

信用评级公告

联合〔2020〕4780号

联合资信评估股份有限公司通过对中国中金财富证券有限公司及其拟公开发行的2020年公司债券（面向专业投资者）（第四期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中国中金财富证券有限公司主体长期信用等级为AAA，中国中金财富证券有限公司公开发行2020年公司债券（面向专业投资者）（第四期）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：

二〇二〇年十二月七日

中国中金财富证券有限公司公开发行2020年 公司债券（面向专业投资者）（第四期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：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10亿元（含）

本期债券期限：5年，附第3年末末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

募集资金用途：扣除发行等相关费用后，将用于补充公司营运资金，满足公司中长期业务发展需求

评级时间：2020年12月7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	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	2
		自身竞争力	公司治理	1
			风险管理	1
			业务经营分析	1
			未来发展	1
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	2
			资本充足性	2
			杠杆水平	2
		流动性因素		2
		调整因素和理由		
无				

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国中金财富证券有限公司（以下简称“公司”或“中金财富证券”）的信用评级反映了公司作为中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）的财富管理及零售经纪业务板块的子公司，资本实力很强，近年来持续推动业务转型，整体保持了较强的竞争实力。近年来，公司持续推动与中金公司业务整合，逐步退出投行业务，向财富管理机构转型，整体业务发展良好。公司资产规模有所提升，资产质量较高，资本较为充足。2020年前三季度，公司利润规模较大，经营情况良好。

同时，联合资信也关注到近年来受证券市场波动以及业务条线剥离的影响，公司营业收入有所波动；经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

未来随着资本市场的持续发展和公司与中金公司业务整合的稳步推进，公司整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司控股股东中金公司资本实力极强，能够为公司提供有力支持，业务整合的协同效应初步显现。近年来，公司持续推动业务转型，依托中金公司强大的研究能力和丰富的交易型业务经验，公司着力建设专业化投资经理团队，逐步向财富管理机构转型，整合后的协同效应初步显现。
2. 公司分支结构布局广泛，有利于保持经纪业务优势，发挥业务协同效应。截至2020年9月末，公司在全国拥有192家营业部及15家分公司，分支机构布局广泛，有利于保持传统经纪业务优势和发挥业务协同效应。
3. 公司成为中金公司全资子公司并逐步推动整合，有利于公司风控与合规管理水平的提升。中金公司风控与合规管理体系逐步向公司传导，内控的协同效应逐渐加强。2018—2020年，公司已与中金公司合并进行分类评价，并获得A类AA级。

分析师：刘嘉 姚雷

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. 公司业务易受到市场行情影响。公司业务以经纪业务、自营投资业务和信用交易业务为主，收入受证券市场行情影响较大。
2. 公司转型后会导致业务范围有所收窄。公司持续向中金公司财富管理及零售经纪业务板块转型，专业化水平提高，但业务范围有所收窄，对公司营业收入规模造成一定影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
自有资产（亿元）	454.68	476.05	532.20	654.83
自有负债（亿元）	303.69	319.52	374.96	485.91
所有者权益（亿元）	150.99	156.53	157.23	168.91
优质流动性资产/总资产（%）	14.72	35.40	27.64	/
自有资产负债率（%）	66.79	67.12	70.46	74.20
营业收入（亿元）	14.72	35.40	27.64	44.19
利润总额（亿元）	10.49	10.90	10.02	21.12
营业利润率（%）	29.25	35.08	33.76	48.09
净资产收益率（%）	5.29	5.38	4.16	10.15
净资本（亿元）	117.57	110.41	116.00	140.43
风险覆盖率（%）	206.74	244.20	175.20	241.94
资本杠杆率（%）	18.36	18.69	15.49	14.80
短期债务（亿元）	119.60	134.84	129.67	253.94
全部债务（亿元）	279.15	298.51	351.63	455.99
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.49	2.67	2.86	/

注：1. 公司 2020 年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/11/12	刘嘉 姚雷	证券公司行业信用评级方法 V3.0.201906 证券公司行业信用评级模型 V3.0.201906	阅读全文
AAA	稳定	2016/10/19	周旭 刘克东	联合信用评级证券公司行业评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国中金财富证券有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

刘嘉

刘嘉

联合资信评估股份有限公司



中国中金财富证券有限公司公开发行2020年 公司债券（面向专业投资者）（第四期）信用评级报告

一、主体概况

中国中金财富证券有限公司（以下简称“公司”或“中金财富证券”）原名“中国中投证券有限责任公司”，成立于2005年9月，前身为中国建银投资证券有限责任公司，系由中国建银投资有限责任公司在购买原南方证券股份有限公司相关证券类资产的基础上成立的一家全国性、综合类的证券公司。根据国务院有关批复精神及财政部财金函〔2009〕77号文件精神，2008年12月31日起，公司股权从中国建银投资有限责任公司划转至中央汇金投资有限责任公司（以下简称“中央汇金”）。2011年11月，公司名称变更为“中国中投证券有限责任公司”，由中央汇金全资控股。

2016年11月，中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）与中央汇金签订涉及公司股权转让的协议，中央汇金将持有的100.00%中国中投证券有限责任公司股权以协议转让方式注入中金公司，中金公司向中央汇金定向增发股份作为支付对价。中国证券监督管理委员会于2017年3月6日作出《关于核准中国国际金融股份有限公司通过受让中国中投证券有限责任公司股权设立子公司的批复》（证监许可〔2017〕321号），核准本期交易事项。公司于2017年3月21日办理完成股东变更的工商登记手续，公司控股股东由中央汇金变更为中金公司，公司成为中金公司的全资子公司。2019年8月，公司名称变更为“中国中金财富证券有限公司”。截至2020年9月末，公司注册资本和实收资本均为80.00亿元，中金公司持有公司100.00%股权，为公司控股股东。2020年11月，中金公司完成A股上市，中央汇金直接持有中金公司40.11%的股权，为中金公司控股股东。截至2020年9月末，公司无股权被质押的情况。

公司经营范围包括：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；融资融券；代销金融产品。

截至2020年9月末，公司本部内设财富管理部、产品中心、信用业务部、投资顾问部、市场营销部、互联网金融部、资产管理部、协同业务部、柜台市场管理部、投资银行总部、固定收益部、债券承销部、投行业务内核部和证券交易部等业务部门，在全国拥有192家营业部及15家分公司。此外，公司控股中投天琪期货有限公司（以下简称“中投期货”）、中投瑞石投资管理有限公司（以下简称“中投瑞石”）和中投证券投资有限公司（以下简称“中投投资”）；母公司员工人数为3675人。

截至2019年末，公司资产总额859.69亿元，其中客户资金存款234.94亿元、客户备付金43.76亿元；负债总额702.45亿元，其中代理买卖证券款284.59亿元；所有者权益157.23亿元，其中归属于母公司的所有者权益156.17亿元；母公司口径净资产116.00亿元。2019年，公司实现营业收入29.95亿元，利润总额10.02亿元，净利润6.53亿元，其中归属母公司所有者净利润6.52亿元；经营活动产生的现金流量净额30.55亿元，现金及现金等价物净增加额87.95亿元。

截至2020年9月末，公司资产总额1038.85亿元，其中客户资金存款261.89亿元、客户备付金71.31亿元；负债总额869.94亿元，其中代理买卖证券款345.01亿元；所有者权益168.91亿元，其中归属于母公司的所有者权益167.85亿元；母公司口径净资产140.43亿元。2020年1—9月，公司实现营业收入44.19亿元，利润总额21.12亿元，净利润16.55亿元，其中归属母公司所有者净利润16.53亿元；经营

活动产生的现金流量净额 74.89 亿元，现金及现金等价物净增加额 62.71 亿元。

注册地址：深圳市福田区益田路与福中路交界处荣超商务中心 A 栋第 18—21 层及第 04 层 01、02、03、05、11、12、13、15、16、18、19、20、21、22、23 单元；法定代表人：高涛。

二、本期债券概况

本期债券名称为“中国中金财富证券有限公司公开发行 2020 年公司债券（面向专业投资者）（第四期）”，本期债券发行总额为不超过 10.00 亿元（含）；本期债券为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值 100.00 元，按面值平价发行；本期债券票面利率为固定利率，具体利率由公司和簿记管理人根据市场询价情况和簿记建档结果确定，在存续期内固定不变；本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的发行对象为符合《公司债券发行与交易管理办法》及相关法律法规规定的专业投资者。

本期债券为无担保债券。

本期债券募集资金扣除发行等相关费用后，将用于补充公司营运资金，满足公司中长期业务发展需求。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 WIND 整理

三大需求全面收缩。2020年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度(-19.0%)有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达5.15万亿元，同比增长7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度(-16.1%)明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度(-25.2%)有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为1.9%，较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低13个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低2.7个百分点。2020年1—6月，货物进出口总额14.24万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额7.71万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额6.52万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差1.19万亿元，较一季度(993.0亿元)大幅增加，较上年同期(1.21万亿元)略有减少。2020年上半年，中国对欧盟累计进出口额为1.99万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为2.09万亿元（同比增长5.6%），对美国累计进出口额为1.64万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为1.03万亿元（同比增长0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020年二季度，资本形成总额拉动GDP增长5个百分点，最终消费支出向下拉动GDP 2.3个百分点，货物和服务净出口拉动GDP增长0.5个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降36.7%、二季度增长4.8%；尤其是5、6月份，利润总额分别增长6.0%和11.5%，增

速逐月加快。1—5月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较1—3月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.9%，比上季度(-0.6%)降幅继续扩大，较上年同期(0.3%)转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.6%，降幅比一季度(-0.8%)继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年末增幅(10.7%)显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期（分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情

负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020年上半年,全国一般公共预算收入9.62万亿元,同比增长-10.8%,降幅较一季度(-14.3%)有所收窄,但依然较大。其中税收收入8.20万亿元,同比增长-11.3%;非税收入1.42万亿元,同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元,同比增长-1.0%,较一季度(-12.0%)降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元,同比增长-5.8%,降幅比一季度(-5.7%)略有扩大。从支出结构看,社会保障与就业支出同比增长1.7%,虽较上年同期(6.7%)相比增幅下滑较大,但为本期唯一正增长的支出(除债务利息支出之外),其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出(下降30.0%)、节能环保支出(下降15.4%)、交通运输支出(下降13.3%)、科学技术支出(下降12.2%)、教育支出(下降7.6%)。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元,较一季度缺口(0.93万亿元)大幅扩大,在疫情冲击的特殊时期,财政收支形势比较严峻。

就业压力较大,形势逐月改善。2020年上半年,在疫情冲击下,服务业和制造业均呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%,较3月(5.9%)略有回落,但较上年同期(5.1%)仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转,但国内外环境复杂严峻,企业用工需求偏弱,失业率高位运行,总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务,财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施,重点支持帮助中小微企业复工复产,城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降,就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费,增加有效投资。为应对经济下行压力,帮助企业渡过难

关,财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施;实施规模性财政政策,大幅扩大地方政府专项债券规模至3.75万亿元(较上年增加1.6万亿元,增幅74.4%),并加快发行使用进度和使用范围,支持“两新一重”领域基建,增加有效投资,同时增加用作项目资本金的范围及比例,允许地方法人银行使用专项债补充资本金;发行抗疫特别国债1万亿元,增加赤字预算1万亿元至3.76万亿元,赤字率3.60%以上;同时建立特殊转移支付机制,新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行,加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合,实施三次降准,为市场注入了适度充裕的流动性;三次下调LPR报价利率,引导贷款利率下行;创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息(总额400亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额4000亿元的“小微企业信用贷款支持计划”),为小微企业信贷融资创造了良好环境,不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本,而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6月国务院要求推动金融机构向企业让利1.5万亿元,中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点,调整后,3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%,再贴现利率为2%,进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更

好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

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

股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长。根据交易所公布的数据，截至 2019 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3777 家；股票市场总市值为 59.29 万亿元，较 2018 年底增长 36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；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 年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 WIND，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发

衍余额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

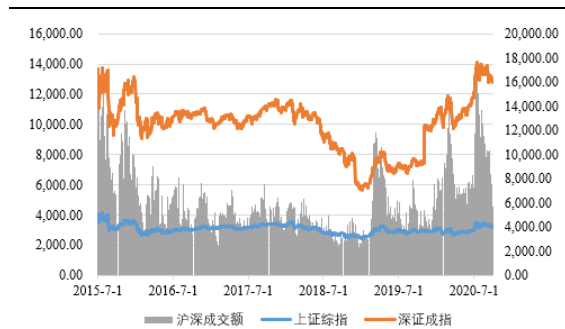
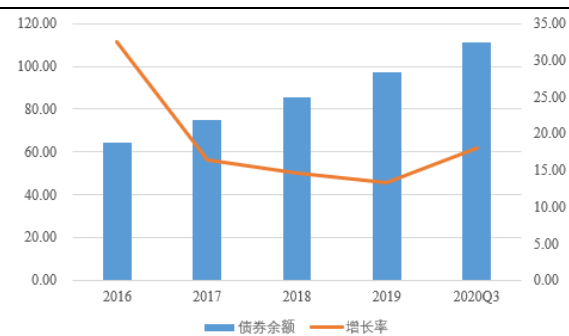


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



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。

随着资本市场建设力度的加大，证券市场规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影

响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2015—2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019 年增幅较大；盈利能力呈现倒 U 型走势，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年证券公司盈利水平小幅下降，2018 年盈利水平进一步大幅下降；2019 年，受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 2 证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数（家）	125	129	131	131	133
盈利家数（家）	124	124	120	106	120
盈利家数占比（%）	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入（亿元）	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83
净利润（亿元）	2447.63	1234.45	1129.95	666.20	1230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

2019年,国内经济稳中向好,市场预期有所回暖,股票市场先扬后抑,总体呈上涨趋势,债券市场利率水平较平稳,但违约时有发生。2019年,监管层继续强化对证券公司的监管,至少42家证券公司领超过200份罚单,监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力,其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时,证监会撤销了华信证券的全部业务许可,并进行行政清理,期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看,2019年证券公司收入水平扭转下降趋势,业绩大幅提升,盈利能力大幅改善;业务结构方面,经纪、自营、投行仍是收入的主要构成,以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至2019年底,133家证券公司总资产为7.26万亿元,较2018年底增加15.97%;净资产为2.02万亿元,较2018年底增加6.88%,净资本为1.62万亿元,较2018年底增加3.18%,资本实力保持稳定。2019年,133家证券公司中,120家公司实现盈利,全年实现营业收入3604.83亿元和净利润1230.95亿元,分别同比增长35.37%和84.77%,经营业绩大幅改善。

2020年前三季度,随着国内疫情防控落实和复工复产推进,我国经济稳步增长,A股指数逐步企稳,中小创指数和沪深交易额大幅增长;其中上证综指涨幅4.31%,深成综指上涨21.32%,沪深交易额同比增长59.12%。截至2020年9月底,135家证券公司总资产为8.57万亿元,较2019年底增加18.04%;净资产为2.24万亿元,较2019年底增加10.89%,净资本为1.79万亿元,较2019年底增加10.49%。2020年前三季度,135家证券公司中,126家公

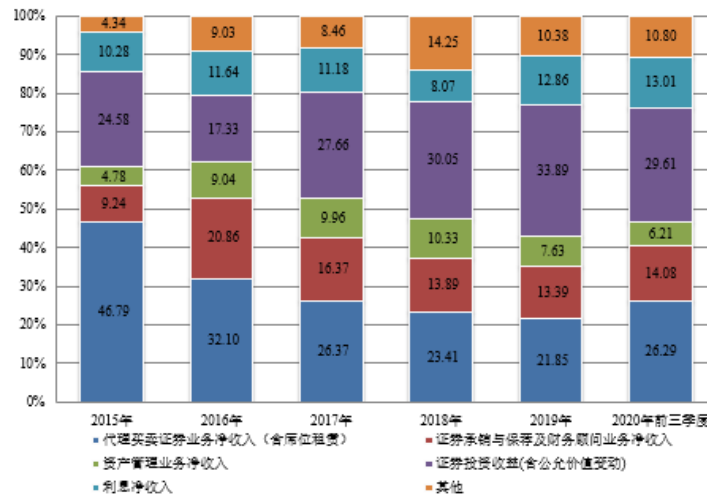
司实现盈利,实现营业收入3423.81亿元,实现净利润1326.82亿元,分别同比增长31.08%和42.51%,经营业绩同比大幅增长。

2. 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;2019年证券公司盈利水平显著上升,前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成,近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度,同时经纪业务佣金率水平逐年下探,经纪业务收入占比不断下降,但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017年,经纪业务和投行业务收入占比有一定下降,自营业务和资产管理业务收入占比有所提升,自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源,资产管理业务保持了较快发展速度,但整体收入规模仍相对较小;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,自营业务收入占比增加至30%以上,投行和经纪业务收入占比下降。2019年,受股票市场回暖、交投活跃度提升影响,以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升;经纪业务收入占比较为稳定。2020年前三季度,经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升,自营投资收入占比有所下降,除此之外其他业务收入占比变动较小。

图3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。2020年前三季度，证券公司代理买卖证券业务

净收入900.08亿元，同比增长33.08%。

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。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下降10.58%，延续下降走势。科创板方面，自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委，109家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模1027.22亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金

市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019年证券公司承销各类债券金额7.78万亿元，同比增长31.92%。基于上述因素，2019年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入482.65亿元，同比增长30.46%。2020年前三季度，投行业务收入482.20亿元，同比增长40.19%。

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。2019年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为48.36%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为42.42%。

联合资信也关注到，在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时，科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资本且令其面临更大投资风险，或将减弱证券公司盈利稳定性；因此，此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，该业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长51.46%，成为第一大收入来源。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。2019年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60亿元，同比大幅增长52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63亿元，同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量公募大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至2019年末，证券公司资产管理业务规模为12.29万亿元，较2018年末下降12.90%；2019年，证券公司实现资产管理业务净收入275.16亿元，同比基本持平。2020

年前三季度，证券公司资管业务收入 212.64 亿元，同比增长 12.52%。

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；2019 年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2019 年末，融资融券余额 1.02 万亿元，较 2018 年末增长 34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至 2019 年 11 月末，深沪两市股票质押回购融资余额 9429 亿元，较 2018 年末下降 20.94%；股票质押回购质押股票总市值 1.8 万亿元，占 A 股总市值 3.3%，较 2018 年末下降 1.3 个百分点，较 2017 年底峰值下降 2.90 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司为 469 家，较年初减少 117 家，降幅分别为 13.80% 和 20.00%。截至 2020 年 9 月末，全市场质押股份市值占总市值比重为 6.21%，较年初下降 1.46 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 31.72%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2019 年，已有至少 5 家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，

联合资信也关注到，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。

3. 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、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。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。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、中金公司已实现 A 股上市。2020 年以来已有 6 家上市券商完成定向增发募集货币资金，其中海通证券和国信证券分别募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、粤开证券等多家新三板挂牌证券公司未来将筹备 A 股上市，其中华龙证券和开源证券已于新三板退市。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 1 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立 5 家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）、野村东方国际证券、大和证券（中国）和星展证券（中国）。同时新设金圆统一证券和甬兴证券 2 家国内券商，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长

期来看,随着证券行业进一步开放,外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战,放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机,有利于证券行业整体优化。

2019年11月,证监会明确表态要打造“航母级证券公司”,同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面,具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司,也将引导

证券公司实现差异化和专业化发展,重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组,证券公司行业市场集中度大幅提高。按2019年末证券公司所有者权益排序,前十大证券公司实现营业收入合计2354.94亿元,净利润780.77亿元,占全行业营业收入和净利润的比重分别为66.89%和62.75%。截至2019年底,前十大证券公司资产总额为4.51万亿元,占全行业总资产的62.78%。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3 截至2019年末/2019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	1654.50	7917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1460.94	5593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1411.19	6367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1256.55	5621.81	248.63	90.57
5	广发证券	941.37	3943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2246.44	140.93	49.14
合计		10200.34	45056.60	2354.94	780.77

数据来源: WIND

4. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险,主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险,主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略,设定投资限额和风险集中度指标,对投资、承销、资产管理等活动进行监控,通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用VaR、DV01等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量,并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等,其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面,证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018—2019年,债券市场违约常态化,股票质押业务风险逐步暴露,证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金

占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

5. 未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从

净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。

2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020年1月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。

2020年2月，《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，国内经济全面修复。

2020年3月，新《证券法》正式实施，加

大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020年6月，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件发布，创业板试点注册制。

2020年5月，《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》发布，次级债公开发行放开，拓宽证券公司融资渠道，有助于证券公司降本增效。

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续

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。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助金融科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招

商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布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。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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月末，公司注册资本80.00亿元，实收资本为80.00亿元，控股股东为中金公司，持股比例为100.00%。截至本报告出具日，中央汇金直接持有中金公司40.11%的股权，为中金公司控股股东。

2. 企业规模和竞争力

公司作为中金公司的财富管理及零售经纪业务板块的子公司，业务特色鲜明。

2017年，公司成为中金公司的全资子公司，2018年以来，公司持续推动与中金公司整合，逐步向财富管理机构转型，2019年8月，公司完成更名，统一使用中金公司品牌。截至2020年9月末，公司在全国34个省、直辖市、自治区和计划单列市设有192家营业部和15家分公司，基本覆盖了国内省会城市，其中广东地区设有38家营业部和3家分公司，具有一定区域优势。分支机构的广泛布局 and 数量优势为公司经纪业务的开展提供了有力的支持。

3. 人员素质

公司人员学历素质很高，年龄结构均衡。

截至2019年末，公司母公司口径员工3715人，从学历来看，公司拥有硕士及以上学历员工656人，占比17.65%，本科学历员工2653人，占比71.41%；从年龄结构来看，30岁及以下、31~40岁和41~50岁的人员占比分别为25.30%、44.76%

和24.20%。

4. 外部支持

公司控股股东中金公司实力极强，能够为公司业务发展提供有力支持。

公司控股股东中金公司强大的研究能力和广泛的机构业务可为公司财富管理转型提供强力支撑。中金公司是中国第一家中外合资投资银行，总部设在北京，在上海和深圳等地设有分公司。截至2019年末，中金公司资产总额3449.71亿元，所有者权益485.32亿元；2019年，营业收入157.55亿元，净利润42.48亿元，业务规模很大，实力极强。根据证券业协会披露行业排名情况，2019年，中金公司与中金财富证券专项合并口径计算排名，中金公司证券经纪业务收入排名第10名，投资银行业务收入排名第3名，资产管理业务收入排名第12名，融资类业务收入排名第15名，证券投资收入排名第11名，行业排名靠前，业务竞争力很强。

表4 中金公司主要业绩排名

项目	2017年	2018年	2019年
净资本	15	13	11
营业收入	11	6	11
证券经纪业务收入	13	10	10
客户资产管理业务收入	16	14	12
投资银行业务收入	9	4	3
融资类业务收入	18	18	15
证券投资收入	9	2	11

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净值*万分之3”

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

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2020年7月16日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2020年9月末，公司获得主要各类国有大型商业银行和股份制商业银行授信额度共计625.00亿元，已使用额度为198.47亿元，未

使用额度为426.53亿元，公司间接融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建了较为完整的公司治理架构，有助于公司持续稳健发展。

公司根据《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》等有关法律法规、规范性文件及公司章程的规定，形成了董事会、监事会、专门委员会和经营管理层相互分离、相互制衡的公司治理结构和运作机制，建立健全包括基本制度、管理办法、工作细则三个层级的制度体系，公司整体法人治理机制运行良好。

公司不设股东会，股东享有决定公司经营方针和投资计划、决定公司发展战略和修改公司章程等权利。

公司董事会由9名董事组成，其中独立董事2名，7名董事由股东委派。董事会根据公司章程与董事会议事规则，定期向股东报告工作、执行股东决定、决定公司经营计划和投资方案、决定公司重要经营管理政策、决定公司内部管理机构和分支机构的设置、聘任或者解聘经营层高级管理人员和制定基本管理制度等事项。董事会下设薪酬与提名委员会、风险管理委员会和审计委员会。董事会及其下设专门委员会较好地履行了决策职能。

公司监事会由3名监事组成，其中职工监事2名。近年来，公司监事会会议审议通过了年度工作报告、财务工作报告等多项议案。此外，监事会还通过列席董事会和经营管理会议履行监督职能。

在经营管理层面，公司设立执行委员会作为执行董事会决议的常设经营管理机构，对董事会负责。执行委员会由总裁与其他高级管理人员组成，是业务管理和风险控制的具体决策机构。公司高级管理层由7名成员组成，包括总裁1名、副总裁4名、首席风险官1名和总裁助理1名。公司高级管理层成员具有丰富的经营管

理经验，有助于公司的经营决策和稳健发展。

2. 管理水平

公司内部控制组织架构逐步健全，合规管理体系逐步完善，能够较好地支撑各项业务的发展。

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。近年来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。目前，公司按照前台和中后台分离原则设置部门机构，公司前台设财富管理部、证券交易部、固定收益部、资产管理部等部门；中后台设董事会办公室、运营中心、计划财务部和风险管理部等职能部门。

在内部控制方面，公司遵循健全、合理、制衡、独立的原则，按照《公司法》《证券法》和《证券公司内部控制指引》等相关要求，建立健全了包括公司治理、信息披露、经纪业务、自营业务、资产管理业务、财务管理、行政及人力资源、信息技术、研究和法律合规等在内的内部控制制度体系，为公司有效进行内部控制创造了有利条件。

在合规运行方面，公司为了加强合规管理，制定了专门的《合规管理办法》，以此来建立有效的合规管理组织体系及制度体系，避免合规风险。从架构上看，董事会、监事会和高级管理人员依照法律、法规和公司章程的规定，履行与合规管理有关的职责，对公司合规管理的有效性承担责任；公司设合规总监，合规总监属于公司经营层高级管理人员，负责公司各项经营管理活动的合规管理，合规总监向董事长、总裁、监事长报告，并向董事会负责；公司设法律合规部，负责合规管理的具体工作；各部门和分支机构负责人对本部门和分支机构工作人员执业行为合规性的监督管理，对本部门和分支机构合规管理的有效性承担责任。

在2017年券商分类评级中，公司被评为CCC级，2018—2020年，公司与中金公司合并分类评价，均获得AA级，属行业很高水平。

监管处罚方面，2017年4月，因营业部客户

与营业部员工合买宝盈金股36号产品致损投诉事项，公司收到河南证监局对营业部采取增加合规检查次数的监管措施。2017年4月，因在融资融券业务开展中，向客户发送短信通知补交担保物时，存在通知金额不准确的情况，公司收到深圳证监局出具的警示函。2017年11月，因营业部存在客户地址、职业、电话等信息不全、登记不准确等问题，中国人民银行遂宁市中心支行向公司遂宁营业部出具《行政处罚决定书》

（遂银罚字（2017）4号）。2018年8月，六安市裕安区市场监督管理局向中金财富证券六安营业部出具行政处罚决定书（（裕）市监罚字（2018）79号），认为营业部柜台摆放的某资管产品折页属于有投资回报预期的广告，存在向投资者暗示金融产品对未来收益做出保证性承诺的宣传内容，违反了《广告法》有关规定，责令营业部停止发布违法广告，在相应范围内消除影响，并对营业部处以3万元罚款，中金财富证券六安营业部已执行上述处罚决定并进行了整改。2019年8月，因私募子公司中投瑞石下属子公司未按上报的方案规定的时限按期整改、员工跟投未报告上级公司，深圳证监局对公司采取责令增加内部合规检查次数的行政监管措施。2019年9月，因营业部负责人存在违规买卖股票行为，营业部未能及时发现并采取有效措施予以纠正，湖北证监局对公司采取责令改正并增加内部合规检查次数的行政监管措施。公司已执行上述监管措施及处罚决定并进行了整改。

七、经营分析

1. 经营概况

受证券市场波动和投行业务逐渐剥离等因素的影响，2017—2019年公司收入规模持续下降，2020年以来大幅回升，其中投资业务收入增幅较大。公司业务收入以证券经纪业务和信用交易业务为主，2020年前三季度投资业务收入占比大幅提升，公司收入易受市场环境的影响，未来收入增长存在一定不确定性因素。

公司主要业务板块包括经纪业务、信用交

易业务、互联网金融业务、投资银行业务、资产管理业务、固定收益业务、证券自营业务、柜台市场业务、期货业务、私募基金业务、另类投资业务和新三板做市业务等，其中信用交易业务在经纪业务条线下管理，公司主要收入来源为经纪业务、信用交易业务和证券自营业务。2017—2019年，公司营业收入持续下降，年均复合下降8.92%，净利润波动下降，年均复合下降9.60%，主要系证券市场和投资银行业务剥离等综合因素影响所致；2019年，公司实现营业收入29.95亿元，同比下降4.76%，主要系投资银行业务剥离和并表资管产品持有的债券估值变动所致，实现净利润6.53亿元，同比下降21.04%，营业收入和净利润变化与行业整体变化趋势相反。

从收入构成看，经纪业务为公司第一大收入来源，2017—2019年，经纪业务手续费及佣金净收入呈波动下降趋势，年均复合减少3.05%，收入变化主要系市场行情影响所致，2019年，公司经纪业务手续费及佣金净收入15.31亿元，同比增长30.37%。2017—2019年，公司投资银行业务手续费及佣金净收入持续下降，年均复合下降59.85%；2018年公司除存续的持续督导项目，其他部分已全部转移至中金公司，公司不再承接新的投行项目，2019年公司实现投资银行业务手续费及佣金净收入0.38亿元，同比下降43.46%。2017—2019年，公司资产管理业务手续费及佣金净收入年均下降40.35%，主要受

资管新规业务转型以及收费降低等因素的影响，2019年公司实现资产管理业务手续费和佣金净收入0.54亿元，同比下降42.21%。2017—2019年，公司利息净收入持续下降，年均复合下降14.42%，主要系信用业务收入持续下降和利息支出持续上升影响所致，2019年，公司利息净收入9.21亿元，同比下降10.84%。2017—2019年，投资收益和公允价值变动收益波动上升，年均复合增长24.12%，主要受市场行情影响所致，2018年大幅上升主要系自营投资规模增长所致，2019年投资收益与公允价值变动收益共计3.18亿元，同比下降49.53%，主要系并表资管产品持有的债券估值变动所致。2017—2019年，其他类收入波动增长，年均复合增长25.20%，2019年其他类收入0.43亿元，同比增加0.19亿元，主要为政府补贴收入。

2020年1—9月，公司实现营业收入44.19亿元，同比增长65.10%，利润总额21.12亿元，同比增长120.99%。2020年1—9月，公司证券经纪业务手续费净收入19.98亿元，同比增长49.54%，主要系市场交易量回升，同时市场份额有所提升所致；公司投资收益和公允价值变动收益为15.87亿元，大幅超过2019年全年水平，主要系市场行情较好。从收入结构看，2020年1—9月，公司投资收益和公允价值变动收益占比大幅上升25.32个百分点至35.92%，手续费净收入和利息净收入占比均有所下降。

表5 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	21.18	58.68	14.58	46.37	17.13	57.20	19.98	45.22
其中：经纪业务手续费及佣金净收入	16.29	45.12	11.74	37.35	15.31	51.12	18.84	42.64
投资银行业务手续费及佣金净收入	2.38	6.60	0.68	2.16	0.38	1.28	0.14	0.33
资产管理业务手续费及佣金净收入	1.52	4.21	0.94	2.98	0.54	1.81	0.23	0.53
利息净收入	12.58	34.85	10.34	32.87	9.21	30.77	8.16	18.47
投资收益+公允价值变动收益	2.06	5.71	6.29	20.01	3.18	10.60	15.87	35.92
其他	0.27	0.76	0.24	0.75	0.43	1.43	0.18	0.39
合计	36.10	100.00	31.44	100.00	29.95	100.00	44.19	100.00

资料来源：公司财务报表、公司提供，联合资信整理

2. 业务运营

(1) 证券经纪业务

近年来，公司经纪业务规模和收入受市场环境较大影响，佣金率受市场竞争加剧影响持续下降。未来随着公司向财富管理型机构的转型、依托中金公司研究资源提升投资顾问核心竞争力，公司经纪业务发展空间有望得到提升。

公司经纪业务资格齐全，能够为客户提供证券代理交易买卖、代销金融产品以及期货中间介绍等多种服务。公司财富管理总部设有财富管理部、产品中心、投资顾问部、市场营销部和信用业务部五个部门，信用业务部主要负责信用交易业务。2017年以来，在传统经纪业务日益严峻的环境下，公司借助与中金公司整合带来的业务条件的变化，向财富管理转型。

截至2020年9月末，公司在全国34个省、直辖市、自治区和计划单列市设有192家营业部和15家分公司，基本覆盖了国内省会城市；其中广东地区设有38家营业部和3家分公司，具有一定区域优势。公司分支机构的广泛布局 and 数量优势为公司经纪业务的开展提供了有力的支持。

经纪业务是公司收入的主要来源。2019年，公司代理买卖证券交易额8.17万亿元，同比增长21.76%。其中，代理买卖股票交易额占比较高，交易额为4.47万亿元，同比增长42.81%；代理买

卖债券交易额3.58万亿元，同比增长3.17%。从相关市场份额来看，2017—2019年公司代理买卖股票、基金和债券整体市场份额呈波动下降趋势。受证券公司互联网金融的发展和同业竞争加剧的影响，2019年公司代理买卖证券业务佣金率为0.307‰，较2018年小幅下降。

近年来，公司逐步推进经纪业务向财富管理转型，借助中金公司整合带来的品牌效应和研究能力的提升，公司从多方面提升经纪业务竞争力。一方面建立市场化投资经理激励机制，完成传统业务团队向投资经理团队的转型，提升投资经理专业能力；另一方面优化创新研究咨询服务体系，依托中金公司强大的研究资源和品牌影响力，以客户咨询服务需求为中心，持续探索买方研究成果转化为投资经理核心竞争力的路径和模式。同时，公司通过加强客户分层服务体系建设和产品分级管理，满足客户资产配置需求。2019年，公司销售各类非保证金金融产品542.43亿元，同比增长21.40%，实现代销金融产品收入1.10亿元，同比增长89.66%。

2020年1—9月，公司证券经纪业务增长良好，实现代理买卖交易额9.81万亿元，其中股票和基金交易额分别为6.55万亿元和0.12万亿元，市场份额均有所提升。

表6 公司代理买卖证券成交金额和市场份额情况（单位：万亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	交易额	市场份额	交易额	市场份	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	4.31	1.93	3.13	1.73	4.47	1.76	6.55	2.07
基金	0.10	0.53	0.13	0.61	0.11	0.58	0.12	0.61
债券（含回购）	3.97	0.77	3.47	0.59	3.58	0.56	3.14	0.53
合计	8.38	1.10	6.71	0.85	8.17	0.89	9.81	1.05

资料来源：公司提供

(2) 信用交易业务

近年来，受股票市场行情波动和公司加强对股票质押业务风控措施影响，信用交易业务规模和收入逐年下降，2019年以来融资融券有所回升，信用交易业务受市场波动影响较大且存在一定信用风险，未来业务的增长存在一定

不确定性。

公司信用交易业务主要包括融资融券业务、约定购回及股票质押式回购业务等，由信用业务部负责。公司信用业务策略为重点发展融资融券业务，以开户和资产引进为抓手，利用公司科创板券源优势，引进高净值两融客户，稳健发

展股票质押业务。

2017—2019年末，公司融资融券余额分别为182.95亿元、144.77亿元和190.09亿元，年均复合增长1.93%，截至2019年末，公司融资融券余额较年初增长31.30%，主要系市场行情回暖所致。2019年，公司融资融券业务实现利息收入为12.81亿元，同比下降2.52%，主要系利率下行所致。

股票质押业务方面，2017—2019年末，公司股票质押余额分别为59.16亿元、48.98亿元和36.94亿元，年均下降20.98%，主要系近年来股票质押业务风险事件较多，公司压降规模所致；截至2019年末，公司股票质押账户余额较年初下降24.58%；2019年，公司股票质押回购利息

收入3.17亿元，同比下降3.65%。

截至2020年9月末，公司融资融券余额较上年末增长43.38%至272.55亿元，融资融券利息收入11.58亿元；股票质押规模逐步压缩，业务余额为33.81亿元，较上年末下降8.47%，利息收入1.66亿元。截至2020年9月末，公司融出资金强制平仓后客户尚未归还款项金额共计0.06亿元，规模较低；股票质押业务非正常合约1笔，为雏鹰农牧项目，涉及本金合计0.05亿元，公司已全额计提减值准备。

2017—2019年末，公司信用业务杠杆率分别为163.83%、125.38%和143.97%，整体波动下降，2018年以来逐步上升，处于行业内较高水平。

表7 信用交易业务情况表（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
融资融券余额	182.95	144.77	190.09	272.55
融资融券利息收入	13.48	13.16	12.81	11.58
股票质押业务回购余额	59.16	48.98	36.94	33.81
股票质押业务利息收入	2.60	3.29	3.17	1.66

资料来源：公司提供

（3）投资银行业务

随着公司投资银行业务逐步纳入中金公司管理，投资银行业务在业务规模和收入规模方面都出现大幅下降。

根据公司与中金公司重组整合安排，2018年以来，公司投行业务完成在审保荐项目及新三板定增项目后，除存续的持续督导项目（含新三板），其他部分已全部转移至中金公司，统一归中金公司管理。同时，债券承销部员工陆续转入中金公司，债券承销部不再新开展业务，由中

金财富证券担任主承销商的项目，留存项目及存续期项目按照中金公司的要求以及公司内部程序继续开展。2017—2019年，公司投资银行业务手续费及佣金净收入持续下降，年均下降59.85%；2019年公司实现投资银行业务手续费及佣金净收入0.38亿元，同比减少0.30亿元。

从业务数据来看，2017—2019年，公司完成发行数量和主承销金额呈逐年下降趋势，2019年公司仅完成3个债券主承销项目，合计金额14.00亿元。

表8 公司投行业务情况表（单位：亿元、个）

项目	2017年		2018年		2019年	
	发行数量	主承销金额	发行数量	主承销金额	发行数量	主承销金额
首次公开发行	3	11.91	1	3.40	0	0.00
再融资发行	1	3.90	13	3.49	0	0.00
债券发行	19	253.57	5	66.65	3	14.00
合计	23	269.38	19	73.54	3	14.00

资料来源：公司提供

（4）自营投资业务

近年来，公司自营投资规模大幅增长，投

资结构以利率债和高等级信用债为主。证券投资业务受市场行情波动影响较大，未来增长存

在一定的波动性风险。

公司自营投资业务以固定收益类投资业务为主，固定收益部债券交易部负责公司固定收益交易业务的运作，在董事会授权的资金规模、执委会批准的投资限额和风险限额及固定收益交易业务投资决策委员会通过的风险控制指标和投资计划范围内开展固定收益交易业务。公司权益自营投资业务在中金公司的统一管理下投资公募基金，并开展科创板跟投和科创板证券出借业务。2018年以来，公司加大对高等级债券和利率债投资力度，坚持安全稳健的投资理念，获得了较大收益；2019年，公司权益自营部门加大了投资公募基金力度，并开展科创板跟投及科创板证券出借等业务，权益类规模占比上升。2019年，公司实现固定收益业务收入4.05亿元，权益类投资收入0.036亿元（不含科创板跟投），科创板跟投投资收入1.12亿元。

近年来，公司逐年增加自营投资规模，2017—2019年末，自营投资规模年均增长33.91%；截至2019年末，公司自营投资业务规模为224.12亿元，较年初增长5.48%，主要系基金和信托产品投资规模增大所致。投资结构方面，2017—2019年末，债券投资规模年均增长15.79%，截至2019年末，债券投资余额为152.83亿元，余额占比68.19%，较2018年下降22.15个百分点，但仍以债券投资为主；在债券投资结构方面，截至2019年末，公司以高等级债券投资为主，其中利率债（国债、地方债、同业存单）规模52.53亿元，信用债持仓100.30亿元，信用债持仓中AA+以上债券占比77.73%，其中，AAA债券占比62.96%。2017—2019年末，股票投资规模年均

复合增长63.74%，截至2019年末，股票投资余额为8.74亿元，较年初增长1.77倍，主要系增加了科创板跟投投资规模所致，但股票投资占比仍较小；基金投资规模年均增长1.51倍，截至2019年末，基金投资余额为30.20亿元，较年初增长90.42%，余额占比为13.47%，较年初上升6.00个百分点，主要系公司加大投资公募基金力度所致。2019年，公司加大信托产品投资力度，新增信托投资规模32.32亿元，占比14.42%，信托投资产品主要为固定收益类信托产品。

2017—2019年，公司固定收益业务投资收益率分别为-2.76%、7.79%和8.82%，权益类投资（不包括科创板跟投）投资收益率分别为8.95%、-7.99%和2.25%。

2020年1—9月，公司投资收益和公允价值变动损益合计15.87亿元，较2019年全年大幅增长，主要系较好市场行情背景下，公司持有交易性金融资产公允价值变动收益大幅增长所致。截至2020年9月末，母公司口径的自营证券投资规模260.25亿元，公司持仓以债券、股票和信托为主，占比分别为62.26%、12.20%和16.32%。在债券投资结构方面，截至2020年9月末，公司以高等级债券投资为主，其中利率债（国债、地方政府债、同业存单）规模46.94亿元，信用债持仓114.00亿元，信用债持仓中AA+以上债券占比83.15%，其中，AAA债券占比72.74%。

截至2020年9月末，公司债券自营投资业务发生违约情况4例，涉及投资金额2.30亿元，4笔持仓公允价值已减记至0.04亿元，计提充足，计提后账面价值规模很小，对公司未来盈利能力不会产生较大影响。

表9 自营证券投资结构表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票	3.26	2.61	3.15	1.48	8.74	3.90
债券	113.99	91.19	191.95	90.34	152.83	68.19
基金	4.78	3.82	15.86	7.47	30.20	13.47
信托产品	1.67	1.34	0.00	0.00	32.32	14.42
其他	1.30	1.04	1.51	0.71	0.03	0.01
合计	124.99	100.00	212.47	100.00	224.12	100.00

资料来源：公司提供

(5) 资产管理业务

近年来，受资管新规的影响，公司主动降低通道业务规模，推动以资产证券化为重心的主动管理类产品发展，但受规模下降和收费降低等因素影响，资产管理业务收入逐年下降。

公司资产管理决策委员会为资产管理业务投资决策机构，负责在公司规定范围内对资产管理投资业务进行决策与审批，审议重大投资决策事项。投资经理负责在公司制度、风险限额管理体系及资产管理决策委员会授权范围内对产品进行具体投资运作和风险管理。重大投资决策事项须提交详细的研究报告和风险分析支持并按公司规定以及授权要求提交资产管理决策委员会审批。近年来，在行业规模下滑背景下，公司加大提升主动管理能力，推进资产证券化业务发展，专注于财富管理业务。

2017—2019年末，公司资产管理规模波动下降，年均复合下降16.89%，主要系公司大力

收缩通道业务和债券大集合产品规模所致；截至2019年底，公司受托资产管理总规模397.16亿元，较年初下降33.80%，其中主动管理规模283.06亿元，占比71.27%，较年初提升6.31个百分点。2017—2019年，公司资产管理业务收入持续下降，年均复合下降26.69%，主要受资管新规业务转型以及收费降低等因素的影响，2019年公司实现资产管理业务手续费和佣金净收入1.22亿元，同比下降25.15%。从结构上看，受资管新规影响，公司管理集合资产管理计划和定向资产管理计划逐年下降；近年来公司重点打造资产证券化品牌，管理专项资产管理计划规模波动上升。

截至2020年9月末，公司资产管理规模进一步下降至337.94亿元，主要系被动管理产品规模下降所致，主动管理规模273.21亿元，较上年末小幅下降。2020年1—9月，公司资管业务管理费净收入0.60亿元，主要由定向业务贡献。

表 10 公司资产管理业务规模及收入情况 (单位: 亿元)

项目		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—9 月	
		规模	管理费净收入	规模	管理费净收入	规模	管理费净收入	规模	管理费净收入
产品类型	集合	140.73	1.73	87.03	1.07	58.51	0.78	47.70	0.40
	定向	305.62	0.23	253.98	0.13	120.65	0.11	106.35	0.14
	专项	128.58	0.31	258.92	0.43	218.00	0.33	183.89	0.06
合计		574.93	2.27	599.93	1.63	397.16	1.22	337.94	0.60
管理方式	主动管理	280.55		389.74		283.06		273.21	
	被动管理	294.38		207.89		114.10		64.73	

注：上表数据为母公司口径，与合并报表口径区别主要系资管产品管理费收入与产品支出合并抵消所致。

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司定位明确，通过与中金公司的战略重组，进一步发挥业务协同效应，提升自身核心竞争力。

2020年，面对外部市场环境、监管形势的变化，公司确立了“进一步推动财富管理业务转型，加大互联网金融业务发展，促进协同效应加速释放，加强中后台协同和文化融合”的总体发展要求，不断深化转型和创新发展。2020年，公司工作重点包括：经纪业务方面，加速财富管理转型，加快推进与中金公司管理板块的整合，依托

中金公司研究实力和品牌知名度，创新财富管理服务创收模式；资产管理业务方面，重点发展主动管理型产品，做好大集合产品转公募的工作，继续推动资产证券化业务；同时，公司继续做大协同业务规模，提升中后台管理效率，推进文化融合，进一步提升公司盈利能力和经营效率。

通过抓住市场变革带来的机遇，未来公司将稳固传统经纪业务收入，提升财富客户及机构客户的拓展能力，大力推进与中金公司在业

务转型、管理协调、文化融合等各方面的协作，为客户创造价值、为员工提升价值、为股东实现价值。

八、风险管理分析

公司建立了较为完善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。

公司建立了以董事会及其风险管理委员会、经营管理层、各业务单元及各单位风险责任人、风险管理部、法律合规部为核心的风险控制组织架构。公司业务前台、职能中台实行条线分离管理，前台属于业务条线，在公司授权范围内进行业务决策；中台为运营部门和控制部门，在支持前台业务的同时也发挥控制与监督的职能。

市场风险管理

市场风险是指由于市场价格、利率或汇率等市场因素的变动导致公司资产价值遭受损失的风险。公司通过运用VaR、压力测试、情景分析等方法 and 模型，对市场风险进行分析与评估，对各项业务市场风险进行有效监控；计算和设置相应的市场风险限额，完善市场风险控制措施。市场风险主要存在于证券投资业务、投资银行业务、固定收益品种交易业务、资产管理业务和新三板做市业务中。

证券投资业务方面，公司董事会确定业务规模及可承受的风险限额，执委会领导下的投资决策委员会对投资品种配置、策略和股票池等各具体业务进行集体决策。业务风险实行分级控制，业务部门动态管理其持仓部分所暴露出的市场风险，并在风险暴露较高时主动采取降低风险敞口或风险对冲等操作，风险管理部对投资规模、浮动盈亏、投资方向等进行实时监控和报告，并利用VaR等工具进行市场风险量化管理。

固定收益品种交易业务方面，投入规模、业务规模和业务杠杆限额由董事会或授权执委会审议决定，业务部门执行投资额度分级授权，动态管理持仓，合理安排资金，风险管理部对投资规模、浮动盈亏、品种分布等进行监控分析，及时报告风险情况。

信用风险管理

信用风险是指由于交易契约中的一方无法履行义务而产生的风险。公司信用风险主要是融资融券、约定购回式证券交易、股票质押式回购等证券融资类业务客户未能履行合同约定的信用风险和信用类产品投资的违约风险，即所投资信用类产品的融资人或发行人出现违约、拒绝支付到期本息，导致资产损失和收益变化的风险。

公司运用信用风险限额、内部信用评级、担保品量化管理、信用风险计量模型、压力测试等多种手段管理信用风险。同时，公司通过信息管理系统对信用风险进行实时监控，跟踪业务品种及交易对手的信用风险状况、出具分析及预警报告。

在融资融券、股票质押式回购交易、约定购回式证券交易等融资类业务方面，公司构建了多层级的业务授权管理体系，建立了完善的事前、事中、事后全流程风险管理体系。客户方面，主要通过信用评级和尽职调查，确定单客户的授信额度和交易规模，有效匹配客户信用状况和融资金额。担保品方面，通过流动性、价格波动和公司盈利成长情况等多维度的评分，确定合理的担保物质押率，减少客户发生违约的损失。融资类业务开展过程中，业务部门负责日常盯市，对高风险客户和高风险证券进行重点监控管理，并及时根据市场情况调整质押率和保证金比例。风险管理部负责逐单审核，计量业务总体的预期损失和非预期损失，并进行压力测试。

在债券投资业务方面，公司建立信用审核来控制债券违约和降级风险以及交易对手的违约风险，通过业务授权限定投资品种和交易对手的最低等级要求，并建立集中度指标通过分散化策略降低投资品种和交易对手违约带来的损失程度。

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。

公司近年来流动性风险主要表现为两方面，一是融资融券业务快速发展，其资金需求给公司资金供给带来一定压力，二是持续负债到期带来资金安排的压力。

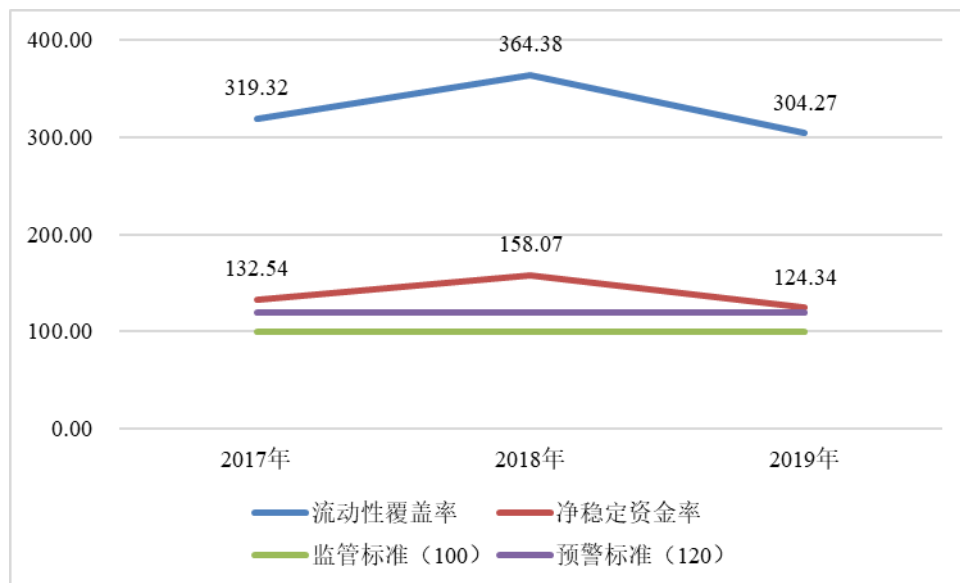
流动性风险管理主要通过完善制度规范、明确职责分工、规范流动性风险计量及风险应急措施、开展压力测试等方法予以控制。公司制定了《流动性风险管理办法》《流动性风险偏好政策》《流动性风险应急计划指引》《流动性风险控制指标管理指引》等配套制度，为公司流动性风险管理提供了制度保障。公司建立了流动性风险管理的组织架构和相应的考核及责任机制，明确了职责分工，其中计划财务部负责流动性日常管理，风险管理部负责推进建立整体流动性风险管理体系。在流动性风险计量上，公司确定了3大外部监管指标和7大内部监控指标，全

面衡量并监测风险情况。在风险应急方面，公司明确了应急的领导小组、应急处理程序和报告流程、规范了应急处理措施。

目前，公司配置资产的变现能力强，整体流动性压力不大。随着融资融券、约定购回式证券交易、股票质押式证券交易等创新业务的发展，公司将逐步加大负债力度以满足其资金需求，这对公司的流动性管理提出了更高要求。

截至2019年末，公司净稳定资金率和流动性覆盖率分别为124.34%和304.27%，2019年公司净稳定资金率降幅较大，主要系所需稳定资金大幅增长所致，但仍高于监管要求。截至2020年9月末，公司净稳定资金率和流动性覆盖率分别为142.22%和237.08%，净稳定资金率已大幅回升，两项指标均远高于监管要求。

图4 公司流动性指标情况（单位：%）



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

公司面临的操作风险主要为由于人员管理不当、交易系统存在缺陷以及制度流程执行不到位造成损失的风险。公司主要通过加强人员管理和培训、加强系统建设、完善制度和流程、加强检查和督导等控制措施，减少操作风险的发生。此外，公司建立操作风险管理平台，通过使用操作风险管理工具进行风险事项的识别、

报告、评估、处置、跟踪。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—2018年财务报告经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019年审计报告经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均被出具了无保留的审计意

见，2020年前三季度数据未经审计。公司2017—2018年财务数据分别取自2018—2019年审计报告期初数据，2019年财务数据取自2019年审计报告。公司自2018年1月1日起施行财政部于2017年修订的《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号—金融资产转移》《企业会计准则第24号—套期会计》和《企业会计准则第37号—金融工具列报》（以下简称“新金融工具准则”）。公司自2019年1月1日起实行财政部于2018年修订的《企业会计准则第21号—租赁》，涉及比较财务报表数据与新金融工具准则要求不一致的，公司不进行追溯调整。2017—2019年，公司合并范围变动较小，总体看，公司财务数据可比性较强。

截至2019年末，公司资产总额859.69亿元，其中客户资金存款234.94亿元、客户备付金43.76亿元；负债总额702.45亿元，其中代理买卖证券款284.59亿元；所有者权益157.23亿元，其中归属于母公司的所有者权益156.17亿元；母公司口径净资本116.00亿元。2019年，公司实现营业收入29.95亿元，利润总额10.02亿元，净利润6.53亿元，其中归属母公司所有者净利润6.52亿元；经营活动产生的现金流量净额30.55亿元，现金及现金等价物净增加额87.95亿元。

截至2020年9月末，公司资产总额1038.85亿元，其中客户资金存款261.89亿元、客户备付金71.31亿元；负债总额869.94亿元，其中代理买卖证券款345.01亿元；所有者权益168.91亿元，其中归属于母公司的所有者权益167.85亿元；母公司口径净资本140.43亿元。2020年1—9月，公司实现营业收入44.19亿元，利润总额21.12亿元，净利润16.55亿元，其中归属母公司所有者净利润16.53亿元；经营活动产生的现金流量净额74.89亿元，现金及现金等价物净增加额62.71亿元。

2. 资金来源与流动性

近年来，公司资金主要来源于发行债券，债务规模有所增长，杠杆水平有所增加，一年内到期债务占比较高，需关注公司流动性管理情况。

2017—2019年末，公司负债总额波动增长，年均复合增长9.95%；截至2019年末，公司负债总额702.45亿元，较年初增长25.58%，主要系代理买卖证券款和应付债券大幅增长所致。2017—2019年末，公司自有负债持续增长，年均复合增长11.12%；截至2019年末，公司自有负债374.96亿元，较年初增长17.35%，主要系公司应付债券增长所致；其中，卖出回购金融资产款占比为13.72%，应付债券占比为54.08%，应付短期融资款11.96%。

2017—2019年末，公司卖出回购金融资产款持续下降，年均复合下降26.57%；截至2019年末，公司卖出回购金融资产款为51.46亿元，较年初大幅下降24.25%，主要系公司债券质押回购规模减少所致。

2017—2019年末，公司应付短期融资款持续增长，年均复合增长44.06%；截至2019年末，公司应付短期融资款44.84亿元，较年初增长9.60%，主要系新增发行收益凭证所致，收益凭证票面利率在2.30%~8.10%。

2017—2019年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长20.11%；截至2019年末，公司应付债券合计202.78亿元，较年初增长40.60%，主要系公司新发行公司债规模增加所致。公司债券利率在3.58%~5.95%，次级债券利率在4.00%~5.00%。

2017—2019年末，公司代理买卖证券款波动增长，年均复合增长7.44%，主要系市场行情变化所致；截至2019年末，公司代理买卖证券款284.59亿元，较年初增长35.18%，主要系市场回暖所致。

表 11 公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
自有负债	303.69	319.52	374.96	485.91
其中：卖出回购金融资产款	95.45	67.93	51.46	117.24

应付债券	140.55	144.22	202.78	237.82
应付短期融资款	21.61	40.91	44.84	62.94
非自有负债	277.40	239.85	327.49	384.02
其中：代理买卖证券款	246.54	210.52	284.59	345.01
负债总额	581.09	559.37	702.45	869.94
全部债务	279.15	298.51	351.63	455.99
其中：短期债务	119.60	134.84	129.67	253.94
长期债务	159.55	163.67	221.97	202.05
净资本/负债	39.20	34.78	30.99	28.85
净资产/负债	49.25	48.10	41.59	33.95
自有资产负债率	66.79	67.12	70.46	74.20

资料来源：公司财务报表和风险控制指标监管报表，联合资信整理

截至 2019 年末，公司净资本/负债和净资产/负债指标分别为 30.99%和 41.59%，均高于行业监管标准；自有资产负债率为 70.46%，较年初小幅增加 3.34 个百分点，公司杠杆率处于较高水平。有息债务方面，2017—2019 年末，公司总债务规模逐年增长，年均复合增长 12.23%；截至 2019 年末，公司总债务规模 351.63 亿元，较年初增长 17.80%。

截至 2020 年 9 月末，公司负债规模 869.94 亿元，较上年末增长 23.84%，其中自有负债

485.91 亿元，较上年末增长 29.59%，主要系应付债券和卖出回购金融资产款规模增长；随着公司新发债券规模增长，全部债务和长期债务规模均增长，全部债务 455.99 亿元，较上年末增长 29.68%，其中长期债务 202.05 亿元，较上年末下降 8.97%，短期债务占比为 55.69%，短期债务占比较高。从债务结构看，截至 2020 年 9 月末，公司 1 年内到期债务占比为 55.69%，1~2 年内到期债务占比 17.46%，2 年内到期债务占比较高，需关注公司流动性管理情况。

表 12 截至 2020 年 9 月末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元、%）

项目	金额	占比
小于 1 年	253.94	55.69
1~2 年（包括 2 年）	79.60	17.46
2~3 年（包括 3 年）	20.13	4.41
大于 3 年	102.32	22.44
全部债务合计	455.99	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

近年来，受融出资金和交易性金融资产大幅增长的影响，公司资产规模整体大幅增长。公司自有资产规模持续增长，2018 年以来高等级债券投资规模增长使优质流动资产规模大幅增加，资产流动性较好，资产质量较高。

2017—2019 年末，公司资产总额波动增长，年均复合增长 8.37%。截至 2019 年末，公司资产总额 859.69 亿元，较年初增长 20.09%，主要系融出资金和交易性金融资产大幅增长所致；公司自有资产规模为 532.20 亿元，较年初增长

11.79%，自有资产在总资产中占比为 61.91%，较上年末下降 4.59 个百分点。截至 2019 年末，公司资产主要由货币资金、融出资金和交易性金融资产组成，占比分别为 37.36%、22.06%和 21.67%。2018 年，公司高等级债券投资规模增长使优势流动资产规模大幅增加；截至 2019 年末，公司优质流动性资产 146.54 亿元，较年初下降 11.95%，在总资产占比 27.64%，下降 7.76 个百分点，但仍属较好水平。

表 13 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
自有资产	454.68	476.05	532.20	654.83
其中：自有货币资金	75.24	70.03	86.25	94.31
自有结算备付金	4.21	4.18	4.23	3.90
融出资金	186.62	147.29	189.62	241.94
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	106.31	--	--	--
可供出售金融资产	18.69	--	--	--
交易性金融资产	--	138.90	186.28	199.37
其他债权投资	--	73.57	37.84	84.41
资产总额	732.08	715.90	859.69	1038.85
优质流动性资产	65.88	166.44	146.54	/
优质流动性资产/总资产	14.72	35.40	27.64	/

注：优质流动性资产/总资产中分子分母均取自风控指标监管报表；该表中资产科目未剔除第三方在结构化主体中权益部分
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2017—2019 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 9.10%；截至 2019 年底，公司货币资金为 321.20 亿元，较年初增长 31.54%，主要系市场行情回暖客户资金存款增长所致；自有货币资金 86.25 亿元，较年初增长 23.16%。货币资金中使用受限的银行存款共计 0.49 亿元，规模较小。

2017—2019 年末，公司融出资金波动增长，年均复合增长 0.80%，主要系市场行情影响两融业务规模所致。截至 2019 年末，公司融出资金 189.62 亿元，较年初增长 28.74%；从账龄来看，1~3 个月的占比 44.88%，3~6 个月的占比 12.27%，6 个月以上的占比为 42.85%。截至 2019 年末，公司融出资金强制平仓后客户未归还款项共 0.07 亿元，规模较小，融资融券业务担保物公允价值合计 524.41 亿元，担保物充足。

截至 2019 年末，公司交易性金融资产 186.28 亿元，较年初增长 34.11%，主要系投资信托产品规模大幅增长所致。交易性金融资产以债券为主，占比 61.73%。公司其他债权投资 37.84 亿元，较年初下降 48.56%，其他债权投资以地方债和同业存单为主，分别占比 54.36%和 27.55%。

截至 2020 年 9 月末，公司资产规模 1038.85 亿元，较上年末增长 20.84%，其中自有资产

654.83 亿元，较上年末增长 23.04%，主要系融资融券和债券投资规模增长所致。

3. 资本充足性

近年来，公司所有者权益稳定性较好，各项风险控制指标均符合监管标准，资本充足性较好。

2017—2019 年末，公司所有者权益保持稳定，年均增长 2.05%；截至 2019 年末，公司所有者权益合计 157.23 亿元，较年初增长 0.45%，主要系盈余公积和一般风险准备增长所致，其中归属于母公司的所有者权益为 156.17 亿元。在归属于母公司的所有者权益中，股本 80.00 亿元，其他综合收益 0.48 亿元，盈余公积 17.06 亿元，一般风险准备 34.23 亿元，未分配利润 24.40 亿元，公司股本占比 51.23%，资本稳定性较好。2018 年，公司向中金公司派发现金股利 3.00 亿元，占 2017 年净利润的 37.55%；2019 年，公司向中金公司派发 2018 年度现金股利 5.49 亿元，占 2018 年净利润的 66.38%，分配力度较大，利润对所有者权益补充效果尚可。

2017—2019 年末，公司净资产¹波动下降，年均复合下降 0.67%。截至 2019 年末，公司净资产规模为 116.00 亿元，较年初下降 5.06%，

¹ 截至 2019 年末，公司向关联方中金公司提供了 48.00 亿元的资本担保承诺（其中，2017 年累计提供担保承诺 38.00 亿元，2018

年无新增担保承诺，2019 年新增担保承诺 10.00 亿元），公司按照承诺金额 100.00%扣减核心净资本，增加所需稳定资金。

其中核心净资产 82.40 亿元，附属净资产 33.60 亿元。截至 2019 年末，公司净资产规模为 155.72 亿元，较年初增长 1.97%，主要系上年利润留存所致。公司各项风险控制指标处于安全范围内，大多数指标远高于行业监管标准。

截至 2020 年 9 月末，公司所有者权益 168.91 亿元，较上年末增长 7.43%，主要系利润

留存所致；公司净资产 140.43 亿元，较上年末增长 21.06%，其中核心净资产和附属净资产分别增长 17.02%和 30.95%；公司风险覆盖率和资本杠杆率分别为 241.96%和 14.80%。2020 年上半年，公司对股东分配利润 4.20 亿元，占 2019 年净利润的 64.29%。

表 14 母公司口径风险控制指标表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末	监管标准	预警指标
核心净资产	81.57	87.41	82.40	96.43	--	--
附属净资产	36.00	23.00	33.60	44.00	--	--
净资产	117.57	110.41	116.00	140.43	--	--
净资产	147.70	152.70	155.72	165.27	--	--
各项风险资本准备之和	56.87	45.21	66.21	58.04	--	--
风险覆盖率	206.74	244.20	175.20	241.96	≥100	≥120
资本杠杆率	18.36	18.69	15.49	14.80	≥8	≥9.6
净资产/净资产	79.60	72.30	74.49	84.97	≥20	≥24

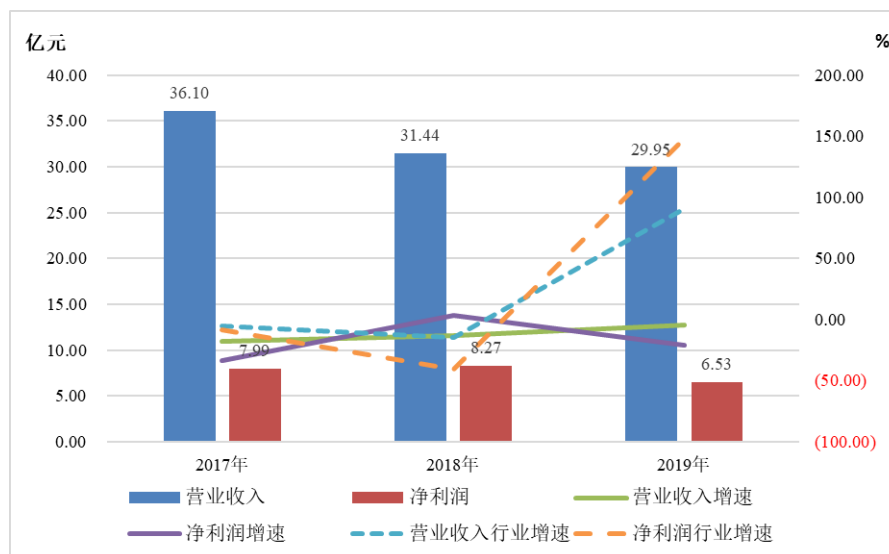
资料来源：公司风险控制指标监管报表

4. 盈利能力

2017—2019 年，公司收入和利润水平有所下滑，2020 年前三季度，公司盈利水平大幅回升，与同行业相比，公司整体盈利水平和盈利稳定性较好，杠杆水平较高。

2017—2019 年，公司营业收入持续下降，年均复合下降 8.92%，2019 年实现营业收入 29.95 亿元，同比下降 4.76%，营业收入变化趋势与行业相反。

图 5 公司盈利情况图



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从营业支出来看，2017—2019 年，公司营业支出持续下降，年均复合下降 11.87%；2019

年公司营业支出 19.84 亿元，同比下降 0.57%，主要系公司业务及管理费下降所致。从支出构

成来看，主要是业务及管理费，2019 年公司业务及管理费为 19.80 亿元，占比 99.81%。2019 年，公司营业费用率和薪酬收入比分别为 66.12% 和 42.47%，同比分别增长 2.79 个百分点和 4.20 个百分点，管理费用和人力成本有所上升。

2017—2019 年，公司净利润波动下降，年均复合下降 9.60%；2019 年公司实现净利润 6.53 亿元，同比下降 21.04%，主要系营业收入下滑所致。2019 年，公司营业利润率、净资产收益

率和自有资产收益率分别为 33.76%、1.30% 和 4.16%，同比分别下降 1.32 个百分点、0.48 个百分点和 1.22 个百分点，盈利能力有所下降。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 44.19 亿元，同比增长 65.10%，利润总额 21.12 亿元，同比增长 120.99%，增速均好于行业平均水平；未经年化的自有资产收益率和净资产收益率分别为 2.79% 和 10.15%，均好于 2019 年全年水平。

表 15 公司营业支出与盈利指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
营业支出	25.54	20.41	19.84	22.94
其中：业务及管理费	25.95	19.91	19.80	22.57
营业利润	10.56	11.03	10.11	21.25
利润总额	10.49	10.90	10.02	21.12
净利润	7.99	8.27	6.53	16.55
营业费用率	71.87	63.33	66.12	51.09
薪酬收入比	47.25	38.28	42.47	/
营业利润率	29.25	35.08	33.76	48.09
自有资产收益率	1.75	1.78	1.30	2.79
净资产收益率	5.29	5.38	4.16	10.15

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从同行业对比企业来看，公司整体盈利水平和平和盈利稳定性较好，杠杆水平较高。

表 16 同行业 2019 年财务指标比较（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
信达证券股份有限公司	1.91	0.64	70.74	52.10	68.88
西部证券股份有限公司	3.50	1.59	47.13	46.77	50.01
西南证券股份有限公司	3.70	1.27	52.19	29.17	67.03
样本平均值	3.04	1.17	56.69	42.68	61.97
中金财富证券	4.16	1.30	66.12	3.41	70.46

资料来源：公司审计报告、财务报表、公开资料，联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2020 年 9 月末，公司无对外担保情况。

截至 2020 年 10 月末，公司作为被告的金额超过 5000.00 万元的重大诉讼情况如下：投资者因“16 皖经 02”发生实质性违约，起诉公司作为联席主承销商承担连带清偿责任，涉及金额 1.06 亿元，案件尚未判决。

十、本期债券偿还能力分析

公司资本实力很强，股东背景强大，具有较强的行业竞争力，同时公司资本较为充足，资产质量较好，考虑到本期债券发行后将用于补充公司营运资金，有利于公司各类业务发展，对本期债券到期兑付起到积极的影响。综上，公司对本期债券的偿还能力极强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至2020年9月末，公司全部债务为455.99亿元。本期拟发行债券规模合计不超过10.00亿元，本期债券发行规模较大，若本期债券发行成功，公司债务负担将进一步加重。

以2020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，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为74.59%，上升0.39个百分点，债务负担有所提升，结合公司所处的证券行业来看，整体处

于正常水平。

2. 本期债券偿还能力分析

公司本期拟发行不超过10.00亿元（含）债券，本期债券发行成功后，公司负债水平将有所上升。以2019年底的财务数据为基础，按照公司发行10.00亿元债券估算相关指标，其中净资产、经营活动现金流量净额和EBITDA对公司债务覆盖程度较好，净利润对债务覆盖程度一般。

表 17 本期债券偿还能力指标（单位：倍）

项目	2019 年
净资产（母公司口径）/本期债券本金	15.57
净利润/本期债券本金	1.00
EBITDA/本期债券本金	2.86
经营活动现金流量净额/本期债券本金	3.06

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

十一、结论

公司作为中金公司的财富管理及零售经纪业务板块的子公司，资本实力很强，近年来持续推动业务转型，整体保持了较强的竞争实力。近年来，公司持续推动与中金公司业务整合，逐步退出投行业务，向财富管理机构转型，整体业务发展良好。公司资产规模有所提升，资产质量较高，资本较为充足。2020 年前三季度，公司利润规模较大，经营情况良好。

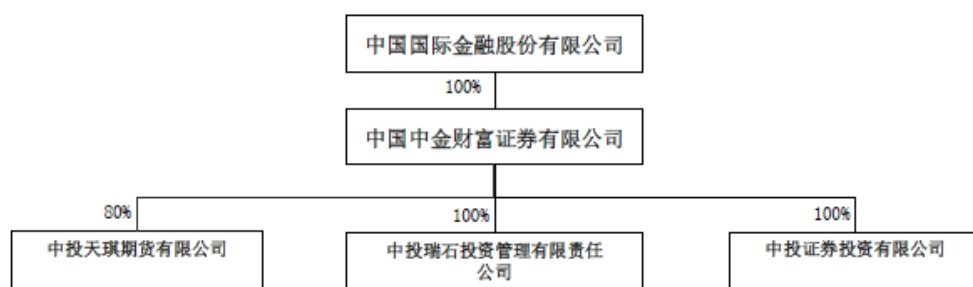
同时，联合资信也关注到近年来受证券市场波动以及业务条线剥离的影响，公司营业收

入有所波动；经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

未来随着资本市场的持续发展和公司与中金公司业务整合的稳步推进，公司整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

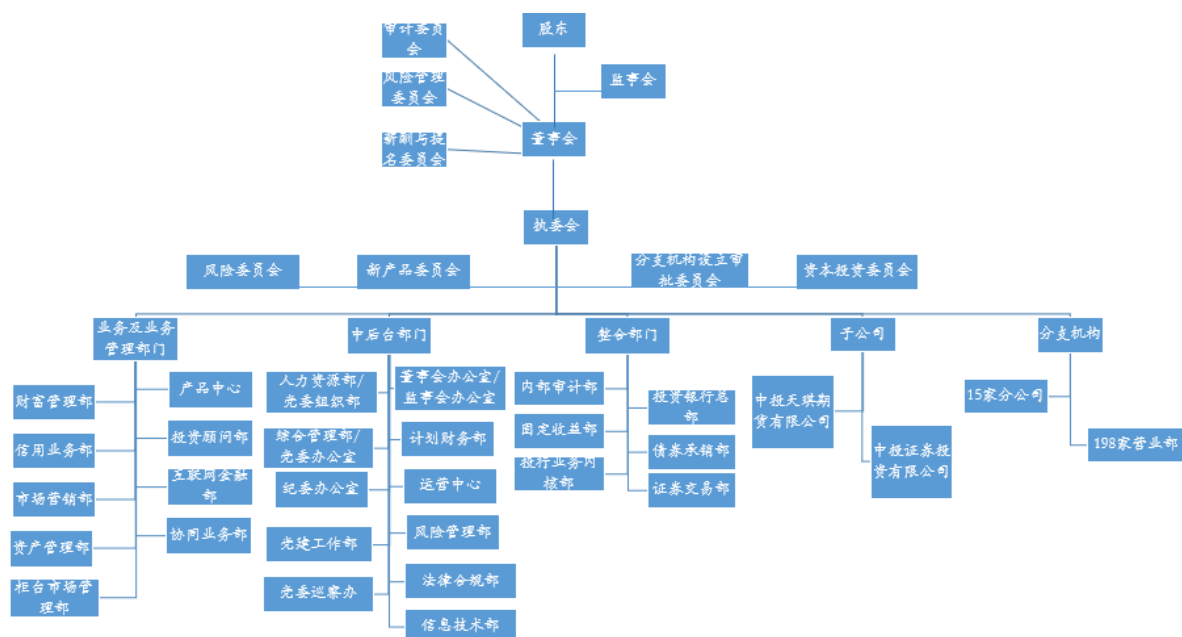
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底中国中金财富证券有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底中国中金财富证券有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
自有资产（亿元）	454.68	476.05	532.20	654.83
所有者权益（亿元）	150.99	156.53	157.23	168.91
自有负债（亿元）	303.69	319.52	374.96	485.91
自有资产负债率（%）	66.79	67.12	70.46	74.20
优质流动资产/总资产（%）	14.72	35.40	27.64	/
营业收入（亿元）	36.10	31.44	29.95	44.19
利润总额（亿元）	10.49	10.90	10.02	21.12
营业利润率（%）	29.25	35.08	33.76	48.09
营业费用率（%）	71.87	63.33	66.12	51.09
薪酬收入比（%）	47.25	38.28	42.47	/
自有资产收益率（%）	1.75	1.78	1.30	2.79
净资产收益率（%）	5.29	5.38	4.16	10.15
盈利稳定性（%）	66.97	21.05	3.41	/
净资本（亿元）	117.57	110.41	116.00	140.43
风险覆盖率（%）	206.74	244.20	175.20	241.96
资本杠杆率（%）	18.36	18.69	15.49	14.80
流动性覆盖率（%）	319.32	364.38	304.27	237.08
净稳定资金率（%）	132.54	158.07	124.34	142.22
信用业务杠杆率（%）	163.83	125.38	143.97	/
短期债务（亿元）	119.60	134.84	129.67	253.94
长期债务（亿元）	159.55	163.67	221.97	202.05
全部债务（亿元）	279.15	298.51	351.63	455.99
EBITDA/本期债券金额（倍）	2.49	2.67	2.86	/

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产 ×100%
营业利润率	营业利润/营业收入 ×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入 ×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入 ×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值 ×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益 ×100%;
优质流动资产/总资产	优质流动资产/总资产 ×100%; 优质流动资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

注: 短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+融入资金+交易性金融负债+卖出回购金融资产+其他负债科目中的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 中国中金财富证券有限公司 公开发行 2020 年公司债券（面向专业投资者）（第四期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年中国中金财富证券有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国中金财富证券有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国中金财富证券有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对中国中金财富证券有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国中金财富证券有限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中国中金财富证券有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国中金财富证券有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国中金财富证券有限公司或本次（期）信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国中金财富证券有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国中金财富证券有限公司或本次（期）信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国中金财富证券有限公司、监管部门等。