

信用评级公告

联合〔2022〕1637号

联合资信评估股份有限公司通过对中邮证券有限责任公司及其 2022 年拟面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中邮证券有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺，中邮证券有限责任公司 2022 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



联合资信评估股份有限公司

评级总监：

刘吉

二〇二二年三月十一日

中邮证券有限责任公司2022年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告



评级结论
主体长期信用等级: AA ⁺
担保方信用等级: AAA
本期债券信用等级: AAA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期债券发行规模: 不超过 10.00 亿元 (含)

本期债券期限: 5 年期, 本期债券设置投资者回售选择权, 债券持有人有权在本期债券存续期的第 3 年末将其持有的全部或部分债券回售给公司; 本期债券设置赎回选择权, 公司有权在本期债券存续期间的第 3 年末赎回债券全部未偿份额

担保方式: 全额无条件不可撤销连带责任保证担保

担保方: 中国邮政集团有限公司

偿还方式: 单利按年付息, 到期一次性偿还本金

募集资金用途: 募集资金扣除发行费用后, 拟用于补充营运资金及适用的法律法规允许的其他用途。根据公司财务状况和资金使用需求, 公司未来可能调整部分流动资金用于偿还有息债务

评级时间: 2022 年 3 月 11 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

评级观点

联合资信评估股份有限公司 (以下简称“联合资信”) 对中邮证券有限责任公司 (以下简称“公司”或“中邮证券”) 的评级反映了公司作为全国综合性券商之一, 具备多元化经营的发展模式, 控股股东中国邮政集团有限公司 (以下简称“邮政集团”) 作为大型中央直属企业, 资本实力和综合竞争力很强, 能够在资金、品牌、客户、渠道等方面给予公司较大的支持。近年来, 公司业务稳步发展, 投资银行业务发展较快, 整体具备一定行业竞争力; 杠杆水平处于行业较低水平, 资本充足性良好, 且盈利水平持续提高。

同时, 联合资信也关注到经济周期变化、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; 公司债务全部为短期债务, 需对公司流动性管理情况保持关注。

担保方邮政集团作为在原国家邮政局所属的经营性资产和部分企事业单位的基础上组建的大型国有企业, 拥有国务院规定范围内的信件寄递业务的专营权, 在行业政策、税收优惠和财政补贴等方面均能够持续得到极强的政府支持。同时, 邮政集团金融板块业务主要包括银行、证券和保险业务, 具备很强的综合经营竞争力, 近年来业务持续发展。邮政集团所提供的担保对本期债券信用水平提升显著。

本期债券发行对公司杠杆水平影响有限; 本期债券发行后, 相关指标对全部债务的保障程度变化不大, 仍属较好水平; 本期债券担保方邮政集团的资产总额和所有者权益对本期债券本金能够形成很好覆盖。

未来随着资本市场的持续发展、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, 整体竞争实力有望进一步增强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券信用状况的综合评估, 联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺, 本期公司债券信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. **股东背景很强, 能够对公司形成有力支持。**公司作为邮政集团金融体系中具有重要战略地位的子公司, 股东背景很强且受股东支持力度较大。邮政集团能够以其强大的邮政网络资源、很强的综合竞争力和金融背景为公司提供有力的支持, 共同为客户提供全面金融服务。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果	AA ⁺	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	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	3
			业务经营分析	4
			未来发展	2
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	2
			资本充足性	3
			杠杆水平	1
		流动性因素		2
		调整因素和理由		
控股股东为邮政集团，股东实力及综合竞争力很强，能够在资金、品牌、客户、渠道等方面给予公司较大的支持				+2

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：董日新 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

2. 公司具备一定行业竞争力且杠杆水平较低。公司业务资质齐全，网点分布广泛。2018 年以来公司投行业务发展较快，股票和债券主承销佣金收入居行业中上游水平；公司杠杆水平较低，资本充足性较好。

3. 担保方邮政集团拥有领先的行业地位和极强的政府支持，具有很强的综合竞争力。担保方邮政集团拥有国务院规定范围内的信件寄递业务的专营权，在行业政策、税收优惠和财政补贴等方面均能够持续得到极强的政府支持。邮政集团资本实力极强，近年来营业总收入、利润总额持续增长，资产质量良好，具备很强的综合经营竞争力。

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。
2. 面临短期集中偿付情况。公司债务规模逐步增加，且全部为短期债务，公司面临一定债务集中偿付压力，需对公司流动性管理保持关注。
3. 担保方邮政集团主要业务经营易受经营环境变化影响，业务风险相对较高，短期债务规模及占比较高，需关注其流动性管理。邮政普遍服务业务市场需求下滑，包裹快递行业竞争激烈。近年来传统邮政业务市场需求持续下降，民营快递企业以低价竞争策略获得了较大市场份额，同时，邮政集团金融业务板块易受到政策环境等影响。截至 2020 年末，邮政集团短期债务规模及占比较高，需关注其流动性管理。

公司主要财务数据：

中邮证券（合并口径）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
自有资产（亿元）	78.88	93.22	95.68	118.10
自有负债（亿元）	22.39	34.52	34.94	56.16
所有者权益（亿元）	56.49	58.70	60.74	61.94
优质流动性资产/总资产（%）	34.44	31.22	13.92	/
自有资产负债率（%）	28.39	37.03	36.52	47.55
营业收入（亿元）	4.05	6.32	7.94	4.75
利润总额（亿元）	1.50	2.60	3.04	1.69
营业利润率（%）	36.94	40.17	35.46	35.65
净资产收益率（%）	1.98	3.37	3.75	2.07
净资本（亿元）	55.09	57.09	58.93	/
风险覆盖率（%）	338.65	325.47	325.52	/
资本杠杆率（%）	67.68	59.40	60.21	/
短期债务（亿元）	20.73	32.07	32.34	51.46
全部债务（亿元）	20.73	32.07	32.34	51.46

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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；2. 2021 年 1-9 月合并财务报表未经审计，相关指标未年化。
资料来源：公司财务报表、风险控制指标监管报表，联合资信整理

担保方主要财务数据：

邮政集团（合并口径）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	98126.55	105794.95	118170.90	127495.41
负债总额（亿元）	92765.80	99711.98	110682.47	118993.70
所有者权益（亿元）	5360.76	6082.96	7488.43	8501.71
归属于母公司所有者权益（亿元）	3511.52	3822.90	4275.68	4848.97
短期债务（亿元）	1988.13	1474.19	765.85	/
全部债务（亿元）	2916.39	2340.67	1520.96	/
营业总收入（亿元）	5664.16	6171.46	6645.00	5578.24
投资收益（亿元）	279.28	195.59	221.06	190.64
利润总额（亿元）	462.28	538.70	606.39	782.95
EBITDA（亿元）	635.58	708.38	772.83	/
筹资前净现金流（亿元）	813.71	-1521.25	210.42	-1461.28
营业利润率（%）	8.67	8.63	9.17	13.98
净资产收益率（%）	8.72	8.93	8.36	8.84
资产负债率（%）	94.54	94.25	93.66	93.33
全部债务资本化比率（%）	35.23	27.79	16.88	/
流动比率（%）	25.34	20.65	21.57	22.54
EBITDA 利息倍数(倍)	37.72	47.98	72.14	/
全部债务/EBITDA(倍)	4.59	3.30	1.97	/
邮政集团（母公司口径）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额(亿元)	2536.58	2626.77	2873.66	2981.66
所有者权益(亿元)	1376.14	1419.50	1585.38	1829.35
营业收入(亿元)	1647.13	1771.22	1847.84	1544.94
投资收益（亿元）	89.91	111.35	124.99	131.53
利润总额（亿元）	64.10	32.85	50.91	188.16
净资产收益率（%）	4.61	2.27	3.34	11.02
资产负债率（%）	45.75	45.96	44.83	38.65
流动比率（%）	54.09	49.72	66.20	53.78

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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；2. 邮政集团 2021 年 1-9 月财务报表未经审计，相关指标未年化。
 资料来源：邮政集团财务报表，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
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中邮证券有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

董日新

张晨露

联合资信评估股份有限公司



中邮证券有限责任公司2022年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”或“中邮证券”）前身为2002年6月经中国证监会批复，由原西安财政证券服务中心改制设立的西安华弘证券经纪有限责任公司，公司初始注册资本为0.53亿元，公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局；2006年2月，公司根据股东会决议及中国证监会有关文件批复，由新增股东中国邮政集团公司（后于2019年更名为“中国邮政集团有限公司”，以下简称“邮政集团”）、北京市邮政公司（以下简称“北京邮政”）、中国集邮总公司（后更名为“中国集邮有限公司”，以下简称“中国集邮”）合计增资5.07亿元，公司注册资产变更为5.60亿元；2009年，经中国证监会核准批复，公司更名为现名；2013年，西安市财政局及西安市阎良区财政局分别将所持有的全部0.43亿元股权及0.05亿元股权划转至西安市投资控股有限公司（以下简称“西投控股”）；2014年4月，公司由股东邮政集团和西投控股进行第二次增资扩股，注册资本增至20.60亿元；2014年7月，西安市莲湖区财政局将所持有的全部0.05亿元股权划转至西投控股；2015年8月，公司股东北京邮政将所持有的全部1.68亿元公司股权（占当时全部股权的8.16%）划转至邮政集团，并获得陕西证监局文件有关文件批复；2017年4月，公司由全部股东进行第三次增资扩股，注册资本增至31.60亿元；2017年6月，公司股东中国集邮将所持有的公司全部股权无偿划转至中邮资本管理有限公司（以下简称“中邮资本”），同时由股东中邮资本和西投控股对公司进行第四次增资，公司注册资本增至40.60亿元；2018年9

月，公司由全部股东进行第五次增资扩股，注册资本增至50.60亿元。

截至2021年末，公司注册资本及实收资本均为50.60亿元，控股股东为邮政集团，直接和间接持股比例合计为90.54%。邮政集团为大型中央直属企业，由财政部依据国家法律、行政法规等规定代表国务院履行出资人职责¹，因此公司实际控制人为财政部。截至2021年末，公司股东持股比例见下表；股权不存在被股东质押融资的情况。

表1 截至2021年末公司股东及持股比例（单位：%）

股东	持股比例
中国邮政集团有限公司	57.68
中邮资本管理有限公司	32.86
西安投资控股有限公司	9.46
合计	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司经营范围：许可经营项目：证券经纪、证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售（凭许可证在有效期内经营）；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2021年9月末，公司共设置16个总部部门，包括办公室（党委办公室）、财富管理事业部、投资银行事业部、运营管理总部、自营投资部、战略客户与协同发展部、风险管理部等部门；截至2021年9月末，公司共设有23家分公司，包括北京证券资产管理分公司（以下简称“资管分公司”）及22家各省市级分公司；共设23家证券营业部，分布于全国各主要省市，其中陕

¹ 截至2021年9月末，邮政集团股权结构已变更为中华人民共和国财政部及全国社会保障基金理事会分别持有公司90.00%及10.00%股权，但尚未完成工商变更登记。

西省营业部数量较多，为 8 家。截至 2021 年 9 月末，公司合并口径在职员工合计 948 人。

截至 2020 年末，公司资产总额 115.94 亿元，其中客户资金存款 16.50 亿元；负债总额 55.21 亿元，其中代理买卖证券款 20.27 亿元；所有者权益 60.74 亿元，全部系归属于母公司的所有者权益；净资本 58.93 亿元。2020 年，公司实现营业收入 7.94 亿元，利润总额 3.04 亿元，净利润 2.24 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.29 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.46 亿元。

截至 2021 年 9 月末，公司资产总额 139.03 亿元，其中客户资金存款 17.61 亿元；负债总额 77.09 亿元，其中代理买卖证券款 20.93 亿元；所有者权益 61.94 亿元，全部系归属于母公司的所有者权益。2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 4.75 亿元，利润总额 1.69 亿元，净利润 1.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.84 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.50 亿元。

公司注册地址：陕西省西安市唐延路 5 号（陕西邮政信息大厦 9~11 层）；法定代表人：郭成林。

二、本期债券概况及募集资金用途

本期债券名称为“中邮证券有限责任公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行规模不超过 10.00 亿元（含 10.00 亿元）。本期债券期限 5 年，本期债券设置投资者回售选择权，债券持有人有权在本期债券存续期的第 3 年末将其持有的全部或部分债券回售给公司；本期债券设置赎回选择权，公司有权在本期债券存续期间的第 3 年末赎回债券全部未偿份额。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行，利率为固定利率，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商协商确定。本期债券设置票面利率调整选择权，公司有权在本期债券存续期的第 3 年末决定是否调整本期债券后续计息期间的票面利率。本期债券面向专

业投资者公开发行，采用单利计息，付息频率为按年付息，到期一次性偿还本金。

本期债券由邮政集团提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充营运资金及适用的法律法规允许的其他用途。根据公司财务状况和资金使用需求，公司未来可能调整部分流动资金用于偿还有息债务。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021 年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年我国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长 25.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90% 和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08% 和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20% 的水平，主要是受局部疫情反复影

²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

年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

响较大所致。

表 2 2017-2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；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

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外供需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈

现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、

PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。

2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政

策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、行业分析

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

1. 证券行业概况

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

近年来，股票市场震荡加剧，2018 年，经济环境下行叠加不利外部影响导致沪深指数出现较大幅度下跌，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度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。根据证券交易所公布的数据，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 倍。2020 年全部 A 股成交额为 206.02 万亿元，同比增长 62.37%。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%。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%；完成 IPO、增发、配股和发行优先股的企业分别为 396 家、362 家、18 家和 8 家；完成可转债和可交债发行的企业分别为 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重影响下，债券市场规模不断扩大，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券需求增长。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，债券市场规模持续增长，受疫情以及货币政策影响，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，同业拆借金额为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%，占全国市场份额的26.38%。

图1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

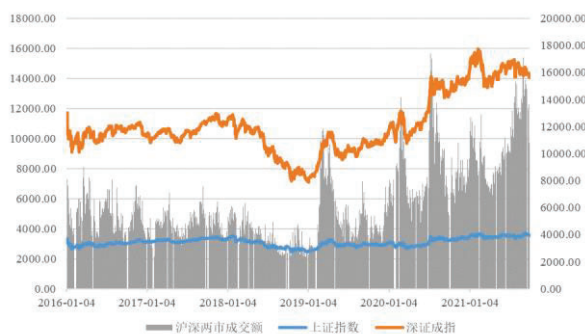
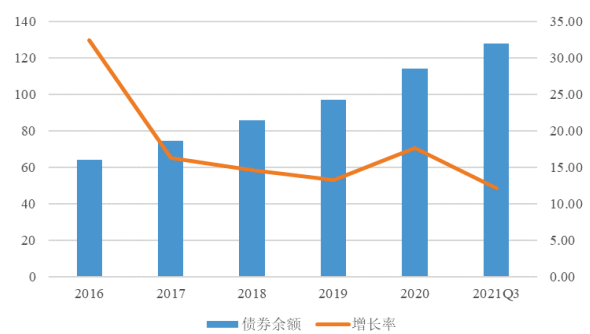


图2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



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的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。2021年9月，定位为“服务创新型中小企业的主阵

地”的北京证券交易所注册成立，我国资本市场的层次布局不断完善。

随着证券市场规模的逐步扩大，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；净利润呈现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，证券公司收入来源以经纪业务、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	2021 年 1—9 月
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139	140
盈利家数（家）	124	120	106	120	127	124
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37	88.57
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79	3663.57
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34	1439.79
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90	10.31
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31	2.49
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82	1.94

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，多家证券公司投资银行业务、资产管理业务和自营业务遭到重罚。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、投资银行仍是收入的主要构成，经纪和投资银行业务收入占比较 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。

2021 年前三季度，国民经济稳中向好，证券行业保持增长态势。截至 2021 年 9 月底，140 家证券公司总资产为 10.31 万亿元，较 2020 年底增长 15.84%；净资产为 2.49 万亿元，较 2020 年底增长 7.79%；净资本为 1.94 万亿元，较 2020 年底增长 6.59%。2021 年前三季度，140 家证券

公司实现营业收入 3663.57 亿元，实现净利润 1439.79 亿元，分别同比增长 7.00%和 8.51%，经营业绩保持增长态势，其中有 124 家证券公司实现盈利（中国证券业协会统计数据，下同）。

2. 行业政策

在资本市场深化改革背景下，证券公司严监管态势将延续；2020 年以来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。

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，证券公司次级债公开发行的放开拓宽了证券公司融资渠道，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。

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,进一步完善了证券公司股东准入和监管的相关要求。

2021年4月,证监会修订《科创属性评价指引(试行)》,新增研发人员占比超过10%的常规指标,按照支持类、限制类、禁止类分类界定科创板行业领域,建立负面清单制度;在咨询委工作规则中,完善专家库和征求意见制度,形成监管合力;交易所在发行上市审核中,按照实质重于形式的原则,重点关注公司的自我评估是否客观,保荐机构对科创属性的核查把关是否充分,并做出综合判断。

2021年5月,证监会首批证券公司“白名单”公布,对纳入白名单的证券公司取消部分监管意见书要求,同时对确有必要保留的监管意见书,简化工作流程,从事前把关转为事中事后从严监督检查。后续,证监会将根据证券公司合规风控情况对“白名单”持续动态调整。

2021年7月,中国人民银行公布《证券公司短期融资券管理办法》,自2021年9月1日起开始正式实施。中国人民银行对证券公司发行短期融资券实施宏观管理,可根据货币市场流动性和金融市场运行情况,调整证券公司发行的短期融资券余额与净资本比例上限和最长期限。

2021年7月,证监会发布《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》,强化监管力度,督促证券公司认真履职尽责,更好发挥中介机构“看门人”作用。2021年

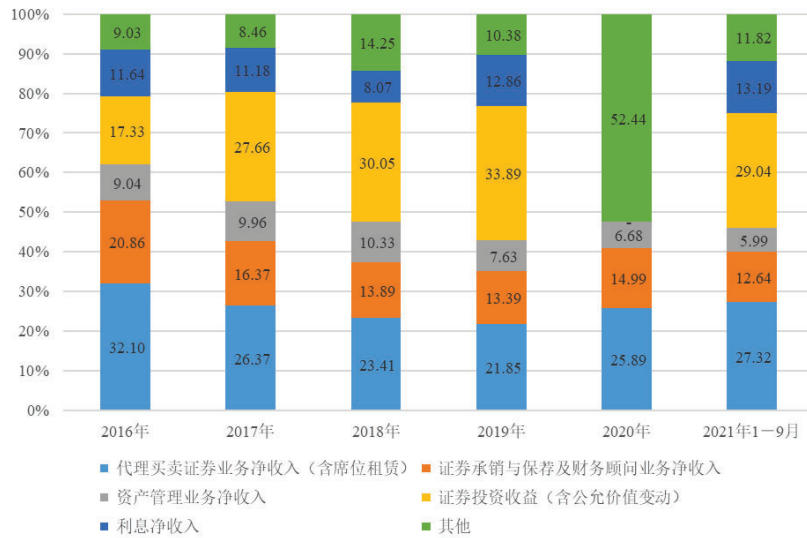
9月,证监会发布《关于修改<创业板首次公开发行股票发行与承销特别规定>的决定》,取消新股发行定价与申购安排、投资风险特别公告次数挂钩的要求;删除累计投标询价发行价格区间的相关规定,由深圳证券交易所在其业务规则中予以明确。沪深证券交易所、中国证券业协会同步完善了科创板、创业板新股发行定价相关业务规则。同月,证监会发布《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》,进一步规范辅导相关工作,积极为稳步推进全市场注册制改革创造条件。

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、自营业务和投资银行业务是我国证券公司主要的业务收入来源,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,经纪业务收入占比呈下降态势,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,投资银行业务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。2020年,经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升,投资银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，收入实现存在较大的波动性。

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在2016—2019年持续下降；同时，证券公司客户资金账户非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销的经纪业务模式形成挑战。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，重塑经纪业务条线组织架构、增加投顾人员、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，同比下降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%。2021年前三季度，沪深两市成交量190.30万亿元，同比增长20.47%；证券公司实现代理买卖证券业务净收入1000.79亿元（含交易单元席位租赁），同比增长11.19%，证券经纪业务仍具备较强的增长动力。

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%。2021 年前三季度, 证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 416.00 亿元, 同比下降 3.61%。

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%。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资, 该类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 年证券公司业务范围和投资方式限制的放宽以及另类投资子公司设立政策的颁布, 意味着证券公司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。2021 年前三季度, 证券公司实现投资收益(含公允价值变动) 1064.04 亿元, 同比增长 4.97%。

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。证券公司资产管理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, 资产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%。2021 年前三季度, 证券公司实现资产管理业务

净收入 219.62 亿元，同比增长 3.28%。

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但风险可控，股票质押业务风险继续化解。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为自身业绩的提升作出一定贡献。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，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，股票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。截至 2021 年 9 月末，沪深两市两融余额为 18415.25 亿元，较年初增长 13.74%。随着两融余额的稳步增长，信用业务利息净收入亦呈增长态势。2021 年前三季度，证券公司实现利息净收入 483.07 亿元，同比增长 8.41%。

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。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，中信证券股份有限公司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未就核心条款达成一致意见，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，证券公司持续补充净资本，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地区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，系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，系瑞银证券有限责任公司、瑞信证券（中国）有限公司、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有限公司和甬兴证券有限公司 2 家国内证券公司，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内证券公司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证券公司面临挑战，放宽证券公司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. 未来动向

随着监管力度的加强，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以“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的重要主题。

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的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行业内收购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为50.60亿元，控股股东为邮政集团，直接和间接持股比例合计为90.54%；公司实际控制人为财政部。

2. 企业规模和竞争力

公司是全国综合性证券公司之一，业务牌照齐全，具有一定的综合竞争力；资本实力较强，各项业务指标在行业内处在中下游水平，整体呈上升趋势。

公司是全国综合性证券公司之一，拥有融资融券、证券承销、证券资产管理等多种业务资质，业务牌照齐全，可为投资者提供综合性的证券金融服务。分支机构及网点分布于全国各主要省市，分布范围较广泛。从资本实力上看，根据中国证券业协会披露的排名情况，2018—2020年末，公司净资产排名基本稳定，处于行业中游水平。截至2020年末，公司资产总额115.94亿元，净资产58.93亿元。从各项业务条线来看，公司各主要业务板块在行业内排名均处于中下

游水平，除证券投资业务外，整体排名呈上升趋势，其中2020年股票主承销佣金收入和债券主承销佣金收入行业排名分别为第51名和第52名，已具备一定的业务竞争力。2021年上半年，公司进行了规模较大的组织架构调整，从公司治理、人员薪酬等方面进行了改革，激励作用更加明显，内控制度更加完善，有利于促进业务发展、进一步提升公司综合竞争力。

表5 公司主要业绩排名（单位：名）

项目	2018年	2019年	2020年
净资产	65	66	65
营业收入	84	82	74
证券经纪业务收入	87	84	85
客户资产管理业务收入	/	/	/
投资银行业务收入	95	85	69
融资类业务收入	80	73	68
证券投资收入	63	84	80

注：2019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”，该指标仅可获取到位于行业中位数以上公司的排名

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

3. 人员素质

公司高级管理人员经验较为丰富，员工构成较为合理，能够满足公司现阶段业务发展需求。

公司董事长郭成林先生，1973年11月出生，工商管理硕士，高级会计师。现任中国邮政集团有限公司总会计师、党组成员，中邮证券董事长。曾任中国建筑股份有限公司（以下简称“中国建筑”）审计局副局长、监事会办公室副主任；中国建筑审计局局长、监事会办公室主任；中国建筑财务资金部总经理、监事会办公室主任；中国建筑财务资金部总经理、董事会办公室主任、办公厅（党组办）主任，中国海外集团有限公司（以下简称“中国海外”）常务董事，中建财务有限公司（以下简称“中建财务”）董事；中国建筑集团有限公司党组办公室主任，中国建筑董事会办公室主任、办公厅主任，中国海外常务董事，中建财务董事；2021年4月起担任公司董事长。

公司总经理步艳红女士，1973年1月出生，中国人民大学博士研究生，高级经济师、副研究

员。现任中邮证券有限责任公司党委副书记、董事、总经理、北京证券资产管理分公司总经理。曾任中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称“邮储银行”）国际业务部外汇资金交易处处长、邮储银行金融市场部副总经理、邮储银行资产管理部副总经理、邮储银行资产管理部总经理；中邮理财有限责任公司党委委员、执行董事、总经理；2021年1月起担任公司总经理；2021年2月起担任公司董事。

截至2021年9月末，公司合并口径在职员工合计948人。按业务条线划分，经纪业务人员占比61.81%，投行业务人员占比10.97%，资产管理业务人员占比4.22%，信息技术人员占比3.69%，证券投资业务人员占比2.11%，财务人员占比1.37%，风控人员占比1.05%，其他人员占比14.77%；从学历划分来看，硕士研究生及以上人员占比35.55%，本科学历人员占比60.55%，大专及以下人员占比3.90%。公司员工整体素质较高，岗位及学历构成较为合理，能够满足公司现阶段业务发展需求。

4. 企业信用记录

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码：91610131735084671X），截至2022年3月8日查询日，公司无过往信贷业务，无未结清信贷交易。

截至2021年末，公司未在公开市场发行债务融资工具。

截至2022年2月末，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

截至2021年9月末，公司获得银行授信规模96.00亿元，已使用银行授信额度16.00亿元，间接融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构，建立了权责分明的管理机制。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》《证券公司治理准则》《证券公司内

部控制指引》等相关法律法规和《公司章程》的规定，设立了由公司党委、股东会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理结构和运作机制，公司整体法人治理机制运行良好。

公司党委充分发挥企业党组织的领导核心和政治核心作用。公司设立党委，党委设书记1名，副书记1名。同时，公司按规定设立纪委。公司党委根据《中国共产党章程》等党内法规履行相关职责。重大经营管理事项必须经党委研究讨论后，再由董事会或经营管理层作出决策。

股东会是公司的权力机构，公司按照相关规定召开股东会。股东会依法行使以下职权：决定公司经营方针和投资计划；审议批准董事会、监事会的报告；审议批准公司年度财务预算、决算、利润分配等方案；对公司增加或减少注册资本、发行债券等重大事项作出决议等。2018—2020年，公司共召开了13次股东会会议，其中2018年、2019年和2020年分别召开会议4次、5次和4次。

公司设立董事会，对股东会负责，根据《公司章程》的规定行使职权。公司董事会由9名董事组成，其中邮政集团派驻董事5名，西投控股派驻董事2名，独立董事2名。2018—2020年，公司共召开了21次股东会会议，对修订《公司章程》、调整公司董事人员、调整公司高级管理人员、调整公司专业委员会成员、公司反洗钱工作管理制度修订、公司管理制度修订等议案进行了审议；董事会下设薪酬与提名委员会、审计委员会、风险控制委员会，分别对财务报告、内部控制、风险管理、高管薪酬与考核等事项提出意见和建议。

公司监事会对股东会负责，依据《公司章程》独立行使职权，是公司的内部监督机构。监事会由3名监事组成，其中股东监事1名，专职监事1名，职工监事1名。监事会对公司财务以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，负责落实执行董事会的各项决议和进行公司的日常经营管理活动。董事会授权经营管理层设

立了自营业务投资和管理委员会、资产管理业务投资决策委员会、信用交易决策委员会、投资银行业务决策委员会和IT治理委员会，对专业事务进行集体决策。截至2021年12月末，公司经营管理层由8名成员组成，其中董事兼总经理1名，副总经理兼首席信息官1名，副总经理兼合规总监1名，首席风险官1名，高级管理人员（财富管理方向）1名，高级管理人员（资产管理方向）1名，高级管理人员（投资银行方向）1名，董事会秘书1名。公司经营管理层成员均具有较高的学历背景和丰富的经营管理经验，有助于公司的稳健发展。

公司按照相关法律法规及《公司章程》建立了分工明确、相互制衡的内部控制体系。公司不断建立健全内部控制体系，并根据业务发展需要逐步完善组织架构设置。2021年上半年，公司进行了规模较大的组织架构调整。从公司治理方面，进一步细化了董事会、股东会、经营层的治理体系，增设了董事长常务会议，增加了对重要经营事项的审议。经营层增设了财富管理、投行、投资、资产管理4项业务条线的管理委员会，以及金融科技和风险管理的管理委员会，承担日常业务和风险的议事职能，提升经营效率，分层授权，优化管理模式。业务部门和整体架构方面，围绕业务和客户的变化，成立财富管理事业部和投行事业部；建设了网络金融部，提高线上服务客户的能力；投行业务条线调整，将全部业务按照债权融资、股权融资做了区分；成立了运营管理总部，借鉴行业经验，对后台的运营服务整合建设，提升运营管理效率；成立了战略客户和协同发展部，承担与集团的协同对接和发掘战略客户业务需求的职能；优化三会治理，建立了办公室，单设审计部，并对相关部门的职能进一步梳理和明确。公司按照前、中、后台分离原则设置部门机构，组织架构图见附件1-2。

2. 管理水平

公司根据业务发展建立了相应的内控管理体系，组织架构能够满足业务发展的需要；但2019年以来公司连续多次收到有关监管措施或

处罚，内控水平仍需进一步完善。

公司按照《公司法》《证券法》《反洗钱法》以及中国证监会相关规定，结合公司实际情况，根据业务需要不断完善内部控制制度、通过提高内部控制管理的措施与目标加强对各项业务的控制、保持良好的信息与沟通机制、强化内部监督措施。根据中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的内部控制专项报告（中兴华核字（2021）第110002号），公司建立了科学的治理结构及符合公司发展需要的组织架构和运行机制，形成了职责分明、相互制衡的内部控制组织体系；公司对现已开展的的业务与事项均已建立了内部控制制度。公司内部控制总体有效，能够保证公司各项业务活动的合法合规开展及公司内部规章制度的贯彻执行，保护客户及公司资产的安全和完整，防止、发现和纠正错误和舞弊情况，提高公司经营效率和效果，保证公司业务记录及财务信息的可靠、完整和及时。公司董事会下设的审计委员会和风险控制委员会分别负责监督公司的稽核审计及风险管理工作，审查公司的内控及风险控制制度，审核公司的财务信息及披露工作，对公司的风险状况和风险管理能力进行评价。根据公司2018年10月9日发布的《关于风险管理部设立内核室的通知》，风险管理部二级部室内核室作为公司常设内核机构，负责公司投资银行类业务内核委员会的日常事务并独立履行投资银行类业务常设内核机构的职责。内核室组织建立了公司层级统一的内核管理制度体系，明确了内核的目标、机构设置及其职责、内核标准和流程等，进一步完善了有关业务制度体系，防范了业务风险。

监管措施和处罚方面，2019年8月，公司因股票质押回购交易业务、资管业务和债券交易业务存在相关内控制度不完善问题，收到陕西证监局《关于对中邮证券有限责任公司采取责令改正措施的决定》，公司自收到监管措施决定之日起1个月内完成整改并向陕西证监局提交书面报告。2019年10月，公司分别收到上海证券交易所《纪律处分意向书》和深圳证券交易所

《纪律处分事先告知书》，对上述股票质押回购交易业务存在的问题，分别作出暂停股票质押回购交易业务回购交易权限6个月的自律处分。2020年4月，公司因存在对信用客户融资款划拨不及时问题，收到中国证券投资者保护基金公司《整改通知书》。2020年6月，公司因存在债券交易业务不规范等问题，收到中国证监会《关于对中邮证券有限责任公司采取责令改正措施的决定》；2020年8月，公司由于上述债券交易业务存在的问题，收到中国证监会《关于对中邮证券有限责任公司采取责令处分有关人员措施的决定》和《关于对王常鉴采取认定为不适当人选措施的决定》。2020年8月，公司所属分支机构吉林分公司因存在未全面落实适当性管理义务问题，收到吉林证监局《关于对中邮证券有限责任公司吉林分公司采取出具警示函措施的决定》。2020年12月，公司因存在全面风险管理、公司债券和资产管理业务不规范等问题，收到陕西证监局《关于对中邮证券有限责任公司采取责令改正措施的决定》；2021年5月，公司因存在廉洁从业管理和资管业务不规范等问题，收到陕西证监局《关于对中邮证券有限责任公司采取责令改正措施的决定》和《关于对丁奇文、李小振、胡韧采取出具警示函措施的决定》，截至2021年9月末，公司已对上述问题及时进行整改并向相关部门和机构提交整改报告，并接受验收。

在证监会分类评价中，公司2018—2021年分类评价结果分别为BBB级、BBB级、BB级和CCC级，2021年分类评价结果有所下滑，内控水平有待进一步提高。

七、经营分析

1. 经营概况

2018—2020年，公司营业收入和利润总额规模持续增长；自营投资和信用交易业务收入占比较高，投资银行业务发展较快，收入结构

有所优化；2021年前三季度，公司营业收入和利润总额同比有所下降；需关注经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能导致公司经营有所波动。

2018—2020年，公司营业收入规模持续增长，年均复合增长39.99%；2020年，公司实现营业收入7.94亿元，同比增长25.62%，增速高于行业平均水平（24.41%），主要系投资银行业务发展较快，收入规模大幅增长所致。2018—2020年，公司利润总额亦逐年增长，年均复合增长42.24%；2020年，公司实现利润总额3.04亿元，同比增长16.83%。公司整体经营业绩保持上升态势。

从收入构成来看，公司营业收入结构整体较为均衡。2018—2020年，自营投资业务始终是公司最重要的收入来源，投资标的以债券为主，收入规模随投资规模的波动呈波动增长趋势，2020年受其他业务板块收入增长较快的影响，占比下降至28.23%，但仍为公司第一大收入来源；经纪业务及信用交易业务与证券市场交易活跃度呈正相关，收入规模持续增长，其中信用交易业务2019年起降为公司第二大收入来源，2020年，经纪业务及信用交易业务的收入占比分别为14.12%和25.37%；资产管理业务方面，在监管趋严、资管新规落地及业务主动转型等影响下，收入规模小幅波动增长，对营业收入贡献程度逐年下降，2020年占比下降至13.19%；受债券承销业务快速发展的推动，投资银行业务收入持续较快增长，对收入贡献程度逐年提升，2020年收入占比增至18.63%。

2021年1—9月，公司营业收入为4.75亿元，同比下降22.78%，主要系公允价值变动收益同比大幅下降所致；实现利润总额1.69亿元，同比下降71.95%，主要系营业收入同比下降与营业支出同比增长综合作用所致。

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
经纪业务	0.62	15.25	0.83	13.17	1.12	14.12
信用交易业务	1.16	28.68	1.68	26.59	2.01	25.37
资产管理业务	0.93	22.85	0.92	14.63	1.05	13.19
自营投资业务	1.15	28.46	2.50	39.61	2.24	28.23
投资银行业务	0.06	1.48	0.33	5.22	1.48	18.63
其他收入	0.13	3.28	0.05	0.78	0.04	0.46
营业收入合计	4.05	100.00	6.32	100.00	7.94	100.00

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

2. 业务运营

2018—2020年，公司不断推进经纪业务的战略规划实施和转型升级，伴随着市场行情逐步回升，经纪业务收入规模稳步增长；2021年前三季度，公司证券经纪业务市场份额有所下滑。代理买卖证券业务受股票市场行情波动的影响较大，未来经纪业务收入增长仍存不确定性。

近年来，公司逐步推动传统经纪业务向财富管理业务转型，完善分支机构管理体系和组织架构。公司在充分对接邮政集团体系内的各地方机构与战略客户协同资源的同时，持续拓展分支机构数量，优化网点布局，2018—2020年，公司持续推动轻型营业部的设立，完成了武汉、绵阳、西安、上海、深圳等地的轻型营业部的新设工作。截至2021年6月末，公司下辖分支机构46家，包括1家资管分公司，22家省市级分公司及23家营业部。同时，公司储备了一批产品型客户，着重培训销售团队和投顾团队，初步建成从产品端到客户端的财富管理通道，金融产品销售额增速较快。截至2020年末，公司经纪业务账户总量共162万户、客户保证金20.16亿元，上架销售产品数量747支，包括股票型基金、混合型基金、债券型基金等种类。此外，近年来公司推动科技赋能智慧转型，开发上线并不断优化升级手机APP，于2019—2020年连续两年获得新浪财经券商APP风云榜“最佳投顾服务APP”奖项。公司通过举办线下营销活动、运用大数据分析技术等方式对客户进行智能营销和服务，不断满足客户需求。

公司证券经纪业务以证券类零售业务为主，

收入主要来自于代理买卖证券业务，与整体股票市场的活跃度具有很强正相关性。2018—2020年，公司股票、基金、债券代理买卖交易额持续增长，证券经纪业务净收入和市场份额随之稳步上升。2018—2020年，公司代理买卖证券手续费及佣金净收入随市场行情变化而逐年增长，其中2020年同比增长38.08%，占经纪业务手续费及佣金净收入的80.41%；2018—2020年公司经纪业务佣金率持续下降，主要系新客户佣金率较低，同时其交易规模逐年增加所致。证券类机构业务方面，2018—2020年，公司实现交易单元席位租赁净收入持续增加但规模较小；代销金融产品方面，2018—2020年，公司代销金融产品净收入持续增长，年均复合增长40.32%，主要系基金销售规模持续大幅增加所致。2018—2020年，公司证券经纪业务收入行业排名分别为第87名、第84名和第85名。

2021年1—9月，公司股票、基金、债券代理买卖交易量为2001.25亿元，市场份额下降至0.16%，佣金率水平基本保持稳定。

表7 公司证券经纪业务情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
股票、基金、债券代理买卖交易量（亿元）	1070.51	1496.37	2363.19	2001.25
代销金融产品业务净收入（亿元）	0.10	0.13	0.20	0.08
代理买卖证券业务净收入（亿元）	0.45	0.62	0.85	0.70
市场份额（%）	0.14	0.16	0.18	0.10
佣金率（‰）	0.389	0.368	0.355	0.335

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司信用交易业务以融资融券业务和股票质押业务为主，2018年以来，融资融券业务规模和收入整体呈增加趋势；2019年末以来公司压降股票质押业务规模，整体信用业务杠杆率适中。

公司信用交易业务主要包括融资融券业务和股票质押业务。2018—2020年，公司信用交易业务收入持续增长，年均复合增长31.66%，主要系融资融券和股票质押业务收入持续增长所致。2018—2020年，公司融资类业务收入行业排名分别为第80名、第73名和第68名。

融资融券业务方面，近年来，随着证券市场回暖和公司持续优化客户结构的综合推动，融资融券业务规模和收入持续增加。2018—2020年末，公司融资融券业务规模持续快速增长，年均复合增长55.87%。截至2020年末，融资融券业务余额为14.31亿元，较上年末大幅增长46.32%。2018—2020年，公司融资融券业务收入逐年稳步增长，年均复合增长21.80%；其中2020年公司实现收入0.75亿元，同比增长

36.68%。

2018—2020年末，公司股票质押业务规模波动上升，年均复合增长12.65%。公司自2013年11月获准在上交所及深交所开展股票质押式回购业务以来，股票质押式回购业务规模稳步增长。但近年来，“股票质押新规”和“减持新规”的出台对股票质押业务进行了规范，在此背景下，2019年，公司大力发展股票质押业务，截至2019年末股票质押业务规模较上年末增长56.30%；2020年，根据有关监管部门股票质押业务压规模、控风险的监管导向和业务要求，公司股票质押业务规模有所下降，截至2020年末规模降至12.59亿元。2018—2020年，公司股票质押业务收入持续增加，年均复合增长30.76%，2020年股票质押业务实现收入1.03亿元，同比略有增长，主要系公司在压降业务规模的背景下保证新增业务质量，提高存量业务整体利率水平所致。

2018—2020年末，公司信用业务杠杆率持续上升，整体杠杆水平适中。

表8 公司信用业务情况（单位：亿元、%）

项目	2018年末/2018年		2019年末/2019年		2020年末/2020年		2021年9月末/2021年1—9月	
	余额	收入	余额	收入	余额	收入	余额	收入
融资融券业务	5.89	0.50	9.78	0.55	14.31	0.75	13.51	0.68
股票质押回购业务	9.92	0.60	15.50	1.02	12.59	1.03	12.05	0.63
合计	15.80	1.11	25.28	1.57	26.90	1.78	25.56	1.31
期末信用业务杠杆率	27.98		43.07		44.29		41.26	

注：部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2021年9月末，公司信用业务规模较上年末小幅下降4.99%，其中融资融券业务余额较上年末小幅下降5.60%，股票质押回购业务余额受公司继续压降规模的影响，较上年末小幅下降4.30%；2021年1—9月，公司信用业务实现收入1.31亿元；截至2021年9月末，公司信用业务杠杆率为41.26%，较上年末有所下降。

截至2021年9月末，公司股票质押式回购业务涉及1个违约项目，标的为某能源行业上市公司股票，本金原值金额为1.10亿元，已计提减值准备余额0.09亿元，截至2021年末已处置完毕，本金全部收回。

2018—2020年，受公司大力发展、积极对接邮政集团内协同业务资源和市场环境宽松、政策机遇的共同影响，公司投资银行业务持续发展，其中债券承销业务发展较快，具备一定的行业竞争力；2021年前三季度，受整体市场环境影响，债券融资业务发展有所放缓。

公司投资银行业务主要包括债券融资业务、财务顾问业务和股权融资业务。

公司债券融资业务主要包括企业债券、公司债券、资产证券化产品等固定收益类证券的承销。2019年以来，公司以债券项目为投行业务发展重点，大力拓展市场渠道和集团内协同业

务，同时在国内流动性总体宽松、债券一级市场融资规模显著增长的影响下，公司承销规模持续大幅增加。2018—2020年，公司债券承销规模持续快速增长，年均复合增长293.10%；2020年，公司债券承销规模为177.71亿元，同比大幅增长272.56%，主要系公司重点巩固债券业务优势进行市场拓展，同时积极承接集团内协同业务所致。2018—2020年，公司投资银行业务收入行业排名分别为第95名、第85名和第69名，其中债券主承销佣金收入行业排名分别为第92名、第77名和第52名，债券承销业务具备一定的行业竞争力。

2020年，公司股权融资类业务有所发展，完成IPO项目1单，融资金额32.71亿元。未来公司计划在巩固债券融资的优势下，积极发展IPO、

并购重组等股权融资类业务，在未来3—5年内实现突破，促进整体投行业务快速发展。

公司财务顾问业务类型主要包括改制、收购兼并、重大资产重组、股权转让等；新三板业务主要包括新三板推荐挂牌等业务。2018—2020年，公司财务顾问业务和新三板业务数量略有波动；2020年，公司财务顾问业务和新三板业务数量分别为13个和11个，整体保持稳定发展。

2021年前三季度，公司投资银行类业务仍以债券融资业务为主，但受整体市场环境的影响，债券融资业务发展有所放缓，共完成21单项目，承销金额共119.40亿元；新三板业务和财务顾问业务均完成9个项目。

表9 公司投行业务情况（单位：个、亿元）

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—9 月	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
股权融资	0	0.00	0	0.00	1	32.71	0	0.00
其中：IPO	0	0.00	0	0.00	1	32.71	0	0.00
债券融资	2	11.50	8	47.70	33	177.71	21	119.40
新三板	9	/	12	/	11	/	9	/
财务顾问	13	/	15	/	13	/	9	/
合计	24	--	35	--	58	--	39	--

注：1. 表格中列示项目为截至各期末已取得批文并启动发行项目，未启动发行项目未在上表列示；2. 新三板项目因存在同一客户跨年支付项目收入情形，故各期内按项目口径分别统计数量

资料来源：公司提供，联合资信整理

2018年以来，公司自营业务规模有所波动，自营投资标的以债券为主；截至2021年9月末，自营投资规模较上年末有所增长；自营投资业务受市场行情影响相对较大，自营业务收入水平存在波动性。

公司的自营业务包括自营债券投资业务和权益类投资业务。公司授权自营投资部开展自营债券交易（包括债券质押式回购）及权益交易业务，在人员、账户、资金、信息等方面与其他业务部门严格分离，防范利益冲突。近年来，公司通过提升信用等级债券持仓占比、实施资金渠道竞价引入、增加波段操作和短期交易等方式优化资产配置、控制信用风险、保持收益规模。公司合规部、风险管理部、清算部、财务部

等中后台部门集中统一管理，分别负责交易的合规管理、风险控制、清算交收、财务核算等，通过信息技术手段掌握、监测投资交易行为，防范风险。2018—2020年，公司证券投资业务收入行业排名分别为第63名、第84名和第80名；公司自营投资业务整体收益率保持在8.00%以上，投资收益率水平较好。

2018—2020年末，公司自营业务规模小幅波动增长，年均复合增长1.06%。2018—2020年，自营投资业务以债券投资为主，占自营投资规模的95%以上，但债券投资规模及占比均有所波动，其中以AA⁺及以上等级的债券持仓为主，但占比有所波动；2020年债券市场大幅波动，公司对操作策略进行相应调整，通过控制信用债

持仓规模、运用多种工具和渠道，保障了流动性安全，控制了市场风险和信用风险，2020年末债券投资规模48.06亿元，较上年末下降12.41%。2018—2020年，公司权益投资团队运用稳健操作和低仓位运行的投资策略，股票投资规模呈稳步上升趋势，但整体规模仍较小；2018—2019年，公司根据业务发展需要及市场行情变化，公司增加股票投资规模，截至2020年末，公司股票投资规模2.18亿元，较上年末增长80.17%，主要系公司按照整体业务安排增加邮储银行等邮政集团体系内股票所致。2018—2020年，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本指标呈增长趋势，自营非权益类证券及其衍生品/净资本指标有所波动，但指标均远优于监管标准（≤400%

和≤500%）。

截至2021年9月末，公司自营投资业务规模较上年末大幅增长43.64%，从构成来看仍以债券投资为主（占比为76.74%），但占比有所下降；股票投资规模有所下降，基金投资规模有所上升。

截至2021年9月末，公司自营投资业务持有的2个债券项目出现实质违约，本金规模共计1.54亿元，公司对此一方面与债务人等多方洽谈推进潜在违约处置工作，另一方面积极寻找二级市场处置方案。公司将自营投资业务所持债券计入交易性金融资产科目，不进行减值计提，相关价值波动情况根据公允价值变动计入当期损益。

表10 公司自营投资业务结构（单位：亿元、%）

项目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年9月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	48.73	98.90	54.87	97.25	48.06	95.51	55.47	76.74
其中：AA评级	10.17	20.64	15.57	27.60	10.47	20.81	8.05	11.13
AA+评级及以上	38.22	77.57	39.28	69.62	37.06	73.65	46.90	64.89
股票	0.10	0.20	1.21	2.14	2.18	4.33	1.11	1.54
基金	0.02	0.04	0.06	0.11	0.08	0.16	13.56	18.76
资管计划	0.42	0.85	0.28	0.50	0.00	0.00	2.00	2.96
集合资产管理计划	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.14	0.19
合计	49.27	100.00	56.42	100.00	50.32	100.00	72.28	100.00
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	0.21		2.13		3.75		/	
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	89.89		100.13		90.20		/	

资料来源：公司提供，联合资信整理

2018以来，在监管趋严、资管新规落地等政策影响下，公司对资产管理业务进行转型调整，资产管理业务规模持续减少，结构有所优化。

近年来，证券公司资产管理业务进入回归业务本源、服务实体经济的全面战略转型期，行业资产管理规模下降。在此环境下，公司资产管理业务从规模化发展向高质量发展转型。2020年，公司资产管理业务较好的进行主动管理转型，银证协同模式下的集合资产管理产品规模大幅增加。

公司的资产管理业务产品分为单一资产管

理计划、集合资产管理计划和专项资产管理计划。在资管新规的影响下，公司单一资产管理计划规模下降明显，而集合资产管理业务和专项资产管理业务规模持续增长，其中集合资产管理业务规模涨幅明显。在业务结构上，2018—2020年，单一资产管理业务规模和占比持续下降，集合资产管理业务和专项资产管理业务规模和占比持续增长。截至2020年末，集合资产管理业务规模升至109.09亿元，较上年末增长3.25倍，占比增至15.45%。2018—2020年，资产管理业务收入规模年均复合增长6.26%，但对收入贡献度逐年下降；2020年，资产管理业务收入1.05

亿元，同比上升14.13%，占营业收入比重为13.19%，同比下降1.44个百分点。

截至2021年9月末，公司资产管理业务规模较上年末有所下降。从结构来看，集合资产管理

业务占比略有下降，主要由于受相关监管要求，公司压降非标业务规模所致，单一资产管理业务规模继续下降，但占比小幅提升。

表11 公司资产管理业务发展情况（单位：亿元、%）

项目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年9月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
单一资产管理业务	933.83	98.82	761.71	95.65	583.15	82.61	440.51	83.46
集合资产管理业务	11.11	1.18	25.66	3.22	109.09	15.45	74.08	14.04
专项资产管理业务	0.00	0.00	9.00	1.13	13.64	1.93	13.22	2.50
合计	944.94	100.00	796.37	100.00	705.88	100.00	527.81	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 未来发展

公司结合自身特点和优势制定发展战略，战略定位明确，具有较好发展前景。但近年来证券市场波动加剧、金融监管趋严以及证券业务同质化竞争日益加剧给公司部分战略目标的实现带来一定挑战。

公司在综合考虑国内外宏观发展趋势、行业发展规律和自身发展条件下，制定了明确的战略目标：坚持新发展理念，“十四五”期间以发展成为国内特色鲜明的中型券商为目标，在发展规模、经营质量、市场地位、集团贡献方面大幅提升；建设高度市场化的组织机构、管理制度、人才配置和运行机制，组建一支数量足、结构优、专业强的人才队伍；以财富管理与投资银行为基石的两大业务支柱，围绕产业金融，打造聚焦集团协同产业上下游产业链的全能研究所，在债券融资、资产管理等业务首先取得突破，树立行业口碑；聚焦邮政中高价值零售和产业客户，凭借证券独特的牌照资源和专业的服务能力，建立“财富管理生态圈”，打造“大投行生态圈”。

为实现以上目标，公司将重点推进以下几方面的战略措施：一是以市场化改革为主线，深入贯彻落实国有企业改革三年行动，聚焦改革重点领域和关键环节持续攻坚，提高国有企业活力和效率；坚持以市场化专业能力建设为突破，尊重市场规律，夯实发展基础，打造核心竞争力。二是协同战略贯穿始终，在“一个中国邮

政”的框架下，积极融入邮政金融生态圈建设，发挥专业价值，做好客户、渠道、业务、资源协同，实现对邮政集团金融生态协同需求的全面对接。三是以赋能邮政集团为主线，释放邮政集团资源价值为导向，充分挖掘邮政集团零售资源优势；打造“投行+商行”模式，成为邮政集团战略客户综合金融服务的重要提供商；打造特色研究平台，打造成为邮政集团资源整合与产业升级的“智囊团”。四是着力强化风险合规、人力资源、绩效评价、财务管理、品牌文化及信息科技六大支撑，强化中后台的赋能能力。

八、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理制度体系，能够较好地支持和保障各项业务的发展；但随着业务规模增加及创新业务的推出，要求公司进一步提高风险管理水平。

公司建立了由董事会、风险控制委员会、监事会、经营管理层、风险管理部和业务部门、分支机构构成的多层级的风险管理组织架构，并明确了各级部门的风险管理职责分工。公司设立风险管理部为履行风险管理职责的专门部门，在首席风险官的领导下推动公司全面风险管理工作，监测、评估、报告公司整体风险水平，并为业务决策提供风险管理建议，协助、指导和检查各部门、分支机构的风险管理工作，重点负责信用风险、市场风险、操作风险等主要风险的管理工作，财务部为公司流动性风险的管理部门，

办公室为公司声誉风险的管理部门,合规部负责合规风险、洗钱风险管理工作。公司在业务部门、分支机构配置了风险管理人员,强化对业务部门、分支机构的风险管理,具体负责其权限范围内的风险管理工作。

市场风险管理

市场风险是指公司因证券价格、利率、商品价格、汇率等变动而导致所持有的金融资产产生损失的风险。公司面临的市场风险主要来自公司自有资金权益类投资、固定收益类投资业务,主要集中于公司自营业务。

公司主要从强化业务管理方面来控制公司的市场风险。一是设定自营业务风险限额。董事会授权自营业务、信用交易业务、资产管理业务自有资金的参与规模;经营管理层制定具体执行方案;业务部门、风险管理部对风险指标进行日常监控,对异常波动采取控制措施。二是对投资标的实行准入管理,资产配置从标的池中选择;超权限业务要事前审批、事后报告,以确保交易合规可控;鼓励采用多元化资产配置和投资策略,分散风险。三是制定业务制度,规范投资决策流程,规避市场风险。

信用风险管理

信用风险是指因借款人或交易对手无法履约或信用等级下降、履约能力下降而给公司带来损失的风险。公司面临的信用风险主要来自固定收益投资、融资融券业务、股票质押业务等方面。主要表现为债券等主体违约、信用评级下调,客户违约,交易对手违约等给公司造成损失的可能性。

公司主要通过有效风险识别、审慎风险评估和决策、动态风险计量和监控、风险及时报告和应对等方式对信用风险实施重点管理,一是对信用风险实施全程管理。按业务条线划分,制定了自营业务、信用类业务等条线的信用风险限额指标,包括业务规模限额、单一主体融资限额、担保物集中度限额等。二是严格项目准入标准,完善审核流程,从严管控项目,持续跟踪管理,并做好应急准备,全程管理风险。业务开展前,各风险控制节点对交易对手、担保品和其他

交易要素进行独立审慎评估,有针对性地采取风险缓释措施;业务开展后,对交易对手、担保品及交易协议的实际履行情况进行持续跟踪管理,定期搜集信息资料并评估风险,发生风险事件时及时采取应对处理措施。三是借助风险管理信息系统,实现业务监测、评估、预警的电子化,提高风险管理工作效率。

流动性风险管理

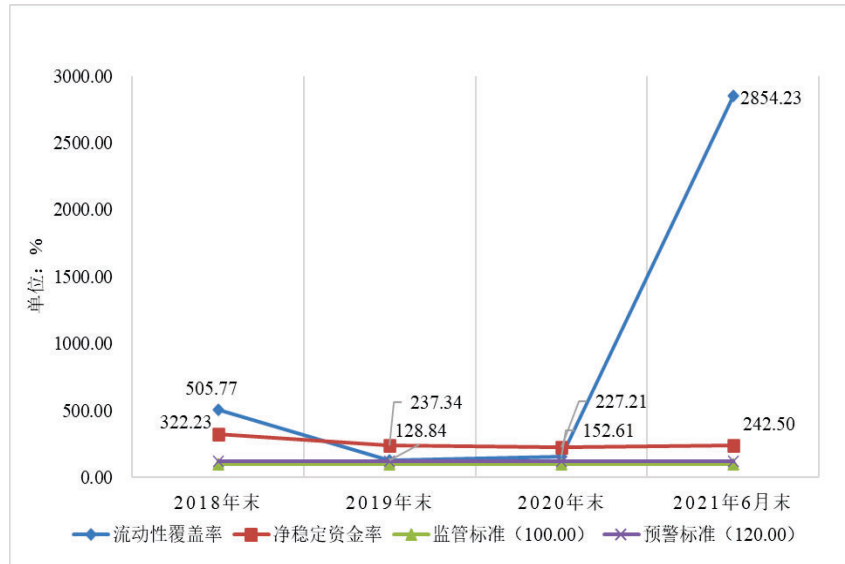
流动性风险是指公司无法以合理成本及时获得充足资金,以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。公司的流动性风险主要来自资产变现困难、交易对手延期支付或违约,以及市场风险、信用风险、声誉风险等类别风险向流动性风险的转化等。

公司重视并持续加强流动性风险的管理,公司主要通过已经在建立的风控指标动态监控和压力测试机制的基础上,及时把握市场变化和公司业务开展情况,结合自身负债期限结构,进行合理融资安排。公司建立以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系,建立持续动态的风险控制指标监控和净资本补足机制,确保净资本等各项风险控制指标在任一时点都符合监管要求;财务部为公司流动性风险的管理部门,负责对公司流动性风险实施有效识别、计量、监测和报告,组织实施公司流动性风险应对预案的拟定、演练和评估,跟踪应对预案的实施情况;建立健全压力测试机制,及时根据业务发展情况和市场变化情况,对公司流动性风险、信用风险、市场风险等各类风险进行压力测试;针对流动性危机、交易系统事故等重大风险和突发事件建立风险应急机制,明确应急触发条件、风险处置的组织体系、措施、方法和程序,并通过压力测试、应急演练等机制进行持续改进,确保公司可以应对紧急情况下的流动性需求。2018年以来,公司流动性覆盖率及净稳定资金率均处于预警标准以上,其中2019年末的流动性覆盖率接近监管预警指标,主要系公司自营部门在当年12月借入3.70亿元的拆入资金,导致30日内现金净流出量大幅增长所致;2021年6月

末，公司流动性覆盖率大幅增长，主要系公司持有的货币资金以及国债等优质流动性资产规模较大，同时自营部门在6月无拆入资金，导致30

日内现金净流出量大幅下降所致。整体看公司流动性指标表现较好。

图4 公司流动性指标情况



资料来源：公司风险控制指标报表，联合资信整理

操作风险管理

操作风险是指由于公司制度、流程存在欠缺或未得到有效贯彻而导致业务差错，以及公司员工、技术系统故障或其他外部事件等对公司造成的风险。操作风险贯穿于公司各部门及业务条线，具有覆盖面广、种类多样、易发难控的特点。

公司通过健全的授权机制和岗位职责、规范的操作流程、前中后台的有效牵制、完善的IT系统建设、严明的操作纪律和严格的事后监督检查、多形式培训等手段来强化员工操作管理。一是完善操作风险管理机制，加强三道防线之间的联动协调，对操作风险相关问题做好分析、整改、追踪和追责。二是加强各业务部门风控人员的培训，督导其结合具体业务特点，细化操作风险风险点，有效控制操作风险事件的发生。三是编制合规手册、风险点汇编手册，强化员工合规风控意识，强化底线思维，引导员工遵循良好的行为准则和道德规范，不越监管底线、不踩规章红线、不碰违规违纪违法高压线。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年审计报告，中兴华会计师事务所(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；公司 2021 年 1—9 月财务报表未经审计。

从合并范围来看，截至 2021 年 9 月末，公司无子公司或其他的资产管理计划。

从会计政策变更来看，对于财政部于 2017 年颁布了修订后的《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》(财会〔2017〕7 号)《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》(财会〔2017〕8 号)《企业会计准则第 24 号—套期会计》(财会〔2017〕9 号)及《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》(财会〔2017〕14 号)(以下简称“新金融工具准则”)公司于 2019 年 1 月 1 日起执行上述新金融工具准则。本报告财务分析中，2018 年财务数据取自 2019 年审计报告的上年比较数据，2019 年财务数据采用 2020 年审计报告中的上年比较数据。综上，公司财务数据可比性较强。

截至 2020 年末，公司资产总额 115.94 亿元，其中客户资金存款 16.50 亿元；负债总额 55.21 亿元，其中代理买卖证券款 20.27 亿元；所有者权益 60.74 亿元；净资本 58.93 亿元。2020 年，公司实现营业收入 7.94 亿元，利润总额 3.04 亿元，净利润 2.24 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.29 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.46 亿元。

截至 2021 年 9 月末，公司资产总额 139.03 亿元，其中客户资金存款 17.61 亿元；负债总额 77.09 亿元，其中代理买卖证券款 20.93 亿元；所有者权益 61.94 亿元，全部系归属于母公司的所有者权益。2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 4.75 亿元，利润总额 1.69 亿元，净利润 1.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -14.84 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.50 亿元。

2. 资金来源与流动性

随着业务持续发展，公司对外融资需求不

断增加；2018—2020 年债务规模呈增长趋势，杠杆水平波动上升，但仍属较低；截至 2021 年 9 月末，公司债务总额增长较快；公司全部债务均为短期债务，存在一定集中偿付情况，债务结构有待优化。

2018—2020 年末，随着公司业务的持续发展，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 25.35%，其中自有负债先增加后企稳，年均复合增长 24.91%，主要系债券质押式回购业务规模增加所致；非自有负债持续增加，年均复合增长 26.13%，主要系经纪业务规模随市场行情逐年上涨导致代理买卖证券款随之增加所致。公司负债构成以自有负债为主，但自有负债占比有所波动。截至 2020 年末，公司负债总额 55.21 亿元，较年初增长 10.46%，负债总额主要由卖出回购金融资产款、拆入资金和代理买卖证券款构成。

表 12 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
负债总额	35.14	100.00	49.98	100.00	55.21	100.00	77.09	100.00
其中：卖出回购金融资产款	19.73	56.16	24.07	48.16	27.23	49.33	31.50	40.87
拆入资金	1.00	2.85	8.00	16.01	3.70	6.70	0.00	0.00
代理买卖证券款	12.74	36.26	15.46	30.93	20.27	36.71	20.93	27.15
应付短期融资款	0.00	0.00	0.00	0.00	1.40	2.54	20.16	26.15
其他	1.66	4.73	2.45	4.91	2.60	4.71	4.49	5.83
自有负债	22.39	63.74	34.52	69.07	34.94	63.29	56.16	72.85
非自有负债	12.74	36.26	15.46	30.93	20.27	36.71	20.93	27.15

资料来源：公司财务报告、风险控制指标监管报表，联合资信整理

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。2018—2020 年末，公司卖出回购金融资产款年均复合增长 17.48%。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年初增长 13.15%。从构成来看，卖出回购金融资产款的交易标的全部为债券。

2018—2020 年末，公司拆入资金呈波动上升趋势，年均复合增长 92.37%。截至 2019 年

末，拆入资金较年初大幅增加 7.00 亿元，主要系银行拆入资金规模大幅增加所致；截至 2020 年末，拆入资金规模较年初下降 53.74%，主要系公司调整融资结构、增加卖出回购业务规模同时减少银行拆入资金所致。公司拆入资金全部为来自银行的同业拆借资金。

从有息债务来看，公司有息负债全部为短期债务。2018—2020 年末，全部债务规模持续增加，年均复合增长 24.89%。截至 2020 年末，公司全部债务规模为 32.34 亿元，与年初基本持

平。公司债务规模一般但偏短，债务结构有待优化。

从负债水平来看，2018—2020 年末，公司自有资产负债率呈波动上升趋势，结合公司所在行业来看处于较低区间。2018—2020 年，公司净资本/负债和净资产/负债指标均呈波动下降趋势，杠杆水平较低。

表 13 公司债务和杠杆水平（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
全部债务	20.73	32.07	32.34	51.46
其中：短期债务	20.73	32.07	32.34	51.46
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
自有资产负债率	28.39	37.03	36.52	47.55
净资本/负债	246.00	165.37	168.67	/
净资产/负债	252.24	170.02	173.83	/

资料来源：公司财务报告及风险控制指标监管报表，联合资信整理

截至 2021 年 9 月末，公司合并负债总额 77.09 亿元，较上年末增长 39.63%，主要系增加券商收益凭证融资规模导致应付短期融资款增长较快所致；全部债务为 51.46 亿元，较上年末

大幅增长 59.13%；从债务偿还期限来看，截至 2021 年 9 月末，公司债务仍全部为短期债务，需持续关注公司流动性管理。

2018—2020 年，公司资产总额持续增长，自有资产规模亦持续增长，自有资产以融出资金、买入返售金融资产及金融投资资产为主；优质流动资产占比较高，资产流动性较好；截至 2021 年 9 月末，公司资产总额随着自营投资业务规模的增加而有所增长。

2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 12.49%，公司资产以自有资产为主，占比均大于 80%。截至 2020 年末，公司资产总额 115.94 亿元，较年初增长 6.69%。2018—2020 年末，公司优质流动资产呈波动下降趋势，年均复合下降 29.99%。截至 2020 年末，公司优质流动资产为 13.32 亿元，较年初下降 54.25%，主要系持有的同业存单、AAA 级信用债及 ETF 等资产规模减少所致，优质流动资产/总资产为 13.92%，较年初下降 17.30 个百分点，优质流动资产占比大幅下降。

表 14 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产总额	91.62	100.00	108.68	100.00	115.94	100.00	139.03	100.00
货币资金	11.99	13.09	13.94	12.83	18.97	16.36	22.78	16.38
其中：自有货币资金	1.10	1.20	0.34	0.32	2.47	2.13	5.17	3.72
融出资金	5.88	6.42	9.76	8.98	14.26	12.30	13.93	10.02
买入返售金融资产	19.83	21.64	21.88	20.13	19.10	16.48	15.27	10.98
交易性金融资产	14.69	16.03	18.81	17.31	14.45	12.46	44.31	31.87
其他债权投资	34.94	38.14	39.57	36.41	40.92	35.29	32.81	23.60
其他	4.29	4.68	4.71	4.34	8.24	7.11	9.92	7.14
自有资产	78.88	86.09	93.22	85.78	95.68	82.52	118.10	84.95
优质流动资产	27.17		29.10		13.32		/	
优质流动资产/总资产	34.44		31.22		13.92		/	

注：优质流动资产取自监管报表

资料来源：公司财务报告、风险控制指标监管报表，联合资信整理

2018—2020 年末，货币资金持续增长，年均复合增长 25.76%；其中客户资金存款随着证券经纪业务交易量的增加而增加，分别为 10.89 亿元、13.60 亿元和 16.50 亿元。截至 2020 年末，公司货币资金 18.97 亿元，较年初增长

36.05%，主要系客户资金存款规模增加所致；货币资金中无使用受限情况。

2018—2020 年末，融出资金随着公司融资融券业务规模的扩大而增长，年均复合增长 55.75%。截至 2020 年末，公司融出资金账面价

值 14.26 亿元，较年初增长 46.13%；按账面余额划分账龄来看，3 个月以内占比 53.43%，3~6 个月占比 15.50%，6 个月以上占比 31.07%；融出资金及融出证券的担保物公允价值合计 38.68 亿元，其中股票占比最大，占比为 95.27%，其担保物价值的覆盖程度较好但由于股票价值受市场波动影响较大，存在一定不稳定性；公司对融出资金计提减值准备 0.05 亿元，计提比例 0.35%。

买入返售金融资产主要系股票质押式回购业务开展产生。2018—2020 年末，买入返售金融资产整体波动下降，年均复合下降 1.84%。截至 2019 年末，买入返售金融资产较年初增长 10.37%，主要系股票质押业务规模增长所致；截至 2020 年末，买入返售金融资产较年初下降 12.70%，主要系股票质押式回购业务规模下降所致；公司买入返售金融资产账面原值 19.18 亿元，从业务类别来看，股票质押式回购 12.62 亿元（占比为 65.82%），债券逆回购 6.55 亿元（占比为 34.18%），股票类业务剩余期限均在一年以内。买入返售金融资产已计提的减值准备余额 0.08 亿元，计提比例为 0.39%；担保物公允价值是买入返售金融资产账面价值的 2.57 倍。

2018—2020 年末，交易性金融资产波动下降，年均复合下降 0.83%。截至 2019 年末，交易性金融资产较年初增长 28.03%，主要系银行理财和自营投资业务中股票、债券投资规模增长所致；截至 2020 年末，交易性金融资产 14.45 亿元，较年初下降 23.18%，主要系公司自营投资业务债券投资规模下降所致；从构成来看，债券占比为 55.82%，理财产品占比为 22.47%，股票占比为 15.07%，定向产品、基金占比分别为 6.07%和 0.57%。

2018—2020 年末，其他债权投资持续增长，年均复合增长 8.21%。截至 2020 年末，其他债权投资账面价值 40.92 亿元，较年初增长 3.41%，其中中期票据占比为 77.26%，公司债占比为 7.92%，企业债占比为 7.45%，理财产品占比为 5.05%，其余为少量定向工具和超短期融资券；其他债权投资期末累计计提减值准备余额 0.43

亿元，计提比例为 1.04%。

截至 2021 年 9 月末，公司资产总额 139.09 亿元，较上年末增长 19.91%，主要系自营投资业务规模增加导致的交易性金融资产大幅增长所致；从资产构成来看，交易性金融资产占资产总额的比重大幅上升至 31.87%。

截至 2021 年 9 月末，公司所有权或使用权受限资产情况如下表所示，总体看，公司资产受限比例一般。

表 15 截至 2021 年 9 月末公司资产受限情况
(单位：亿元、%)

会计科目	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	1.97	1.42	存放于交易所的资金
交易性金融资产	22.18	15.96	用于质押做正回购业务
其他债权投资	12.19	8.77	用于质押做正回购业务、债券借贷等业务
合计	36.34	26.14	—

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 资本充足性

公司所有者权益规模随着利润滚存而稳步增加，权益稳定性较好；主要风险控制指标均持续优于监管指标，整体资本充足性较好。

2018—2020 年末，随着利润滚存，公司所有者权益稳步增长，年均复合增长 3.69%。截至 2020 年末，公司所有者权益合计 60.74 亿元，较年初小幅增长 3.47%，全部为归属于母公司所有者权益，其中实收资本占比为 83.31%、资本公积占比为 0.01%、盈余公积占比为 1.65%、一般风险准备占比为 3.29%、未分配利润占比为 11.52%，公司所有者权益的稳定性较好。2018—2020 年，公司未对股东进行现金分红，利润留存对资本形成一定补充。

从主要监管指标来看，2018—2020 年末，公司净资本和净资产规模稳步上升，年均复合增长率分别为 3.43%和 3.69%，公司净资本均为核心净资本；净资本/净资产指标基本保持稳定；风险覆盖率和资本杠杆率波动下降，但各项风险控制指标均持续显著优于监管预警标准，吸收损失和抵御风险的能力保持良好。

表16 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
核心净资产	55.09	57.09	58.93	--	--
附属净资产	0.00	0.00	0.00	--	--
净资产	55.09	57.09	58.93	--	--
净资产	56.49	58.70	60.74	--	--
各项风险资本准备之和	16.27	17.54	18.10	--	--
风险覆盖率	338.65	325.47	325.52	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率	67.68	59.40	60.21	≥8.00	≥9.60
净资本/净资产	97.53	97.26	97.03	≥20.00	≥24.00

资料来源：公司风险控制指标监管报表，联合资信整理

截至 2021 年 9 月末，公司所有者权益合计 61.94 亿元，较上年末增长 1.99%，所有者权益结构较上年末无重大变动。

4. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业收入规模持续增长，成本控制能力保持较好水平；利润总额逐年增长，盈利能力指标持续提升；2021 年前三季度，营业收入和利润总额同比均有所下降；公司整体盈利能力仍属一般。

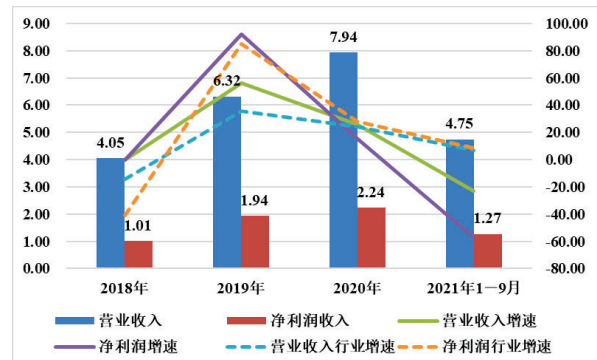
2018—2020 年，随着证券市场持续复苏及业务规模的进一步开展，公司营业收入规模持续增长，年均复合增长 39.99%。2020 年，公司实现营业收入 7.94 亿元，同比增长 25.62%。

公司营业支出主要由业务及管理费和各类减值损失构成。2018—2020 年，公司营业支出逐年增长，年均复合增长 41.63%，主要系随着业务规模的增长，职工薪酬增加以及各类减值损失增加所致。2018—2020 年，各类减值损失呈持续增长趋势，年均复合增长 499.88%；2020 年，信用减值损失主要包括坏账准备和其他债权投资减值准备，公司计提信用减值损失 0.58 亿元，较上年增长 155.02%，主要系上年买入返售金融资产减值准备发生冲回、当年买入返售金融资产中质押式回购业务减值准备计提增加综合作用所致。2018—2020 年，公司营业费用率波动下降，薪酬收入比基本保持稳定，公司整体成本控制能力较好。

受上述因素的综合影响，2018—2020 年，公司利润总额和净利润规模快速增加，年均复合增

长率分别为 42.24%和 48.81%；2020 年，公司实现利润总额和净利润分别为 3.04 亿元和 2.24 亿元，同比分别增长 16.83%和 15.26%。从盈利指标来看，2018—2020 年，营业利润率波动下降，自有资产收益率和净资产收益率持续上升，公司整体盈利能力一般。

图 5 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、公司财务报表，联合资信整理

表 17 公司盈利指标（单位：%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-9 月
营业费用率	62.03	55.75	56.59	67.63
薪酬收入比	41.75	40.08	41.14	35.14
营业利润率	36.94	40.17	35.46	35.65
自有资产收益率	1.46	2.26	2.37	1.19
净资产收益率	1.98	3.37	3.75	2.07

注：2021 年 1-9 月财务指标未年化

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，公司杠杆水平明显低于样本平均水平，但盈利水平低于样本平均值，费用控制能力好于样本平均水平，盈利稳定性较好。

表 18 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
国都证券股份有限公司	8.85	3.38	42.13	107.92	62.13
国联证券股份有限公司	6.30	2.12	56.52	61.41	70.82
恒泰证券股份有限公司	4.82	2.38	72.50	377.17	55.19
上述样本企业平均值	6.66	2.63	57.05	182.17	62.71
中邮证券	3.75	2.37	56.59	33.26	36.52

资料来源: 公司审计报告、公开资料, 联合资信整理

2021年1—9月, 公司营业收入为4.75亿元, 同比下降22.78%, 低于行业平均水平(同比增长7.00%), 主要系公允价值变动收益同比大幅下降所致; 公司营业收入主要来源于手续费及佣金净收入、利息净收入和投资收益, 占比分别为40.72%、55.27%和21.84%。2021年以来, 公司调整了成本计提方式, 采用暂估成本的方式每月对奖金进行预提, 因此2021年前三季度营业成本同比大幅增长39.07%; 2021年1—9月公司实现利润总额1.69亿元, 同比下降71.95%, 主要系营业收入同比下降与营业支出同比增长综合作用所致; 公司自有资产收益率为1.19%(未经年化), 净资产收益率为2.07%(未经年化)。

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至2021年9月末, 公司不存在合并范围以外的对外担保事项。

截至2021年9月末, 公司不存在涉及金额超过净资产的5.00%, 且作为被诉方的重大未决诉讼。

十、外部支持

邮政集团作为实业与金融相结合、业务多元化的大型中央直属企业, 综合竞争力很强, 能够为公司发展提供有力的支持。

公司控股股东邮政集团作为大型中央直属企业, 由财政部依据国家法律、行政法规等规定代表国务院履行出资人职责。邮政集团以邮政、快递物流、金融、电子商务等为主业, 实行多元化经营, 经过多年持续发展, 邮政集团已转型升级为实业与金融相结合、业务多元化的大型企业集团, 竞争实力很强, 社会影响力很大。在

2020年《财富》世界五百强企业排名第90位, 在世界邮政企业排名第2位。截至2021年9月末, 邮政集团合并资产总额127495.41亿元, 所有者权益8501.71亿元(含少数股东权益3652.75亿元); 2021年1—9月, 邮政集团实现营业总收入5578.24亿元, 利润总额782.95亿元。

公司作为邮政集团金融体系内的证券公司, 在邮政集团金融生态体系建设中具有重要的战略地位, 能够获得股东大力支持; 2006年以来, 邮政集团及其子公司参与了公司历次增资扩股, 且支持力度较大, 共计出资45.81亿元; 公司经纪业务、投行业务和资产管理等业务可以获得邮政集团在邮政网络渠道资源、战略客户资源、银行等其他金融机构协同业务资源等方面的大力支持。2021年上半年, 公司成立了战略客户和协同发展部, 承担与邮政集团的协同对接和发掘战略客户业务需求的相关职能, 能够更好地利用邮政集团各项协同资源发展公司业务。

十一、本期债券偿还能力分析

本期债券发行对公司杠杆水平影响有限; 本期债券发行后, 相关指标对全部债务的保障程度变化不大, 仍属较好水平; 加之公司股东背景很强, 能够在资金、品牌、客户、渠道方面获得股东大力支持, 综上, 公司对本期债券偿还能力很强。

1. 本期债券发行对公司现有债务的影响

截至2021年9月末, 公司全部债务为51.46亿元。本期债券发行规模不超过10.00亿元(含10.00亿元)。以2021年9月末财务数据为基础, 假设本期债券募集资金净额为10.00亿元, 在其他因素不变的情况下, 本期债券发行后, 公司全部债务规模将增至61.46亿元, 较发债前增长

19.43%；其中长期债务占比16.22%，较之前增加16.22个百分点，公司自有资产负债率将增至51.64%，较发行前增加4.09个百分点。本期发行债券募集资金将用于补充营运资金，有利于公司培养核心竞争力、提升经营水平，同时本期债券发行能对公司债务结构起到优化作用。

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行10.00亿元估算相关指标对本期债券发行前后全部债务

的保障倍数（见下表），公司所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额对本期债券发行前、后的全部债务覆盖程度变化不大，本期债券发行对公司偿债能力影响不大。

综上，考虑到公司作为邮政集团金融体系内具有重要战略地位的证券公司，股东背景很强，公司能够在资金、品牌、客户、渠道方面获得股东大力支持，公司对本期债券的偿还能力很强。

表19 本期债券偿还能力测算（单位：倍）

项目	2020 年末		2021 年 9 月末	
	发行前	发行后	发行前	发行后
全部债务	32.34	42.34	51.46	61.46
所有者权益/全部债务	1.88	1.43	1.20	1.01
营业收入/全部债务	0.25	0.19	0.09	0.08
经营活动现金流入额/全部债务	0.78	0.60	-0.07	-0.06

注：该表中全部债务=短期债务+长期债务=应付短期融资款+拆入资金+卖出回购金融资产+应付债券
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十二、担保方信用分析

1. 担保条款

邮政集团与公司签署了《担保协议》，并出具了《担保函》，邮政集团为中邮证券发行本期债券提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。担保范围为本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。担保期间为本期债券的存续期及本期债券到期日后两年；如本期债券分期发行，各期债券的保证期间应分别计算，分别为各期债券的存续期及各期债券到期日届满后两年止。

2. 担保方主体概况

邮政集团于2006年11月在原国家邮政局所属企事业单位基础上组建成立，邮政集团成立时为全民所有制企业，由财政部代表国务院履行出资人职责，注册资本为904.35亿元。2011年8月18日，邮政集团的注册资本增加至1088.21亿元。2019年12月17日，根据《财政部关于中国邮政集团公司公司制改制有关事项的批复》（财建〔2019〕656号），中国邮政集团公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，由财政部代表

国务院履行出资人职责，名称变更为现名。改制完成后，邮政集团的注册资本增加至1376.00亿元。

根据《财政部人力资源社会保障部国资委税务总局证监会关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》（财资〔2019〕49号）及相关文件，将财政部持有的邮政集团股权的10.00%划转至全国社会保障基金理事会，目前已完成相应的国有资产变动产权登记。

截至2021年9月末，邮政集团注册资本为1376.00亿元，实收资本为1397.60亿元，财政部持有邮政集团90.00%股权，财政部代表国务院履行出资人职责，为邮政集团实际控制人。截至2021年9月末，邮政集团股权不存在被控股股东进行质押融资的情况。

邮政集团经营范围为国内、国际邮件寄递业务；邮政汇兑业务，依法经营邮政储蓄业务；机要通信业务和义务兵通信业务；邮票发行业务；图书、报纸、期刊、电子出版物、音像制品批发、零售、网上销售（有效期至2022年04月30日）；各类邮政代理业务；报刊等出版物发行业务；邮政物流、电子邮件等新兴业务；邮政软件

开发；电子商务；邮政用品及通讯设备销售；邮政工程规划及邮政器材销售；邮政编码信息和经济技术业务开发、咨询与服务；自有房屋租赁；广告业务；仓储服务；会务、礼仪服务及咨询；农业生产资料、农副产品、百货、第一类医疗器械、家用电器、电子产品、文化用品、体育用品、针纺织品、服装、五金交电、家具、建筑材料、汽车的销售。保险兼业代理（限分支机构经营）；住宿、餐饮服务、（仅限分支机构经营）；电影票务代理；文艺演出票务代理；承办展览展示；组织文化艺术交流活动（不含演出）；体育运动项目经营（高危险性体育项目除外）；创意服务；国内旅游业务；入境旅游业务；批发、零售食品；零售药品；零售烟草；互联网信息服务；经营电信业务。（市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；国内旅游业务、入境旅游业务、批发、零售食品、零售药品、零售烟草、互联网信息服务、经营电信业务以及依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动）

截至2020年末，邮政集团拥有分公司31家，二级子公司93家（其中含“子改分”后尚在办理注销手续的24家各分公司）。

截至2020年末，邮政集团合并资产总额118170.90亿元，所有者权益7488.43亿元（含少数股东权益3212.75亿元）；2020年，邮政集团实现营业总收入6645.00亿元，利润总额606.39亿元。

截至2021年9月末，邮政集团合并资产总额127495.41亿元，所有者权益8501.71亿元（含少数股东权益3652.75亿元）；2021年1—9月，邮政集团实现营业总收入5578.24亿元，利润总额782.95亿元。

邮政集团注册地址：北京市西城区金融大街甲3号；法定代表人：刘爱力

3. 邮政集团基础素质分析

邮政集团作为大型中央直属企业，金融牌

照较为齐全，实际控制人系财政部。邮政集团具有领先的行业地位、极强的政府支持、突出的网络优势、显著的规模优势。

邮政集团是在原国家邮政局所属的经营性资产和部分企事业单位的基础上组建的大型国有企业，财政部是邮政集团的实际控制人。邮政集团依法经营各项邮务业务，承担邮政普遍服务义务，受政府委托提供邮政特殊服务，对竞争性邮务业务实行商业化运营。邮政集团坚持把发展作为第一要务，初步建成了线上线下相结合的邮政综合便民服务平台，金融业务继续保持快速发展态势，寄递业务呈现较快发展势头。营业收入主要来自邮务及包裹快递业务和金融业务。

邮政集团坚持把发展作为第一要务，提出了将邮政集团打造成为行业的“国家队”的目标。邮政集团在2020年“世界500强企业排行榜”中位列第90位，在世界邮政企业排名第2位。

邮政集团邮务及包裹快递业务板块主要业务为包裹快递、邮政普遍服务、函件、报刊发行、分销、集邮和增值及代理业务，主要通过中国邮政速递物流股份有限公司（以下简称“中邮速递”）、中国集邮和全国各省份的分子公司进行运营。在邮政业务方面，邮政集团承担着国家邮政普遍服务义务，具有垄断地位；在集邮业务方面，邮政集团对通信使用的邮票具有专营权；在包裹快递方面，邮政集团拥有国内规模最大、覆盖范围最广的物流网络体系。

邮政集团金融业务板块主要包括银行、证券和保险业务，主要由邮储银行、中邮人寿保险股份有限公司（以下简称“中邮保险”）和中邮证券具体运营。邮储银行在英国《银行家》“2019年全球银行1000强”排名中，一级资本位列第22位。

根据邮政集团提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至2021年12月27日，邮政集团无未结清和已结清的不良信贷信息记录，邮政集团过往债务履约情况良好。

根据邮政集团过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现邮政

集团逾期或违约记录，履约情况良好。根据中国执行信息公开网的查询结果，联合资信未发现邮政集团被纳入失信被执行人名单。

4. 邮政集团经营分析³

2018—2020年，邮政集团营业总收入持续增长，邮政集团营业总收入主要来源于邮务及包裹快递业务和金融业务，金融业收入占比不断上升。2021年前三季度，邮政集团营业总收入同比有所增长。

邮政集团的业务主要包括邮务及包裹快递业务和金融业务两大业务。

2018—2020年，邮政集团营业总收入持续增长，年均复合增长8.31%，邮政集团各项业务均有所增长，金融业务增长相对较快。

从收入结构来看，金融业务对营业总收入的贡献度大，2018—2020年，金融业务收入占比逐年上升，2020年占比为80.39%，占比进一步上升。邮务及包裹快递业务收入占比持续下降，2020年占比为38.75%。

2021年1—9月，邮政集团实现营业总收入5578.24亿元，同比增长8.84%；实现利息收入3407.21亿元，同比增长9.55%，利息收入对营业总收入的贡献度高。

表 20 邮政集团营业总收入及构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
邮务及包裹快递业务	2281.74	40.28	2437.64	39.49	2574.98	38.75
金融业务	4485.00	79.18	4900.86	79.40	5342.05	80.39
合并抵消	-1102.58	-19.47	-1166.02	-18.89	-1272.03	-19.14
合计	5664.16	100.00	6172.48	100.00	6645.00	100.00

注：合并抵消主要系邮政集团与下属子公司的关联交易拼销，主要包括代理邮储银行、代管中邮保险以及其他子公司之间的关联交易拼销
资料来源：邮政集团提供，联合资信整理

邮务及包裹快递业务为邮政集团传统业务，2018年以来邮务及包裹业务稳定发展。

邮政集团邮务及包裹快递业务主要通过分公司及下属涉及邮务、包裹快递业务板块的子公司开展。2020 年度，邮务及包裹快递业务实现收入 2574.98 亿元，占营业总收入的比重为 38.75%，同比增加 5.63%。

邮务及包裹快递业务主要涵盖包裹快递、邮政普遍服务、函件、报刊发行、分销、集邮和增值及代理业务，主要通过中邮速递、邮政集团和邮政集团在全国各省份的分子公司进行运营。在邮政业务方面，邮政集团承担着国家邮政普遍服务义务，具有垄断地位；在集邮业务方面，邮政集团对通信使用的邮票具有专营权；在包裹快递方面，邮政集团拥有国内规模最大、覆盖范围最广的物流网络体系。

（1）函件传媒业务

2018—2020 年，函件传媒专业实现收入分别为 62.70 亿元、59.00 亿元和 60.20 亿元，2020 年同比增长 2.03%，主要系新媒体实现收入增加所致。依托中邮传媒平台，邮政集团函件业务加快向线上化、数字化创新转型，其中新媒体业务实现收入 14.30 亿元，同比增长 17.00%；中邮传媒智融平台运营不断提升，实现交易收入 16.50 亿元。

（2）普通包裹业务

邮政集团积极践行央企社会责任，持续推广公益包裹项目，开展“99公益日”“温暖行动”等公益包裹宣传活动，同时拓展支付宝、微信、“邮递哥”直播间、微邮局等线上宣传方式，丰富公益包裹线上捐赠渠道。2019年，公益包裹项目募集捐款4226.6万元，惠及30.7万名小学生和4.6万名贫困母亲。开办以来，累计募集金额8.5亿元，惠及610万名学生、92.8万名贫困母亲。

³ 邮政集团数据主要来自公开资料，部分数据无法更新至2021年1—9月，以2021年1—6月数据分析为主。

2020年，公益包裹项目募集捐款1648.7万元，惠及10.5万名学生、2.1万名贫困母亲。疫情期间，开通绿色通道助力中国妇女发展基金会完成11批次价值600万元的防疫物资及20多万套防护服寄递服务，得到基金会高度评价和致信感谢。

（3）报刊发行业务

2018年，邮政集团报刊发行业务继续坚持“重点发展、效益优先、合作共赢、创新引领、能力驱动、服务致胜”六大经营略，着力提升党报党刊发行的覆盖面和影响力，不断扩大新接办报刊品种。2019年邮政集团全面推进数媒业务，增强数媒发行能力，切实提升服务、质量，巩固国有发行主渠道地位。2020年，报刊业务实现持续稳定增长，实现业务收入90.6亿元，精心组织2021年度报刊大收订工作，实现流转额236.8亿元。

（4）分销业务

2018—2020年，分销业务实现收入分别为84.5亿元、94.6亿元和107.3亿元，持续增长，一方面由于站点质量明显提升，主要是通过开展邮乐购站点信息完善和优质站点培育，二是管控水平提高，通过DMS系统上线利润预警机制，加强库存欠费管控，三是区域发展更加均衡，部分农村电商业务大省，通过调整发展方式，发展质量得到较大提升。

（5）增值及代理业务

2018—2020年，邮政集团增值业务分别实现收入1020.2亿元、1071.6亿元和1141.98亿元，持续增长，邮政集团扩展增至及代理业务，仪式大力推进政务增点扩面工作，警邮业务新开班网点4335个，31省地级以上城市已实现全覆盖。二是针对有车一族构建汽车后市场服务产业生态链，打造电商分销会员制业务模式。三是联合通信运营商基于网点打造一站式邮电所。

（6）集邮业务

2018—2020年，集邮业务实现收入分别为84.3亿元、78.7亿元和80.7亿元。2020年，集邮业务加快高质量发展，一是邮票精品化工程深入推进；二是邮票数字化宣传得到突破，邮票数字化内容与邮票同步发行；三是集藏市场提

振取得实效，严控发行品种、降低发行数量、提高结算比例；四是全国营销项目再创新高。

（7）包裹快递业务

邮政集团包裹快递业务主要通过分公司及下属涉及包裹寄递业务板块的子公司开展，拥有道路运输经营许可证、国际货运代理企业资质、快递业务经营许可证及无船承运业务经营资格登记证，业务范围遍及全国31个省（自治区、直辖市）的所有市县乡（镇），通达包括港、澳、台地区在内的全球200余个国家和地区。自2015年起，邮政集团本着做大做强包裹快递业务、确立市场主导者地位的战略目标，全面推行包裹快递业务改革，将改革前邮政集团和中邮速递分别经营的包裹快递业务，以客户需求为中心、以简化为原则进行整合，整合后主要产品包括国内快递业务、国际快递业务及物流业务等。2020年度邮政集团包裹快递业务实现业务收入757.4亿元，完成业务量87.3亿件。

2018年以来金融业务收入保持持续增长态势，发展趋势良好。

2018—2020年，金融业务收入呈持续增长趋势，年均复合增长9.14%。2020年，金融业务实现营业收入5342.05亿元，同比增长9.02%占营业总收入的比重为80.39%。

邮政集团金融业务板块主要包括银行、保险和证券业务，主要由子公司邮储银行、中邮保险和中邮证券具体运营。

（1）银行业务

银行业务主要由邮储银行负责运营，2016年9月，邮储银行于香港联合交易所主板正式挂牌上市，从而建立起更加长期的资本补充机制。2017年9月，邮储银行在境外市场非公开发行境外优先股，并在香港交易所挂牌上市。2019年12月10日，邮储银行在上海证券交易所首次公开发行股票上市，A+H股上市完成后，邮储银行资本实力进一步增强。此外，2019年12月，邮储银行发布《中国邮政储蓄银行股份有限公司关于控股股东增持股份计划公告》称，邮政集团计划自2019年12月10日起十二个月内择机增持该行股份，增持金额不少于25.00亿

元。自此期间邮政集团因实施上述增持计划通过上海证券交易所交易系统买入方式累计增持邮储银行 8.90 亿股，占已发行普通股总股份的 1.02%（行使超额配售选择权后）。截至 2021 年 6 月末，邮储银行总股本为 923.84 亿股，邮政集团持股比例为 67.37%，为邮储银行控股股东。

邮储银行战略定位于服务“三农”、城乡居民和中小企业，致力于为中国经济转型中最具活力的客户群体提供服务，并加速向数据驱动、渠道协同、批零联动、运营高效的新零售银行转型。邮储银行拥有优异的资产质量和显著的成长潜力，是中国领先的大型零售商业银行。

2018—2020 年，邮储银行积极推进零售银行战略，充分挖掘消费信贷客户需求，消费信贷持续增长，2020 年邮储银行聚焦国家区域战略布局，服务实体经济重点领域，扎实推进普惠金融业务发展，加大对绿色信贷的支持力度，全力做好抗疫金融服务，公司贷款总额保持较快增长。截至 2020 年末，邮储银行贷款总额 57162.58 亿元。

2018—2020 年末，邮储银行个人存款规模持续增长，公司存款规模波动增长，整体存款规模呈持续增长趋势。截至 2020 年末，邮储银行存款总额 103580.29 亿元。

截至 2021 年 9 月末，邮储银行存款总额和贷款总额进一步增长。

表 21 邮储银行存款及贷款情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
存款总额	86274.40	93140.66	103580.29	110194.37
其中：公司存款	11577.80	11289.65	12598.49	13182.05
个人存款	74679.11	81833.14	90955.64	96974.50
其他存款	17.49	17.87	26.16	37.82
贷款总额	42768.65	49741.86	57162.58	63713.53
其中：公司贷款	15524.02	17405.64	19777.85	22223.79
票据贴现	4046.23	4828.34	4845.80	4663.24
个人贷款	23198.40	27507.88	32538.93	36826.50

注：其他存款包括应解汇款、信用卡存款和汇出汇款等
资料来源：邮储银行定期报告，联合资信整理

邮储银行资金资管业务主要包括金融市场业务、资产管理业务和托管业务。

2018—2020 年，邮储银行实现营业收入分别为 2609.95 亿元、2768.09 亿元和 2862.02 亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长 4.72%。

盈利能力方面，2018—2020 年，邮储银行加权平均净资产收益率呈波动下降趋势，2020 年总资产收益率较上年有所下降，但邮储银行盈利能力处于较好水平。

资产质量方面，2018—2020 年末，邮储银行资本较充足；2020 年末不良贷款率小幅上升，拨备覆盖水平较好。

截至 2021 年 9 月末，邮储银行核心一级资本充足率和资本充足率进一步提升；不良贷款率较上年末下降 0.06 个百分点，拨备覆盖率水平仍保持在较好水平，盈利状况保持稳定。

表 22 邮储银行资本充足性、资产质量及盈利能力指标（单位：%）

项目	2018 年 /2018 年末	2019 年 /2019 年末	2020 年 /2020 年末	2021 年 1—9 月/截至 2021 年 9 月末
核心一级资本充足率	9.77	9.90	9.60	10.00
资本充足率	13.76	13.52	13.88	15.48
不良贷款率	0.86	0.86	0.88	0.82
拨备覆盖率	346.80	389.45	408.06	422.70
总资产收益率	/	0.62	0.60	0.74
加权平均净资产收益率	12.31	13.10	11.84	13.68

注：1、上表中加权平均净资产收益率取自邮储银行定期报告，其中 2021 年 1—9 月加权平均净资产收益率为年化数据；2、总资产收益率=净利润*2/(期初资产总额+期末资产总额)*100%，2018 年总资产收益数据无法计算，主要系 2017 年末资产总额无法获取；2021 年 1—9 月总资产收益率未经年化

资料来源：邮储银行定期报告，联合资信整理

（2）保险业务

邮政集团的保险业务主要通过中邮保险开展。截至 2020 年末，中邮保险累计客户数达 1372.01 万人，展业范围覆盖 21 省（自治区、直辖市）、292 地市、1628 县（市）。中邮保险建立了完善的风险评估和风险控制机制，同时与当地邮政集团分公司和邮储银行成立联动风控小组，共同防范化解各类风险。截至 2021 年 6 月末，中邮保险注册资本为 215.00 亿元，邮政集团持股比例为 50.92%，为中邮保险控股股东。

2018—2020 年，中邮保险已赚保费呈持续

增长趋势，年均复合增长 19.46%；投资收益呈持续大幅增长趋势，2020 年中邮保险实现投资收益 124.59 亿元，同比大幅增长 53.51%。2020 年中邮保险实现净利润 13.16 亿元，同比下降 22.01%，主要系受疫情和 750 曲线⁴下行影响所致。

2021 年 1—9 月，中邮保险实现已赚保费 798.88 亿元，同比增长 9.99%；实现投资收益 124.21 亿元，同比增长 31.70%；实现净利润 15.11 亿元，同比下降 2.39%。

表 23 中邮保险盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
已赚保费	569.82	666.58	813.16	798.88
投资收益	59.14	81.16	124.59	124.21
净利润	5.21	16.88	13.16	15.11

资料来源：中邮保险定期报告，联合资信整理

从偿付能力充足性来看，中邮保险持续推进偿付能力风险管理体系建设，2018—2020 年末及 2021 年 9 月末，中邮保险偿付能力保持在较充足水平。

表 24 中邮保险偿付能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
实际资本	167.96	240.74	357.86	446.26
最低资本	100.34	148.65	213.86	279.87
核心偿付能力充足率	152.43	162.00	111.00	102.00
综合偿付能力充足率	167.38	162.00	167.00	159.00

资料来源：中邮保险偿付能力报告，联合资信整理

（3）证券业务

邮政集团的证券业务主要通过中邮证券开展，详见本报告主体部分分析。

5. 邮政集团财务分析

（1）财务概况

邮政集团提供了 2018—2020 年合并财务报告和 2021 年三季度财务报表，2018—2020 年财务报告经中审众环会计师事务所（特殊普通合

伙）审计，均出具了无保留的审计意见，2021 年三季度报表未经审计。

从合并范围来看，2018 年合并范围二级子公司 30 家；2019 年合并范围二级子公司 105 家（含“子改分”后尚在办理注销手续的 28 家各省公司）；2020 年合并范围二级子公司 93 家（含“子改分”后尚在办理注销手续的 24 家各省公司）。2021 年 1—6 月，邮政集团不存在单独或累计新增、减少合并范围内子公司，且子公司营业收入、净利润或报告期末总资产任一占邮政集团合并报表 10%以上的情况。综上，邮政集团财务数据可比性较强。本报告 2019 年末数据和 2018 年末数据取自 2020 年和 2019 年审计报告的期初数。

邮储银行自 2019 年 1 月 1 日起执行新租赁准则，中邮证券、湖南湘邮科技股份有限公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则。湖南湘邮科技股份有限公司自 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则。

截至 2020 年末，邮政集团合并资产总额 118170.90 亿元，所有者权益 7488.43 亿元（含少数股东权益 3212.75 亿元）；2020 年，邮政集团实现营业总收入 6645.00 亿元，利润总额 606.39 亿元。

截至 2021 年 9 月末，邮政集团合并资产总额 127495.41 亿元，所有者权益 8501.71 亿元（含少数股东权益 3652.75 亿元）；2021 年 1—9 月，邮政集团实现营业总收入 5578.24 亿元，利润总额 782.95 亿元。

（2）合并报表分析

资产质量

2018—2020 年末，邮政集团资产总额持续增长，资产主要以货币资金、发放贷款及垫款、债权投资和交易性金融资产为主，整体资产质量较好。2021 年 9 月末，邮政集团资产总额较年初进一步上升，流动资产占比有所提升。

2018—2020 年末，邮政集团资产规模持续增长，年均复合增长 9.74%。截至 2020 年末，邮

⁴ 即 750 日国债收益率曲线

政集团资产总额为118170.90亿元，较年初增长11.70%，主要由于货币资金、交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产、其他债权投资和发放贷款及垫款增长所致，邮政集团

并表邮储银行，资产规模受邮储银行业务规模变动影响较大；其中，流动资产占比为19.58%，非流动资产占比为80.42%，邮政集团资产以非流动资产为主。

表 25 邮政集团资产结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	22935.84	23.37	20023.96	18.93	23142.13	19.58	25750.61	20.20
其中：货币资金	12194.08	53.17	11741.05	58.63	12605.03	54.47	12287.77	47.72
交易性金融资产	3431.72	14.96	3120.86	15.59	4187.05	18.09	7023.41	27.27
拆出资金	4259.08	18.57	2978.00	14.87	2919.37	12.61	3380.85	13.13
买入返售金融资产	2417.82	10.54	1502.32	7.50	2628.66	11.36	2208.85	8.58
非流动资产	75190.71	76.63	85770.98	81.07	95028.77	80.42	101744.80	79.80
其中：发放贷款及垫款	41495.37	55.19	48080.62	56.06	55123.44	58.01	61525.25	60.47
债权投资	28619.22	38.06	31351.44	36.55	31732.43	33.39	33090.88	32.52
可供出售金融资产	1055.80	1.40	1454.69	1.70	1742.87	1.83	0.00	0.00
其他债权投资	1868.44	2.48	2326.29	2.71	3170.80	3.34	3780.02	3.72
固定资产	1008.00	1.34	1059.33	1.24	1066.32	1.12	1051.41	1.03
资产总额	98126.55	100.00	105794.95	100.00	118170.90	100.00	127495.41	100.00

注：流动资产和非流动资产的占比为占资产总额的比重；会计科目的资产占比为各个会计科目分别占流动资产、非流动资产的比例
资料来源：邮政集团财务报告，联合资信整理

2018—2020年末，流动资产规模波动增长，年均复合增长0.45%。2019年末较年初下降12.70%，主要系货币资金、交易性金融资产、买入返售金融资产和拆出资金下降所致。截至2020年末，流动资产23142.13亿元，较年初增长15.57%，主要系货币资金、交易性金融资产和买入返售金融资产增长所致。

2018—2020年末，货币资金波动增长，年均复合增长1.67%。截至2020年末，货币资金12605.03亿元，较年初增长7.36%，主要系银行存款和其他货币资金增长所致；货币资金主要由其他货币资金构成，占比92.84%，其中受限资金合计0.24亿元，其中0.22亿元为履约保证金，受限资金占比很低。

2018—2020年末，交易性金融资产波动增长，年均复合增长10.46%。截至2019年末，交易性金融资产3120.86亿元，较年初下降9.06%，主要系债务工具投资下降所致；截至2020年末，交易性金融资产4187.05亿元，较年初增长34.16%，主要为债务工具投资。

2018—2020年末，拆出资金持续下降，年均

复合下降17.21%。截至2019年末，拆出资金较年初下降30.08%，主要系会计准则调整导致拆出资金期初数据调整所致；截至2020年末，拆出资金2919.37亿元，较年初下降1.97%，主要系拆放其他银行、拆放非银行金融机构规模下降所致；其中，拆放非银行金融机构的资金占比86.30%。

2018—2020年末，买入返售金融资产波动增长，年均复合增长4.27%。截至2019年末，买入返售金融资产1502.32亿元，较年初下降37.86%，主要系子公司邮储银行买入返售债券余额减少所致；截至2020年末，买入返售金融资产2628.66亿元，较年初增长74.97%，系邮储银行本期增加1126亿元，主要是其加大流动性头寸管理，将部分资金投至买入返售金融资产所致；证券资产占买入返售金融资产79.03%；计提坏账准备11.20亿元，计提比例为0.42%，计提比例较低。

2018—2020年末，非流动资产规模持续增长，年均复合增长12.42%。截至2020年末，邮政集团非流动资产95028.77亿元，较年初增长10.79%，主要系发放贷款及垫款增长所致。

2018—2020年末，随着邮储银行贷款规模的增长，发放贷款及垫款持续增长，年均复合增长15.26%。截至2020年末，发放贷款及垫款55123.44亿元，较年初增长14.65%，期末贷款减值准备余额为2038.97亿元，计提比例为3.57%，计提比例一般。从区域分布来看，截至2020年末，发放贷款及垫款的前三大区域为中部地区、长

江三角洲和西部地区。从逾期贷款来看，截至2020年末，逾期90天至360天（含）余额最多，占逾期贷款期末余额的31.13%，占发放贷款及垫款0.26%；逾期贷款余额占发放贷款及垫款的0.76%；从逾期类型中，抵押贷款逾期占比最高，达到53.06%。

表 26 截至 2020 年末发放贷款及垫款的逾期贷款结构（单位：亿元）

项 目	期末余额				
	逾期 1 天至 90 天 (含)	逾期 90 天至 360 天 (含)	逾期 360 天至 3 年 (含)	逾期 3 年以上	合计
信用贷款	40.18	49.60	25.15	1.98	116.91
保证贷款	21.65	21.54	23.93	8.12	75.23
附担保物贷款	73.71	70.11	86.33	31.50	261.65
其中：抵押贷款	69.10	70.06	72.19	29.43	240.78
质押贷款	4.60	0.05	14.14	2.08	20.87
合计	135.53	141.25	135.41	41.60	453.79

资料来源：邮政集团财务报告，联合资信整理

2018—2020年末，可供出售金融资产持续增长，年均复合增长28.48%。截至2020年末，可供出售金融资产1742.87亿元，较年初增长19.81%，主要系可供出售债务工具、可供出售权益工具增长所致，期末可供出售金融资产计提减值准备余额为5.37亿元，计提比例0.31%，计提比例较低。

2018—2020年末，其他债权投资持续增长，年均复合增长30.27%。截至2020年末，其他债权投资3170.80亿元，较年初增长36.30%，主要系债

券和中期票据投资增长所致，其他债权投资尚未计提坏账准备。

2018—2020年末，固定资产持续增长，年均复合增长2.85%。截至2020年末，固定资产1066.32亿元，较年初基本持平。

截至2020年末，受限资产合计8.34亿元，占总资产的比例为0.01%，主要系用于担保的资产，受限资产规模比例很小。

表 27 受限资产的结构（单位：亿元）

所有权受到限制的资产类别	2018 年末	2019 年末	2020 年末
用于担保的资产	0.43	0.40	5.08
其他原因造成所有权受到限制的资产	0.81	1.36	3.25
合计	1.24	1.76	8.34

资料来源：邮政集团财务报告，联合资信整理

截至2021年9月末，邮政集团资产总额127495.41亿元，较上年末增长7.89%。其中，流动资产占20.20%，非流动资产占79.80%；邮政集团资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

所有者权益和负债

2018—2020年末，邮政集团所有者权益持续增长，主要系实收资本、少数股东权益、其他权益工具以及利润滚存所致，邮政集团所有者权益结构稳定性一般。截至2021年9月末，邮政集团所有者权益进一步增长，整体结构变化不大。

2018—2020年末，所有者权益规模持续增长，年均复合增长18.19%。截至2020年末，所有

者权益合计7488.43亿元，较年初增长23.10%，主要系利润留存增加所致，归属于母公司所有者权益占比为57.10%，少数股东权益占比为42.90%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比为32.55%、资本公积占比为8.65%、未分配利润占33.34%和一般风险准备占比为20.98%，所有者权益稳定性一般。

截至2021年9月末，邮政集团所有者权益合计8501.71亿元，较年初增长13.53%，主要系利润留存增加所致；归属于母公司所有者权益占比为57.04%；整体所有者权益结构变化不大。

2018—2020年末，邮政集团负债规模持续

增长，资产负债率处于较高水平，全部债务持续下降，债务结构以短期债务为主。截至2021年9月末，邮政集团负债总额进一步增长，卖出回购金融资产款、保险合同准备金增长较大。

2018—2020年末，负债规模持续增长，年均复合增长9.23%。截至2020年末，负债总额110682.47亿元，较年初增长11.00%，主要系吸收存款及同业存放、保险合同准备金增长所致。

截至2020年末，流动负债占比为96.92%，非流动负债占比为3.08%，邮政集团负债以流动负债为主。

表 28 邮政集团负债结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	90507.85	97.57	96948.37	97.23	107272.79	96.92	114238.32	96.00
其中：短期借款	163.44	0.18	93.77	0.10	131.14	0.12	194.62	0.17
应付账款	299.47	0.33	363.52	0.37	340.73	0.32	343.22	0.30
预收款项	280.81	0.31	295.64	0.30	304.34	0.28	19.16	0.02
其他应付款	342.29	0.38	341.81	0.35	352.30	0.33	319.68	0.28
其他流动负债	295.87	0.33	536.89	0.55	404.76	0.38	401.50	0.35
吸收存款及同业存放	86831.12	95.94	93496.24	96.44	104295.32	97.22	110955.74	97.13
拆入资金	399.45	0.44	265.96	0.27	311.13	0.29	480.23	0.42
卖出回购金融资产款	1376.48	1.52	1010.65	1.04	278.58	0.26	718.30	0.63
非流动负债	2257.94	2.43	2763.61	2.77	3409.68	3.08	4755.38	4.00
其中：保险合同准备金	1120.59	49.63	1612.05	58.33	2352.52	69.00	2936.84	61.76
长期借款	21.72	0.96	2.90	0.10	42.90	1.26	72.93	1.53
应付债券	906.54	40.15	863.58	31.25	712.21	20.89	1352.07	28.43
预计负债	114.03	5.05	103.89	3.76	121.66	3.57	118.36	2.49
负债总额	92765.80	100.00	99711.98	100.00	110682.47	100.00	118993.70	100.00

注：流动负债和非流动负债的占比为占负债总额的比重
资料来源：邮政集团财务报告，联合资信整理

2018—2020年末，流动负债持续增长，年均复合增长8.87%。截至2020年末，流动负债107272.79亿元，较年初增长10.65%。流动负债以吸收存款及同业存放为主。

2018—2020年末，吸收存款及同业存放规模持续增长，年均复合增长9.60%。截至2020年末，吸收存款及同业存放104295.32亿元，较年初增长11.55%，主要系子公司邮储银行吸收个人和公司存款及同业存放增长所致。

2018—2020年末，非流动负债持续增长，年

均复合增长22.89%。截至2020年末，非流动负债3409.68亿元，较年初增长23.38%。非流动负债以保险合同准备金及应付债券为主。

2018—2020年末，随着中邮保险业务规模的扩大，保险合同准备金规模持续增长，年均复合增长44.89%。截至2020年末，保险合同准备金2352.52亿元，较年初增长45.93%，主要为寿险责任准备金增加所致；从期限结构来看，保险合同准备金未到期期限以1年以上为主。

应付债券包括邮政集团发行的公司债券、

邮储银行发行的二级资本债券和中邮保险发行的次级债及资本补充债务。2018—2020年末，应付债券持续下降，年均复合下降11.36%。截至2020年末，应付债券712.21亿元，较年初下降17.53%。

债务方面，2018—2020年末，邮政集团全部债务规模持续下降，年均复合下降27.78%。截至2020年末，全部债务1520.96亿元，较年初下降35.02%，债务结构方面，短期债务占50.35%，长

期债务占比为49.65%，债务结构以短期债务为主。

从债务指标来看，2018—2020年末，邮政集团资产负债率呈持续下降趋势，截至2020年末，资产负债率较年初下降0.59个百分点；全部债务资本化比率呈持续下降趋势；长期债务资本化比率呈持续下降趋势，整体负债水平高，考虑到其并表了邮储银行，因此负债率水平较高。

表 29 邮政集团债务和杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
全部债务	2916.39	2340.67	1520.96	/
其中：短期债务	1988.13	1474.19	765.85	/
长期债务	928.26	866.48	755.11	/
资产负债率	94.54	94.25	93.66	93.33
全部债务资本化比率	35.23	27.79	16.88	/
长期债务资本化比率	14.76	12.47	9.16	/

注：未获得邮政集团全部债务中其他债务规模
资料来源：邮政集团财务报告，联合资信整理

截至2021年9月末，邮政集团负债总额118993.70亿元，较上年末增长7.51%，负债仍以流动负债为主，负债构成较年初变化不大，资产负债率为93.53%，较上年末微幅下降。

盈利能力

2018—2020年，邮政集团营业总收入、利润总额持续上升，其中，信用减值损失对盈利侵蚀较大，邮政集团整体盈利能力较好。2021年前三季度，邮政集团营业总收入同比有所增长。

2018—2020年，邮政集团营业总收入持续增长，年均复合增长8.31%。2020年，邮政集团实现营业总收入6645.00亿元，同比增长7.67%；营业总成本方面，邮政集团的营业成本主要为营业成本和管理费用，2018—2020年，营业成本和管理费用持续增长。

从期间费用看，2018—2020年，费用总额规模持续增长，年均复合增长3.74%。2020年，期间费用为1137.24亿元，同比增长2.20%，主要系管理费用增长所致。期间费用以管理费用为主。

2018—2020年，计提信用减值损失分别为554.14亿元、554.08亿元和504.59亿元，基本保持稳定。

2018—2020年，邮政集团实现的投资收益

波动下降，2019年投资收益195.59亿元，同比下降29.97%，主要系处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益下降所致；2020年投资收益同比增长13.02%至221.06亿元，主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益增长所致。

综合上述因素影响，2018—2020年，邮政集团营业利润及净利润呈持续增长趋势，2020年，邮政集团实现营业利润和净利润同比分别增长14.34%和11.03%。

从盈利指标来看，2018—2020年，由于营业总收入规模持续增长，邮政集团的整体盈利能力较好。

表 30 邮政集团盈利指标（单位：%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业利润率	8.67	8.63	9.17
总资产收益率	0.47	0.50	0.51
净资产收益率	8.72	8.93	8.36
归母净资产收益率	8.11	8.36	8.01

注：本报告中营业利润率指标按营业利润/营业总收入×100%计算；
归母净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/[（期初归属于母公司所有者权益+期末归属于母公司所有者权益）/2]×100%；
资料来源：邮政集团财务报告，联合资信整理

2021年1—9月，邮政集团实现营业总收入

5578.24亿元，同比增长8.84%；实现利息收入3407.21亿元，同比增长9.55%，利息收入对营业总收入的贡献度高；实现利润总额782.95亿元，同比增长22.76%，主要系营业总收入同比增长、信用减值损失同比下降等综合所致。

从同行业对比来看，与经营类似主业的金融控股平台类企业相比，2020年，邮政集团总资产收益率低于样本平均水平，净资产收益率、归母净资产收益率高于样本平均水平，杠杆水平亦高于样本平均水平。

表 31 邮政集团与同类金融控股平台类企业的 2020 年财务指标比较（单位：%）

项目	总资产收益率	净资产收益率	归母净资产收益率	资产负债率
云南合和(集团)股份有限公司	2.04	5.09	4.08	60.11
山西金融投资控股集团有限公司	0.94	1.58	-0.52	68.53
湖南财信金融控股集团有限公司	2.67	10.68	6.48	79.69
上述样本企业平均值	1.88	5.78	3.35	69.44
邮政集团	0.51	8.36	8.01	93.66

资料来源：邮政集团财务报告、公开资料，联合资信整理

现金流

2018—2020年，经营净现金流净额均为净流入状态，但对外投资支出规模大，2019年筹资前净现金流为净流出状态，2019年，筹资活动净现金流由负转正，期末现金及现金等价物波动下降；2021年前三季度现金呈净流出状态。

2018—2020年，邮政集团经营活动现金流入量规模波动较大，均为净流入状态，邮政集团经营活动现金流受并表邮储银行影响较大。2019年经营活动产生的现金流量净额较2018年

有所下降，主要系邮储银行发放贷款及垫款、拆出资金流出的现金增加，以及卖出回购金融资产流入的现金减少所致。2020年，经营活动净现金流显著上升，主要系邮储银行客户存款和同业存放款项净增加额大幅增长所致。

投资活动方面，2018—2020年，投资活动产生的现金流量净额均为净流出状态，投资支出保持较大规模。投资支出主要是邮储银行对债券、信托计划以及商业银行理财产品的投资，2020年，邮储银行投资活动产生的现金流量净额较上年有所增加，致使邮政集团2020年投资活动现金流缺口小幅收窄。

筹资活动方面，2019年筹资活动现金流净额转为净流入状态，主要系邮政集团公开发行债券并收到现金、及邮储银行首次公开发行A股上市，并收到现金所致。2020年为570.31亿元，较上年进一步增长，主要受邮储银行、中邮保险筹资规模增加影响，当期筹资活动净现金流量有所扩大。

2018—2020年，期末现金及现金等价物波动减少，截至2019年末，期末现金及现金等价物较年初下降28.45%，主要系投资活动现金流净流出所致；2020年，期末现金及现金等价物净增至3766.15亿元，期末现金较充裕。

2021年1—9月，经营活动产生的现金流量净额为8.92亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1470.20亿元，主要系投资支付的现金较大所致；筹资活动产生的现金流量净额为835.69亿元；当期现金及现金等价物净增加-627.29亿元，期末现金较充裕。

表 32 邮政集团现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流量净额	2142.65	746.50	2227.79	8.92
投资活动现金流量净额	-1328.94	-2267.75	-2017.37	-1470.20
筹资活动前净现金流	813.71	-1521.25	210.42	-1461.28
筹资活动现金流量净额	-27.69	315.59	570.31	835.69
现金及现金等价物净增加额	797.44	-1192.32	768.09	-627.29
期末现金及现金等价物余额	4190.38	2998.06	3766.15	3139.11

资料来源：邮政集团财务报告，联合资信整理

(3) 母公司报表分析

邮政集团业务发展及运营采取集团化运作方式，邮务业务主要通过分公司及下属涉及邮务业务板块的子公司开展，金融业务基本依托下属全资及控股子公司来开展，母公司主要承担管理职能。

2018—2020年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长6.44%。截至2020年末，母公司资产总额2873.66亿元，较年初增长9.40%，主要系货币资金和长期股权投资增长所致；其中，流动资产716.36亿元（占比为24.93%），非流动资产2157.29亿元（占比为75.07%）。

2018—2020年末，母公司负债持续增长，年均复合增长5.36%。截至2020年末，母公司负债总额1288.28亿元，较年初小幅增长4.04%。

截至2020年末，流动负债1082.09亿元（占比为84.00%），非流动负债206.18亿元（占比为16.00%），资产负债率为44.83%，较年初下降1.13个百分点。

2018—2020年末，母公司所有者权益持续增长，年均复合增长7.33%，主要系实收资本、其他权益工具和未分配利润增长所致。截至2020年末，母公司所有者权益为1585.38亿元，较上年末增长11.69%；其中实收资本占比为87.79%、其他权益工具占比为7.76%和未分配利润占比为3.16%，母公司所有者权益稳定性较好。

邮务业务主要通过31家省分公司及下属涉及邮务业务板块的子公司开展。2018—2020年，母公司营业总收入持续增长，年均复合增长5.92%，2020年，营业总收入1847.84亿元，同比增长4.33%。

母公司营业总成本持续增长，营业总成本主要由营业成本及管理费用构成；投资收益持续增长，年均复合增长17.91%，2020年，母公司实现投资收益124.99亿元，占母公司当期净利润245.52%，投资收益对母公司利润总额贡献度较高。2018—2020年，母公司利润总额波动下降。

2018—2020年，母公司经营活动现金流量净额波动较大，2020年经营活动现金流量净额-18.59亿元。2018—2020年，母公司投资活动现金流量净额波动较大，2020年转为净流出状态。2018—2020年，母公司筹资活动主要为取得借款收到的现金，2020年邮政集团母公司借款规模大幅增加，导致筹资活动现金流净额转为净流入状态。

截至2021年9月末，母公司资产总额2981.66亿元，较上年末增长3.76%，主要系长期股权投资和使用权资产增长所致；所有者权益为1829.35亿元，较上年末增长15.39%；负债总额1152.31亿元，较上年末下降10.55%，主要系预收款项、其他流动负债和其他应付款下降所致；母公司资产负债率38.65%，较年初下降6.18个百分点。2021年1—9月，母公司实现营业总收入1544.94亿元，实现利润总额188.16亿元，投资收益131.53亿元。

(4) 邮政集团偿债指标分析

2018—2020年，邮政集团短期偿债能力指标表现一般，长期偿债指标表现很好，同时考虑到其资本实力和综合竞争力很强，主要子公司资本充足性良好等因素，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年，邮政集团合并口径流动比率波动下降，母公司口径流动比率波动上升，合并口径期末现金及现金等价物余额/短期债务波动上升，邮政集团短期偿债能力指标整体表现一般。

长期偿债指标方面，合并口径的长期偿债指标整体一般。2018—2020年，合并口径EBITDA呈持续增长趋势，2020年，EBITDA同比增长9.10%至772.83亿元；EBITDA以利润总额为主，2020年利润总额占EBITDA的78.46%、利息支出占EBITDA的1.39%。2018—2020年，合并口径EBITDA利息倍数呈持续上升趋势，能对利息保持很好的覆盖程度；全部债务/EBITDA持续下降，对全部债务的覆盖程度很好，邮政集团长期偿债能力指标表现很好。

表 33 邮政集团偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

项目	合并				母公司			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
流动比率	25.34	20.65	21.57	22.54	54.09	49.72	66.20	53.78
期末现金及现金等价物余额 /短期债务	2.11	2.03	4.92	/	/	/	/	/
EBITDA	635.58	708.38	772.83	/	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数	37.72	47.98	72.14	/	/	/	/	/
全部债务/EBITDA	4.59	3.30	1.97	/	/	/	/	/

注：因财务报表无母公司现金流量表补充表，故母公司 EBITDA 及相关数据无法获取
资料来源：邮政集团财务报告，联合资信整理

截至 2021 年 6 月末，邮政集团在各金融机构授信总额度为 2456.68 亿元，已使用额度为 369.95 亿元，尚未使用额度为 2086.73 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 6 月末，邮政集团子公司邮储银行作为被告或仲裁被申请人，且标的金额在 1000 万元以上的尚未审结的重大诉讼或仲裁案件涉及的标的总金额约为 54.94 亿元。

截至 2021 年 6 月末，邮政集团无对外担保情况。

6. 增信效果分析

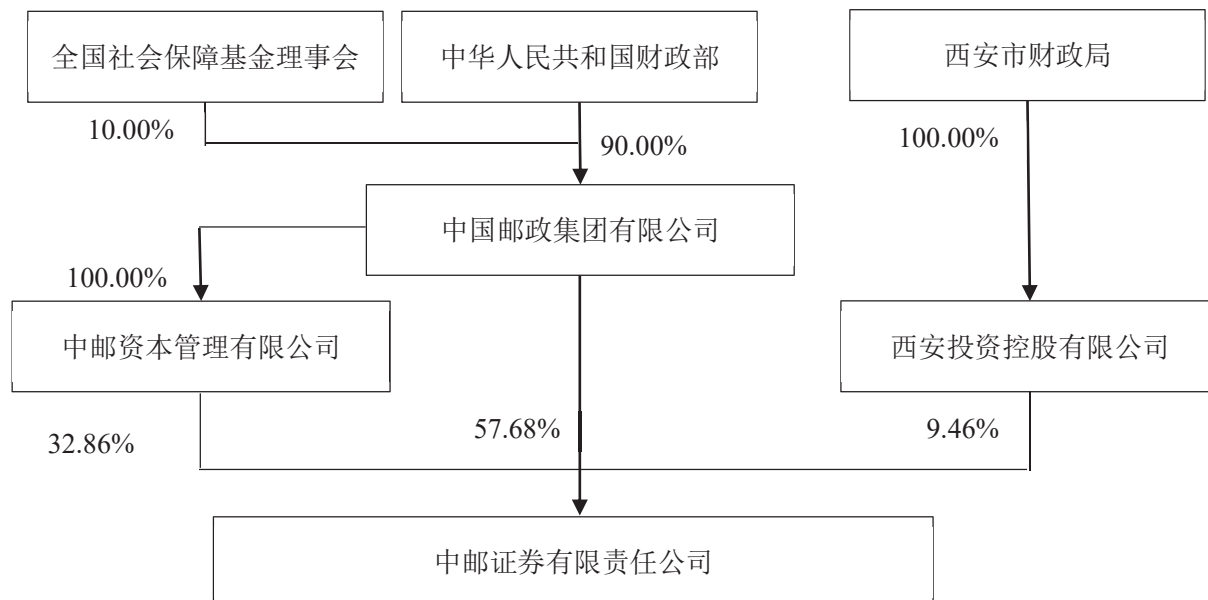
以邮政集团 2021 年 9 月末财务数据进行测算，假设本期债券发行规模为 10.00 亿元，邮政集团资产总额（127495.41 亿元）和所有者权益（8501.71 亿元）对本期债券发行规模的覆盖倍数分别为 12749.54 倍和 850.18 倍，能够形成很好覆盖。

同时，考虑到邮政集团作为大型中央直属企业，拥有领先的行业地位和极强的政府支持，具有很强的综合竞争力。在行业政策、税收优惠和财政补贴等方面均能够持续得到极强的政府支持，同时，邮政集团金融板块业务主要包括银行、证券和保险业务。近年来，邮政集团营业总收入、利润总额持续增长，实收资本和留存收益持续增长，融资渠道畅通，具备很强的综合经营竞争力。邮政集团提供的担保对本期债券的增信作用显著。

十三、结论

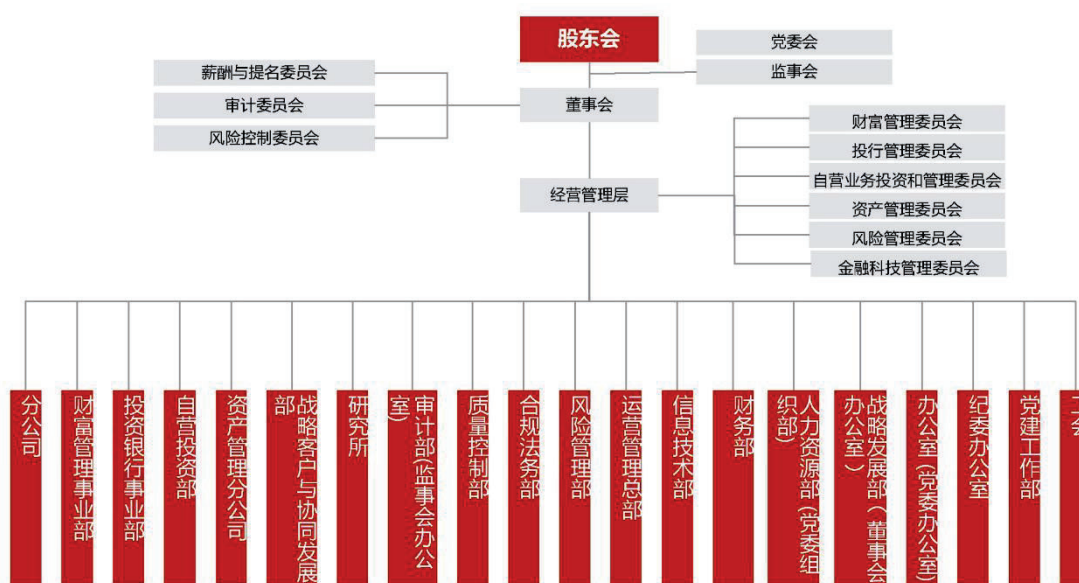
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持、债项条款以及担保等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年末中邮证券有限责任公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月末中邮证券有限责任公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 中邮证券有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
自有资产（亿元）	78.88	93.22	95.68	118.10
自有负债（亿元）	22.39	34.52	34.94	56.16
所有者权益（亿元）	56.49	58.70	60.74	61.94
优质流动资产/总资产（%）	34.44	31.22	13.92	/
自有资产负债率（%）	28.39	37.03	36.52	47.55
营业收入（亿元）	4.05	6.32	7.94	4.75
利润总额（亿元）	1.50	2.60	3.04	1.69
营业利润率（%）	36.94	40.17	35.46	35.65
营业费用率（%）	62.03	55.75	56.59	67.63
薪酬收入比（%）	41.75	40.08	41.14	35.14
自有资产收益率（%）	1.46	2.26	2.37	1.19
净资产收益率（%）	1.98	3.37	3.75	2.07
盈利稳定性（%）	20.46	44.09	33.26	/
净资本（亿元）	55.09	57.09	58.93	/
风险覆盖率（%）	338.65	325.47	325.52	/
资本杠杆率（%）	67.68	59.40	60.21	/
流动性覆盖率（%）	505.77	128.84	152.61	/
净稳定资金率（%）	322.23	237.34	227.21	/
信用业务杠杆率（%）	27.98	43.07	44.29	41.26
短期债务（亿元）	20.73	32.07	32.34	51.46
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	20.73	32.07	32.34	51.46

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 担保方中国邮政集团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	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	98126.55	105794.95	118170.90	127495.41
负债总额（亿元）	92765.80	99711.98	110682.47	118993.70
所有者权益（亿元）	5360.76	6082.96	7488.43	8501.71
归属于母公司所有者权益（亿元）	3511.52	3822.90	4275.68	4,848.97
短期债务（亿元）	1988.13	1474.19	765.85	/
长期债务（亿元）	928.26	866.48	755.11	/
全部债务（亿元）	2916.39	2340.67	1250.96	/
营业总收入（亿元）	5664.16	6171.46	6645.00	5578.24
投资收益（亿元）	279.28	195.59	221.06	190.64
利润总额（亿元）	462.28	538.70	606.39	782.95
净利润（亿元）	449.17	511.01	567.35	706.48
归属于母公司所有者净利润（亿元）	273.43	306.69	324.19	452.85
EBITDA（亿元）	635.58	708.38	772.83	/
筹资前净现金流（亿元）	813.71	-1521.25	210.42	-1461.28
营业利润率（%）	8.67	8.63	9.17	13.98
总资产收益率（%）	0.47	0.50	0.51	0.58
净资产收益率（%）	8.72	8.93	8.36	8.84
归母净资产收益率（%）	8.11	8.36	8.01	9.93
资产负债率（%）	94.54	94.25	93.66	93.33
全部债务资本化比率（%）	35.23	27.79	16.88	/
长期债务资本化比率（%）	14.76	12.47	9.16	/
流动比率（%）	25.34	20.65	21.57	22.54
筹资前净现金流流动负债比（%）	0.90	-1.57	0.20	-1.28
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	2.11	2.03	4.92	/
EBITDA 利息倍数（倍）	37.7237.71	47.98	72.14	/
全部债务/EBITDA（倍）	4.59	3.30	1.97	/

资料来源：邮政集团财务报表，联合资信整理

附件 2-3 担保方中国邮政集团有限公司主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	2536.58	2626.77	2873.66	2981.66
负债总额（亿元）	1160.44	1207.27	1288.28	1152.31
所有者权益（亿元）	1376.14	1419.50	1585.38	1829.35
营业总收入（亿元）	1647.13	1771.22	1847.84	1544.94
投资收益（亿元）	89.91	111.35	124.99	131.53
利润总额（亿元）	64.10	32.85	50.91	188.16
筹资前净现金流（亿元）	-93.78	33.85	-23.66	113.46
营业利润率（%）	4.05	2.26	3.10	12.21
总资产收益率（%）	2.54	1.23	1.83	6.43
净资产收益率（%）	4.61	2.27	3.34	11.02
资产负债率（%）	45.75	45.96	44.83	38.65
流动比率（%）	54.09	49.72	66.20	53.78
筹资前净现金流流动负债比（%）	-9.83	3.21	-2.19	0.13

资料来源：邮政集团财务报表，联合资信整理

附件 3-1 主要财务指标的计算公式

(中邮证券有限责任公司)

指标	计算公式
增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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 3-2 主要财务指标的计算公式

（中国邮政集团有限公司）

指标名称	计算公式
增长指标	
增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润*2 / (期初所有者权益+期末所有者权益) ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+计入其他科目的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+计入其他科目的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

利息支出=计入成本的利息支出+费用化利息支出

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

风险资产按总资产减去现金、银行存款和国债后的剩余资产确定(监管口径)

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含义

联合资信金融机构、非金融企业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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 中邮证券有限责任公司 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。