

招商证券股份有限公司公开发行公司债券

跟踪评级报告（2022）

项目负责人：张璐 lzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：许文博 wbxu@ccxi.com.cn

评级总监：



电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 25 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对发行人信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0338 号

招商证券股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 招商 G1”、“20 招证 G3”、“20 招证 G4”、“20 招证 G5”、“20 招证 G6”、“20 招证 G7”、“21 招证 G1”、“21 招证 G2”、“21 招证 G3”、“21 招证 G4”、“21 招证 G5”、“21 招证 G6”、“21 招证 G7”、“21 招证 G9”、“21 招证 10”、“22 招证 G1”、“20 招证 C1”、“20 招证 C2”、“21 招证 C1”、“21 招证 C2”、“21 招证 C3”、“21 招证 C4”、“21 招证 C5”、“21 招证 C6”、“21 招证 C7”、“21 招证 C8”、“22 招证 Y1” 的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年五月二十五日

评级观点：中诚信国际维持招商证券股份有限公司（以下简称“招商证券”、“发行人”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，维持“20 招商 G1”、“20 招证 G3”、“20 招证 G4”、“20 招证 G5”、“20 招证 G6”、“20 招证 G7”、“21 招证 G1”、“21 招证 G2”、“21 招证 G3”、“21 招证 G4”、“21 招证 G5”、“21 招证 G6”、“21 招证 G7”、“21 招证 G9”、“21 招证 10”、“22 招证 G1”、“20 招证 C1”、“20 招证 C2”、“21 招证 C1”、“21 招证 C2”、“21 招证 C3”、“21 招证 C4”、“21 招证 C5”、“21 招证 C6”、“21 招证 C7”、“21 招证 C8”、“22 招证 Y1” 的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了招商证券突出的行业地位、品牌认可度高、财富管理业务实力较强、融资渠道多元化以及招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）可为公司提供强有力支持等正面因素对公司整体经营及信用水平的支撑作用；同时，中诚信国际关注到，市场竞争日趋激烈、宏观经济总体下行和疫情持续反复对盈利稳定性带来挑战以及创新业务的拓展使公司面临新的风险等因素对公司经营及信用状况形成的影响。

概况数据

招商证券	2019	2020	2021
资产总额（亿元）	3,817.72	4,997.27	5,972.21
股东权益（亿元）	851.28	1,058.25	1,125.90
净资本（亿元）	486.51	586.54	727.35
营业收入（亿元）	187.08	242.78	294.29
净利润（亿元）	73.13	95.04	116.58
平均资本回报率（%）	8.82	9.95	10.67
营业费用率（%）	40.29	39.84	37.61
风险覆盖率（%）	278.26	225.96	265.66
资本杠杆率（%）	19.24	17.38	15.24
流动性覆盖率（%）	218.42	278.45	294.70
净稳定资金率（%）	172.78	144.18	139.36
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.50	2.73	2.53
总债务/EBITDA(X)	13.43	14.04	13.23

注：[1]数据来源为公司提供的 2019 年、2020 年及 2021 年审计报告；[2]公司净资本及风险控制指标按照母公司口径；[3]本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

正 面

■ **行业地位突出，品牌认可度高。**公司业务结构均衡，业务领域涵盖证券、基金、期货、直投等多个方面，同时公司积极推进各业务条线协同合作，多个业务领域均位于行业前列，品牌认可度高。

■ **财富管理业务实力较强，竞争力不断提升。**公司股票基金交易量及其市场份额有所提升，代销金融产品净收入排名提高，财富管理业务竞争力持续增强。

■ **融资渠道多元化。**作为 A 股和 H 股上市公司，公司建立了集

股权、境内外债券、银行借款、转融通、同业拆借及回购等融资工具于一体的融资平台，融资渠道多元化。

■ **招商局集团实力雄厚，可为公司提供强有力支持。**招商局集团是国务院国资委管理的大型中央企业之一，综合实力雄厚，公司是招商局集团控股的唯一证券业务平台，获得招商局集团在资金、资源等方面的有力支持，在招商局集团内具有重要的战略地位。

关 注

■ **市场竞争日趋激烈。**随着国内证券行业加速对外开放、放宽混业经营的限制以及越来越多的券商通过上市、收购兼并的方式增强自身实力，公司面临来自境内外券商、商业银行等金融机构的激烈竞争。

■ **宏观经济总体下行及疫情持续反复或对盈利稳定性带来挑战。**宏观经济总体下行、疫情持续反复、外部环境不确定性增加及证券市场的波动性对公司经营稳定性及持续盈利能力构成压力。

■ **创新业务的拓展使公司面临新的风险。**金融市场的波动对公司创新产品、创新业务开展前的风险识别和控制提出更高的要求。

评级展望

中诚信国际认为，招商证券股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司治理和内部控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况的恶化，如资产质量下降、资本金不足等；外部支持能力及意愿大幅弱化。

同行业比较

2021 年主要指标	招商证券	中信证券	海通证券	广发证券
总资产（亿元）	5,972.21	12,786.65	7,449.25	5,358.55
净资本（母公司口径）（亿元）	727.35	1,075.75	852.22	661.67
净利润（亿元）	116.58	240.05	137.48	120.55
平均资本回报率（%）	10.67	12.01	7.95	11.32
风险覆盖率（%）	265.66	174.74	200.25	197.71

注：“中信证券”为“中信证券股份有限公司”简称；“海通证券”为“海通证券股份有限公司”简称；“广发证券”为“广发证券股份有限公司”简称。

资料来源：各公司公开披露年度报告，中诚信国际整理

本次跟踪债券情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	债券期限	起息日期	特殊条款
20 招商 G1	AAA	AAA	2021-05-24	30.00	30.00	3 年	2020-07-22	--
20 招证 G3	AAA	AAA	2021-05-24	30.00	30.00	3 年	2020-08-13	--
20 招证 G4	AAA	AAA	2021-05-24	29.00	29.00	2 年	2020-09-21	--
20 招证 G5	AAA	AAA	2021-05-24	29.00	29.00	3 年	2020-09-21	--
20 招证 G6	AAA	AAA	2021-05-24	30.00	30.00	2 年	2020-10-26	--
20 招证 G7	AAA	AAA	2021-05-24	10.00	10.00	3 年	2020-10-26	--
21 招证 G1	AAA	AAA	2021-05-24	15.00	15.00	2 年	2021-01-18	--
21 招证 G2	AAA	AAA	2021-05-24	45.00	45.00	3 年	2021-01-18	--
21 招证 G3	AAA	AAA	2021-05-24	14.00	14.00	3 年	2021-01-28	--
21 招证 G4	AAA	AAA	2021-07-02	20.00	20.00	2 年	2021-07-12	--
21 招证 G5	AAA	AAA	2021-07-02	40.00	40.00	3 年	2021-07-12	--
21 招证 G6	AAA	AAA	2021-07-21	20.00	20.00	805 天	2021-07-29	--
21 招证 G7	AAA	AAA	2021-07-21	43.00	43.00	1,050 天	2021-07-29	--
21 招证 G9	AAA	AAA	2021-08-04	50.00	50.00	3 年	2021-08-12	--
21 招证 10	AAA	AAA	2021-08-04	20.00	20.00	5 年	2021-08-12	--
22 招证 G1	AAA	AAA	2022-01-06	50.00	50.00	3 年	2022-01-17	--
20 招证 C1	AAA	AAA	2021-05-24	44.30	44.30	912 天	2020-12-03	清偿顺序
20 招证 C2	AAA	AAA	2021-05-24	10.70	10.70	3 年	2020-12-03	清偿顺序
21 招证 C1	AAA	AAA	2021-05-24	48.00	48.00	3 年	2021-01-27	清偿顺序
21 招证 C2	AAA	AAA	2021-05-24	60.00	60.00	3 年	2021-03-09	清偿顺序
21 招证 C3	AAA	AAA	2021-04-07	60.00	60.00	3 年	2021-04-15	清偿顺序
21 招证 C4	AAA	AAA	2021-05-11	30.00	30.00	914 天	2021-05-18	清偿顺序
21 招证 C5	AAA	AAA	2021-06-16	27.00	27.00	2 年	2021-06-24	清偿顺序
21 招证 C6	AAA	AAA	2021-06-16	20.00	20.00	912 天	2021-06-24	清偿顺序
21 招证 C7	AAA	AAA	2021-11-03	40.00	40.00	3 年	2021-11-11	清偿顺序
21 招证 C8	AAA	AAA	2021-11-03	10.00	10.00	5 年	2021-11-11	清偿顺序
22 招证 Y1	AAA	AAA	2022-03-09	43.00	43.00	5+N 年	2022-03-24	发行人赎回权、满足特定条件时发行人赎回选择权、债券利率及其确定方式、递延支付利息选择权、清偿顺序

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期或不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至本评级报告出具日，公司各期债券募集资金已使用完毕，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战

有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，

实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

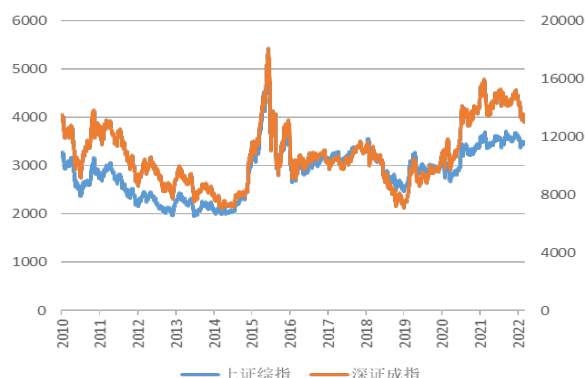
中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021 年以来资本市场改革利好持续释放，交投活跃度提升；北交所的设立，推动多层次资本市场体系建设逐步深入；证券公司收入结构有所优化但对传统经纪业务和自营业务的依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，行业整体风控指标仍优于监管标准，行业杠杆率水平有所提升，未来仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响

证券行业与宏观经济环境高度相关。2021 年，国内资本市场深化改革进程提速，改革利好持续释放，市场交投活跃度提升，两市股票、基金交易量以及直接融资规模同比有所增长，截至 2021 年末，上证综指收于 3,639.78 点，较上年末上涨 4.80%，深证成指收于 14,857.35 点，较上年末上涨 2.67%，涨幅均较上年有所回落。上市公司数量及市值方面，2021 年，受注册制改革持续深化等制度革新影响，IPO 过会企业数量大幅增加，截至 2021 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）4,615 家，较上年末增加 461 家，总市值较上年末增加 14.91%至 91.61 万亿元。交易量方面，2021 年在科创板及创业板交易机制革新的带动下，叠加财富管理转型初见成效，交投活跃度显著抬升，2021 年两市股基成交额为 276.30 万亿元，同比增加 25.33%。融资融券方面，截至 2021 年末，两市融资融券余额为 1.83 万亿元，同比增加 13.17%。

图 1：2010 年以来上证综指和深证成指变化趋势图



资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

表 1：2019-2021 年资本市场主要指标

指标	2019	2020	2021
上市公司总数（家）	3,777	4,154	4,615
总市值（万亿元）	59.29	79.72	91.61
股基交易金额（万亿元）	136.58	220.45	276.30
两融余额（万亿元）	1.02	1.62	1.83

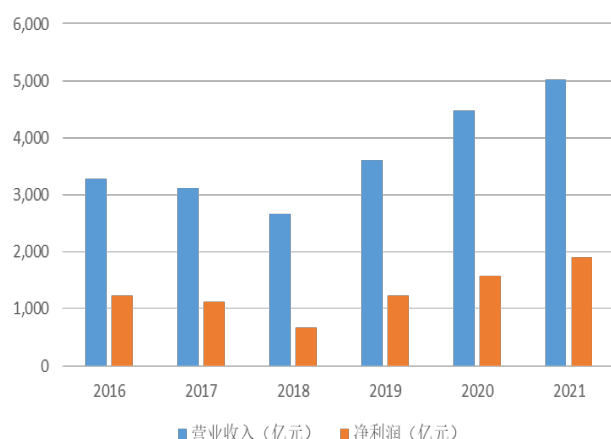
资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

多层次资本市场体系建设方面，我国已经形成了包括主板、科创板、创业板、新三板、区域股权市场、私募股权市场以及债券市场和期货市场在内的多层次资本市场体系。为加快完善中小企业金融支持体系，推动创新驱动发展和经济转型升级，2021 年 9 月，我国推动成立北京证券交易所（以下简称“北交所”），北交所的成立加快了资本市场金融供给侧结构性改革，进一步完善多层次资本市场体系。同时，我国不断完善各市场板块的差异化定位和相关制度安排，促进各层次市场协调发展，有机互联；同时增强多层次资本市场对科技创新企业的包容性，突出不同市场板块的特色，丰富市场内涵。此外，充分发挥债券市场和期货市场服务实体经济的积极作用。2021 年证券公司共服务 481 家企业完成境内首发上市，融资金额达到 5,351.46 亿元，分别同比增加 87 家、增长 13.87%。2021 年证券公司服务 527 家境内上市公司实现再融资，融资金额达到 9,575.93 亿元，分别同比增加 132 家、增长 8.10%。证券公司承销债券 15.23 万亿元，同比增长 12.53%。证券行业服务实体经济成效显著。

从证券公司的营业收入来看，2021 年围绕新证

券法、提高上市公司质量、注册制、服务实体经济、扩大对外开放水平等领域推进全面深化改革落地，证券行业充分享有政策面红利，同时证监会又通过多项举措支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，对证券行业长期信用提升形成利好。2021年，证券行业实现营业收入 5,024.10 亿元，同比增长 12.03%；实现净利润 1,911.19 亿元，同比增长 21.32%。截至 2021 年末，证券行业总资产为 10.59 万亿元，净资产为 2.57 万亿元，分别同比增加 19.07%、11.34%。客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.90 万亿元，受托管理资金本金总额 10.88 万亿元，同比增长 3.53%。

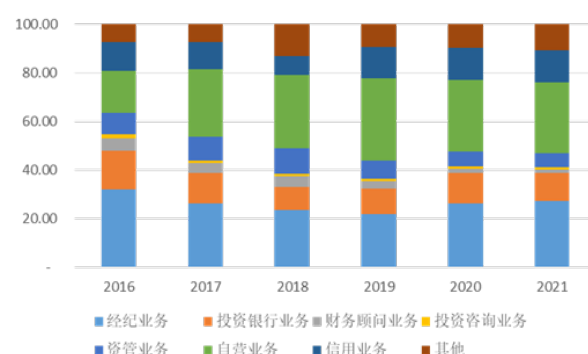
图 2：2016-2021 年证券公司营业收入和净利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从证券公司业务结构来看，目前国内证券公司已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看，目前我国证券公司仍较大程度的依赖于传统的经纪业务和自营业务，整体的经营状况与宏观经济及证券场景气度息息相关。2021 年前三季度，证券公司经纪业务收入在营业收入中的占比为 27.32%，较上年同期增加 1.03 个百分点。

图 3：2016-2021 年证券公司营业收入构成情况



注：基于数据获取的便利性考虑，2020 年及 2021 年营业收入构成均采用当年三季度数据。

资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，将证券公司分为 A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。在 2021 年分类评价中，有 103 家证券公司参评，其中 A 类有 50 家、B 类有 39 家、C 类有 13 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级维持 15 家；与 2020 年相比，有 26 家评级上调，25 家评级下滑，45 家评级持平，7 家首次参与评级。主要风险指标方面，截至 2021 年末，证券行业净资本 2.00 万亿元，其中核心净资本 1.72 万亿元。截至 2021 年末，行业平均风险覆盖率 249.87%（监管标准 $\geq 100\%$ ），平均资本杠杆率 20.90%（监管标准 $\geq 8\%$ ），平均流动性覆盖率 233.95%（监管标准 $\geq 100\%$ ），平均净稳定资金率 149.64%（监管标准 $\geq 100\%$ ），行业整体风控指标优于监管标准，合规风控水平整体稳定。在业务发展持续扩张的压力下，证券行业整体杠杆水平有所上升。

总体来看，受市场环境及政策利好等因素影响，近年来证券行业营业收入和净利润整体保持增长，但目前对传统的经纪业务及自营业务依赖仍较

大。随着资本市场改革的进一步推进以及证券公司财富管理转型，行业仍有较大的发展空间，且逐渐形成差异化的发展格局，大型综合类证券公司在业务布局、渠道建设、风控能力等方面拥有显著优势，

市场集中度呈上升趋势；中小型证券公司竞争将更为激烈，逐渐形成部分有特色的精品券商，推动证券行业加快整合。

表 2：2019 年以来证券业主要行业政策

时间	文件	说明
2019 年 3 月	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共 2+6+1 个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定。
2019 年 7 月	《证券公司股权管理规定》	主要从股东资质及出资来源等方面进行了要求。第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股。
2019 年 8 月	修订《融资融券交易实施细则》	取消最低维持担保比例要求，完善维持担保比例计算公式，将融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1,600 只。
2019 年 8 月	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	对高分评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。于 2020 年 1 月发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，并于 2020 年 6 月 1 日正式施行。
2019 年 12 月	修订《证券法》	推行证券发行注册制；进一步加强信息披露义务人的信息披露责任；增设投资者保护专章，加强投资者保护力度；加大对违反证券监督法律行为的处罚力度；优化债券公开发行条件；取消现行规定下的暂停上市制度，推行更加严格的退市制度。新证券法于 2020 年 3 月 1 日正式实施。
2020 年 2 月	发布上市公司《再融资规则》	精简发行条件，拓宽创业板再融资服务覆盖面；优化非公开制度安排，支持上市公司引入战略投资者；适当延长批文有效期，方便上市公司选择发行窗口。
2020 年 5 月	发布《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》	为落实新《证券法》有关要求，支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，更好服务实体经济，允许证券公司公开发行次级债券以及为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间。
2020 年 6 月	发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》、《证券发行上市保荐业务管理办法》	推动创业板改革并试点注册制。
2020 年 7 月	发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	推动科创板试点注册制。
2020 年 7 月	修订《证券投资基金托管业务管理办法》	允许外国银行在华分行申请证券投资基金；适当调整基金托管人净资产准入标准，强化基金托管业务集中统一管理；简化申请材料，优化审批程序，实行“先批后筹”；统一商业银行及其他金融机构的准入标准与监管要求。
2020 年 9 月	发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》	降低准入门槛，便利投资运作；稳步有序扩大投资范围；加强持续监管。
2021 年 2 月	修订《公司债券发行与交易管理办法》	落实公开发行公司债券注册制，明确公开发行公司债券的发行条件、注册程序以及对证券交易场所审核工作的监督机制；加强事中事后监管，压实发行人及其控股股东、实际控制人，以及承销机构和证券服务机构责任，严禁逃废债等损害债券持有人权益的行为。
2021 年 2 月	发布《证券市场资信评级业务管理办法》	取消证券评级业务行政许可，改为备案管理；取消公开发行公司债券强制评级，降低第三方评级依赖的基础上，完善证券评级业务规则，规范评级执业行为；增加独立性要求；提高证券评级业务违法违规成本。
2021 年 3 月	修订《证券公司股权管理规定》	证券公司主要股东定义进行调整；适当降低证券公司主要股东资质要求；调整证券公司变更注册资本、变更 5%以上股权的实际控制人相关审批事项。
2021 年 10 月	《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）》、《北京证券交易所上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行）》	出台并完善北京证券交易所相关配套规则，支持创新性中小企业融资发展，保护投资者合法权益和社会公众利益，建立和完善契合创新型中小企业特点的股票发行上市制度。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳步推进经纪业务向财富管理转型升级，股基交易量及市场份额持续提升；资本中介业务紧跟市场和客户需求，积极开展产品和服务创新；持续优化机构业务综合服务平台，机构业务客户特色优势不断增强

财富管理和机构业务是公司收入的主要来源，主要包括经纪与财富管理、资本中介业务和机构客户综合服务。随着我国居民财富快速增长以及“房住不炒”的政策指引，居民优化资产配置的需求日益迫切；同时受资管新规影响，通道业务不断标准化，居民对金融理财需求明显增加，券商财富管理业务面临广阔的发展空间。2021 年公司实现财富管理和机构业务收入 137.07 亿元，同比增长 18.18%。

2021 年公司通过线上线下双轮驱动，创新营销及服务模式，全年新开户数创历史新高，同比增长 81.77%。截至 2021 年末，公司客户数约 1,479 万户，同比增长 29.07%，托管客户资产 4.45 万亿元，同比增长 16.51%。公司坚持以客户为中心，加大向财富管理转型，打造具有券商特色、差异化的财富管理核心优势；继续发挥券商研究优势，打造优选产品体系；积极扩大财富顾问团队规模，满足不同客户需求；针对高净值客户提供资产配置、专属定制和家族信托服务。2021 年末，公司财富管理客户达 56.35 万户、财富管理客户资产 1.67 万亿元，分别同比增长 24.12%和 21.90%，高净值客户达 3.06 万户，同比增长 26.97%；2021 年，公司获基金投顾业务试点资格，并于 11 月推出“e 招投”基金投顾品牌，年末签约规模近 24 亿元。2021 年，公司代销金融产品净收入和排名均创历史新高。根据中国证券业协会数据，公司代销金融产品净收入（母公司）排名行业第 5，同比上升 2 名。截至 2021 年末公司客户金融产品保有量同比增长 17.89%。根据中国证券投资基金业协会数据，公司第四季度股票加混合公募基金和非货币市场公募基金保有规模分别为 498 亿元、531 亿元，均排名证券行业第 5。

表 3：近年来公司经纪业务开展情况

	2019	2020	2021
营业部数量（家）	258	259	259
股票基金交易量（万亿元，双边）	10.84	18.26	26.27
股票基金交易量市场份额(%)	4.09	4.25	4.90
销售金融产品规模（亿元）	8,346.85	11,250.58	--

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

公司资本中介服务主要包括融资融券、股票质押式回购业务等。2021 年公司紧跟市场和客户需求，积极开展产品和服务创新，大力拓展券源渠道，同时持续落实资本中介业务政策的逆周期调整机制，完善压力测试和预警工作机制。截至 2021 年末，公司融资融券余额 964.68 亿元，同比增长 16.04%，其中融资业务余额排名行业第 4，维持担保比例为 312.02%；股票质押式回购业务（含资管计划出资）待购回余额 223.10 亿元，履约保障比例为 287.48%，其中自有资金出资余额 142.22 亿元，排名行业第 5，履约保障比例为 350.02%。公司 A 股市场资本中介业务利息收入排名行业第 5，同比上升 1 名。境外市场方面，招商证券国际有限公司（以下简称“招证国际”）开展业务期末规模为 49.70 亿港元，同比增长 7.20%。

表 4：近年来公司资本中介业务情况（单位：亿元、%）

	2019	2020	2021
融资融券余额	514.59	831.36	964.68
整体维持担保比例	308.7	296.4	312.02
融资融券市场份额	5.05	5.13	--
股票质押式回购待回购金额（含资管计划出资业务）	302.85	304.20	223.10
整体履约保障比例	294.7	308.4	287.48

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

机构客户综合服务方面，公司致力于为公募基金、保险资管、私募基金等专业金融机构投资者提供研究、交易服务、产品代销、托管外包、场外衍生品、被动投资、做市、转融通、大宗交易、投行产品销售等全方位的一揽子综合金融服务。主券商业务方面，公司积极挖掘机构客户综合价值，持续保持交易性能及服务水平的行业领先优势，强化科

技赋能，加快机构业务数字化建设，有效提升机构客户营销服务能力和客户满意度。截至 2021 年末，公司私募证券交易资产规模达 3,296 亿元，同比增长 57.39%，私募客户股基交易量同比增长 167.98%，50 亿元以上重点私募客户交易覆盖率达 80%。研究方面，公司境内股票研究范围涉及证监会行业中的 17 个门类、71 个大类共 1,514 家上市公司，覆盖沪深 300 指数成份股总市值的 87%、创业板成份股总市值的 86%，同时加大对科创板、北交所股票的研究覆盖；境外股票研究覆盖海外宏观策略等 16 个行业、117 家上市公司。公司在量化与基金评价、电子、传媒、策略、电力设备与新能源、固定收益、食品饮料、宏观经济、金融、通信、房地产、汽车等领域的研究处于业内领先水平。托管和外包业务方面，公司向市场积极推广行业内首个私募基金指数（招商私募基金指数 CMSFI），努力打造成行业标杆；对标国际基金服务行业标准，成为市场上首家与外资公募基金签署运营外包服务协议的证券公司。截至 2021 年末，公司托管外包产品数量 3.54 万只、规模 3.60 万亿元，分别同比增长 34.74% 和 25.55%。根据中国证券投资基金业协会和 Wind 数据，公司私募基金托管产品数量市场份额达 23.17%，私募基金托管产品数量、公募基金托管产品数量连续八年保持证券行业第 1。

继续推进现代化投行建设，加强专业化和区域化布局；股票承销聚焦重点行业，把握市场改革机遇；债券承销总规模和排名仍处于行业较好水平；财务顾问业务围绕经济结构转型升级和国企改革机遇展业

投资银行业务作为证券公司传统业务之一，是公司重要的收入来源，具体业务包括股票承销及保荐、债券承销、财务顾问等业务。2021 年，公司成立了投资银行委员会，持续推动投行业务改革举措的落地。公司深入推进现代化投行建设，加强投行业务质量管控，重点布局半导体、医疗、“双碳”等行业领域和华东、华中区域，加强专业化和区域化建设；深入推进企业客户经理制建设。2021 年，

公司实现投行业务收入 24.58 亿元，同比增长 18.83%，股权及债权类承销收入均有增长。

表5：近年来公司股票和债券主承销情况

	2019	2020	2021
股票承销业务			
主承销家数（家）	24	41	43
其中：首次公开发行	12	18	23
再融资发行	12	23	20
发行金额（亿元）	270.57	541.38	429.60
其中：首次公开发行	141.96	143.86	219.57
再融资发行	128.60	397.52	210.03
债券承销业务			
主承销数量（支）	878	1,237	921
发行金额（亿元）	4,104.24	4,125.39	4,895.38
并购及财务顾问业务			
并购及财务顾问业务净收入（亿元）	2.86	2.00	1.54

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

股票承销和保荐业务方面，2021 年，公司完成了多单具有市场影响力的项目，包括中国移动、中国电信回归 A 股等。公司还完成了新希望、苏州银行可转债等大型再融资项目，助力齐鲁华信成为首批北交所上市企业。根据 Wind 统计，公司 A 股股权主承销金额和家数分别排名行业第 7 和第 8，其中，IPO 承销金额和家数分别排名行业第 7 和第 8，再融资承销金额和家数均排名行业第 9。根据彭博统计，在境外市场，公司共完成 14 个香港市场 IPO 项目，承销金额为 7.50 亿美元，承销金额排名中资证券公司第 5；此外，公司还完成 3 个美股 IPO/SPAC 项目，融资规模为 6.78 亿美元。

债券承销业务方面，2021 年，公司加强重点区域布局，优化客户结构，持续巩固信贷 ABS 业务领先优势，同时积极布局基础设施公募 REITs 和绿色债券业务。根据 Wind 统计，2021 年公司境内主承销债券金额（包含自主自办发行）为 4,895.38 亿元，同比增长 18.81%，排名行业第 7。其中，信用债承销金额排名行业第 6，金融债、资产支持证券承销金额均排名行业第 5，信贷资产证券化业务承销金额连续七年排名保持行业第 1。根据彭博统计，受益于境内外业务协同联动，公司共完成 29 个境

外债券项目，承销金额 7.57 亿美元，同比增长 98.17%。中资离岸债券(除人民币)承销金额排名中资证券公司第 12。

财务顾问业务方面，公司充分发挥作为招商局集团资本运作专业支持平台的作用，积极推动招商局集团体系内产融和融融协同项目开展，深化与大型央企、国企战略客户的紧密合作。根据 Wind 统计，2021 年公司共完成 5 单 A 股市场并购项目，交易金额为 226.07 亿元，排名行业第 10；完成 2 单境外并购项目，交易金额为 2.8 亿美元。其中，大连港股份有限公司与营口港务股份有限公司换股吸收合并项目为港口行业首单，中远海发行股份购买资产并募集配套资金后成为世界第二大集装箱制造企业。

资产管理业务加强主动管理能力建设，主动管理规模和占比实现增长；私募股权基金管理业务持续加强特色化体系建设和强化质量控制；参股公募基金实现快速发展

公司投资管理业务主要包括证券资产管理业务和私募股权基金管理业务，分别通过全资子公司招商证券资产管理有限公司（以下简称“招商资管”）、招商致远资本投资有限公司（以下简称“招商致远资本”）开展；并通过联营公司博时基金管理有限公司（以下简称“博时基金”）和招商基金管理有限公司（以下简称“招商基金”）从事公募基金管理业务。2021 年公司投资管理业务实现营业收入 17.36 亿元，同比增长 13.22%，主要因招商资管主动管理资产规模增加带动管理费收入增长所致。

资产管理业务方面，公司是国内首批获资产管理资格的五家券商之一。2021 年，招商资管全力推动主动管理能力建设，积极推进大集合转公募，完善公、私募产品线；加大通道业务整改力度，按期顺利完成资管业务整改，提升主动管理规模。2021 年末主动管理规模(不含专项资管计划)为 3,464.13 亿元，同比增长 29.72%，主动管理规模占比达 82.87%，同比上升 26.99 个百分点。公司大力拓展

金融机构客户和企业机构客户，推出多元化、定制化产品方案，巩固机构特色优势；加速与招商证券财富管理业务协同，整合优势资源，为客户提供一站式低成本配置私募基金服务。根据证券业协会和基金业协会统计，2021 年末，招商资管合规受托资产管理规模排名行业第 5，2021 年私募主动管理资产月均规模排名行业第 4。

表 6：近年来公司资产管理情况（单位：亿元）

	2019	2020	2021
管理资产总规模	6,872.07	5,419.22	4,831.53
其中：集合资管计划	1,325.86	1,303.40	2,028.09
单一资管计划	4,866.62	3,475.80	2,151.94
专项资管计划	679.59	640.02	651.50
其中：主动管理规模	2,162.05	2,670.41	3,464.13

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

私募股权基金管理业务方面，招商致远资本依托招商局集团和招商证券特色资源平台，持续构建特色业务体系，打造专业化投资能力。募资方面，招商致远资本积极拓展上市公司、地方政府和国企客户资源，与上市公司“铜陵有色”合作设立先进结构材料产业基金、与万科集团合作设立类 REITs 基金等，募资金额约 22 亿元。投资方面，招商致远资本持续聚焦碳达峰碳中和、医疗健康、先进制造、数字经济等重点行业以及招商局集团交通物流、金融科技优势产业，成功投资长鑫存储、飞步科技、纳龙科技、美科太阳能、济凡生物等企业，投资金额约 21 亿元。另外，招商致远资本夯实投后管理体系，推动平台化管理；2021 年新增上市企业 4 家，已过会、已报会待上市企业 2 家，项目退出金额 33 亿元。根据中国基金业协会统计，招商致远资本私募基金月均管理规模（2021 年第四季度）为 173.53 亿元，排名证券行业第 8。

公司资产管理平台还包括参股的博时基金和招商基金，招商证券对两家公司的持股比例分别为 49%和 45%。博时基金方面，截至 2021 年末，博时基金资产管理规模（不含子公司）为 16,553 亿元，其中公募基金管理规模（剔除联接基金）为 9,892 亿元，分别同比增长 25.45%、38.81%。根据

Wind 统计，2021 年末，博时基金非货币公募基金规模排名行业第 8，债券型公募基金规模排名行业第 2。招商基金方面，截至 2021 年末，招商基金资产管理规模（不含子公司）为 10,800 亿元，其中公募基金资产管理规模（剔除联接基金）为 7,410 亿元，分别同比增长 37.71%、47.21%。根据 Wind 统计，2021 年末，招商基金非货币公募基金规模排名行业第 7，股票型、债券型公募基金规模均排名行业第 3。

根据市场行情调整投资资产结构，金融投资规模持

续增长；衍生投资业务稳步发展，业务规模持续提升；债券投资秉承稳健投资理念，丰富交易策略，加强信用体系建设，通过对冲工具降低风险敞口

公司投资及交易业务包括权益类、固定收益证券、外汇及其他金融产品投资及交易。2021 年，公司坚守大类资产配置，以中性策略投资、客需驱动投资为重点，2021 年末金融资产规模为 3,084.53 亿元，同比增长 35.66%；其中债券类投资、股权投资和基金的账面价值占比分别为 63.78%、7.68%和 7.70%。

表 7：近年来公司投资组合情况（单位：亿元、%）

	2019		2020		2021	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券类投资	1,474.11	76.45	1,612.77	70.93	1,967.38	63.78
股权投资	201.42	10.45	279.10	12.27	237.04	7.68
基金	161.25	8.36	155.58	6.84	237.56	7.70
银行理财产品	22.27	1.15	11.61	0.51	4.01	0.13
证券公司资产管理计划	10.80	0.56	16.11	0.71	12.37	0.40
信托产品	12.39	0.64	21.73	0.96	35.39	1.15
其他	46.08	2.39	176.79	7.78	590.78	19.15
合计	1,928.33	100.00	2,273.70	100.00	3,084.53	100.00

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

权益方面，公司股票方向性投资业务坚持绝对收益投资理念，持续加强投研团队建设，积极增加投资策略，严格控制风险。

同时，公司积极开展基金做市、场内期权期货做市、场外衍生品等资本中介型交易业务和量化策略等中性投资业务。基金做市业务持续拓展做市项目，扩大业务规模，做市竞争力位居同行前列。场内期权期货做市业务通过优化做市策略与系统，借助大数据、机器学习等金融科技，持续提升报价的市场竞争力。场内期权期货做市业务资格数量 49 个，位居券商首位。场外衍生品业务持续提升交易与风险对冲能力及客户服务水平，积极拓展收益互换业务，交易标的覆盖境内外权益、大宗商品等各类资产，保持了良好增长态势。截至 2021 年末，公司场外衍生品存量名义本金同比增长 117%，场外衍生品新增名义本金同比增长 89%。

固定收益投资方面，公司秉承稳健的投资理念，加强信用体系建设，稳步做大投资规模，灵活开展波段操作，适时通过对冲工具降低风险敞口，境内固定收益投资收益率显著跑赢市场基准；积极运用各类衍生品大力开展中性策略，利率互换交易量同比增长 78%。做市业务全面上线自动化报价系统，债券通做市报价数量同比增长约一倍；国债期货做市成交规模连续三年（2019 年-2021 年）位居行业前列。境外固定收益投资通过丰富交易品种，适时运用对冲工具降低利率风险敞口。

外汇业务方面，公司不断完善外汇业务交易策略及品种，盈利能力稳步提升。2021 年银行间外汇市场交易量同比增长 162%。

另类投资方面，招商证券投资有限公司（以下简称“招商投资”）继续加强股权投资队伍建设，

围绕国家新兴产业和“双碳”战略，布局投资热点领域，持续加强对被投资企业的赋能和服务。2021年新增股权类投资 25.79 亿元。

财务分析

以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2019 年、2020 年及 2021 年财务报告。2019 年财务数据为 2020 年审计报告期初数，2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据为 2021 年审计报告期末数。已审计的财务报告审计意见类型均为标准无保留意见。报告中对净资产、净资本、净资产/负债等风险控制指标的描述和分析均采用母公司口径数据。

盈利能力

2021 年资本市场改革利好持续释放，市场交投活跃度上升，公司各主要业务收入均实现增长，盈利水平稳步提升

证券公司的盈利状况变化和经济环境有极大的相关性。2021 年，国内资本市场深化改革进程提速，改革利好持续释放，市场交投活跃度提升，两市股票、基金交易量以及直接融资规模同比有所增长，公司经纪、投行与自营等业务条线业绩均有所提升。受上述因素共同影响，2021 年全年实现营业收入 294.29 亿元，较上年增加 21.22%。

从营业收入的构成来看，近年来公司手续费和佣金净收入呈上升趋势，是公司的主要收入来源之一。2021 年公司实现手续费和佣金净收入 124.69 亿元，较上年增长 16.57%。具体来看，经纪业务方面，2021 年 A 股股基交易量同比增长，公司股基

交易量市场份额也有所提升，年内公司经纪业务手续费及佣金净收入为 79.16 亿元，同比增加 17.80%。投资银行业务方面，2021 年以来，受注册制改革持续深化等制度革新影响，IPO 过会企业数量大幅增加，股权及债权类承销收入均实现增长，得益于此，公司全年实现投资银行业务手续费及佣金净收入 25.42 亿元，较上年增加 18.46%。资产管理业务方面，2021 年，在行业去通道背景下，公司资产管理总规模进一步压缩，受此影响，2021 年实现资产管理业务手续费及佣金净收入 10.39 亿元，较上年下降 9.16%。

利息净收入方面，2021 年公司融资融券业务规模增长，融资融券利息收入较快增长；公司对股票质押业务规模进行有效控制，买入返售金融资产利息收入略微下降。受上述因素的共同影响，公司资本中介业务利息收入总体增加，推动 2021 年利息收入较上年增长 16.73%至 113.42 亿元。公司的利息支出主要由卖出回购业务及发行债券产生的利息支出构成。2021 年公司利息支出较上年增长 35.56%至 96.50 亿元，主要由于 2021 年发行债券数量增多导致应付债券利息支出增长。2021 年公司全年实现利息净收入 16.93 亿元，较上年下降 34.87%。

投资收益及公允价值变动收益方面，2021 年以来，公司坚守大类资产配置，以中性策略投资、客需驱动投资为重点。2021 年公司实现投资收益 103.01 亿元，同比增长 60.17%；但主要由于持有的衍生品公允价值下跌，2021 年全年实现公允价值变动收益 7.54 亿元，同比下降 45.92%。2021 年公司总体实现投资收益（含公允价值变动）110.55 亿元，同比增长 41.26%。

表 8：近年来公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2019		2020		2021	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	7,435.69	39.75	10,696.84	44.06	12,469.02	42.37
其中：经纪业务净收入	3,992.93	21.34	6,719.73	27.68	7,915.92	26.90
投资银行业务净收入	1,812.95	9.69	2,145.88	8.84	2,542.11	8.64
资产管理业务净收入	1,042.27	5.57	1,143.34	4.71	1,038.58	3.53

投资收益及公允价值变动收益	7,041.68	37.64	7,825.85	32.23	11,055.05	37.57
利息净收入	1,895.19	10.13	2,598.91	10.70	1,692.66	5.75
其他业务收入	2,226.60	11.90	3,096.24	12.75	4,108.31	13.96
汇兑收益	30.19	0.16	17.80	0.07	12.14	0.04
其他收益	79.01	0.42	42.02	0.17	91.71	0.31
营业收入合计	18,708.37	100.00	24,277.67	100.00	29,428.90	100.00

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

在营业支出方面，由于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，人力成本在公司业务及管理费用中占比相对较高。2021 年，受收入增长使得员工绩效薪酬增加、与业务量相关的交易所费用、IT 电子设备运转及网络通讯费等增加、金融科技投入及互联网金融业务相关费用增加的共同影响，公司业务及管理费支出较上年增长 14.44%至 110.69 亿元；受营业收入增长幅度更大的影响，2021 年公司营业费用率较 2020 年下降 2.23 个百分点至 37.61%。此外，2021 年公司其他业务成本 39.98 亿元，同比增长 33.00%，主要由大宗商品业务成本增加所致。年内公司计提信用减值损失 3.73 亿元，同比大幅增加 139.79%，主要因股票质押业务和债权投资计提减值损失大幅增加所致。

受营业收入和营业支出两方面影响，2021 年公司全年实现营业利润 138.15 亿元，同比增长 22.23%；实现净利润 116.58 亿元，较上年增加 22.66%。考虑到其他权益工具投资及其他债权投资公允价值变动的影响后，2021 年公司综合收益为 113.81 亿元，较上年增长 27.48%。从利润率来看，2021 年公司的平均资本回报率较上年增加 0.72 个百分点至 10.67%。

表 9：近年来公司主要盈利指标（单位：亿元、%）

	2019	2020	2021
经调整后的营业收入	165.22	212.71	254.30
业务及管理费	(75.37)	(96.72)	(110.69)
营业利润	87.94	113.03	138.15
净利润	73.13	95.04	116.58
综合收益	76.64	89.28	113.81
营业费用率	40.29	39.84	37.61
平均资产回报率	2.54	2.59	2.56
平均资本回报率	8.82	9.95	10.67

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司盈利水平很大程度与市场景气度相关，2021 年国内资本市场深化改革进程提速，市场交投活跃度提升，公司总体保持稳健发展，盈利水平提升。未来随着公司传统业务转型、整合资源深化协同、业务结构和盈利渠道日趋多元以及跨境和创新业务的不断发展，公司仍存在较大的发展空间和盈利增长点，但宏观经济下行、疫情持续反复、行业竞争加剧，信用风险持续暴露，资本市场不确定性增强等因素亦对公司盈利稳定性带来一定挑战。

资产质量和资本充足性

2021 年公司资产规模稳步增长；金融资产仍以债券投资为主，股票方向性投资占比下降；公司已针对各类资产风险情况计提减值准备，主要为买入返售金融资产减值准备

截至 2021 年末，公司资本中介业务规模和证券自营投资规模扩大，总资产有所增加。截至 2021 年末，公司资产总额为 5,972.21 亿元，同比增加 19.51%；剔除代理买卖证券款后，年末公司资产总额为 4,976.16 亿元，同比增加 20.11%。由于一般风险准备和留存收益的增加，公司 2021 年末所有者权益为 1,125.90 亿元，同比增长 6.39%。

从公司所持有金融资产的结构来看，2021 年以来，公司根据市场行情调整投资策略和投资结构，债券投资规模有所增加，股票方向性投资规模收缩。具体来看，公司金融资产以债券、股票、基金为主，流动性相对较好，其中又以债券投资规模最大，截至 2021 年末，公司债券投资和股权投资规模分别为 1,967.38 亿元和 237.04 亿元，分别较上年末增长 21.99%和下降 15.07%；基金投资规模为

237.56 亿元，较上年末增长 52.69%。截至 2021 年末，公司计提的债权投资减值准备余额为 0.24 亿元，较上年末大幅增加 0.23 亿元，主要为企业债的减值准备；计提其他债权投资预期信用损失减值准备余额为 0.22 亿元，较上年末增长 17.58%。2021 年公司公允价值变动收益为 7.54 亿元，同比减少 45.92%。2021 年公司其他综合收益税后净额为-2.76 亿元，亏损较 2020 年-5.76 亿元有所收窄。此外，截至 2021 年末，公司融出资金余额 986.87 元，较上年末增加 20.71%，其中担保物公允价值为 2,858.29 亿元，融出资金减值准备余额为 1.46 亿元，较上年末增加 35.95%；买入返售金融资产余额为 391.99 亿元，较上年末大幅减少 24.99%，担保物价值为 784.49 亿元，买入返售金融资产减值准备余额为 7.41 亿元，较上年末增长 59.93%，均为股票质押业务所计提。

各项风险指标均远高于监管标准，反映出较高的资本充足水平；2021 年以来风险覆盖率有所提升，杠杆水平略有上升

近年来公司净资本等各项风险控制指标均持续符合《证券公司管理办法》及《证券公司风险控制指标管理办法》的有关规定，进一步反映出公司较高的资产安全性和资本充足性。

截至 2021 年末，公司注册资本为 86.97 亿元。母公司口径净资产较年初增长 5.41%至 1,036.08 亿元，净资本较年初增加 24.01%至 727.35 亿元，净资本/净资产较年初上升 10.52 个百分点至 70.20%，风险覆盖率较年初上升 39.70 个百分点至 265.66%，资本杠杆率较年初下降 2.14 个百分点至 15.24%。各项指标仍远高于监管要求的最低标准。

表 10：近年来公司各风险控制指标情况（母公司口径）（单位：亿元、%）

项目	预警标准	监管标准	2019	2020	2021
净资本	-	--	486.51	586.54	727.35
净资产	-	--	781.90	982.87	1,036.08
风险覆盖率	≥ 120	≥ 100	278.26	225.96	265.66
资本杠杆率	≥ 9.6	≥ 8	19.24	17.38	15.24
流动性覆盖率	≥ 120	≥ 100	218.42	278.45	294.70
净稳定资金率	≥ 120	≥ 100	172.78	144.18	139.36
净资本/净资产	≥ 24	≥ 20	62.22	59.68	70.20
净资本/负债	≥ 9.6	≥ 8	22.26	20.28	20.10
净资产/负债	≥ 12	≥ 10	35.78	33.98	28.63
自营权益类证券及其衍生品/净资本	≤ 80	≤ 100	32.38	31.69	22.15
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	≤ 400	≤ 500	328.85	319.68	318.59

注：2020 年 1 月，中国证监会发布了《证券公司风险控制指标计算标准规定》，自 2020 年 6 月 1 日起施行。2019 年末招商证券各项风险控制指标按照该规定进行调整计算。

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

从杠杆水平来看，公司业务发展使得融资需求不断上升，截至 2021 年末，母公司口径净资本/负债比率为 20.10%，较上年末下降 0.18 个百分点，杠杆水平略有上升。

总体来看，招商证券以净资本为核心的各项风险指标均远高于证监会制定的监管标准，反映出公司具有较高的资本充足性和资产安全性，相对于各项业务开展及负债规模而言，公司资本充足水平较

高，对吸收非预期损失的能力较强。但未来业务规模扩张和创新业务的开展仍可能对其资本形成一定压力。

流动性和偿债能力

自有货币资金及结算备付金规模下降，流动性覆盖率和净稳定资金率仍高于监管要求，流动性水平保持充裕

从公司资产流动性来看，截至 2021 年末，公司自有资金及现金等价物余额为 166.71 亿元，同比下降 21.06%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 3.35%。

从流动性风险管理指标上看，截至 2021 年末，公司流动性覆盖率为 294.70%，较年初上升 16.25 个百分点；净稳定资金率为 139.36%，较年初下降 4.82 个百分点。现有流动性覆盖率和净稳定资金率均高于监管要求，体现出公司长短期流动性管理均处于较好水平。

业务发展驱动总债务规模上升，偿债指标有所波动但仍处于较好水平

从债务构成来看，公司目前探索并建立了包括境内外 IPO、股权再融资、永续次级债、公司债、次级债、非公开发行公司债券、银行借款、短期公司债、短期融资券、收益凭证、同业拆借、转融通等融资工具在内的长、中、短期相结合的融资平台，对公司业务稳健、持续发展起到重要支撑。截至 2021 年末，公司债务余额 3,136.39 亿元，较上年末增长 19.06%，其中短期债务余额为 1,992.67 亿元，同比下降 3.72%；由于 2021 年以来公司加大长期限的公司债、次级债发行，长期债务余额为 1,143.73 亿元，较上年末增长 102.57%。此外，公司存续永续次级债券计入其他权益工具，截至 2021 年末，其他权益工具余额为 150.00 亿元。

从资产负债率来看，近年来该指标随着公司总负债的增加有所上升，但仍处于安全水平。截至 2021 年末，公司资产负债率同比增加 2.92 个百分点至 77.37%。从长期来看，随着证券公司债务融资渠道的全面放开，公司的负债结构将进一步改善。

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要包括利润总额和利息支出，2021 年公司利润总额有所增长，当年 EBITDA 为 236.98 亿元，同比增加 26.27%。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，截至 2021 年末，公司总债务/EBITDA 为 13.23 倍，较上年下降 0.80 倍；EBITDA 利息倍数为 2.53 倍，较

上年下降 0.20 倍，主要系债务规模增加导致相应利息支出也有所增长。总体来看，EBITDA 对债务利息的覆盖程度有所波动，但整体处于较好水平。

表 11：近年来公司偿债能力指标

	2019	2020	2021
资产负债率（%）	73.40	74.46	77.37
经营活动净现金流（亿元）	99.89	(98.05)	(411.93)
EBITDA（亿元）	155.11	187.67	236.98
EBITDA 利息倍数（X）	2.50	2.73	2.53
总债务/EBITDA（X）	13.43	14.04	13.23

数据来源：招商证券，中诚信国际整理

财务弹性方面，公司在各大银行等金融机构的资信情况良好，截至 2021 年末，公司获得主要贷款银行的授信额度为 3,623 亿元，其中债务融资工具已使用额度为 1,245 亿元。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司无对外担保（不包含对子公司的担保）。未决诉讼方面，中安科股份有限公司（以下简称“中安科”）部分投资者因证券虚假陈述造成相关投资损失的民事赔偿事宜，分别向上海金融法院对中安科及其董事、子公司中安消技术有限公司和招商证券等中介机构提起诉讼。截至 2022 年 3 月末，公司无对生产经营、偿债能力或投资者权益可能产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

外部支持

作为招商局集团控股的唯一证券平台，具有重要的战略地位，招商局集团有较强的意愿和能力在必要时对公司予以支持

截至 2021 年末，招商局集团通过其子公司深圳市招融投资控股有限公司、深圳市集盛投资发展有限公司和 Best Winner Investment Limited 合计间接持有公司股份的 44.17%，为公司实际控制人。

招商局集团是国务院国资委直接管理的大型中央企业，综合实力雄厚。招商局集团历史悠久，是我国近代民族工商业的先驱，其业务主要集中于交通、金融和房地产三大核心产业，旗下拥有招商证券、招商银行、招商港口、招商轮船以及招商蛇

口等一系列优秀公司。截至 2022 年 3 月末，招商局集团总资产为 25,615.10 亿元，所有者权益合计 9,831.37 亿元；2022 年 1-3 月，招商局集团营业总收入达 967.89 亿元，净利润为 170.34 亿元。

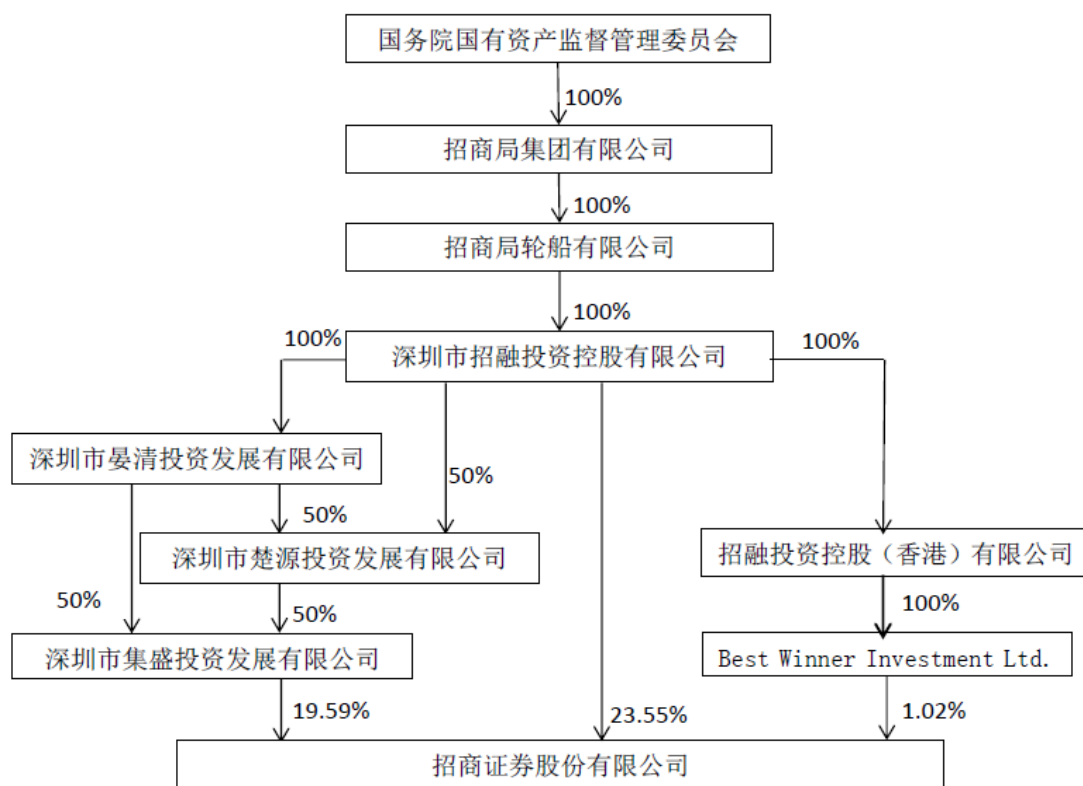
公司是招商局集团控股的唯一证券业务平台，获得集团在资金、资源等方面的有力支持，在集团内具有重要的战略地位。公司积极推动与招商局集团各单位的业务协同和业务融合，在产融结合和融融协同方面取得了一系列成绩。

总体来看，作为招商局集团控股的唯一证券业务平台，公司在资本补充、业务拓展等方面得到招商局集团的大力支持。

评级结论

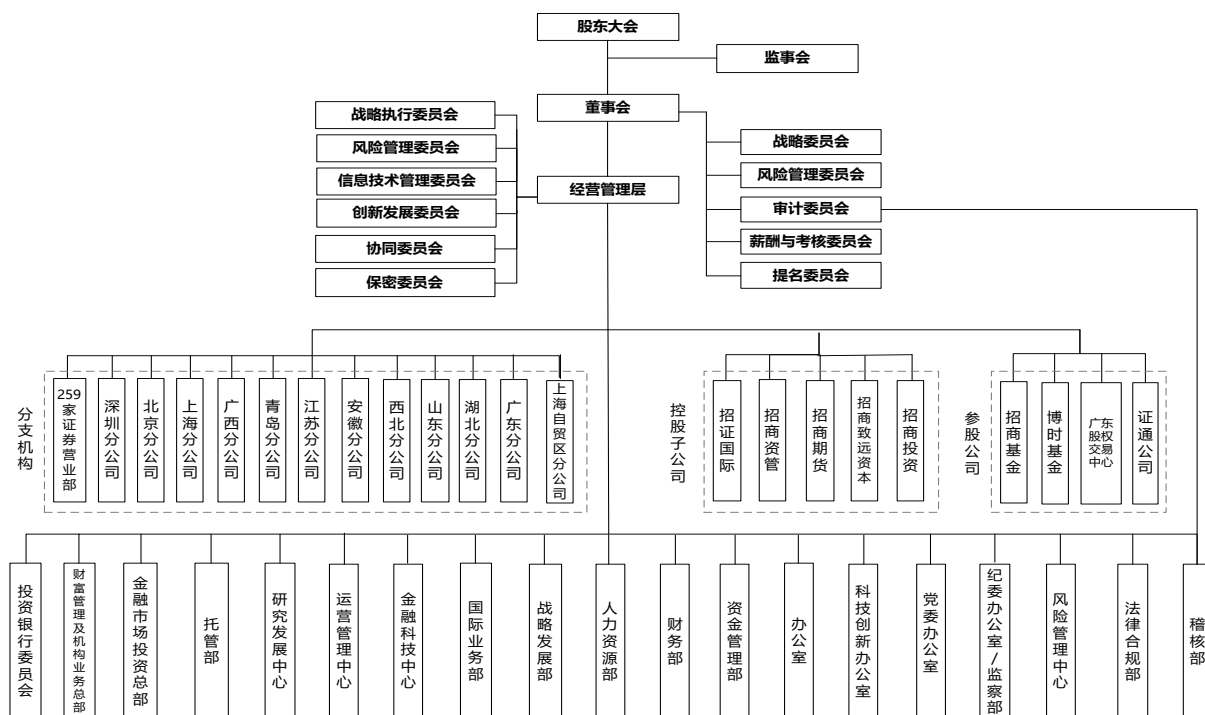
综上所述，中诚信国际维持招商证券股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 招商 G1”、“20 招证 G3”、“20 招证 G4”、“20 招证 G5”、“20 招证 G6”、“20 招证 G7”、“21 招证 G1”、“21 招证 G2”、“21 招证 G3”、“21 招证 G4”、“21 招证 G5”、“21 招证 G6”、“21 招证 G7”、“21 招证 G9”、“21 招证 10”、“22 招证 G1”、“20 招证 C1”、“20 招证 C2”、“21 招证 C1”、“21 招证 C2”、“21 招证 C3”、“21 招证 C4”、“21 招证 C5”、“21 招证 C6”、“21 招证 C7”、“21 招证 C8”、“22 招证 Y1”的信用等级为 **AAA**。

附一：招商证券股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：招商证券

附二：招商证券组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：招商证券

附三：招商证券主要财务数据（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2019	2020	2021
货币资金及结算备付金	74,399.35	105,367.93	113,811.63
买入返售金融资产	35,679.82	52,260.33	39,198.59
金融投资：交易性金融资产	138,146.07	173,595.06	265,344.28
金融投资：债权投资	1,894.64	1,739.39	1,117.63
金融投资：其他债权投资	45,734.31	44,614.60	40,582.32
金融投资：其他权益工具投资	7,057.81	7,420.58	1,409.25
长期股权投资净额	8,833.59	9,508.15	9,648.86
融出资金	55,224.62	81,754.35	98,686.51
总资产	381,771.89	499,726.68	597,221.13
代理买卖证券款	61,724.22	85,441.24	99,605.34
短期债务	157,537.28	206,958.39	199,266.68
长期债务	50,790.01	56,461.61	114,372.76
总债务	208,327.29	263,420.00	313,639.43
总负债	296,644.03	393,901.97	484,630.68
股东权益	85,127.85	105,824.71	112,590.45
净资本（母公司口径）	48,651.44	58,654.49	72,735.16
手续费及佣金净收入	7,435.69	10,696.84	12,469.02
其中：经纪业务手续费净收入	3,992.93	6,719.73	7,915.92
投资银行业务手续费净收入	1,812.95	2,145.88	2,542.11
资产管理业务手续费净收入	1,042.27	1,143.34	1,038.58
利息净收入	1,895.19	2,598.91	1,692.66
投资收益及公允价值变动收损益	7,041.68	7,825.85	11,055.05
营业收入	18,708.37	24,277.67	29,428.90
业务及管理费	(7,537.47)	(9,672.02)	(11,068.66)
净利润	7,313.28	9,503.87	11,657.81
综合收益	7,663.55	8,927.98	11,381.44
EBITDA	15,510.53	18,767.40	23,698.48

附四：招商证券主要财务指标（合并口径）

财务指标	2019	2020	2021
盈利能力及营运效率			
平均资产回报率(%)	2.54	2.59	2.56
平均资本回报率(%)	8.82	9.95	10.67
营业费用率(%)	40.29	39.84	37.61
流动性及资本充足性（母公司口径）			
风险覆盖率(%)	278.26	225.96	265.66
资本杠杆率(%)	19.24	17.38	15.24
流动性覆盖率(%)	218.42	278.45	294.70
净稳定资金率(%)	172.78	144.18	139.36
净资本/净资产(%)	62.22	59.68	70.20
净资本/负债(%)	22.26	20.28	20.10
净资产/负债(%)	35.78	33.98	28.63
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	32.38	31.69	22.15
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	328.85	319.68	318.59
偿债能力			
资产负债率(%)	73.40	74.46	77.37
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.50	2.73	2.53
总债务/EBITDA(X)	13.43	14.04	13.23

附五：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本充足性及流动性	风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和×100%;
	资本杠杆率	核心净资本/表内外资产总额×100%
	流动性覆盖率	优质流动性资产/未来30天现金净流出量×100%
	净稳定资金率	可用稳定资金/所需稳定资金×100%
盈利能力	经调整后的营业收入	营业收入-其他业务成本
	平均资产回报率	净利润/[(当期末总资产-当期末代理买卖证券款)+(上期末总资产-上期末代理买卖证券款)/2]
	平均资本回报率	净利润/[(当期末所有者权益+上期末所有者权益)/2]
	营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
偿债能力	EBITDA	利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息倍数	EBITDA/(应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出)
	短期债务	短期借款+拆入资金+卖出回购金融资产+应付短期融资款+一年以内到期应付债券
	长期债务	一年以上到期的应付债券+长期借款
	总债务	短期借款+拆入资金+卖出回购金融资产+应付债券+应付短期融资款+长期借款
	资产负债率	(总负债-代理买卖证券款)/(总资产-代理买卖证券款)

附六：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。