

# 信用评级公告

联合〔2021〕5341号

联合资信评估股份有限公司通过对国开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，确定维持国开证券股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“18国证债”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

二〇二一年六月二十五日

# 国开证券股份有限公司 公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

## 评级结果:

| 项目         | 本次级别 | 评级展望 | 上次级别 | 评级展望 |
|------------|------|------|------|------|
| 国开证券股份有限公司 | AAA  | 稳定   | AAA  | 稳定   |
| 18国证债      | AAA  | 稳定   | AAA  | 稳定   |

## 债项概况:

| 债券简称  | 发行规模(亿元) | 债券余额(亿元) | 到期兑付日     |
|-------|----------|----------|-----------|
| 18国证债 | 25.00    | 25.00    | 2021/7/24 |

注:上述债券仅包括由联合资信评级,且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2021年6月25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                       | aa <sup>+</sup> | 评级结果  | AAA    |   |
|----------------------------|-----------------|-------|--------|---|
| 评价内容                       | 评价结果            | 风险因素  | 评价要素   |   |
| 经营风险                       | B               | 经营环境  | 宏观经济   | 2 |
|                            |                 |       | 行业风险   | 3 |
|                            |                 | 自身竞争力 | 公司治理   | 2 |
|                            |                 |       | 风险管理   | 2 |
|                            |                 |       | 业务经营分析 | 3 |
| 财务风险                       | F1              | 偿付能力  | 未来发展   | 2 |
|                            |                 |       | 盈利能力   | 7 |
|                            |                 |       | 资本充足性  | 2 |
|                            |                 | 杠杆水平  | 1      |   |
|                            |                 | 流动性因素 |        | 1 |
| 调整因素和理由                    |                 |       | 调整子级   |   |
| 公司控股股东为国开行,股东实力很强,对公司支持力度大 |                 |       | +1     |   |

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

## 评级观点

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)为国开证券股份有限公司(以下简称“公司”或“国开证券”)的跟踪评级反映了公司作为全国性综合类证券公司之一,股东背景强大,各项业务牌照齐全,主要规模及业务指标在行业内处在中上游水平,具有较强综合实力;2020年,公司债券承销业务继续保持较强的竞争优势,同时自营业务发展稳定,营业收入稳步提升,经营业绩和盈利水平有较大改善。截至2020年末,公司资产流动性较好,资本充足性较好。

联合资信同时也关注到2020年公司债务规模有所增加,短期债务占比有所提高,公司面临一定债务集中偿付压力。同时,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的不利影响。

未来随着资本市场的持续发展、公司各项业务的稳步推进及股东的持续支持,公司整体竞争实力有望进一步增强。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA,维持“18国证债”的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

## 优势

- 1. 股东背景强大,对公司形成有力支持。**公司控股股东国家开发银行是直属中国国务院领导的政策性金融机构和中国最大的中长期信贷银行和债券银行,实力雄厚,业务资源丰富,能够给予公司有力支持。
- 2. 资本充足性较好。**2020年,公司主要风险控制指标均优于监管要求,资本充足性较好。
- 3. 债券承销业务保持优势,证券自营业务发展稳定。**2020年,公司债券承销业务继续保持优势,主承销佣金收入保持行业上游水平,同时证券自营业务收入稳步增长,对公司整体收入贡献度得到巩固,带动公司经营业绩回升,盈利实现扭亏。

## 关注

- 1. 公司经营易受环境影响。**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的不利影响,需持续关注公司相关经营动态及违约项目后续

分析师：贾一晗

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

处置情况等事项。

2. **2020年，公司营业收入规模仍较低，盈利能力一般。**2020年，公司整体营业收入规模有所增加，但仍为较低水平，部分业务条线收入水平行业排名有所下滑，盈利水平一般，需持续关注公司整体业务经营情况。
3. **面临一定短期集中偿付压力。**2020年，公司债务规模有所增加，短期债务占比有所提高，公司面临一定债务集中偿付压力，要求较好的流动性管理。

### 主要财务数据：

| 项 目            | 合并口径   |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|
|                | 2018年  | 2019年  | 2020年  |
| 自有资产（亿元）       | 399.23 | 359.91 | 439.96 |
| 自有负债（亿元）       | 235.13 | 199.30 | 280.37 |
| 所有者权益（亿元）      | 164.10 | 160.61 | 159.59 |
| 优质流动性资产/总资产（%） | 21.10  | 30.73  | 16.49  |
| 自有资产负债率（%）     | 58.90  | 55.38  | 63.73  |
| 营业收入（亿元）       | 19.00  | 16.44  | 17.36  |
| 利润总额（亿元）       | 8.20   | -6.31  | 1.81   |
| 营业利润率（%）       | 42.56  | -39.13 | 9.89   |
| 净资产收益率（%）      | 3.73   | -2.87  | 0.75   |
| 净资本（亿元）        | 193.79 | 178.07 | 148.52 |
| 风险覆盖率（%）       | 293.99 | 358.83 | 323.58 |
| 资本杠杆率（%）       | 39.51  | 42.19  | 34.51  |
| 短期债务（亿元）       | 109.67 | 117.30 | 262.84 |
| 全部债务（亿元）       | 228.63 | 193.80 | 262.84 |

注：1.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据除非特别说明均为合并口径；2.本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径。

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   | 2020/6/19  | 贾一晗 张帆  | (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)》 | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA  | 稳定   | 2015/10/16 | 温丽伟 丁倩岩 | 联合资信证券公司资信评级方法(2014年修订版)           | <a href="#">阅读全文</a> |

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国开证券股份有限公司（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



# 国开证券股份有限公司

## 公开发行公司债券 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”）关于国开证券股份有限公司（以下简称“公司”或“国开证券”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、主体概况

国开证券股份有限公司的前身是成立于 2003 年的航空证券有限责任公司（以下简称“航空证券”），初始注册资本 5.20 亿元；2010 年，国家开发银行（以下简称“国开行”）在全额收购航空证券的基础上通过增资、更名设立了国开证券有限责任公司。经股东多次增资后，2016 年 12 月，公司引入两家战略投资者，中广核资本控股有限公司（简称“中广核资本”）和湖北省交通投资集团有限公司（简称“湖北交投”）通过现金增资共计 36.58 亿元，其中增加实收资本 18.43 亿元、增加资本公积 18.15 亿元，增资后公司注册资本为 92.13 亿元。2017 年 8 月，公司整体变更为股份制公司并更为现名，以 2016 年末的净资产为基础折合股本 95.00 亿股（均为普通股），改制前后各股东持股比例不变。

截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 95.00 亿元，控股股东和实际控制人为国开行，持股比例为 80.00%。截至 2021 年 3 月末，公司股权无被质押情况。

表1 截至2021年3月末公司股东及持股比例（单位：%）

| 股东            | 持股比例   |
|---------------|--------|
| 国家开发银行        | 80.00  |
| 中广核资本控股有限公司   | 15.00  |
| 湖北省交通投资集团有限公司 | 5.00   |
| 合计            | 100.00 |

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司经营范围：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；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；代销金融产品（市场主体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，公司总部设有资产管理部、经纪业务部、投资银行部等 24 个部门；公司总部设于北京，并在全国 23 个省/直辖市/自治区设立了 23 家分公司，覆盖华北、东北、西北、东南、西南等地的大部分省市，在北京设立了 1 家证券营业部；公司拥有 2 家控股子公司国开泰富基金管理有限责任公司（以下简称“国开泰富”）和国开证券投资有限公司（以下简称“国开证券投资”）；公司合并口径员工人数合计为 662 人。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 440.74 亿元，其中客户资金存款 0.71 亿元，客户备付金 1.31 亿元；负债总额 281.15 亿元，其中代理买卖证券款 0.78 亿元；所有者权益合计 159.59 亿元，归属于母公司的所有者权益 158.65 亿元；母公司口径净资产 148.52 亿元。2020 年，公司实现营业收入 17.36 亿元，利润总额 1.81 亿元，净利润 1.21 亿元，其中归属于母公司的净利润 1.24 亿元；经营活动产生的现金流量净额 64.52 亿元，现金及现金等价物净增加额-8.36 亿元。

公司注册地址：北京市西城区阜成门外大街 29 号 1-9 层；法人代表：孙孝坤。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券“18 国证债”募集资金按照募集说明书约定用途使用，且已按时兑付利息。

表 2 截至报告出具日跟踪债券概况

| 债券名称   | 发行金额<br>(亿元) | 债券余额<br>(亿元) | 起息日       | 期限  |
|--------|--------------|--------------|-----------|-----|
| 18 国证债 | 25.00        | 25.00        | 2018/7/24 | 3 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。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%<sup>1</sup>，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，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策

灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

**经济修复有所放缓。**2021 年一季度，我国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%<sup>2</sup>，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 3 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

| 项目                | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年一季度<br>(括号内为两年平均增速) |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|---------------------------|
| GDP (万亿元)         | 83.20  | 91.93  | 98.65  | 101.60 | 24.93                     |
| GDP 增速 (%)        | 6.95   | 6.75   | 6.00   | 2.30   | 18.30 (5.00)              |
| 规模以上工业增加值增速 (%)   | 6.60   | 6.20   | 5.70   | 2.80   | 24.50 (6.80)              |
| 固定资产投资增速 (%)      | 7.20   | 5.90   | 5.40   | 2.90   | 25.60 (2.90)              |
| 社会消费品零售总额增速 (%)   | 10.20  | 8.98   | 8.00   | -3.90  | 33.90 (4.20)              |
| 出口增速 (%)          | 10.80  | 7.10   | 5.00   | 4.00   | 38.70                     |
| 进口增速 (%)          | 18.70  | 12.90  | 1.70   | -0.70  | 19.30                     |
| CPI 增幅 (%)        | 1.60   | 2.10   | 2.90   | 2.50   | 0.00                      |
| PPI 增幅 (%)        | 6.30   | 3.50   | -0.30  | -1.80  | 2.10                      |
| 城镇失业率 (%)         | 3.90   | 4.90   | 5.20   | 5.20   | 5.30                      |
| 城镇居民人均可支配收入增速 (%) | 6.50   | 5.60   | 5.00   | 1.20   | 13.70 (4.50)              |
| 公共财政收入增速 (%)      | 7.40   | 6.20   | 3.80   | -3.90  | 24.20                     |
| 公共财政支出增速 (%)      | 7.70   | 8.70   | 8.10   | 2.80   | 6.20                      |

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、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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，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：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

<sup>1</sup> 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

<sup>2</sup> 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比

增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

根据 2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使



经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

## 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)

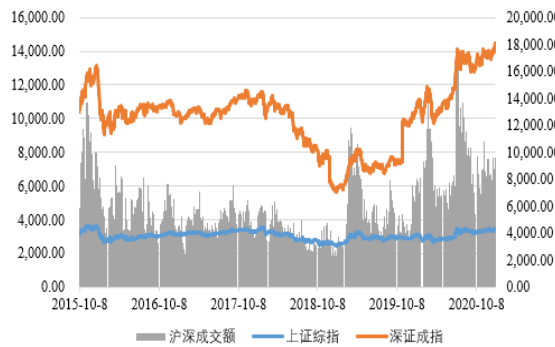
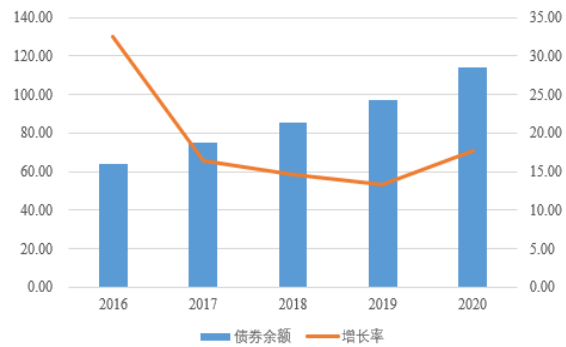


图 2 债券市场余额和增长率 (单位: 万亿元、%)



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 4 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 |

资料来源：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

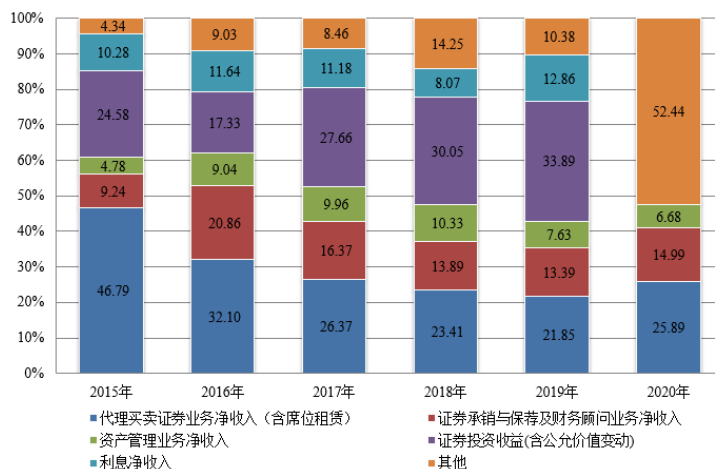
的相关要求。

### 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，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，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5 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 |        | <b>11581.37</b> | <b>58477.15</b> | <b>2994.25</b> | <b>995.85</b> |

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。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为95.00亿元，其中国开行持股80.00%、中广核资本持股15.00%、湖北交投持股5.00%，国开行是公司的控股股东和实际控制人。

### 2. 企业规模和竞争力

**公司资本实力很强，主要规模及业务指标在行业内处在中上游水平，具有较强的综合竞争力。**

公司是全国综合性上市证券公司之一，可为投资者提供综合性的证券金融服务。截至2020年末，公司合并资产总额440.74亿元，母公司口径净资本148.52亿元，根据中国证券业协会排名（除特别说明外，排名资料来源下同），2020年公司净资本排名行业第34名，处于中上游水平，资本实力很强。业务方面，除经纪业务及信用业务外，公司其他业务板块排名均处于行业中上游水平，整体具备较强的经营实力，其中债券主承销佣金收入排名行业第25名，保持较强竞争力。从证监会分类评价来看，2020年，公司分类评价仍保持A级，内控及整体运营实力处于

较好水平。

表6 公司主要业绩排名(单位:名)

| 项目         | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|------------|-------|-------|-------|
| 净资产        | 20    | 22    | 34    |
| 营业收入       | 38    | 53    | 55    |
| 证券经纪业务收入   | 90    | 88    | 89    |
| 客户资产管理业务收入 | 24    | 42    | /     |
| 投资银行业务收入   | 29    | 44    | 49    |
| 债券承销佣金收入   | 10    | 21    | 25    |
| 融资类业务收入    | 45    | 71    | 82    |
| 证券投资收入     | 20    | 44    | 44    |

注:2019年及2020年“客户资产管理业务收入”排名为“资产管理业务收入排名”,公式为“资产管理业务净收入-资产管理业务月均受托资产总净值\*万分之3”,该指标仅公布中位数以上公司的排名,2020年公司未及中位数水平

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

**公司控股股东为国开行,作为中国三大政策性银行之一,其雄厚的实力和丰富的业务资源为公司的发展提供有力的支持。**

公司控股股东国开行是直属中国国务院领导的政策性金融机构,注册资本4212.48亿元,第一大股东为财政部,其主要通过开展中长期信贷与投资等金融业务,为国民经济重大中长期发展战略服务。国开行是全球最大的开发性金融机构,中国最大的对外投融资合作银行、中长期信贷银行和债券银行,与政府、大型企业集团和各类金融机构合作关系紧密。国开行目前在中国内地设有37家一级分行和4家二级分行,境外设有香港分行和开罗、莫斯科等10家代表处。国开行发展情况良好,综合竞争力很强。截至2019<sup>3</sup>年末,国开行资产总额为165045.75亿元,净资产13937.35亿元;2019年,国开行实现营业收入2228.98亿元,净利润1,185.11亿元。国开行以其雄厚的实力和丰富的业务资源为公司的发展提供强有力的支持。

### 4. 企业信用记录

根据公司提供的人民银行征信报告(统一社会信用代码:91110000757703541Y),截至

2021年5月12日查询日,公司已结清的信贷业务为正常类,公司过往债务履约情况良好,无未结清信贷交易。

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2021年3月末,公司获得银行授信规模532.50亿元,已使用银行授信额度129.45亿元,未使用额度为403.05亿元,间接融资渠道畅通。

## 七、管理分析

**2020年以来,公司部分董事、监事及高级管理人员发生变动,但对公司经营无重大不利影响;2020年监管分类评级保持良好水平。**

2020年以来,公司部分董事、高级管理人员发生变动。2020年10月,公司原董事长张宝荣因工作调动离任,原副董事长、总裁郑文杰因工作调动离任;孙孝坤任公司董事,石纪杨任公司监事。2020年11月,公司原监事长刘晖因工作调动离任;孙孝坤任公司董事长,代行总裁职务。2020年12月,公司原职工监事阎喜武因工作调动离任;石纪杨任公司监事长,王兰兰任公司职工监事。2021年1月,公司原董事刘向东因工作调动离任。2021年4月,公司原首席风险官韩晓普因工作调动离任,原董事会秘书孟天山因工作调动离任;合规总监尚敏兼任公司首席风险官,韩晓普任公司董事会秘书,王伟任公司首席信息官。

2020年,公司管理制度无重大变化。

监管措施和处罚方面,2020年12月,公司因股票质押业务展业违规,收到北京证监局《关于对国开证券股份有限公司采取责令改正并增加内部合规检查次数措施的决定》,同月,公司向北京证监局报送相应的整改报告;2021年3月,因未向上海证监局报告内控检查中发现的廉洁从业问题及未报备反洗钱制度等情形,公司上海市分公司收到上海证监局《关于对国开证券

3 截至报告出具日,国开行尚未披露2020年年度报告



股份有限公司上海市分公司采取责令改正措施的决定》。同月，上海分公司向上海证监局报送相应的整改情况报告。2020年，公司在证监会分类评价中保持A类A级评价，合规风控能力较好。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

2020年，公司营业收入和利润总额均有所增长，收入结构基本稳定，但营业收入同比增幅低于行业平均水平。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，未来收入可能仍有较大波动性。

2020年，公司实现营业收入17.36亿元，同比增长5.60%，主要系以基金业务为主的其他类业务收入、投资银行业务和证券自营业务增长所致；实现利润总额1.81亿元，实现扭亏为盈，主要系营业收入有所增加的同时，股票质押业务信用减值损失和营业费用同比减少综合所致。2020年，公司营业收入同比增速低于行业平均

水平（+24.41%），净利润同比增速高于行业平均水平（+27.98%）。

从收入构成来看，2020年，证券自营业务收入同比增长3.74%，占营业收入的比重同比下降1.07个百分点，但仍是公司第一大收入来源；2020年，投资银行业务收入同比增长17.47%，投资银行业务对公司收入贡献度继续提升，为公司重要的收入来源之一；资产管理业务方面，在监管趋严、资管新规落地等政策影响下，通道类资产管理业务发展受限，资产管理业务收入同比下降26.06%，占比下降3.45个百分点；受公司战略转型的影响，2020年证券经纪及信用类业务收入同比下降51.11%，其中证券经纪业务收入规模持续缩减，占比很小，股票质押业务收入大幅下降68.67%，证券经纪及信用类业务占营业收入的比重同比下降5.87个百分点；其他业务主要为基金业务，由控股子公司负责运营，2020年，公司其他业务收入规模增加1.50亿元，同比大幅增长882.35%，占营业收入的比重同比上升8.56个百分点。

表7 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            |
| 证券自营业务        | 7.32         | 38.73         | 9.90         | 60.22         | 10.27        | 59.15         |
| 投资银行业务        | 2.81         | 14.87         | 2.69         | 16.36         | 3.16         | 18.19         |
| 资产管理业务        | 4.22         | 22.33         | 1.88         | 11.44         | 1.39         | 7.99          |
| 证券经纪及信用类业务    | 4.16         | 22.01         | 1.80         | 10.95         | 0.88         | 5.08          |
| 其他（含抵消）       | 0.48         | 2.54          | 0.17         | 1.03          | 1.67         | 9.59          |
| <b>营业收入合计</b> | <b>19.00</b> | <b>100.00</b> | <b>16.44</b> | <b>100.00</b> | <b>17.36</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

### 2. 证券自营业务

截至2020年末，公司证券自营业务规模稳步增加，投资结构仍以固定收益证券为主，2020年自营业务收入总体稳定增长；公司自营业务违约项目规模较大，后续需持续关注相关风险资产处置情况，且自营投资业务受市场行情影响相对较大，未来自营投资收益仍存在较大波动性。

公司证券自营业务主要包括固定收益证券投资 and 股票投资，股票投资业务规模始终不大。

截至2020年末，公司自营业务投资规模稳步增加，较上年末增长11.20%，主要系债券投资规模大幅增加所致。债券始终是公司最主要的投资标的，债券投资规模较上年末增长32.42%，债券投资占比证券自营业务比重上升13.87个百分点；资产支持证券投资规模较上年末下降71.33%，在证券自营业务占比下降13.01个百分点，其中绝大部分为国开行信贷资产类资产支持证券的次级档，因次级档产品受偿顺序靠后，该类投资面临可能无法全额受偿的风险；公司

股票和基金投资规模下降较快，由于股票和基金市场虽表现强势但震荡频繁，公司调整投资策略，股票和基金投资规模下降明显，较上年末分别下降47.65%和61.05%；2020年末，为适应在“资管新规”出台后逐步减少证券公司资管计划投资的监管要求，公司资管及信托计划投资规模较上年末下降32.27%；公司银行理财投资规模增长较快，较上年末增长100.54%，主要因为由于现金流充裕，公司为避免资金闲置，通过购买银行理财产品的形式开展了流动性管理。

公司坚持稳健、规范的原则，固定收益类证券投资占自营投资的绝大部分，公司固定收益投资坚持授权管理、组合管理与动态管理的原

则，对重大投资实行集体决策；公司债券投资以信用债为主，截至2020年末，AA+级及以上债券的规模占比81.35%，发行主体以国企和央企为主，自营业务风险相对可控。截至2020年末，公司所持债券中违约项目以企业债为主，目前处在风险化解过程中，公司已对自营业务计提了减值准备共计7.11亿元。

2020年公司证券自营业务收入平稳增长，当年实现收入规模10.27亿元，同比增长3.74%。2020年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本指标有所下降，自营非权益类证券及其衍生品/净资本指标有所增长。

表8 公司证券自营业务结构（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                | 169.95        | 66.76         | 201.27        | 72.70         | 266.52        | 86.57         |
| 股票                | 1.43          | 0.56          | 2.19          | 0.79          | 1.15          | 0.37          |
| 基金                | 0.79          | 0.31          | 5.50          | 1.99          | 2.14          | 0.70          |
| 资产支持证券            | 77.13         | 30.30         | 48.53         | 17.53         | 13.91         | 4.52          |
| 银行理财              | 0.06          | 0.02          | 8.30          | 3.00          | 16.65         | 5.41          |
| 资管及信托计划           | 5.23          | 2.05          | 11.07         | 4.00          | 7.50          | 2.44          |
| <b>自营投资规模合计</b>   | <b>254.58</b> | <b>100.00</b> | <b>276.85</b> | <b>100.00</b> | <b>307.87</b> | <b>100.00</b> |
| 自营权益类证券及证券衍生品/净资本 |               | 38.94         |               | 28.38         |               | 10.14         |
| 自营非权益类证券及其衍生品/净资本 |               | 93.07         |               | 126.77        |               | 196.51        |

资料来源：公司提供，联合资信整理

### 3. 投资银行业务

**2020年，公司投行业务规模和收入有所增加，其中以债券承销业务为主，投行业务对公司整体营业收入贡献度持续提升。**

2020年，公司投资银行业务净收入3.16亿元，同比增长17.47%。公司投资银行业务主要包括债券承销、股票承销保荐、财务顾问等，以债券承销业务为重点和特色，债券承销由债券融资一部、债券融资二部负责，其他投行业务由投资银行部负责运营。

债券承销是公司的强项和特色业务，依托母公司国开行丰富的业务和客户资源，公司逐步在债券承销（特别是企业债承销）领域积累了全面的业务资格和丰富的业务经验。2020年，公司债券承销主承销项目192个，同比增加18个；

公司承销金额有所降低，同比下降11.60%；债券承销业务（含ABS）实现收入4.92亿元，同比增加1.29%，主要系公司ABS承销业务规模上升所致。2020年，公司债券主承销佣金收入行业排名第25位，较往年有所下滑，但仍保持较强水平。

股权承销方面，2020年，公司完成股权承销项目3个，承销金额合计27.67亿元，同比下降11.88%；实现承销收入0.12亿元，同比下降39.30%，承销收入降幅大于承销规模降幅，主要系承销规模下降，同时项目费率存在差异共同导致。股票承销业务收入对投行业务收入贡献较小。

2020年，公司财务顾问业务主要为融资顾问业务收入。2020年实现财务顾问净收入共0.11亿元，同比下降46.13%。财务顾问业务收入对

公司营业利润的贡献较小。

表9 公司投资银行业务情况 (单位: 个、亿元、名)

| 项目          | 2018年 |        | 2019年 |         | 2020年 |         |
|-------------|-------|--------|-------|---------|-------|---------|
|             | 承销数量  | 承销金额   | 承销数量  | 承销金额    | 承销数量  | 承销金额    |
| 股权承销        | 0     | 0.00   | 3     | 31.40   | 3     | 27.67   |
| 其中: IPO     | 0     | 0.00   | 1     | 18.86   | 1     | 7.67    |
| 再融资         | 0     | 0.00   | 2     | 12.54   | 2     | 20.00   |
| 债券承销        | 110   | 1212.5 | 174   | 1200.97 | 192   | 1061.66 |
| 合计          | 110   | 1212.5 | 177   | 1232.37 | 195   | 1089.33 |
| 债券主承销佣金收入排名 | 10    |        | 21    |         | 25    |         |

资料来源: 公司年度报告、证券业协会证券公司经营业绩排名, 联合资信整理

#### 4. 资产管理业务

2020年, 在监管趋严、资管新规落地等政策持续影响下, 公司资产管理业务继续降通道和调结构, 资产管理业务规模和收入持续减少。

公司资产管理业务由资产管理部具体运营。2020年, 在证券公司资产管理业务继续战略转型期、行业资产管理规模持续下降的大环境下, 公司资产管理业务加强合规经营, 防范重大业务风险。

公司的资产管理业务产品分为集合资产管理计划、定向资产管理计划和专项资产管理计划。截至2020年末, 在资管新规“去通道”的持

续影响下, 公司资产管理业务规模较上年末下降24.77%, 其中定向资产管理业务和集合资产管理业务受托规模较上年末分别下降30.68%和49.18%; 专项资产管理业务受托规模较上年末增长11.12%, 主要系子公司国开泰富资管业务增加所致。

2020年, 公司资产管理业务净收入持续减少, 同比下降24.77%, 其中定向资产管理业务净收入同比下降31.75%, 与定向资产管理业务受托规模同步下降; 集合资产管理业务净收入同比保持稳定, 但对资产管理业务整体收入贡献度仍较低。

表10 公司资产管理业务发展情况 (单位: 亿元、个)

| 项目       | 2018年 |         |      | 2019年 |         |      | 2020年 |        |      |
|----------|-------|---------|------|-------|---------|------|-------|--------|------|
|          | 存续数量  | 受托规模    | 净收入  | 存续数量  | 受托规模    | 净收入  | 存续数量  | 受托规模   | 净收入  |
| 定向资产管理业务 | 95    | 1480.74 | 3.66 | 86    | 964.63  | 1.26 | 79    | 668.65 | 0.86 |
| 专项资产管理业务 | 22    | 158.43  | 0.18 | 21    | 175.02  | 0.22 | 28    | 194.49 | 0.19 |
| 集合资产管理业务 | 6     | 17.46   | 0.04 | 13    | 23.73   | 0.06 | 12    | 12.06  | 0.06 |
| 合计       | 123   | 1813.76 | 3.88 | 120   | 1163.38 | 1.54 | 119   | 875.2  | 1.11 |

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

#### 5. 证券经纪及信用类业务

公司证券经纪及信用类业务主要由信用交易业务贡献, 证券经纪业务占比很小; 2020年, 公司业务实施战略转型, 转让9家营业部, 后续经纪业务及融资融券业务发展前景一般; 公司信用业务规模大幅下降, 收入水平随之下滑; 股票质押式回购业务计提大额减值准备, 需关注后续处置回收等相关情况。

##### (1) 信用交易业务

公司信用交易业务目前仅有融资融券和股票质押回购业务, 业务结构以股票质押业务为主。截至2020年末, 公司信用业务余额为44.05亿元, 较上年末下降33.93%, 主要系股票质押业务规模下降所致; 公司信用业务杠杆率为27.60%, 较上年末上升8.39个百分点, 但属较低水平。



股票质押业务方面,截至2020年末,公司股票质押业务回购余额13.38亿元,较上年末下降46.52%;2020年股票质押利息收入同比大幅下降,降幅为68.67%,主要系股票质押业务规模下降所致。融资融券业务方面,截至2020年末,

公司融资融券业务余额<sup>4</sup>有所上升,较上年末增长19.49%;2020年融资融券业务利息收入有所下滑,同比下降18.97%,主要系当年融资融券日均余额规模下降导致所致。

表 11 公司信用交易业务情况(单位:个、亿元)

| 项目         | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|------------|-------|-------|-------|
| 融资融券账户数目   | 42    | 88    | 57    |
| 融资融券业务规模   | 5.81  | 5.90  | 7.05  |
| 融资融券利息收入   | 0.55  | 0.58  | 0.47  |
| 股票质押业务回购规模 | 74.28 | 25.02 | 13.38 |
| 股票质押业务利息收入 | 4.98  | 1.66  | 0.52  |

注:“融资融券业务规模”和“股票质押业务回购规模”为扣除减值准备后的净额。

资料来源:公司提供,联合资信整理

2020年,公司无新增发生股票质押风险事件;公司通过催收、市场化平仓、法律诉讼等多种方式,全年共收回风险资金3.43亿元。截至2020年末,公司信用业务涉及股票质押风险项目共6个,违约本金余额33.44亿元,均为自有资金出资;公司股票质押式回购业务已计提减值准备合计23.73亿元。

#### (2) 证券经纪业务

公司经纪业务原主要定位于完善业务板块,公司的证券营业部作为国开行体系内唯一的零售窗口而存在;公司按照股东国开行关于深化子公司改革的要求,进行战略转型,于2020年12月23日与浙商证券签署了转让协议,转让

深圳龙华、天津围堤道、上海龙华西路等9家证券营业部相关资产和负债及融资融券业务。截至2020年末,公司在全国的分公司数量合计23家,仅有1家证券营业部。

公司经纪业务主要为代理买卖证券业务和代销金融产品业务,2020年,公司代理买卖证券规模0.137万亿元,同比增长45.74%,代理买卖证券业务收入0.90亿元,同比增长31.15%,主要系代买卖证券规模增加所致。公司代理买卖证券以股票为主,2020年股票交易额占比94.89%,同比下降1.92个百分点。2020年代销金融产品净收入0.02亿元,同比增长21.14%。

表 12 公司经纪业务发展情况(单位:万亿元、%)

| 业务类型 | 2018年 |       | 2019年 |       | 2020年 |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      | 交易额   | 市场份额  | 交易额   | 市场份额  | 交易额   | 市场份额  |
| 股票   | 0.070 | 0.777 | 0.091 | 0.714 | 0.130 | 0.629 |
| 基金   | 0.004 | 0.395 | 0.002 | 0.199 | 0.002 | 0.181 |
| 债券   | 0.001 | 0.004 | 0.001 | 0.006 | 0.005 | 0.016 |
| 合计   | 0.075 | 0.223 | 0.094 | 0.246 | 0.137 | 0.260 |

资料来源:公司提供,联合资信整理

<sup>4</sup> 截至2020年12月31日,公司已与浙商证券股份有限公司签署协议转让融资融券业务,将融出资金划分为持有待售类别。

## 6. 子公司业务

### 2020年，公司子公司发展一般。

公司的其他业务主要基金业务，由子公司国开泰富具体运营。国开泰富成立于2013年，初始注册资金2.00亿元；2017年9月原股东同比例增资1.60亿元，截至2019年末，国开泰富注册资本3.60亿元，其中公司持股66.70%。截至2020年末，国开泰管理资产总额7.97亿元，其中公募基金2只，管理资产规模1.05亿元；专户产品5只，管理资产规模6.92亿元。截至2020年末，国开泰富资产总额3.48亿元、净资产2.82亿元，较上年末分别上涨3.18%和下降3.42%；2020年，国开泰富实现营业收入0.27亿元、同比下降15.54%，实现利润总额-0.08亿元，亏损规模同比下降41.93%。

国开证券投资成立于2020年9月18日，注册资本5.00亿元，是公司设立的另类投资子公司，持股比例为100.00%。截至2020年末，公司尚未对国开证券投资进行实际出资。

## 7. 未来发展

**公司战略目标清晰，发展路径符合自身特点。公司主要业务与证券市场高度关联，受证券市场波动和相关监管政策变化等因素影响较大。**

公司聚焦开发性金融，以“服务国家战略，助力实体经济”为己任，贯彻落实金融供给侧结构性改革要求、顺应资本市场改革发展趋势、提升以市场化手段协同集团服务战略的能力。未来，公司将继续坚持以服务国家战略为核心目标，以国开行集团机构客户为主要服务对象，通过聚焦服务国家战略、聚焦开发性金融、聚焦协同集团，努力探索特色化、差异化发展路径，形成自身可持续发展模式。公司主要业务与证券市场高度关联，受证券市场波动和相关监管政策变化等因素影响较大，未来发展存在一定不确定性。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2018—2020年审计报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对年度财务报表进行了审计，并出具了无保留审计意见。

从合并范围来看，公司2020年新设1家子公司，但尚未对其进行实际出资，无新增纳入合并的结构化主体。截至2020年末，公司纳入合并的一级子公司2家、结构化主体2个（合并结构化主体的总资产为1.03亿元）。合并范围变动对财务数据的影响较小。

从会计政策变更来看，根据《新冠肺炎疫情相关租金减让会计处理规定》，可以对新冠肺炎疫情相关租金减让根据该会计处理规定选择采用简化方法。作为承租人，公司对于2020年6月19日（该会计处理规定施行日）起发生的房屋建筑物租赁的相关租金减让。该项变更对报表科目的影响较小。

综上，公司财务数据可比性较强。

截至2020年末，公司合并资产总额440.74亿元，其中客户资金存款0.71亿元；负债总额281.15亿元，其中代理买卖证券款0.78亿元；所有者权益159.59亿元，其中归属于母公司所有者权益158.65亿元；母公司口径净资产148.52亿元。2020年，公司实现营业收入17.36亿元，利润总额1.81亿元，净利润1.21亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.24亿元；经营活动产生的现金流量净额64.52亿元，现金及现金等价物净增加额-8.36亿元。

### 2. 资金来源与流动性

**2020年，随着业务持续发展，公司对外融资需求不断增加，债务规模持续增长，杠杆水平有所上升；公司有息债务全部为短期债务，存在集中偿付的情况，要求较好的流动性管理。**

截至2020年末，公司负债总额281.15亿元，较上年末增长30.63%，主要系债券质押式回购业务增加所致。截至2020年末，公司负债

总额中,构成以自有负债为主;卖出回购金融资产款占比 62.43%、应付债券占比 27.01%、代理买卖证券款占比 0.28%。

表 13 公司负债情况 (单位: 亿元、%)

| 项目             | 2018 年末       | 2019 年末       | 2020 年末       |
|----------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>负债总额</b>    | <b>243.80</b> | <b>215.22</b> | <b>281.15</b> |
| 其中: 卖出回购金融资产款  | 95.41         | 92.20         | 175.52        |
| 代理买卖证券款        | 8.67          | 15.92         | 0.78          |
| 应付债券           | 118.96        | 101.50        | 75.95         |
| <b>自有负债</b>    | <b>235.13</b> | <b>199.30</b> | <b>280.37</b> |
| <b>全部债务</b>    | <b>228.63</b> | <b>191.90</b> | <b>262.84</b> |
| 其中: 短期债务       | 109.67        | 116.90        | 262.84        |
| 长期债务           | 118.96        | 75.00         | 0.00          |
| <b>自有资产负债率</b> | <b>58.90</b>  | <b>55.38</b>  | <b>63.73</b>  |
| 净资本/负债         | 79.58         | 82.91         | 52.95         |
| 净资产/负债         | 67.11         | 74.54         | 56.75         |

资料来源: 公司审计报告、监管报表, 联合资信整理

公司卖出回购金融资产款主要为公司按照回购协议先卖出再按照固定价格买入债券等金融资产所融入的资金。截至 2020 年末, 由于债券质押式卖出回购业务规模增加, 公司卖出回购金融资产款余额较上年末增长 90.36%; 按标的物来看, 主要为债券 (占比 61.67%) 和标准券 (占比 38.17%); 按剩余期限来看, 均在一年以内, 且以 1 个月以内为主 (占比 82.09%)。

截至 2020 年末, 公司应付债券余额较上年末下降 25.17%, 主要系 2020 年公司兑付“17 国证债”公司债券所致; 截至 2020 年末, 公司应付债券主要由 1 只次级债券 (50.00 亿元) 和 1 只公司债 (25.00 亿元) 组成。

从负债水平来看, 截至 2020 年末, 公司自有资产负债率有所上升, 较上年末增长 8.35 个百分点, 结合公司所在行业来看杠杆水平适中; 母公司口径的净资本/负债指标和净资产/负债指标均有下降, 公司债务负担有所增加。

从有息债务来看, 截至 2020 年末, 公司全部债务规模较上年末增长 36.97%, 其中短期债

务规模较上年末增长 124.84%。截至 2020 年末, 公司全部债务规模 262.84 亿元, 全部为短期债务。从债务偿还期限来看, 公司短期内有集中偿付压力。

**2020 年, 公司资产总额持续增加, 其中自有资产规模同步增加。公司自有资产以其他债券投资、买入返售金融资产及金融投资资产为主。公司资产流动性较好, 资产质量尚可。**

截至 2020 年末, 公司资产总额为 440.74 亿元, 较上年末增长 17.27%, 主要系债券质押式回购业务和其他债权投资中的企业债、国债投资规模增加所致。公司资产以自有资产为主, 占比为 99.82%; 公司资产中, 有 195.98 亿元资产的所有权受到限制, 主要为债券质押式回购业务设定的质押, 占资产总额的 44.47%, 比例较高。

截至 2020 年末, 公司优质流动资产为 72.66 亿元, 较年初下降 37.09%, 主要系已质押的国债规模上升所致, 优质流动资产/总资产为 16.49%, 较年初下降 14.24 个百分点。

表 14 公司资产结构 (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            |
| <b>资产总额</b> | <b>407.89</b> | <b>100.00</b> | <b>375.83</b> | <b>100.00</b> | <b>440.74</b> | <b>100.00</b> |



|                        |               |              |               |              |               |              |
|------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| 其中：自有货币资金              | 30.23         | 7.41         | 31.38         | 8.35         | 26.37         | 5.98         |
| 自有结算备付金                | 4.17          | 1.02         | 8.90          | 2.37         | 8.09          | 1.84         |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 15.47         | 3.79         | --            | --           | --            | --           |
| 买入返售金融资产               | 86.91         | 21.31        | 29.07         | 7.73         | 66.87         | 15.17        |
| 可供出售金融资产               | 212.66        | 52.14        | --            | --           | --            | --           |
| 交易性金融资产                | --            | --           | 86.06         | 22.90        | 72.60         | 16.47        |
| 债权投资                   | --            | --           | 19.61         | 5.22         | 12.11         | 2.75         |
| 其他债权投资                 | --            | --           | 171.18        | 45.55        | 223.16        | 50.63        |
| <b>自有资产</b>            | <b>399.23</b> | <b>97.88</b> | <b>359.91</b> | <b>95.76</b> | <b>439.96</b> | <b>99.82</b> |
| 优质流动资产                 |               | 85.86        |               | 115.49       |               | 72.66        |
| 优质流动资产/总资产             |               | 21.05        |               | 30.73        |               | 16.49        |

注：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），均为母公司口径；该表中资产科目未剔除第三方在结构化主体中权益部分

资料来源：公司财务报告、监管报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司货币资金较上年末下降 38.57%，主要由于公司转让 9 家营业部及其融资融券业务，导致客户存款规模较上年末下降 94.41%；其中自有货币资金为 26.37 亿元，较上年末下降 15.97%，其中使用受限货币资金 0.001 亿元，为因客户涉及法律诉讼而冻结的客户资金。

截至 2020 年末，公司买入返售金融资产较上年末上升 130.05%，主要系债券质押式回购业务大幅增加所致。公司买入返售金融资产账面原值余额 90.54 亿元，公司买入返售金融资产收取的担保物公允价值合计 83.30 亿元。从业务类别来看，股票质押式回购 37.10 亿元，债券质押式回购 53.44 亿元，公司对买入返售金融资产计提减值 23.73 亿元，全部为股票质押式回购减值准备。

截至 2020 年末，公司交易性金融资产较上年末下降 15.64%，主要系资产支持证券和银行理财规模下降所致。从构成上来看，公司交易性金融资产主要由债券、银行理财和资产支持证券构成，占比分别为 43.05%、22.93%和 19.16%。

截至 2020 年末，公司其他债权投资 223.16 亿元，较上年末增长 30.36%，其中以企业债（占比 34.54%）、公司债（占比 21.39%）和金融债

（占比 16.74%）为主。截至 2020 年末，其他债权投资累计减值准备合计 7.37 亿元。

### 3. 资本充足性

**2020 年，公司所有者权益规模随着其他综合收益转入当期损益而小幅下降；主要风险控制指标均持续优于监管指标，整体资本充足性较好。**

截至 2020 年末，公司所有者权益合计 159.59 亿元，归属于母公司所有者权益 158.65 亿元，分别较上年末小幅下降 0.64%和 0.62%；公司所有者权益构成较 2019 年末变化不大，其中实收资本占比 59.88%、资本公积占比 27.15%、一般风险准备占比 6.08%、未分配利润占比 6.50%，公司所有者权益的稳定性较好。

截至 2020 年末，公司净资本较上年末下降 16.60%，主要系公司已发行次级债存续期不足 1 年，不再计入净资本规模所致。从主要风控指标来看，截至 2020 年末，公司风险覆盖率、资本杠杆率和净资本/净资产指标均有所下降，但远未触及预警标准，各项风险控制指标符合监管要求。

表15 公司风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

| 项目    | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 监管标准 | 预警指标 |
|-------|---------|---------|---------|------|------|
| 核心净资本 | 158.79  | 153.07  | 148.52  | --   | --   |
| 附属净资本 | 35.00   | 25.00   | 0.00    | --   | --   |

|            |        |        |        |      |      |
|------------|--------|--------|--------|------|------|
| 净资本        | 193.79 | 178.07 | 148.52 | --   | --   |
| 净资产        | 163.42 | 160.09 | 159.17 | --   | --   |
| 各项风险资本准备之和 | 65.92  | 49.63  | 45.90  | --   | --   |
| 风险覆盖率      | 293.99 | 358.83 | 323.58 | ≥100 | ≥120 |
| 资本杠杆率      | 39.51  | 42.19  | 34.51  | ≥8   | ≥9.6 |
| 净资本/净资产    | 118.59 | 111.23 | 93.31  | ≥20  | ≥24  |

资料来源：公司风险控制指标监管报表

#### 4. 盈利能力

2020年，公司营业收入有所增加，利润总额由负转正，增幅较明显，盈利指标有所上升，但盈利受资产减值侵蚀较大，整体盈利能力一般。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，未来收入可能仍有较大波动性。

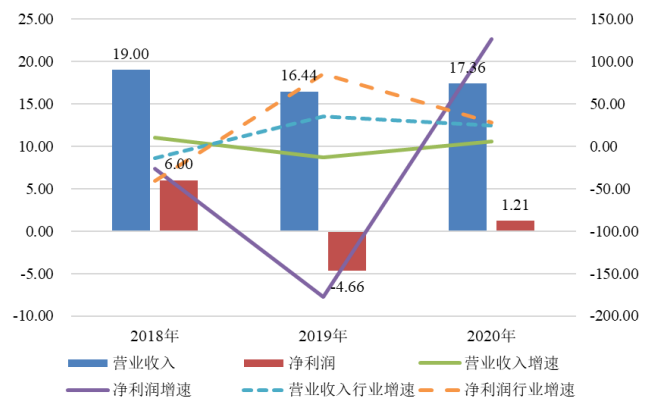
2020年，公司实现营业收入17.36亿元，较上年增长5.60%，主要系投资收益大幅增加所致，但同比增速低于行业平均水平（+24.41%）。

2020年，公司营业支出15.65亿元，同比下降31.60%，主要系公司计提信用减值损失规模减少所致。2020年，营业支出的主要由业务及管理费（占比33.63%）和信用减值损失（占比65.53%）组成。公司业务及管理费主要为人力成本。2020年，公司信用减值损失10.25亿元，其中其他债权投资信用减值损失7.21亿元，占比70.31%，买入返售金融资产信用减值损失2.94亿元，占比28.69%。2020年，公司营业费用率和薪酬收入比均有所下降，上述指标分别为30.30%

和18.29%。

受以上收入及支出变化的综合影响，2020年，公司利润总额与净利润由负转正、实现快速增长，同比增速分别为128.66%和125.90%。从盈利指标来看，2020年，公司营业利润率有所回升，自有资产收益率和净资产收益率亦有所上升但水平仍较低，公司整体盈利能力一般。

图4 公司营业收入和净利润情况（单位：亿元、%）



资料来源：证券业协会、公司财务报告，联合资信整理

表16 公司盈利指标（单位：%、名）

| 项目       | 2018年 | 2019年  | 2020年 |
|----------|-------|--------|-------|
| 营业费用率    | 32.39 | 39.12  | 30.30 |
| 薪酬收入比    | 19.67 | 23.63  | 18.29 |
| 营业利润率    | 42.56 | -39.13 | 9.89  |
| 自有资产收益率  | 1.47  | -1.23  | 0.30  |
| 净资产收益率   | 3.73  | -2.87  | 0.75  |
| 净资产收益率排名 | 38    | /      | /     |

注：净资产收益率指标仅公布中位数以上公司的排名，2019年和2020年公司未及中位数水平。

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从同行业对比来看，在可比证券公司中，公司杠杆水平与平均水平基本持平，成本控制能

力优于对标企业均值，但盈利能力较低，盈利稳定性较差。

表17 截至2020年末/2020年证券公司行业财务指标比较（单位：%）

| 企业名称             | 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      |
|------------------|-------------|-------------|--------------|---------------|--------------|
| 东北证券股份有限公司       | 8.74        | 2.76        | 35.93        | 55.39         | 66.86        |
| 中银国际证券股份有限公司     | 6.38        | 2.64        | 58.05        | 8.28          | 57.56        |
| 国海证券股份有限公司       | 4.83        | 1.47        | 49.81        | 71.91         | 66.22        |
| <b>上述样本企业平均值</b> | <b>6.65</b> | <b>2.29</b> | <b>47.93</b> | <b>45.19</b>  | <b>63.55</b> |
| <b>国开证券</b>      | <b>0.75</b> | <b>0.30</b> | <b>30.30</b> | <b>513.89</b> | <b>63.73</b> |

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

## 5. 或有事项

### 公司或有负债风险很低。

截至2021年3月末，公司不存在为其他公司（除子公司）提供担保情况；无涉及金额超过2021年3月末公司净资产的5%且作为被诉方的重大未决诉讼。

## 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“18国证债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

## 十、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年5月底，公司存续债券的短期偿债压力较大，但考虑公司股东背景很强，自身资本实力较强，且持有较大规模优质流动资产和畅通的融资渠道，公司对存续期内债券偿还能力仍属极强。

截至2021年5月末，公司存续债券余额共75.00亿元，且全部于2021年内到期。公司对存续债券保障情况如下表。公司优质流动资产对一年内到期债券保障能力一般；EBITDA对未来待偿债券本金峰值保障能力较弱，公司面临一定集中兑付压力。

表18 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

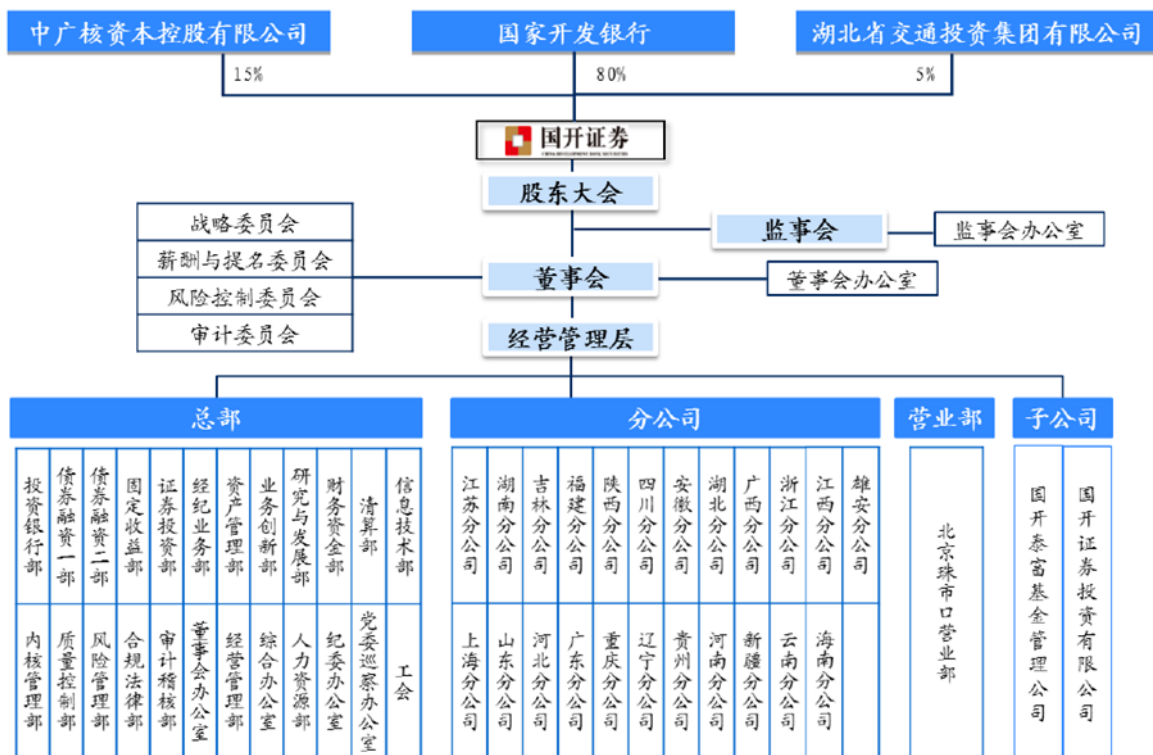
| 主要指标                | 指标值   |
|---------------------|-------|
| 本年度剩余应到期债券金额        | 75.00 |
| 未来待偿债券本金峰值          | 75.00 |
| 优质流动资产/本年度剩余应到期债券金额 | 0.97  |
| EBITDA/未来待偿债券本金峰值   | 0.02  |

注：1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. EBITDA、优质流动资产均采用2020年度数据；3. 存续债券余额按截至2021年5月末数据统计，计算本年度剩余应到期债券金额和未来待偿债券本金峰值时假设债券在最近一个行权日全额回售或赎回。

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理



## 附件 1 截至 2021 年 3 月末国开证券股份有限公司 股权结构图和组织结构图



资料来源：公司提供

## 附件 2 国开证券股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目            | 2018 年 | 2019 年  | 2020 年  |
|---------------|--------|---------|---------|
| 自有资产（亿元）      | 399.23 | 359.91  | 439.96  |
| 自有负债（亿元）      | 235.13 | 199.30  | 280.37  |
| 所有者权益（亿元）     | 164.10 | 160.61  | 159.59  |
| 自有资产负债率（%）    | 58.90  | 55.38   | 63.73   |
| 优质流动资产/总资产（%） | 21.05  | 30.73   | 16.49   |
| 营业收入（亿元）      | 19.00  | 16.44   | 17.36   |
| 利润总额（亿元）      | 8.20   | -6.31   | 1.81    |
| 营业利润率（%）      | 42.56  | -39.13  | 9.89    |
| 营业费用率（%）      | 32.39  | 39.12   | 30.30   |
| 薪酬收入比（%）      | 19.67  | 23.63   | 18.29   |
| 自有资产收益率（%）    | 1.47   | -1.23   | 0.30    |
| 净资产收益率（%）     | 3.73   | -2.87   | 0.75    |
| 盈利稳定性（%）      | 34.76  | 177.03  | 513.89  |
| 净资本（亿元）       | 193.79 | 178.07  | 148.52  |
| 风险覆盖率（%）      | 293.99 | 358.83  | 323.58  |
| 资本杠杆率（%）      | 39.51  | 42.19   | 34.51   |
| 流动性覆盖率（%）     | 874.00 | 1775.85 | 1285.55 |
| 净稳定资金率（%）     | 208.00 | 276.73  | 191.78  |
| 信用业务杠杆率（%）    | 56.50  | 19.21   | 27.60   |
| 短期债务（亿元）      | 109.67 | 117.30  | 262.84  |
| 长期债务（亿元）      | 118.96 | 76.50   | 0.00    |
| 全部债务（亿元）      | 228.63 | 193.80  | 262.84  |

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据除非特别说明均为合并口径；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径。

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   |
|------------|--|
| 资产总额年复合增长率 | (1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| 净资产年复合增长率  |  |
| 营业收入年复合增长率 |  |
| 利润总额年复合增长率 |  |
| 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 |



## 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

