业务的发展。

公司在日常经营活动中面临的风险主要包括市场风险、流动性风险、信用风险和操作风险等。

公司建立了由董事会及其下设的合规与风险管理委员会、首席风险官、风险管理部及相关业务部门四个层面组成的风险管理架构体系。公司董事会负责制定风险管理的战略与决策，限定公司总体的风险容忍度和风险限额，并对重大风险事项进行评估。风险管理部会对公司各项业务风险进行评估，对公司量化指标实施监控及管理。各业务部门针对各自的业务特点及风险因素起草相应的风险控制细则，执行风险控制的具体措施和流程。

公司建立了净资本动态补足机制和长期补足规划。公司通过发行收益凭证、两融收益权转让等方式筹措短期资金提高流动性覆盖率，并通过发行长期公司债等方式补充长期可用稳定资金，提升净稳定资金率。公司制定了压力测试管理办法，通过测算压力情境下净资本等各项风险控制指标和财务指标的变化情况，评估公司风险承受能力，并采取相应的应对措施。

市场风险管理

为防范市场风险，公司投资业务执行严格的授权管理，公司高级管理层根据董事会授权制定股票及债券自营业务的规模限额和风险限额，风险管理部对相应指标进行监控和风险预警。在流程控制方面，公司通过风险监控系統实现自营业务相关指标监控，通过检查备案业务单据和合同对债券自营业务限额、债券等级、集中度等指标进行前端控制，并根据市场变化及时对业务风险进行评估和报告。在投资业务管理层面，公司主要通过控制持仓水平、债券投资的久期与凸性管理、建立止损止盈机制和组合投资的方式降低因市场价格波动产生的风险。在风险评估方面，公司通过风险量化模型和工具对市场风险进行评估。

公司还建立了压力测试机制，分析持仓头寸在极端情景冲击下的可能损失状况。通过压力测试，可以更为突出地显示公司的可能损失，进行风险收益分析，衡量公司整体的市场风险

状态是否在预期范围之内。

信用风险管理

公司信用风险的管理部门主要是固定收益部、证券经纪事业部下设的信用交易部、资产管理事业部法律合规部和风险管理部。在固定收益类投资业务方面，公司通过业务授权限定投资品种和交易对手的最低等级要求，并通过分散化策略降低投资品种和交易对手违约带来的损失程度。公司持有的债券绝大部分是国债等利率债产品和AAA信用债，也持有较小部分AA评级以上信用债。

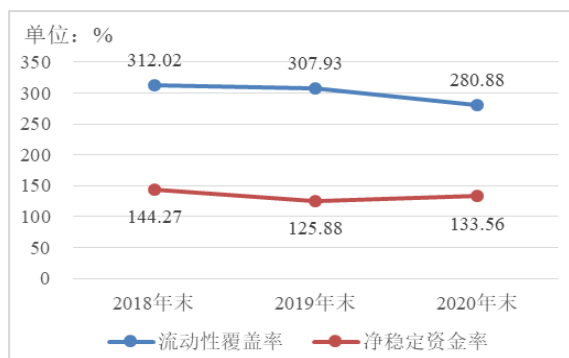
公司制定了《融资融券业务风险管理办法》，通过风险监控系統对融资融券业务进行实时监控及事后分析。公司信用交易部设交易监控岗，通过逐日盯市程序对融资融券业务风控指标进行实时监控。风险管理部设融资融券业务风险监控岗，对维持担保比例、总量指标、风险集中度情况、信用账户、担保物情况、标的证券、强制平仓和异常交易行为等进行实时监控，并根据监控结果每日汇总监控信息，编制风险监控日报。

公司制定了《约定购回式证券交易业务风险管理办法》，对约定购回式证券交易业务风险控制目标、监控内容、相应监控部门职责及事后分析等方面做了明确的规定。风险管理部设融资融券业务风险监控岗，履行约定购回式证券交易业务风险监控职责。

流动性风险管理

流动性风险指不能有效筹资或所持资产在不受价值损失的情况下无法迅速变现的风险。在流动性管理方面，公司逐步完善自有资金管理制度，坚持资金营运安全性、流动性和效益性相统一的原则，强化资金的集中统一管理。公司建立了以净资本为核心的风险控制指标监控管理体系，通过指标预警机制、敏感性分析和压力测试、保持净资本充足等管理机制，评估业务发展对净资本及流动性的影响，实现对流动性风险的监控和管理。2018—2020年末，公司净稳定资金率有所波动，流动性覆盖率逐年下降，其中净稳定资金率接近预警标准，但仍均符合监管要求。

图 4 公司流动性指标情况



资料来源：公司风险控制指标报表，联合资信整理

操作风险管理

操作风险是指由于内部程序、人员或系统的不足或过时以及外部事件等带来亏损的风险，包括未能遵守现行法律、法规和公司内部制度所造成的损失。

公司建立了较为完善的操作风险控制体系，针对各主要业务条线均制定了较为详尽的风险管理办法及合规管理规则。近年来，公司不断加强内部控制体系建设，完善相应的授权体系，推进流程标准化，深化前中后台岗位职责分离、相互监督的机制；结合业务进展情况整合业务及管理资源，采取实时监控的方式对操作风险进行控制，不断推行营业部分级管理和网点优化措施；制定对系统故障、通讯中断等突发性事件的应急预案，并开展方案演练工作；规范技术操作流程，严格执行系统权限管理规定。风险管理部通过风险监控系統对经纪业务、自营业务和资产管理业务的交易行为进行实时监控，并及时处理预警信息。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2018年财务报表由德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019-2020年财务报表均由安永华明会计师事务所（特殊普通合

伙）审计，以上会计师事务所均出具了无保留意见的审计报告。2019-2020年，公司会计政策不存在重大变动。合并范围方面，2019年，银河国际增持银河-联昌证券国际私人有限公司（以下简称“银河-联昌证券”）股权，将银河-联昌证券纳入合并范围。2020年，纳入合并范围子公司未发生变化。总体来看，合并范围变动涉及公司规模较小，公司财务数据可比性强。

截至2020年末，公司合并口径资产总额4457.30亿元，其中客户资金存款768.52亿元、客户备付金123.17亿元；负债合计3637.22亿元，其中代理买卖证券款976.71亿元；所有者权益820.08亿元，其中归属于母公司所有者权益812.55亿元；母公司口径净资产705.22亿元。2020年，公司营业收入为237.49亿元，利润总额91.57亿元，净利润为73.12亿元，其中归属于母公司所有者净利润72.44亿元；经营活动产生的现金流量净额为377.04亿元，现金及现金等价物净增加额232.10亿元。

2. 资金来源与流动性

公司自有负债规模逐年增长，杠杆水平持续提升，其中2020年杠杆率增幅较大，处于行业较高水平；公司短期债务占比偏高，存在一定短期偿付压力。

公司主要通过拆入资金、卖出回购金融资产、发行短期融资券、次级债及公司债券的方式来满足业务发展对资金的需求，融资方式较为多元化。2018-2020年末，公司负债规模呈逐年快速增长趋势，公司负债总额和自有负债三年复合增长率分别为40.21%和45.14%。截至2020年末，公司负债总额为3637.22亿元，较上年末增长49.22%，其中自有负债和非自有负债均有所增长；公司自有负债为2652.88亿元，较上年末增长63.18%。

表 10 公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
负债总额	1850.25	2437.44	3637.22
自有负债	1259.36	1625.70	2652.88

其中：卖出回购金融资产款	280.60	548.56	881.13
应付债券	795.01	640.23	656.69
应付短期融资款	67.60	176.60	482.86
其他负债	34.84	24.74	113.40
非自有负债	590.89	811.74	984.34
其中：代理买卖证券款	566.95	805.09	976.71
全部债务	1193.34	1522.09	2357.11
其中：短期债务	398.33	881.86	1700.41
长期债务	795.01	640.23	656.69
自有资产负债率	65.50	69.33	76.39
净资产/负债（母公司口径）	52.22	45.69	29.97
净资产/负债（母公司口径）	54.34	45.56	33.42

注：此处净资产/负债、净资产/负债指标采用母公司口径监管报表；应付债券按长期债务简单计算，未根据到期期限拆分到长短期债务
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，卖出回购金融资产款逐年快速增长，年均增长 77.21%；截至 2020 年末，公司卖出回购金融资产款为 881.13 亿元，规模快速上升，主要是债券质押式卖出回购规模快速增长所致。

2018—2020 年末，应付债券有所波动，其中 2019 年末下降 19.47%，2020 年末小幅增长 2.57% 至 656.69 亿元。

2018—2020 年末，应付短期融资款规模快速增长，年均复合增长 167.25%，主要系公司发行短期融资券及短期收益凭证规模增加所致。2020 年末，公司应付短期融资款为 482.86 亿元，较上年末增长 173.43%。

2018—2020 年末，公司其他负债有所波动，其中 2020 年大幅增长 3.58 倍至 113.40 亿元，主要系客户交易履约保证金和应付客户业务资金大幅增加所致

随着市场行情回暖及交投活跃度上升，2018—2020 年末，公司代理买卖证券款逐年增长，年均复合增长 31.25%；2020 年末增至 976.71 亿元。

从杠杆水平来看，2018—2020 年末，公司自有资产负债率逐年上升，2020 年为 76.39%，在行业内属较高水平。2018—2020 年末，母公司口径净资产/负债和净资产/负债均逐年下滑，2020 年末分别为 29.97% 和 33.42%。

从有息债务来看，2018—2020 年末，公司

全部债务规模逐年增长，年均增长 40.54%，其中短期债务占比逐年上升。截至 2020 年末，全部债务 2357.11 亿元，较上年末增长 54.86%，其中短期债务规模上升 92.82%，占比升至 72.14%，短期内偿付压力有所加大。

从债务偿还期限结构来看，截至 2020 年末，公司债务主要集中于 2021 年到期，到期规模合计 1955.51 亿元，占比 82.96%，存在一定流动性管理压力。

表 11 截至 2020 年末公司有息债务期限结构情况
(单位：亿元、%)

到期日	金额	占比
2021 年	1955.51	82.96
2022 年	269.20	11.42
2023 年	130.58	5.54
2024 年及之后	1.83	0.08
合计	2357.11	100.00

数据来源：公司提供

近年来，公司自有资产规模不断增长，资产构成主要为信用业务和投资业务资产；公司资产中优质流动性资产占比有所下滑，但仍处于较好水平，整体资产质量较好。

2018—2020 年末，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 33.16%。公司资产结构变化不大，其中自有资产占比在 75% 左右。截至 2020 年末，公司资产总额为 4457.30 亿元，较上年末增长 41.20%，其中自有资产合计 3472.96 亿元，较上年末增长 48.11%。公司资产主要由货币资金、

融出资金、买入返售金融资产、交易性金融资产、其他债权投资、其他权益工具投资构成，2020 年分别占比 20.80%、18.40%、7.15%、20.79%、11.70%、7.60%。

2018—2020 年末，公司货币资金逐年增加，年均复合增长 34.30%，其中自有资金及客户资金均有所增长，2020 年末自有资金为 158.76 亿元，较上年末增长 58.01%，主要为银行存款。

2018—2020 年末，公司融出资金规模逐年增加，年均复合增长 35.56%。2020 年末，融出资金为 820.18 亿元，较上年末增长 39.67%；融出资金到期期限主要在 6 个月以内，流动性较好；公司对融出资金按账龄计提减值准备，整体计提比例为 0.24%。

2018—2020 年末，公司买入返售金融资产有所波动，年均复合下降 10.71%。2020 年末，买入返售金融资产较上年末小幅增长至 318.63 亿元，主要系国债质押式回购规模扩大所致，股票质押业务规模进一步有所压缩；其中股票质押式回购为 233.07 亿元，期限主要分布在 1 年以内和 1~2 年，分别占比 48.30%、39.14%；公司买入返售金融资产共计提减值准备 5.84 亿元，计提比例为 1.80%。

2018—2020 年末，公司交易性金融资产逐

年增长，年均复合增长 23.91%。2020 年末，交易性金融资产账面价值合计 926.47 亿元，较上年末增长 25.13%，其中主要以债券、股票和公募基金为主，分别占比 54.35%、15.90% 和 16.52%。

2018—2020 年末，公司其他债权投资规模逐年增加，年均复合增长 73.59%。2020 年末为 521.30 亿元，较上年末增长 126.48%，主要系债券投资规模增加所致。公司其他债权投资包括国债、地方债、金融债和企业债，分别占比 19.09%、15.63%、11.93% 和 53.35%。

2018—2020 年末，公司其他权益投资亦逐年快速增加，年均复合增长 86.12%。2020 年末为 338.68 亿元，较上年末增长 75.04%，主要系永续债投资规模大幅增长所致，其中永续债为 256.87 亿元、证金公司产品 81.81 亿元。

2018—2020 年末，公司优质流动性资产规模逐年增长，年均增长 15.70%，主要系公司持有国债等利率债和高等级信用债规模增长所致，优质流动性资产/总资产指标有所降低，2020 年为 17.49%，仍处于较好水平。

截至 2020 年末，公司所有权受到限制的资产合计 898.00 亿元，占资产总额的 20.15%，主要系开展质押式回购业务质押的各类债券。

表 12 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额	2513.63	3156.66	4457.30
其中：自有货币资金	88.85	100.47	158.76
融出资金	446.32	587.21	820.18
买入返售金融资产	399.67	304.38	318.63
交易性金融资产	603.38	740.39	926.47
其他债权投资	172.99	230.17	521.30
其他权益工具投资	97.77	193.49	338.68
自有资产	1922.74	2344.92	3472.96
自有资产/资产总额	76.49	74.28	77.92
优质流动性资产	410.02	443.27	548.87
优质流动资产/总资产	22.40	20.16	17.49

资料来源：公司，联合资信整理

3. 资本充足性

近年来，公司所有者权益稳定性较好，随

着公司次级债发行，净资本水平有所提升；主要风险控制指标均持续优于监管指标，整体资

本充足性很好。

2018—2020 年末，公司所有者权益规模逐年增长，年均增长 11.19%，主要为留存收益以及一般风险准备增加，同时盈余公积有所增长。截至 2020 年末，公司所有者权益 820.08 亿元，较上年末增长 14.02%；其中，归属于母公司所有者权益 812.55 亿元，少数股东权益 7.54 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占比 12.48%、资本公积占比 31.05%、盈余公积占比 8.30%、一般风险准备占比 14.17%、未分配利润占比 27.45%，股东权益的稳定性较好。

从分红情况来看，针对 2018—2019 年度利润，公司分别派发现金股利金额 9.12 亿元和 16.22 亿元，分别占当年归属于母公司净利润 31.60%和 31.02%，2020 年度利润拟进行现金分

红 22.30 亿元，占 2020 年归属于母公司净利润的 30.79%，利润留存对所有者权益补充效果较好。

2018—2020 年末，公司净资本呈增长趋势，年均增长 6.72%；其中 2019 年净资本增长 11.46%，主要为 2019 年新发行次级债规模较大，同时净资产规模有所增长所致。2020 年末，公司净资本较上年末变化不大，为 705.22 亿元，其中附属净资本为 137.00 亿元。从主要风控指标来看，2018—2020 年末，风险覆盖率呈先升后降趋势，资本杠杆率逐年下滑，各项指标均持续优于各项监管预警标准，整体资本充足性很好。本期债券为永续次级债券，发行后公司资本实力将进一步增强。

表 13 母公司口径风险控制指标监管报表（单位：亿元、%）

项目	监管标准	预警指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末
核心净资本	--	--	519.79	550.07	547.07
附属净资本	--	--	99.40	140.10	137.00
净资本	--	--	619.19	690.17	705.22
净资产	--	--	644.35	688.13	786.19
各项风险资本准备之和	--	--	193.26	188.06	280.86
风险覆盖率	≥100	≥120	320.39	367.00	251.09
资本杠杆率	≥8	≥9.6	29.31	25.42	18.12
净资本/净资产	≥20	≥24	96.10	100.30	89.70

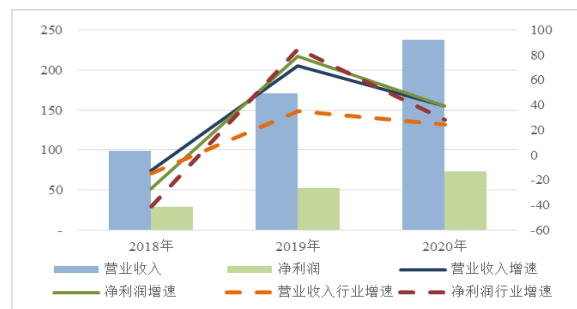
数据来源：公司风险控制指标监管报表

4. 盈利能力

近年来，公司收入及利润规模逐年快速增长，并保持了较强的成本控制能力，盈利能力有所提升，处于行业上游水平，但未来仍需提升盈利稳定性。

2018—2020 年，公司营业收入逐年增长，年均增长 54.69%，其中 2020 年实现营业收入 237.49 亿元，同比增长 39.37%，具体收入结构变动请见上文经营概况。在营业收入带动下，公司净利润亦实现快速增长，年均复合增长 57.93%，2020 年达 73.12 亿元，同比增长 39.27%。公司收入及利润增速均高于行业平均。

图 5 公司盈利规模情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从营业支出来看，2018—2020 年，公司营业支出逐年增长，但增速略低于营业收入，年均复合增长 52.65%，一方面主要系职工薪酬增加，另一方面主要系期货仓单业务规模扩大导致其

他业务成本增加所致。2020年，公司营业支出合计145.71亿元，其中业务及管理费占比53.65%、其他业务成本占比41.95%，其他占比较小。2020年，公司发生信用减值损失4.97亿元，主要是对股票质押业务、债券投资等业务计提的信用减值损失。2020年，公司营业费用率和薪酬收入比分别为32.92%和22.94%，处于行业较低水平，公司成本控制能力较强。

从盈利指标来看，2018—2020年，随着利润规模增长，公司自有资产收益率及净资产收益率均逐年上升，盈利能力有所增强。2020年，公司营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率分别为38.65%、2.51%和9.50%。公司盈利能力属于行业上游水平，据证券业协会披露的2019年证券公司经营业绩排名情况，2019年公司净资产收益率排名行业第17位。

表14 公司主要盈利能力指标（单位：%、名）

项目	2018年	2019年	2020年
营业费用率	50.84	40.81	32.92
薪酬收入比	35.11	28.84	22.94
营业利润率	37.00	40.19	38.65
自有资产收益率	1.31	2.46	2.51
净资产收益率	4.47	7.59	9.50
净资产收益率行业排名	20	17	/

注：2020年行业排名暂未披露

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从同行业对标企业来看（如下表），公司盈利能力指标和杠杆水平与对标企业基本持平，

盈利波动性略高于对标企业。

表15 2020年证券公司行业财务指标比较（单位：%）

项目	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
申万宏源	9.01	2.23	30.47	23.85	77.11
平安证券	9.48	2.58	35.39	25.78	75.82
国信证券	9.65	3.14	39.23	26.18	66.70
上述样本企业平均值	9.38	2.65	35.03	25.27	73.21
银河证券	9.50	2.51	32.92	34.22	76.39

资料来源：公司审计报告、财务报表、公开资料，联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险较低。

截至2020年末，公司无对外担保事项。

截至公司2020年年报披露日，公司涉及重大未决诉讼共8件，其中作为被告案件共2起，主要是资产管理业务下债券质押式协议回购交易纠纷，涉及或有赔偿金额共计1.88亿元。除此之外，公司不存在其他重大未决诉讼事项。

十、本期债券偿还能力分析

公司是全国性综合类证券公司，股东背景和自身经营实力均很强，财务表现较稳健，资

本较为充足。公司主要财务指标对本期债券的覆盖程度均较好。整体看，公司对本期债券的偿还能力极强。

1. 本期债券发行对现有债务的影响

本期债券为永续次级债券，公司根据相关规定将本期债券计入权益，但考虑到本评级报告中需对本期债券偿债能力进行分析，以下指标测算将视其为公司普通有息债务。

截至2020年底，公司全部债务规模2357.11亿元，本期拟发行次级债规模为不超过50.00亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券对公司债务负担影响有限。

以2020年底财务数据为基础进行计算，假设本期债券募集资金净额为50.00亿元，且将本期永续债按照普通债务进行计算，本期债券发行后，公司自有负债将增至2652.88亿元，自有资产负债率将较发行前上升0.34个百分点至76.72%。

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照本期债券本金为50.00亿元估算相关指标对本期债券本金的保障倍数（见下表）。公司净资产（母公司口径）、净利润、EBITDA和现金流指标可对本期债券本金形成良好覆盖。

表 16 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2018年	2019年	2020年
净资产（母公司口径）/本期债券本金	12.89	13.76	15.72
EBITDA/本期债券本金	1.99	2.72	3.32
净利润/本期债券本金	0.59	1.05	1.46
经营活动现金流量净额/本期债券本金	0.49	8.27	7.54

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十一、结论

公司作为全国性综合类上市证券公司，股东背景强大，各项业务牌照齐全，拥有综合化经营的发展模式，具备很强的行业竞争力。近年来，公司各项业务稳步发展，其中经纪业务竞争优势明显，保持分类评级为 A 类，内控管理机制良好。公司资产规模大且流动性较好，资本实力很强，资本充足性很好。

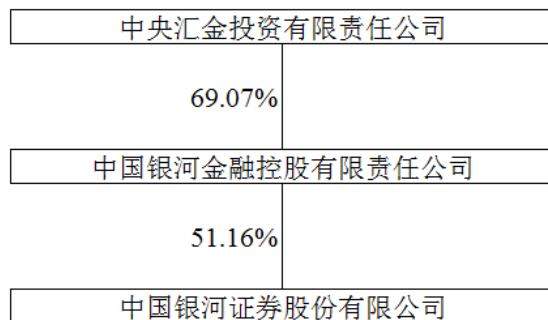
同时，联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化以及近年来公司杠杆水平上升较快、债务结构偏短期等因素可能对公司经营带来的不利影响。

本期债券为永续次级债券，本期债券发行后，将对公司净资产形成较好补充，主要财务指标对本期债券本金的保障效果良好。

未来随着资本市场的持续发展和各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

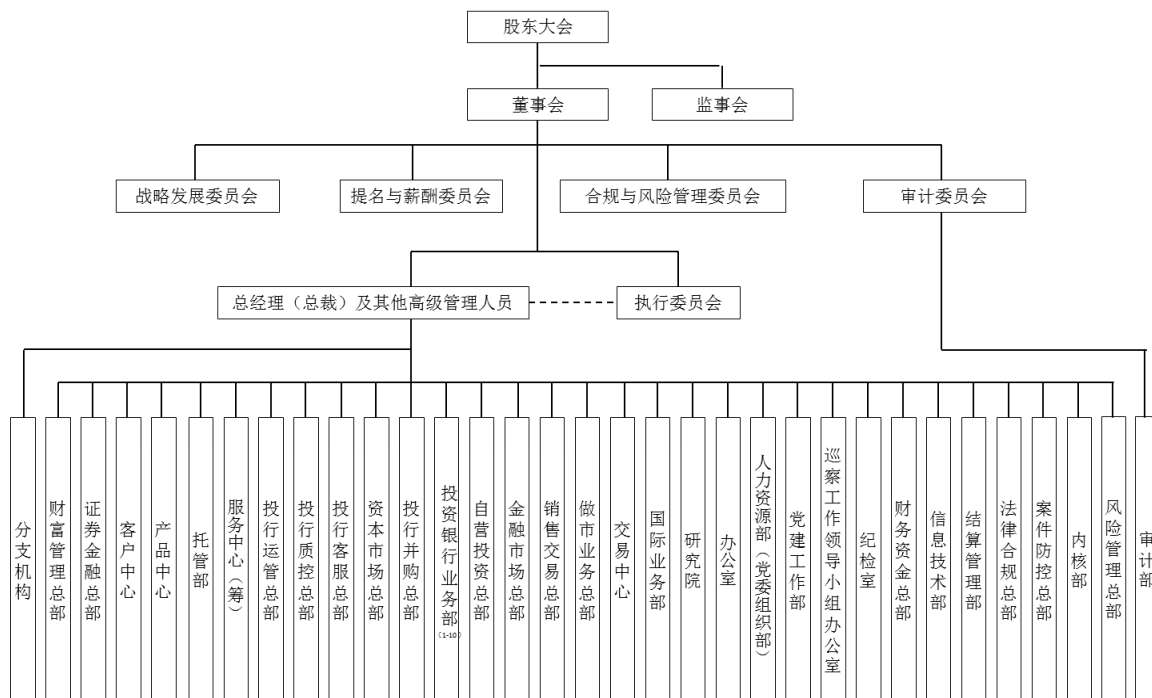
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体违约风险极低，本期债券还本付息能力极强。

附件 1-1 截至 2020 年底中国银河证券股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底中国银河证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
自有资产（亿元）	1922.74	2344.92	3472.96
自有负债（亿元）	1259.36	1625.70	2652.88
所有者权益（亿元）	663.38	719.22	820.08
自有资产负债率（%）	65.50	69.33	76.39
优质流动资产/总资产（%）	22.40	20.16	17.49
营业收入（亿元）	99.25	170.41	237.49
利润总额（亿元）	36.82	68.30	91.57
营业利润率（%）	37.00	40.19	38.65
营业费用率（%）	50.84	40.81	32.92
薪酬收入比（%）	35.11	28.84	22.94
自有资产收益率（%）	1.31	2.46	2.51
净资产收益率（%）	4.47	7.59	9.50
盈利稳定性（%）	23.72	25.50	34.22
净资本（亿元）	619.19	690.07	705.22
风险覆盖率（%）	320.39	367.00	251.09
资本杠杆率（%）	29.31	25.42	18.12
流动性覆盖率（%）	312.02	307.93	280.88
净稳定资金率（%）	144.27	125.88	133.56
信用业务杠杆率（%）	121.22	118.61	126.89
短期债务（亿元）	398.33	881.86	1700.41
长期债务（亿元）	795.01	640.23	656.69
全部债务（亿元）	1193.34	1522.09	2357.11
EBITDA/本期债券发行规模（倍）	1.99	2.72	3.32

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；2. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径；3. 本期债券本金按 50.00 亿元计算
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
年均增长率或变动率	(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%
自有资产	总资产-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-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-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-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) / 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%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动资产/总资产	优质流动资产/总资产×100%; 优质流动资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

注: 短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+融入资金+交易性金融负债+卖出回购金融资产+其他负债科目中的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 中国银河证券股份有限公司公开发行 2021 年 永续次级债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年中国银河证券股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国银河证券股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国银河证券股份有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对中国银河证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大的事项，中国银河证券股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国银河证券股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债项相关信息，如发现中国银河证券股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国银河证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国银河证券股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国银河证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国银河证券股份有限公司、监管部门等。

联合资信评估股份有限公司

关于联合资信评估股份有限公司业务资质的说明

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”或“公司”）前身为成立于2000年的联合资信评估有限公司，经北京市朝阳区市场监督管理局核准，2020年9月17日变更为现名。营业执照见附件。

联合资信评级业务资质齐全，已经完成向中国人民银行信用评级机构备案和中国证券监督管理委员会从事证券评级服务的业务备案，取得了国家发展和改革委员会和中国银行保险监督管理委员会认可，是中国银行间市场交易商协会理事单位，具备在银行间市场和交易所市场同时开展评级业务的完备资质。

公司业务资质证明文件详见附件。

联合资信评估股份有限公司





统一社会信用代码

91110000722610855P

营业执照

(副本) (2-1)



扫描二维码登录
“国家企业信用
信息公示系统”
了解更多登记、
备案、许可、监
管信息

名称 联合资信评估股份有限公司
类型 股份有限公司(外商投资、未上市)
法定代表人 王少波
经营范围 信用评级和评估、信用数据征集、信用评估咨询、信息咨询；提供上述方面的人员培训。(市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；该企业2007年8月20日前为内资企业，于2007年8月20日变更为外商投资企业；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。)



注册资本 人民币元42600万元
成立日期 2000年07月17日
营业期限 2000年07月17日至长期
住所 北京市朝阳区建国门外大街2号院2号楼17层

此复印件与原件一致(再次复印无效)
 仅供信用评级使用
 联合资信评估股份有限公司

登记机关



2020年09月17日



中国人民银行
THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

营业管理部(北京)
Operations Office (Bei Jing)

[首页](#) [机构简介](#) [公告信息](#) [工作动态](#) [金融数据](#) [区域金融](#) [政务公开](#) [金融知识](#) [办事指南](#) [热点专题](#)

请输入搜索关键字

搜索

高级搜索

2020年9月21日 星期一 | 我的位置: 营业管理部 (北京) > 工作动态


联合资信评估有限公司完成信用评级机构备案

字号 大 中 小

文章来源: 营业管理部

2020-06-08 17:28:36

[打印本页](#) [关闭窗口](#)



按照2019年11月26日人民银行、发展改革委、财政部、证监会联合发布的《信用评级业管理暂行办法》规定,中国人民银行营业管理部对该办法实施前已经开展信用评级业务的联合资信评估有限公司(统一社会信用代码:91110000722610855P,全球法人机构识别编码:300300UM3I74I6SJ0J19)完成备案办理。

提示:完成备案办理不视为对信用评级机构评级质量、技术方法、风险管理、内控合规等方面的认可和保证。

[打印本页](#) [关闭窗口](#)



首页
HOME

政务

信息公开 政策法规 新闻发布
信息披露 统计数据 人事招聘

服务

办事指南 在线申报 监管对象
业务资格 人员资格 投资者保护

互动

公众留言 信访专栏 举报专栏
在线访谈 征求意见 廉政评议

您的位置: [首页](#) > [公司债券监管部](#) > [资信评级机构备案](#)

完成首次备案的证券评级机构名录

中国证监会 www.csrc.gov.cn 时间: 2020-10-21 来源:

完成首次备案的证券评级机构名录 (按照系统报送时间排序)

序号	资信评级机构名称	备案类型	机构注册地	备案公示时间
1	东方金诚国际信用评估有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
2	浙江大普信用评级股份有限公司	首次备案	浙江省	2020-10-21
3	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	首次备案	上海市	2020-10-21
4	标普信用评级(中国)有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
5	联合资信评估股份有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
6	中证鹏元资信评估股份有限公司	首次备案	深圳市	2020-10-21
7	大公国际资信评估有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
8	安融信用评级有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
9	中诚信国际信用评级有限责任公司	首次备案	北京市	2020-10-21

[关于我们](#) | [联系我们](#) | [法律声明](#)

版权所有: 中国证券监督管理委员会 京ICP备 05035542号 京公网安备 11040102700080号

您现在的位置：[首页](#) > [工作动态](#) > [公告通知](#) > [公告](#)

附件5

关于认可7家信用评级机构能力备案的公告

发布时间：2013-10-17

分享到：[QQ](#) [微信](#) [微博](#) [人人网](#) [豆瓣](#)

【字体：大 中 小】

保监公告〔2013〕9号

根据《中国保监会关于加强保险资金投资债券使用外部信用评级监管的通知》（保监发〔2013〕61号）的规定，中国保监会对下列7家信用评级机构能力认可的备案材料进行了评估，现予以公告。

具体名单如下（按公司名称字母顺序排列）：

大公国际资信评估有限公司

东方金诚国际信用评估有限公司

联合信用评级有限公司

联合资信评估有限公司

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

中诚信国际信用评级有限责任公司

中诚信证券评估有限公司

上述信用评级机构承诺接受中国保监会的持续监管及行业协会的自律管理，配合中国保监会对相关信用评级业务的询问和检查，依规履行报告义务。

阅读排行 周排行 | 月排行

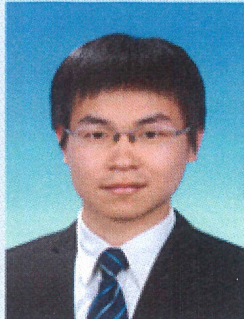
1. 《中国第二代偿付能力监管
2. 中国保监会发布第二代偿付
3. 《关于印发〈保险公司业务
4. 中国保监会通报部分保险公
5. 首届保险业“优秀服务标兵
6. 《关于规范有限合伙制股权
7. 中央国家机关纪工委到保监
8. 中国保监会工作组现场指导
9. 保险业积极开展抗震救灾和
10. 保监会迅速启动地震应急三



中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导
self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	姚雷	性别	男	
执业机构	联合资信评估股份有限公司	登记编号	R0040220010007	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-01-29			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0040220010007	2020-01-29	联合资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	




中国证券业协会

Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	张晨露	性别	女	
执业机构	联合资信评估股份有限公司	登记编号	R0040216120003	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2016-12-11			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0040216120003	2016-12-11	联合资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	