



上海证券有限责任公司及相关债券2023年 跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

上海证券有限责任公司及相关债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
22 上证 02	AAA	AAA
22 上证 03	AAA	AAA
22 上证 04	AAA	AAA
22 上证 05	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持上海证券有限责任公司（以下简称“上海证券”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，维持评级展望为稳定；维持“22 上证 02”、“22 上证 03”、“22 上证 04”、“22 上证 05”的信用等级为 AAA。
- 上述等级的评定是考虑到公司股东实力较强，可在资本补充等方面给予公司大力支持；经纪业务在上海区域内具有一定的竞争力。同时中证鹏元也关注到，公司投行、资管等业务市场竞争力有待进一步提升；公司经营业绩受股票市场波动影响较大，2022 年盈利水平大幅下降；股票质押业务面临一定的信用风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司未来业务经营保持稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2023 年 06 月 21 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
资产总额	674.48	698.03	446.04
代理买卖证券款	118.62	123.80	101.48
所有者权益	170.57	169.28	75.02
净资本*	148.79	162.35	72.13
营业总收入	28.61	22.80	17.13
净利润	2.97	7.66	4.66
总资产收益率	0.53%	1.67%	1.59%
净资产收益率	1.75%	6.27%	6.31%
营业费用率	39.01%	58.39%	59.09%
风险覆盖率*	379.29%	719.27%	438.75%
自有资产负债率	69.31%	70.52%	78.23%
流动性覆盖率*	387.85%	621.93%	191.75%
净稳定资金率*	275.05%	191.95%	129.68%

注：*为母公司监管指标。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告、2020-2022 年风险控制指标监管报表及专项审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘志强
liuzhq@cspengyuan.com

项目组成员：陈锐炜
chenrw@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **股东实力较强，可在资本补充等方面给予公司大力支持。**公司控股股东百联集团有限公司（以下简称“百联集团”）实力较强，百联集团拥有包括第一八佰伴、东方商厦等上海百货零售业中排名前 20 强的门店，控股多家境内外上市公司，位列 2022 年中国企业 500 强的第 444 位；截至 2022 年末，百联集团资产总额和净资产规模分别为 1,701.49 亿元和 473.82 亿元，2022 年营业总收入和净利润分别为 468.53 亿元和 13.48 亿元，可在资本补充等方面给予公司大力支持。
- **经纪业务在上海区域内具有一定的竞争力。**2022 年公司实现证券经纪业务收入 5.39 亿元，公司经营历史较长，在上海市及周边已建立较完善的经营网络，经纪业务具有一定区域经营优势。

关注

- **业务发展不均衡，投行、资管等业务市场竞争力有待进一步提升。**公司投行业务以债券承销业务为主，尚未获得 IPO 等承销资质；资管业务管理规模较小，对公司营业收入的贡献度较低，市场竞争力有待进一步提升。
- **经营业绩受股票市场波动影响较大，盈利水平大幅下降。**公司经纪业务、自营业务和信用交易业务等受股票市场波动影响较大的业务对公司收入贡献度较高，2022 年以来证券市场波动较大，公司总资产收益率和净资产收益率分别同比大幅下降至 0.53% 和 1.75%。
- **股票质押业务面临一定的信用风险。**近年公司股票质押业务有部分违约事件发生，存在一定规模违约资产，需关注相关损失风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	上海证券	山西证券	财信证券	南京证券	中原证券
资产总额	674.48	829.09	573.92	516.61	501.83
所有者权益	170.57	178.43	148.35	168.50	142.07
营业收入	28.61	41.61	33.57	20.08	18.81
净利润	2.97	5.67	7.70	6.50	1.08
总资产收益率	0.53%	0.91%	1.64%	1.63%	0.27%
净资产收益率	1.75%	3.19%	5.26%	3.86%	0.76%
营业费用率	39.01%	45.99%	32.11%	58.80%	80.15%
风险覆盖率*	379.29%	160.32%	348.40%	492.40%	220.96%
自有资产负债率	69.31%	72.24%	66.22%	57.78%	62.94%
流动性覆盖率*	387.85%	134.65%	311.76%	544.89%	192.85%
净稳定资金率*	275.05%	176.65%	227.46%	230.40%	158.54%

注：上表数据均为 2022 年（末）数据；山西证券指山西证券股份有限公司、财信证券指财信证券股份有限公司、南京证券指南京证券股份有限公司、中原证券指中原证券股份有限公司；注：*为母公司监管指标。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
证券公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V2.0
金融企业外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标评分	评分要素	指标评分
经营与竞争能力	4/7	资本形成能力	13/17
治理和管理水平	6/7	资本充足性及流动性	16/17
特殊事项调整	无	调整幅度	0
个体信用状况			aa
外部特殊支持			+2
主体信用等级			AAA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AAA	22 上证 05/AAA	2022-11-01	刘志强、陈锐炜	证券公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文
AAA	22 上证 S1/A-1	2021-08-27	刘志强、吴震盼	证券公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 证券公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0) 、 短期债务信用评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
22 上证 02	12.00	12.00	2022-08-23	2025-08-30
22 上证 03	18.00	18.00	2022-08-23	2027-08-30
22 上证 04	14.00	14.00	2022-09-07	2027-09-20
22 上证 05	10.00	10.00	2022-11-01	2025-11-11

跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

募集资金使用情况

公司于2022年8月发行3年期12亿元公司债券（22上证02）、5年期18亿元公司债券（22上证03），募集资金原计划拟用于补充公司营运资金，满足公司业务运营需要，或用于调整公司负债结构或改善财务结构。公司于2022年9月发行5年期14亿元公司债券（22上证04）募集资金原计划拟用于补充公司营运资金，满足公司业务运营需要，或用于调整公司负债结构或改善财务结构。公司于2022年11月发行3年期10亿元公司债券（22上证05）募集资金原计划拟用于补充公司营运资金，满足公司业务运营需要，或用于调整公司负债结构或改善财务结构。前述债项募集资金专户余额情况详见下表。

表1 上海证券相关债券募集资金专户余额情况

债项简称	专户名称	专户余额（元）	查询日期
22 上证 02、22 上证 03	上海银行 8579	297,718.05	2023-4-24
	上海银行 8579	297,718.05	2023-4-24
22 上证 04、22 上证 05	招商银行 0625	166,258.88	2023-3-31

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期受评主体信用状况分析

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。

货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

受益于资本市场深化改革，证券行业尤其是头部证券公司面临良好的发展环境和机遇；监管力度仍在不断加强，证券公司合规经营压力仍然较大；受A股市场持续震荡下行影响，2022年证券公司经营业绩表现不佳，但随着资本市场改革持续深化以及经济社会全面恢复常态化运行，证券行业业绩有望回暖

近年我国资本市场进一步深化改革，随着对外开放、科创板、新三板改革、证券公司股权管理、深交所主板和中小板合并等政策频繁落地，证券行业尤其是头部证券公司面临良好的发展环境和机遇。业务方面，科创板、创业板、新三板、沪伦通、股指期货、再融资、并购重组、分拆上市等新政策的出台，多维度拓宽证券公司业务边界，为承销与保荐、投资业务等多个板块业务提供机遇。资本方面，鼓励引入优质股东，对资金来源核查更为严格，另外，引入外资有助于券商加速资本整合，同时可通过借鉴国外券商经验提高管理水平和业务质量。管理方面，指标上对龙头券商更为宽松，扩大其发展优势。

同时也应注意到，在防范金融风险的监管要求下，券商的合规经营压力持续存在。2023年2月，全面注册制正式实施，我国资本市场迎来里程碑式变革，证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施，进一步强化了信息披露义务人的信息披露责任，完善投资者保护制度，显著提高证券违法违规成本，完善证券交易制度，压实中介机构市场“看门人”的法律职责等，证券公司合规经营压力仍较大。

2022年，受国际政治经济形势动荡等多重因素影响，A股市场持续下跌，全年上证指数下跌15.13%，深证成指下跌25.85%，创业板指下跌29.37%，资本市场活跃度下降，沪深两市全年成交额224.51万亿元，同比下降12.97%，股票主承销金额12,178.71亿元，同比下降18.99%。受市场交易活跃度下降、资本市场波动导致自营收益下滑等因素影响，证券公司各项业务均面临较大压力，业绩大幅回落，2022年我国证券行业实现营业收入3,949.73亿元，同比减少21.38%，净利润1,423.01亿元，同比减少25.54%。随着经济社会全面恢复常态化运行、房地产“三支箭”政策落地、美联储加息节奏放缓以及资本市场改革持续深化，证券行业业绩有望回暖，但仍需关注消费和住房投资反弹力度有限以及出口萎缩等因素对资本市场带来的负面影响。

公司制定了打造财富管理型券商的发展战略，2022年以来在风险管理制度建设方面持续完善，但权益投资及委外投资出现一定亏损，对盈利造成较大冲击，市场风险管理能力有待提升

公司战略定位仍为根据打造特色鲜明、区域领先、品牌知名的财富管理型券商。根据公司提供的“上海证券SBP23”规划，公司将通过实行以客户为中心，推进“四星”计划，“一键”全面赋能的战略举措，打造特色鲜明、区域领先、品牌知名的财富管理型券商。

2022年以来，公司持续完善风险管理制度体系，新制定了《投资银行业务执业质量评价管理办法》、《风险计量模型管理办法（2022年3月）》和《客户交易行为管理办法（2022年11月）》，修订了《机构客户信用评级管理办法（2022年2月修订）》、《市场风险管理办法（2022年修订）》等8项风险管理制度。

同时，2022年公司继续完善内部评级授信体系及系统建设，提升信用债券投资绩效及对于集中度的把控，增强信用风险日常监督，2022年公司未出现新的信用违约风险项目。2022年公司净资本与流动性风险管理系统进行多项业务及功能优化升级，为相关指标的准确性和及时性提供更有力的保障。2022年末公司流动性覆盖率和净稳定资金率分别为387.85%和275.05%，均高于监管标准，年内公司以净资本及流动性为核心的风险控制指标也持续优于监管要求，公司资金相对充裕，流动性风险水平较低。公司建立了较为完善的市场风险管理体系，2022年公司权益投资及委外投资出现一定亏损，对盈利造成较大冲击，市场风险管理能力有待提升。

受市场交易活跃度下降影响，2022年证券经纪业务收入和信用交易业务收入同比有所下滑

公司经纪业务包括代理买卖证券业务、交易单元席位租赁、代销金融产品业务、期货中间介绍业务等。近年公司加快推进财富管理转型，搭建种类丰富、体系完整的产品中心，初步实现全流程管理，践行以客户为中心的产品销售理念。截至2022年末，公司在全国拥有6家分公司和75家证券营业部，已形成以上海为中心，温州、北京、深圳、重庆、南京、杭州等城市为主体的经营网络，其中在一线城市拥有41家营业部，2022年营业部平均收入为893.50万元，2021年度证券经纪业务收入在104家证券公司中排名第47名，在上海市内具有一定的区域竞争力。

证券经纪业务与资本市场交易活跃程度密切相关，2022年市场交易活跃度下降，公司证券经纪业务收入同比下降14.09%至5.39亿元；同时受行业竞争影响，公司股票交易额市场占有率持续下滑。受证券公司网上开户政策的实施、同一投资者申请开立多个证券账户的政策放开以及互联网金融迅速发展等因素的影响，公司证券经纪业务佣金费率持续下滑，2022年平均佣金费率为0.232‰。现阶段证券市场波动仍较大，经纪业务稳定性较弱。

表2 公司经纪业务主要指标情况

指标	2022 年	2021 年	2020 年
股票交易额（亿元）	19,254	22,653	22,002

股票交易额市场占有率（%）	4.284	4.39	4.99
平均佣金费率（%）	0.232	0.24	0.26
期末营业部数量（家）	75	76	76

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司信用业务主要包括融资融券业务和股票质押业务两部分，受市场行情和投资者情绪影响，收入规模有所波动。融资融券业务方面，2022年公司实现融资融券利息收入5.54亿元，较2021年变动不大。截至2022年末公司融资融券开户数为27,542户，呈稳步增长态势；融资余额和融券余额分别为70.43亿元和3.13亿元，受市场波动影响，2022年公司因开展融券业务持有的权益类证券亏损1.36亿元，融券券源风险管理水平有待提升；同时，公司少量融资融券业务出现违约，截至2022年末已针对融资融券业务计提减值准备0.03亿元。2022年末公司融资融券客户平均维持担保比例256.90%，处于较高水平。

受市场持续震荡的影响，股票质押业务风险逐步暴露，公司持续压降股票质押式回购业务规模，股票质押业务利息收入持续下滑。截至2022年末，公司股票质押融入资金户数为6户，股票质押回购余额为8.31亿元，较2020年末下降12.98%；同期末平均履约保证比例为100.97%。公司部分股票质押业务出现逾期，共涉及3名客户，截至2022年末待回购余额合计6.68亿元，已累计计提减值准备3.26亿元，质押股票市值合计4.97亿元。目前公司已采取司法程序等措施，并根据监管要求，稳妥推进后续处置程序。考虑到股市行情不稳定，未来仍需持续关注公司股票质押业务的减值损失。

2022年以来资本市场波动较大，公司权益投资及委外投资出现一定亏损，导致自营业务收入大幅下降

得益于股东增资款的到位，公司可动用资金规模增加，2021年金融投资资产规模大幅增长，当年自营业务收入同比增长51.11%至10.37亿元，2021年证券投资收入在104家证券公司中排名第58名；但2022年以来公司大幅降低债券投资杠杆，2022年末卖出回购金融资产款同比减少133.29亿元，金融投资资产同比下降20.02%至251.23亿元，同时受资本市场波动影响权益投资亏损超4,000万元，委外投资亏损1.46亿元，导致公司自营业务收入大幅下降41.72%至6.04亿元。

公司设有证券投资委员会作为投资决策的常设机构，公司采取较为稳健的投资策略，并根据市场行情动态调整资产配置。近年来公司年末固定收益投资资产占比多数在90%以上，权益类投资资产占比整体有所下降。公司固定收益类投资资产以国债和金融债、公司债券为主，非金融信用债主要是信用等级为AAA的央企信用债券，债券投资久期集中在1-3年，2022年公司固定收益类投资收益率为7.3%。

表3 公司自营业务投资资产结构（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
固定收益类投资合计	231.59	92.18%	302.16	96.19%	126.64	89.37%
其中：国债和金融债	62.39	24.84%	94.31	30.02%	18.77	13.25%
企业债	18.20	7.24%	13.85	4.41%	3.85	2.71%

公司债	71.63	28.51%	103.32	32.89%	90.84	64.11%
中期票据	55.61	22.13%	46.85	14.91%	1.90	1.34%
可转债	1.00	0.40%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
基金	14.55	5.79%	33.44	10.64%	7.17	5.06%
集合理财及其他投资	8.20	3.27%	10.39	3.31%	4.11	2.90%
权益类合计	19.64	7.82%	11.97	3.81%	15.06	10.63%
其中：股票	16.75	6.67%	10.46	3.33%	14.48	10.22%
基金	2.89	1.15%	1.50	0.48%	0.58	0.41%
合计	251.23	100.00%	314.13	100.00%	141.70	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司投行业务尚未获得IPO业务资质，以债券承销业务为主，对收入贡献较小；公司根据监管要求进行资管业务转型，目前全部为主动管理产品，但资产管理业务收入规模较小

公司投资银行业务包括债券承销、新三板挂牌及资产证券化等，尚未获得IPO和可转债承销资质，截至2022年末，公司投行条线人员合计55人。公司债券融资项目主要服务对象为国有企业，主要集中在长三角地区，公司于2012年实现信用债主承销突破，通过多年的积累，在债券承销业务领域积累了一定的业务经验和客户资源，2021年债券主承销佣金收入在104家证券公司中排名第47名。2022年公司作为主承销商承做项目16个，承销金额为101.97亿元，2022年债券主承销项目发行规模行业排名第64位。项目储备方面，截至2022年末公司处于待发行阶段的债券储备项目8个，处于申报阶段项目8个，处于签约阶段项目5个，处于立项阶段项目3个，所属行业大多为综合、建筑行业。公司于2013年获得全国中小企业股份转让系统主办券商资格，2021年以来公司无新增新三板挂牌项目。考虑到发债监管趋严且债券市场违约事件有所增加，未来公司投行业务面临一定项目落地进展及收入实现不及预期的风险。

公司资产管理业务主要包括集合资产管理、单一资产管理和专项资产管理业务，主要投向股票、债券等标准化资产和部分非标资产。2022年公司资产管理业务板块实现收入0.40亿元，收入规模较小。在“去通道、降杠杆、防风险”的市场背景下，资管新规细则逐步落地，资管业务监管更加严格。公司根据监管要求进行资管业务转型，逐步压缩通道业务，截至2022年末，公司共管理产品53只，受托资产规模总额330.97亿元，全部为主动资产管理产品，其中单一资产管理产品规模253.45亿元。

受大宗商品销售业务规模大幅增长影响，2022年公司期货业务收入快速增长

公司期货业务由全资子公司海证期货有限公司（以下简称“海证期货”）开展。海证期货成立于1995年12月，截至2022年末注册资本为10.00亿元；海证期货业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询及资产管理等，具备上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心会员资格及中国金融期货交易所交易结算会员资格。依托公司在产业研究方面的持续投入，海证期货针对实体企业对风险管理不断深化的需求积极研发产业客户服务产品线，为产业客户提供研究资讯、套期保值服务、期现业务研究支持等服务。

2022年公司继续加大期货业务投入力度，2022年9月海证期货完成对其风险管理子公司增资1亿元，推动了百联集团实现产融结合、期现结合的发展战略。公司期货业务板块收入快速增长，2022年期货业务板块实现营业收入15.43亿元，同比增加357.03%。截至2022年末，海证期货有2家分公司，10家营业部。2022年末期货客户总量为37,606户，同比增长23.48%，千万以上客户数增长同比18.69%；同期末客户权益为109.80亿元，同比增加17.49%；受期货市场整体成交额下降及成交频度相对较低的机构客户占比提升影响，2022年公司代理交易份额减少21.4%，期货经纪业务净收入同比减少5.95%至1.85亿元。2022年公司实现大宗商品销售收入12.52亿元，毛利率为-0.48%。近年海证期货不断强化合规管理和风险管理，各项经营管理工作稳健运行，海证期货证监会分类评级结果由2019年度的B类BB级上升为2021年度的B类BBB级。

公司盈利水平大幅下降，盈利稳定性有待提升¹

受资本市场波动、市场交易活跃度下降等因素影响，2022年公司证券自营业务、信用交易业务和证券经纪业务收入均有不同程度的同比下降，但期货业务收入大幅增长，使得2022年公司营业收入较2021年增加25.46%至28.61亿元。从构成来看，2022年公司实现证券经纪业务5.39亿元，占营业收入的比为18.84%；公司证券经纪业务佣金费率持续下滑，2022年平均佣金费率为0.232%。公司自营业务主要投资于债券、股票、基金和集合理财等，以固定收益类投资为主，受益于股东增资款的到位，公司金融投资资产规模大幅增长，截至2022年末金融投资资产账面价值为306.75亿元；受市场波动影响，公司权益投资及委外投资出现一定亏损，叠加因开展融券业务持有的权益类证券亏损影响，2022年公司产生公允价值变动亏损4.32亿元，对盈利造成较大负面影响；公司自营业务收入规模波动较大，2022年为6.04亿元，占营业收入的比为21.13%。公司信用交易业务收入整体增长，2022年为5.51亿元，截至2022年末融出资金规模为74.94亿元。近年公司大力发展期货业务，2022年实现期货业务收入15.43亿元，同比增加357.03%，占营业收入的比为53.93%。公司投行业务和资管业务发展相对较慢，对收入贡献较小。

表4 公司营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
期货业务	15.43	53.93%	3.38	14.80%	1.99	11.60%
证券自营业务	6.04	21.13%	10.37	45.49%	6.86	40.07%
信用交易业务	5.51	19.27%	5.60	24.56%	4.63	27.02%
证券经纪业务	5.39	18.84%	6.27	27.51%	6.11	35.67%

¹ 以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2020 年审计报告、经毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的公司 2021-2022 年审计报告，母公司口径 2020-2022 年风险控制指标监管报表及专项审计报告。2020-2022 年公司合并报表范围新增 2 家子公司，为 2021 年新设的上海海证风险管理有限公司及其全资子公司。

投资银行业务	0.76	2.66%	1.06	4.64%	0.47	2.72%
资产管理业务	0.40	1.38%	0.47	2.06%	0.36	2.13%
其他	(4.93)	(17.22%)	(4.35)	(19.07%)	(3.29)	(19.21%)
合计	28.61	100.00%	22.80	100.00%	17.13	100.00%

注：其他主要为利息支出。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司支出主要为利息支出、其他业务成本以及业务及管理费。公司主要通过债券质押式回购、发行收益凭证、发行债券等渠道筹集资金，2022年末公司应付短期融资款为45.56亿元，主要由短期公司债券及收益凭证构成，是公司重要的融资来源；因拆入资金成本下降，公司拆入资金规模大幅增加至35.01亿元，均为银行拆入资金，年化利率区间为1.96-2.37%；公司卖出回购金融资产款主要标的为债券，以公司债券为主，2022年公司减少债券质押式回购业务规模，截至2022年末卖出回购金融资产款余额同比大幅下降66.28%至67.81亿元。公司2022年末无长期借款，2019年借入股东的30亿元次级债务已全部偿还完毕。2022年公司加大债券融资规模，截至2022年末应付债券余额为113.76亿元，其中“22上证01”余额32.88亿元、“20沪券C1”余额为26.43亿元。随着对外融资规模扩大，公司利息支出规模有所增长，2022年公司利息支出为9.05亿元，同比增长18.45%。

公司其他业务成本主要为海证期货的大宗商品销售业务成本，2022年为12.60亿元。公司业务及管理费主要为职工薪酬，受职工薪酬大幅下降影响，2022年公司业务及管理费同比下降16.17%至11.16亿元。此外，因股票质押式回购逾期客户的担保物公允价值下降，风险敞口增加，2022年公司对买入返售金融资产计提1.50亿元减值损失，对利润造成一定侵蚀。

2022年营业费用率同比下降了19.38个百分点至39.01%，主要原因为期货业务收入规模较大。从盈利指标来看，公司主要收入来源受证券市场波动和监管政策的影响较大，2022年以来证券市场波动较大，公司总资产收益率和净资产收益率分别大幅下降至0.53%和1.75%，盈利水平大幅下降。

表5 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标	2022 年	2021 年	2020 年
营业收入	28.61	22.80	17.13
投资收益	3.49	4.31	3.68
公允价值变动收益	(4.32)	(0.68)	0.62
业务及管理费	(11.16)	(13.31)	(10.12)
信用减值损失	(1.37)	0.49	(0.87)
营业利润	3.32	9.79	6.00
净利润	2.97	7.66	4.66
营业利润率	11.59%	42.92%	35.02%
营业费用率	39.01%	58.39%	59.09%
总资产收益率	0.53%	1.67%	1.59%
净资产收益率	1.75%	6.27%	6.31%

资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

公司各项监管指标均高于监管标准，目前资本充足

截至2022年末所有者权益为170.57亿元，同比变动不大，2022年末公司净资本规模同比下降13.56亿元至148.79亿元，主要系借入的次级债可计入净资本部分减少13.00亿元所致。2022年末公司自有资产负债率为69.31%。同期末，公司各项监管指标均高于监管标准，风险覆盖率和资本杠杆率分别为379.29%和33.08%，净资本与净资产的比例和净资本与负债的比例分别为87.68%和53.70%，均远高于监管要求的下限及预警水平，现阶段公司资本充足。

表6 公司资本结构指标（单位：亿元）

指标	监管标准	2022 年	2021 年	2020 年
负债总额	-	503.91	528.75	371.03
净资产	-	170.57	169.28	75.02
资产总额	-	674.48	698.03	446.04
净资本	-	148.79	162.35	72.13
自有资产负债率	-	69.31%	70.52%	78.23%
风险覆盖率	≥100%	379.29%	719.27%	438.75%
资本杠杆率	≥8%	33.08%	30.84%	19.34%
净资本与净资产的比例	≥20%	87.68%	96.04%	96.03%
净资本与负债的比例	≥8%	53.70%	52.01%	35.55%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告、2020-2022 年风险控制指标监管报表及专项审计报告，中证鹏元整理

公司流动性指标远高于监管标准，高流动性资产占比较高，资产流动性较强

公司流动性指标远高于监管标准，2022 年末公司流动性覆盖率为 387.85%；同时从资金的期限匹配情况来看，公司的净稳定资金率持续上升，2022 年末为 275.05%，处于较高水平。截至 2022 年末，公司自有货币资金和金融投资资产账面价值合计 328.02 亿元，占同期末资产总额的 48.63%，其中金融投资资产主要投向债券、股票、基金等流动性较好的资产，公司短期流动性压力较小。

表7 公司流动性指标

指标	监管标准	2022 年	2021 年	2020 年
流动性覆盖率	≥100%	387.85%	621.93%	191.75%
净稳定资金率	≥100%	275.05%	191.95%	129.68%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告、2020-2022 年风险控制指标监管报表及专项审计报告，中证鹏元整理

其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月14日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

外部支持分析

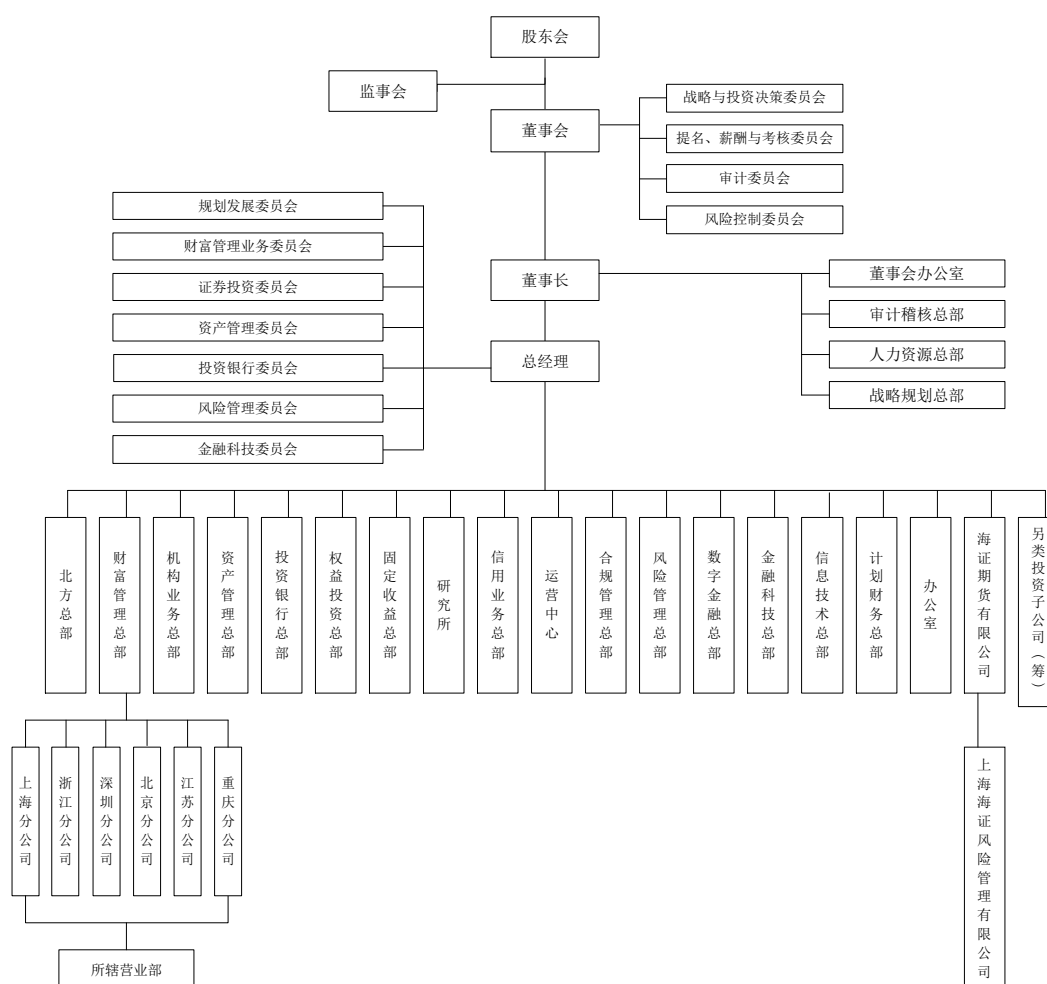
公司控股股东百联集团实力较强，可在资本补充等方面给予公司大力支持，对公司稳健发展和债务偿付提供了保障

百联集团是经上海市国资委授权，通过资产重组合并组建的大型流通产业集团，截至2022年末上海市国资委直接持有百联集团全部股权，百联集团唯一股东为上海市国资委。百联集团拥有包括第一八佰伴、东方商厦、市百一店、友谊商城、永安百货等上海百货零售业中排名前20强的门店，控股百联股份（A、B股）、联华超市（H股）、上海物贸（A、B股）、第一医药（A股）、复旦微电子（H股）、华岭股份（新三板）等6家境内外上市公司，拥有以上海为中心、辐射长三角、分布于全国20多个省、自治区、直辖市近4,000家经营网点，从业员工近20万人。根据新浪财经显示：百联集团位列2022年中国企业500强的第444位。截至2022年末，百联集团资产总额和净资产规模分别为1,701.49亿元和473.82亿元，2022年营业总收入和净利润分别为468.53亿元和13.48亿元。公司控股股东百联集团综合实力较强，可在资本补充等方面给予公司大力支持。

结论

综上，中证鹏元维持上海证券主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定；维持“22上证02”、“22上证03”、“22上证04”、“22上证05”的信用等级为AAA。

附录一 公司组织结构图（截至2022年末）



资料来源：公司提供

附录二 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	176.42	177.38	125.48
融出资金	74.94	90.49	76.20
买入返售金融资产	18.93	8.37	7.48
交易性金融资产	113.47	91.13	52.47
其他债权投资	189.85	244.16	109.38
其他权益工具投资	3.42	3.35	5.81
资产总额	674.48	698.03	446.04
应付短期融资款	45.56	63.69	31.08
应付款项	108.23	103.68	69.05
拆入资金	35.01	2.00	0.00
卖出回购金融资产款	67.81	201.10	97.01
代理买卖证券款	118.62	123.80	101.48
长期借款	0.00	0.00	30.44
应付债券	113.76	26.42	26.40
总负债	503.91	528.75	371.03
所有者权益	170.57	169.28	75.02
营业收入	28.61	22.80	17.13
营业利润	3.32	9.79	6.00
净利润	2.97	7.66	4.66
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
总资产收益率	0.53%	1.67%	1.59%
净资产收益率	1.75%	6.27%	6.31%
营业费用率	39.01%	58.39%	59.09%
风险覆盖率	379.29%	719.27%	438.75%
自有资产负债率	69.31%	70.52%	78.23%
流动性覆盖率	387.85%	621.93%	191.75%
净稳定资金率	275.05%	191.95%	129.68%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告、2020-2022 年风险控制指标监管报表及专项审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
总资产收益率	净利润×2/（本年末资产总额-本年末代理买卖证券款-本年末代理承销证券款+上年末资产总额-上年末代理买卖证券款-上年末代理承销证券款）×100%
净资产收益率	净利润×2/（本年末净资产+上年末净资产）×100%
自有资产负债率	（负债总额-代理买卖证券款-代理承销证券款）/（资产总额-代理买卖证券款-代理承销证券款）×100%
净稳定资金率	净稳定资金率=（可用稳定资金/所需稳定资金）×100%，其中可用稳定资金是在持续压力情景下，能确保在 1 年内都可作为稳定资金来源的权益类和负债类资金，所需稳定资金等于证券公司各类资产或表外风险暴露项目与相应的稳定资金需求系数乘积之和
流动性覆盖率	优质流动性资产/未来 30 日现金净流出×100%
风险覆盖率	经济资本/各项风险准备金之和×100%

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，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 在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。