

信用评级公告

联合〔2021〕3601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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国银河证券股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“20银河S1”“20银河G2”“20银河Y1”“20银河G3”“21银河G1”“21银河G2”“21银河G3”“21银河G4”“21银河Y1”“21银河Y2”信用等级为AAA，“20银河S3”信用等级为A-1，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:

二〇二一年五月二十八日

中国银河证券股份有限公司 公开发行相关债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级	评级展望	上次评级	评级展望
中国银河证券股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 银河 S1	AAA	稳定	AAA	稳定
20 银河 G2	AAA	稳定	AAA	稳定
20 银河 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
20 银河 S3	A-1	稳定	A-1	稳定
20 银河 G3	AAA	稳定	AAA	稳定
21 银河 G1	AAA	稳定	AAA	稳定
21 银河 G2	AAA	稳定	AAA	稳定
21 银河 G3	AAA	稳定	AAA	稳定
21 银河 G4	AAA	稳定	AAA	稳定
21 银河 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
21 银河 Y2	AAA	稳定	AAA	稳定

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”）的跟踪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。2020年，公司各项业务持续稳步发展，保持了很强的行业竞争优势，分类评级仍为A类，内控管理机制良好。公司资产规模大，资本实力很强，资产质量及流动性较好，资本充足性很好。

同时，联合资信也关注到2020年公司杠杆水平上升较快且债务结构偏短期，存在一定流动性管理压力。此外，经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化以及公司杠杆水平上升较快等因素可能对公司经营带来的不利影响。

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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20 银河 S1”“20 银河 G2”“20 银河 Y1”“20 银河 G3”“21 银河 G1”“21 银河 G2”“21 银河 G3”“21 银河 G4”“21 银河 Y1”“21 银河 Y2”的债项信用等级为AAA，维持“20 银河 S3”的债项信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司各项业务资质齐全，经纪业务继续保持明显的竞争优势。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，仍是国内分支机构最多的证券公司。
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，资产流动性保持较好水平。

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 银河 S1	35.00 亿元	35.00 亿元	2021/8/31
20 银河 G2	30.00 亿元	30.00 亿元	2023/10/23
20 银河 Y1	50.00 亿元	50.00 亿元	2025/11/24
20 银河 S3	20.00 亿元	20.00 亿元	2021/11/27
20 银河 G3	40.00 亿元	40.00 亿元	2022/11/27
21 银河 G1	18.00 亿元	18.00 亿元	2023/1/21
21 银河 G2	32.00 亿元	32.00 亿元	2024/1/21
21 银河 G3	15.00 亿元	15.00 亿元	2023/2/4
21 银河 G4	25.00 亿元	25.00 亿元	2024/2/4
21 银河 Y1	50.00 亿元	50.00 亿元	2026/3/29
21 银河 Y2	50.00 亿元	50.00 亿元	2026/4/21

评级时间：2021年5月28日

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. 跟踪期内杠杆水平快速提升，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	2021 年 1-3 月
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	888.49
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	75.80
利润总额 (亿元)	36.82	68.30	91.57	24.93
营业利润率 (%)	37.00	40.19	38.65	33.38
净资产收益率 (%)	4.47	7.59	9.50	2.34
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	1717.68
全部债务 (亿元)	1193.34	1522.09	2357.11	2373.02

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. 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

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	2021/5/10	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) 证券公司行业信用评级方法 (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号；

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,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

公开发行相关债券2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国银河证券股份有限公司（以下简称“公司”或“银河证券”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2021 年 3 月末，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 2021 年 3 月末，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。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 4583.63 亿元，其中客户资金存款 792.69 亿元、

客户备付金 174.02 亿元；负债合计 3695.13 亿元，其中代理买卖证券款 1007.21 亿元；所有者权益 888.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益 880.83 亿元。2021 年 1—3 月，公司营业总收入为 75.80 亿元，利润总额为 24.93 亿元，净利润为 20.02 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 19.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 91.44 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.28 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券详见下表，募集资金均已按指定用途使用。“20 银河 G2”“20 银河 Y1”“20 银河 G3”“21 银河 G1”“21 银河 G2”“21 银河 G3”“21 银河 G4”“21 银河 Y1”“21 银河 Y2”尚未到首次付息日，“20 银河 S1”“20 银河 S3”债券期限为 1 年，到期一次性还本付息。

表 1 截至报告出具日本次跟踪债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 银河 S1	35.00	35.00	2020/8/31	1 年
20 银河 G2	30.00	30.00	2020/10/23	3 年
20 银河 Y1	50.00	50.00	2020/11/24	5 年
20 银河 S3	20.00	20.00	2020/11/27	1 年
20 银河 G3	40.00	40.00	2020/11/27	2 年
21 银河 G1	18.00	18.00	2021/1/21	2 年
21 银河 G2	32.00	32.00	2021/1/21	3 年
21 银河 G3	15.00	15.00	2021/2/4	2 年

21 银河 G4	25.00	25.00	2021/2/4	3 年
21 银河 Y1	50.00	50.00	2021/3/29	5 年
21 银河 Y2	50.00	50.00	2021/4/21	5 年

资料来源：联合资信整理

四、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 2 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（PIRM）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 and 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防控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

五、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)

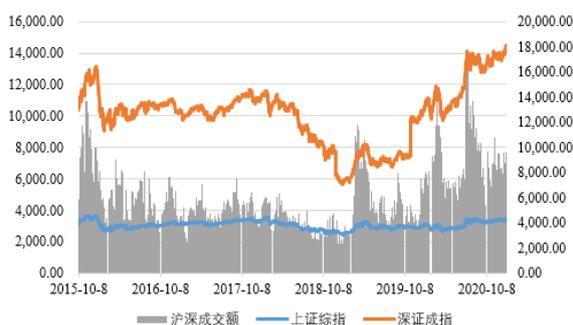
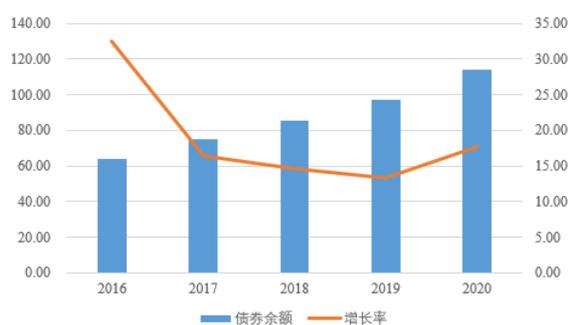


图2 债券市场余额和增长率(单位:万亿元、%)



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3 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

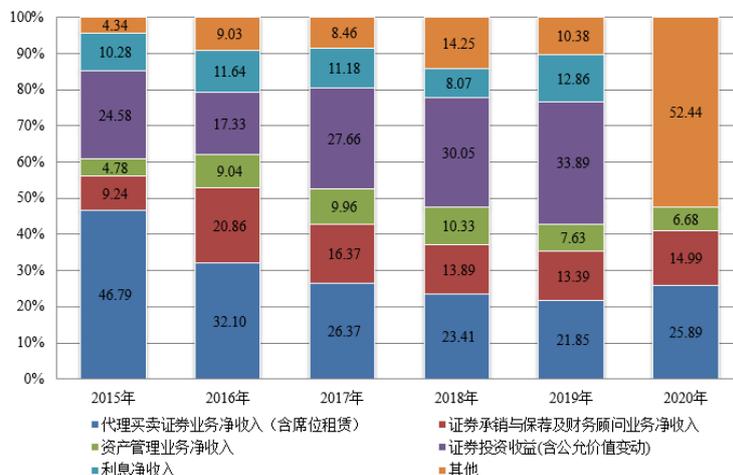
我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主;2020年证券公司盈利水平显著上升,服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

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年全年行业证券投资收益(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，债股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 家科创类公司提交上交所上市委审核，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。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、财达证券已实现 A 股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开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 年末证券公司所有者权益排序，2020 年前十大证券公司实现营业收入合计 2994.25 亿元，净利润 995.85 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.76% 和 63.21%。截至 2020 年底，前十大证券公司资产总额为 5.85 万亿元，占全行业总资产的 65.70%。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 4 截至 2020 年末/2020 年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	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37
4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

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，并持有数量一定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部控制、规范业务操作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，并希望借助金融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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权结构未发生变化。截至2021年3月末，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。近年来公司主要业务排名、资本实力、盈利水平均处行业前列，2020年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。

表5 公司主要业绩排名（单位：位）

项目	2018年	2019年	2020年
净资产	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. 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。

4. 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理情况未发生重大变化，内控管理整体水平较高，但仍需进一步完善。

跟踪期内，公司内部管理及主要制度未发生重大变化。公司依据相关法律法规要求，建立了股东大会、董事会、监事会和经营管理层“三

会一层”相互分离、互相制衡的法人治理结构。2020年3月，公司召开职工代表大会选举樊敏非先生为公司第三届监事会职工监事。除此之外，公司董事、监事、高管人员未发生变化。

受到行政处罚及监管措施方面，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，在公司完成对专职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。2020年，公司监管分类评价由2019年的A级提升至AA级，公司内控及合规管理水平较高。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司收入仍主要来自证券经纪业务，随着市场行情回暖，营业收入及利润较好增长。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。

2020年，公司积极应对市场环境的不变化，公司各项业务呈现良好的发展态势，营业收入及利润总额保持较好增长趋势，同比分别增长为39.37%和34.06%，收入及利润增幅均高于行业平均。

从收入结构来看，证券经纪业务收入仍是公司最主要的收入来源，2020年占比45.25%，与上年基本持平。从细分业务收入来看，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%。随着市场成交量提升以及现货业务规模增加，2020年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。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年公司投资的证金公司专户产品未进行分红导致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%。投资银行业务方面，随着前期储备项目业绩逐步释放，2020年实现收入7.97亿元，同比大幅增长88.57%。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，2020年收入和占比仍呈持续下滑趋势，2020年为6.04亿元。2020年海外市场交投活跃度提升，带动公司海外业务收入增长，占比升至6.81%。

2021年1—3月，公司营业收入75.80亿元，同比增长35.65%，主要来自经纪业务、两融业务及子公司仓单业务收入增长；实现利润总额24.93亿元，同比增长9.17%。

表6 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，2020年公司证券经纪业务收入快速增长，在业内保持很强竞争力。

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，仍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，2020年，公司证券经纪业务手续费及佣金净收入为64.63亿元，同比增长52.60%。

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

2020年，公司两融业务保持快速发展趋势，股票质押业务规模持续收缩；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。

融资融券业务方面，2020年，国内股票市场结构性回暖，加之公司持续培育高投资能力客户群，两融业务规模保持上升趋势。截至2020年末，公司融资融券业务余额为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，2020年公司股票质押业务规模延续下降趋势。2020年末，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%；全年实现利息收入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。

2020年末，公司信用业务杠杆率由2019年末的118.61%升至126.89%，处于行业内较高水平。

表7 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

2020年，公司投资银行业务取得了较快发展，股权及债券承销项目数量及金额均快速增加，收入实现较好增长；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。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%。

从股权承销来看，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¹。

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。2020年，公司债券承销

业务保持快速发展趋势，债券承销项目数量及规模快速增加，承销债券合计735只，债券总承销金额为1206.72亿元，承销金额同比增长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单精选层公开发行业务项目，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IPO项目4个、再融资3个、债券44个；已拿批文未实施项目115个，其中IPO项目1个、再融资4个、债券105个，整体项目储备情况较好。

表8 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

2020年，公司自营业务持仓规模快速增加，结构仍以债券投资为主，各类投资资产规模均有所增长。但受证金专户投资分红及融资成本

扣除的影响，2020年公司自营投资收入有所下滑。公司自营投资业务易受市场行情波动影响，收入增长存在不确定性。

公司自营业务由权益类投资、固定收益类

¹ 该排名数据来自公司2020年度报告

投资以及衍生品投资组成。2020年，公司证券自营业务收入为27.60亿元，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。2020年末，公司自营投资规模合计1853.04亿元，较上年末增长52.19%。

从投资结构来看，2020年末，公司自营业务仍以债券类投资为主，占比为72.20%，较上年

末变化不大。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%。2020年股票市场行情较好，期末股票投资规模快速增长至147.34亿元，占比增至7.95%。2020年末公司公募基金投资规模为153.09%，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。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，2020年末，公司自营权益类证券及衍生品/净资本和自营非权益类证券及衍生品/净资本均符合监管标准，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9 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，公司继续推进主动管理转型，随着通道业务收缩，2020年公司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。2020年，公司资产管理业务收入延续下降趋势，为6.04亿元，同比下降12.05%。

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。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仍以定向资产管理计划为主，但定向资产管理计划占比较上年下降，2020年末定向资产管理计划占比为64.73%。集合资产管理规模占比有所提升，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，2020年末为31.75亿元，占比2.08%。

表 10 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

2020年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32.61亿元港币; 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培养建设、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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2019年及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。2021年1-3月财务数据未经审计。2020年，公司会计政策较上年不存在重大变动，纳入合并范围子公司未发生变化。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。

截至2021年3月末，公司合并资产总额4583.63亿元，其中客户资金存款792.69亿元、客户备付金174.02亿元；负债合计3695.13亿元，其中代理买卖证券款1007.21亿元；所有者权益888.49亿元，其中归属于母公司所有者权益880.83亿元。2021年1-3月，公司营业总收入为75.80亿元，利润总额为24.93亿元，净利润为20.02亿元，其中归属于母公司所有者净利润19.85亿元；经营活动产生的现金流量净额为91.44亿元，现金及现金等价物净增加额9.28亿元。

2. 资金来源与流动性

2020年末，公司自有负债规模增长较快，杠杆水平升至行业较高水平；且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。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%，主要系公司本部融资规模增加所致。公司自有负债主要由卖出回购金融资产、应付债券、应付短期融资款等构成，其他科目占比较小。

表11 公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
负债总额	1850.25	2437.44	3637.22	3695.13

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	978.66
应付债券	795.01	640.23	656.69	655.33
应付短期融资款	67.60	176.60	482.86	386.92
其他负债	34.84	24.74	113.40	91.36
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	1007.21
全部债务	1193.34	1522.09	2357.11	2373.02
其中：短期债务	398.33	881.86	1700.41	1717.68
长期债务	795.01	640.23	656.69	655.33
自有资产负债率	65.50	69.33	76.39	/
净资本/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：此处净资本/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

自有负债方面，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。应付债券为656.69亿元，较上年小幅增长2.57%。公司应付短期融资款为482.86亿元，较上年末增长173.43%，主要系新增发行的短期融资券和短期收益凭证。此外，公司拆入资金、应付款项和其他负债均较上年末快速增长，分别较上年末增长74.40亿元、88.61亿元和113.40亿元。其中拆入资金增长主要系转融通融入资金增加，应付款项增长主要是应付开展业务款和应付清算款增加，其他负债增长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。

非自有负债方面，随着市场行情回暖及交投活跃度上升，2020年末，公司代理买卖证券款增至976.71亿元，较上年末增长21.32%。

从杠杆水平来看，随着融资规模扩大，2020年末公司自有资产负债率进一步上升至76.39%，在行业内属较高水平。2020年末，母公司口径净资本/负债和净资产/负债均29.97%和33.42%，较上年有所下滑。

从有息债务来看，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12 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

截至2021年3月末，公司负债总额3695.13亿元，较年初小幅增长1.59%，其中卖出回购金融资产有所增加、应付短期融资款和其他负债有所减少。全部债务合计2373.02亿元，债务规模及结构较年初变化不大，其中短期债务占比72.38%。

2020年末，公司自有资产规模保持增长，资产构成变化不大，仍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，整体资产质量保持较好水平。

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%，自有资产占比为77.92%。公司资产构成变化不大，仍主要由货币资金、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%。

截至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。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%。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计提减值准备5.84亿元，计提比例为1.80%。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%。2020年末公司其他债权投资为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，其中国债、地方债、金融债和企业债分别占比19.09%、15.63%、11.93%和53.35%。2020年末公司其他权益投资为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。

2020年末，公司优质流动性资产为548.87亿元，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。

截至2021年3月末，公司资产总额4583.63亿元，较年初增长2.83%，资产构成变化不大。

表13 公司资产情况表(单位:亿元、%)

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
资产总额	2513.63	3156.66	4457.30	4583.63
其中:自有货币资金	88.85	100.47	158.76	156.81
融出资金	446.32	587.21	820.18	835.07
买入返售金融资产	399.67	304.38	318.63	261.70
交易性金融资产	603.38	740.39	926.47	1046.93
其他债权投资	172.99	230.17	521.30	577.59
其他权益工具投资	97.77	193.49	338.68	281.45
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:公司财务报告,联合资信整理

3. 资本充足性

随着利润留存,2020年末公司所有者权益规模有所增长,稳定性较好,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。

截至2020年末,公司所有者权益820.08亿元,较上年末增长14.02%,主要系利润留存所致;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。截至2021年3月末,公司所有者权益888.49亿元,较年初增长8.34%,主要系留存利润增加所致。

从分红情况来看,针对2019年度利润,公司派发现金和股利金额合计16.22亿元,占2019

年归属于母公司净利润 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。

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，2020 年末，风险覆盖率

和资本杠杆率均呈下降趋势，分别为 251.09% 和 18.12%，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。2021 年以来，公司先后发行两期永续次级债“21 银河 Y2”和“21 银河 Y1”，合计发行规模 100.00 亿元，对公司净资本起到了较好的补充作用。

表 14 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
流动性覆盖率	≥100	≥120	312.02	307.93	280.88
净稳定资金率	≥100	≥120	144.27	125.88	133.56

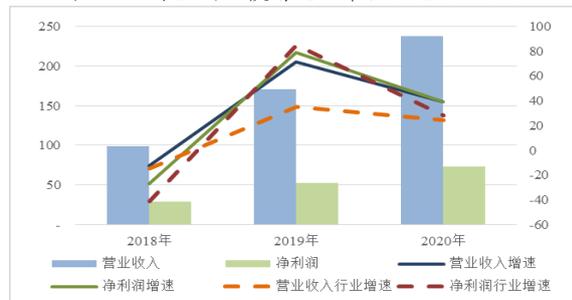
资料来源: 公司风险控制指标监管报表

4. 盈利能力

2020 年，公司收入及利润规模实现较好增长，保持了较强的成本控制能力，盈利能力很强。

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本报告经营概况部分。在营业收入带动下，公司净利润亦实现快速增长，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 4 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，2020 年，公司营业支出合计 145.71 亿元，同比增长 42.97%，主要系其他业务成本增加所致，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，保持较强成本控制能力。

从盈利指标来看，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%，盈利保持较好水平，整体盈利能力很强。

表 15 公司主要盈利能力指标 (单位: %、名)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业费用率	50.84	40.81	32.92	29.71
薪酬收入比	35.11	28.84	22.94	/
营业利润率	37.00	40.19	38.65	33.38
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	2.34
净资产收益率行业排名	20	17	/	/

注: 2020 年行业排名暂未披露, 2021 年一季度指标未年化
资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

2021 年 1—3 月, 公司营业收入 75.80 亿元, 同比增长 35.65%, 主要来自经纪业务、两融业务及子公司仓单业务收入增长; 实现净利润 20.02 亿元, 同比增长 12.45%。

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 16 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、存续期内债券偿还能力分析

截至出报告日, 公司存续债券余额共 954.00 亿元。其中 2021 年内到期的债券待偿余额合计 326.00 亿元, 为未来待偿债券本金峰值。截至 2020 年底, 公司对存续债券保障情况如下表所示, 公司优质流动资产对一年内到期债券保障能力较好, EBITDA 对待偿债券本金峰值保障能力一般。综合考虑公司行业地位、业务竞争力及股东背景等其他优势, 公司短期偿还债券压力

较小, 公司对存续债券偿还能力极强。

表 17 公司存续债券保障情况 (单位: 亿元、倍)

项目	金额
一年内到期债券余额	326.00
未来待偿债券本金峰值	326.00
优质流动资产/一年内到期债券余额	1.68
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.51

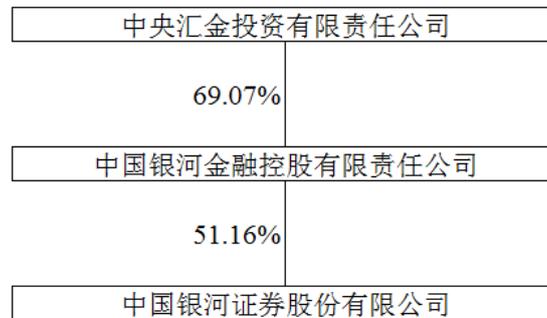
注: 未来待偿债券本金峰值系指未来到期最集中的一年的代偿债券余额合计 (考虑行权)

资料来源: 联合资信整理

十一、结论

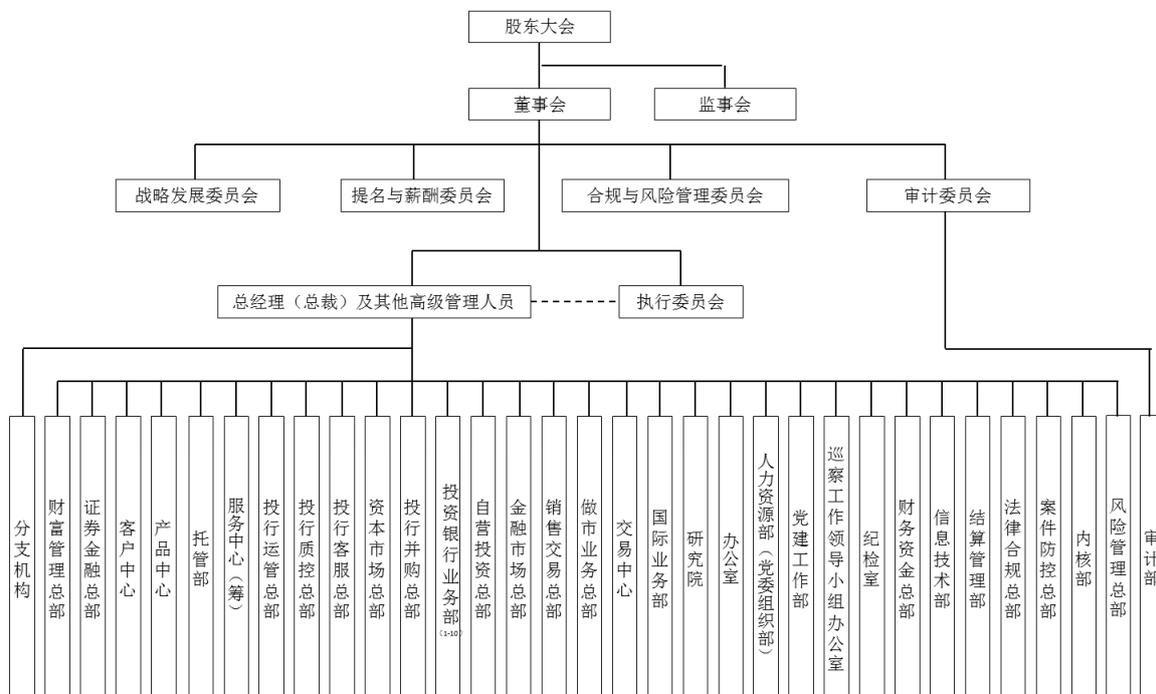
综上, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, 维持“20 银河 S1”“20 银河 G2”“20 银河 Y1”“20 银河 G3”“21 银河 G1”“21 银河 G2”“21 银河 G3”“21 银河 G4”“21 银河 Y1”“21 银河 Y2”的债项信用等级为 AAA, 维持“20 银河 S3”的债项信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月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	2021 年 1—3 月
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	888.49
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	75.80
利润总额（亿元）	36.82	68.30	91.57	24.93
营业利润率（%）	37.00	40.19	38.65	33.38
营业费用率（%）	50.84	40.81	32.92	29.71
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	2.34
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	1717.68
长期债务（亿元）	795.01	640.23	656.69	655.33
全部债务（亿元）	1193.34	1522.09	2357.11	2373.02

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. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化

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 短期债券信用等级设置及其含义

等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-4 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