

信用评级公告

联合〔2021〕2206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2021年次级债券（面向专业投资者）（第一期）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2021年次级债券（面向专业投资者）（第一期）信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年三月三十日

中国中金财富证券有限公司公开发行2021年 次级债券（面向专业投资者）（第一期）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：AA+

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 30 亿元（含）

本期债券期限：品种一为 3 年期，品种二为 5 年期

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：2021 年 3 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司行业信用评级方法	V3.1.202011
证券公司主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	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	3
		自身竞争力	公司治理	1
			风险管理	1
			业务经营分析	1
财务风险	F2	偿付能力	未来展望	1
			盈利能力	2
			资本充足性	2
		流动性因素	杠杆水平	2
调整因素和理由				调整子级

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。公司资产规模大幅增长，资产质量较高，资本较为充足。2020 年前三季度，公司实现利润规模较大，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。

本期拟发行债券规模合计不超过 30.00 亿元，发行规模较大，公司债务负担将进一步加重。以 2019 年底的财务数据为基础，按照公司发行 30.00 亿元债券估算相关指标，其中净资产对本期债券覆盖程度较好，经营活动现金流量净额、EBITDA 和净利润对本期债券覆盖程度一般。

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很低。

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。

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

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。

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/本期债券金额（倍）	0.83	0.89	0.95	/

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	2021/3/19	刘嘉 姚雷	证券公司行业信用评级方法 V3.1.202011 证券公司主体信用评级模型（打分表） V3.1.202011	阅读全文
AAA	稳定	2016/10/19	周旭 刘克东	（原联合信用评级有限公司）证券公司行业评级方法	阅读全文

注：1. 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅，首次评级报告为非公开发行，因此未链接评级报告；2. 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次（期）债项，有效期为本次（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：



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2021年 次级债券（面向专业投资者）（第一期）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”。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。截至2020年末，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。

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 2021 年次级债券（面向专业投资者）（第一期）”，本期债券发行总额为不超过 30.00 亿元（含）；本期债券分为两个品种，品种一为 3 年期，品种二为 5 年期。本期债券引入双向回拨选择权，回拨比例不受限制。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网下询价簿记结果在票面利率询价区间内协商确定，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. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；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，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、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；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动

力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消

费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 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 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年

（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30% 和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全

国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机

构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

四、行业分析

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

1. 证券行业概况

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

近年来，股票市场震荡加剧，2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020 年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据，截至 2020

年底,上交所和深交所上市的公司合计 4154 家;股票市场总市值为 79.72 万亿元,较 2019 年底增长 34.46%;平均市盈率为 25.64 倍,较 2019 年增长 5.29 个倍数。2020 年全部 A 股成交额为 206.02 万亿元,日均成交额为 0.85 万亿元,同比增长 63.05%。截至 2020 年底,市场融资融券余额为 1.62 万亿元,较 2019 年底增长 58.84%,其中融资余额占比为 91.54%,融券余额占比为 8.46%。股票一级市场发行方面,2020 年,上交所和深交所共实际募集资金 1.67 万亿元,同比增长 8.20%,共完成 IPO 为 396 家、增发 362 家、配股 18 家、优先股 8 家,可转债和可交债分别为 206 家和 41 家。

债券市场方面,近年来,在宽松货币政策和金融严监管双向影响下,债券市场规模不断增加,整体利率水平波动下降,信用债市场有所分化,高等级债券受到追捧。2017 年,在严监管和“降杠杆”政策下,债券市场有所调整;2018 年下半年以来,定向降准配合积极财政政策使债市出现分化,地方债和高等级债券认购资金

充裕,同时资金链断裂导致的违约事件不断发生;2019 年,债券市场违约常态化,货币市场利率延续下降趋势,国债收益率保持平稳;2020 年,债券市场规模逐年增长,受疫情影响以及货币政策逐步退出,市场利率出现大幅波动,5 月份利率探底后逐步回升,中债信用债净价指数总体平稳,但债券违约向国企蔓延。根据 Wind 统计,截至 2020 年底,债券余额为 114.30 万亿元,较 2019 年底增长 17.72%。债券发行方面,2020 年境内共发行各类债券 5.03 万只,发行额达 56.89 万亿元,同比增长 25.90%。2020 年境内债券交易总金额为 1282.19 万亿元。其中,现券交易成交金额为 241.09 万亿元,回购交易成交金额为 893.97 万亿元,同业拆借 147.13 万亿元。

衍生品市场方面,根据中国期货业协会统计数据,2020 年全国期货市场累计成交额为 437.53 万亿元,同比增长 50.56%。其中,中国金融期货交易所的交易金额为 115.44 万亿元,同比增长 65.80%,占全国市场份额 26.38%。

图 1 股票市场指数和成交额情况 (单位:点、亿元)

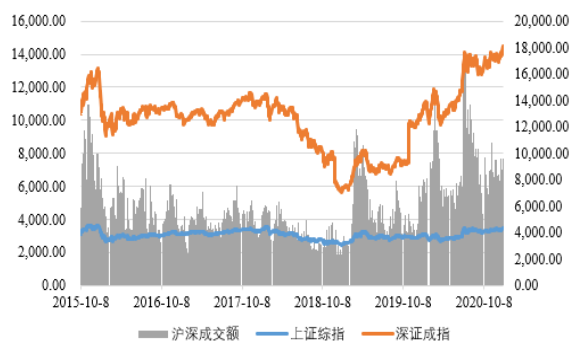
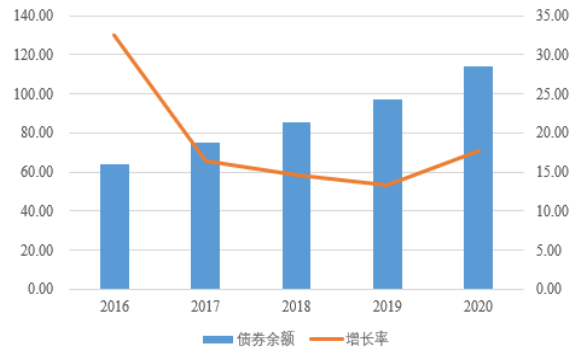


图 2 债券市场余额和增长率 (单位:万亿元、%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场,推进股票和债券发行交易制度改革,提高直接融资比重,降低杠杆率”,同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年

6 月,证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式,科创板正式开板;7 月 22 日,科创板首批公司上市交易,中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 6 月,证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》,建立新三板企业转板上市制度,新三板精选层连续

挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019年以来增幅较大；盈利能力呈

现U型走势，2018年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019年和2020年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表2 证券行业概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

数据来源：中国证券业协会

2020年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020年，证券行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020年以来涉及证券公司的罚单超过150张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较2019年有所提升。截至2020年底，139家证券公司总资产为8.90万亿元，较2019年底增长22.50%；净资产为2.31万亿元，较2019年底增长14.10%，净资本为1.82万亿元，较2019年底增长12.35%。2020年，139家证券公司实现营业收入4484.79亿元，实现净利润1575.34亿元，分别同比增长24.41%和

27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有127家公司实现盈利。

2. 行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续；2020年多项利好政策密集出台，新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。

2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向

虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

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

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

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

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

2020年3月，新《证券法》正式实施，加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020年6月，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件发布，创业板试点注册制。

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

增效。

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

2021年3月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

3. 业务分析

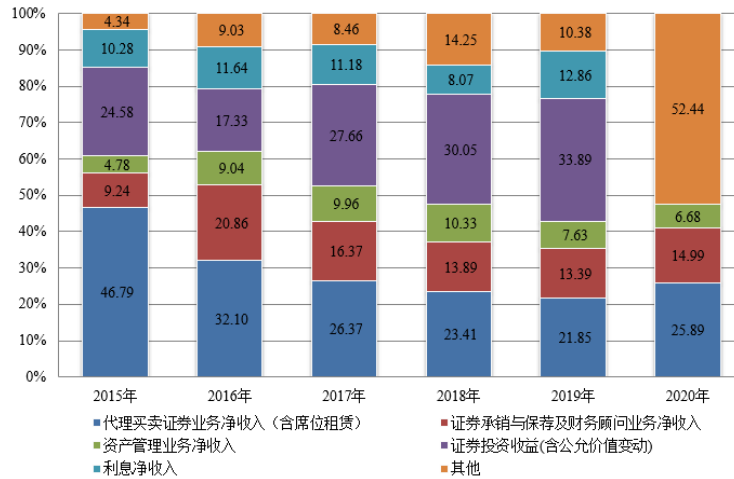
我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2018年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比升至30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。

2020 年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投行业务占比小幅提升，证券行业服务

实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图 3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露 2020 年全行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020 年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入
资料来源：中国证券业协会网站

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

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

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2018 年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018 年 131 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 623.42 亿元，同比减少 24.06%。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019 年，133 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63 亿元，同比增长 26.34%。2020 年，股票市场指数于二季度快速上涨，下

半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10 亿元，同比增长 47.42%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019 年以来，受益于 IPO 审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为 2020 年投行业务增长蓄力。2020 年以来，A 股 IPO 审核家数及过会率明显提升，2020 年，发审委审核 IPO 家数 634 家，其中 605 家通过审核，过会率达 95.43%，远高于 2019 年全年 277 家审核家数、247 家通过家数及 89.17% 的通过率。2020 年，IPO 发行规模合计 4699.63

亿元，发行家数 396 家，分别同比增长 85.57% 和 95.07%。受再融资新规利好政策影响，2020 年，再融资规模 8854.34 亿元，同比增长 26.10%，扭转下降趋势。科创板方面，2020 年共有 229 家科创类公司提交发审委，218 家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模 2262.60 亿元。债券市场方面，2020 年，证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资，2020 年证券公司承销各类债券金额 10.05 万亿元，同比增长 32.09%。基于上述因素，2020 年，全行业实现投资银行业务净收入 672.11 亿元，同比增长 39.26%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2020 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 52.83%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时，创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；新证券法等纲领性文件出台，强化中介机构“看门人”的责任，促使证券公司提升专业服务能力，投行业务快速发展的背景下，合规风控成为证券公司核心竞争力。

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

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018 年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018 年债券市场新增 43 家违约

主体，较 2017 年的 9 家大幅增加，违约金额达 1154.50 亿元，系 2017 年违约金额的 3.42 倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续 2018 年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长；同时，2019 年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2020 年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨 36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。2019 年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020 年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63 亿元，同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

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

产管理业务规模为 10.51 万亿元，较 2019 年末下降 14.48%；2020 年，证券公司实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2020 年融资融券业务大幅增长且风险可控，股票质押业务规模继续压缩，风险继续化解。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2020 年末，融资融券余额 1.62 万亿元，较 2019 年末增长 58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。截至 2020 年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为 5.42%，较年初下降 0.79 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。但目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 31.72%。

4. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。2019 年 11 月，证监会明确提出要推动打造航母级证券公司，推动证券行业做大做强。2020 年 7 月，证监会提出，鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施

市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段。2020 年 3 月，中信证券完成对广州证券股份有限公司 100% 股权的并购，进一步稳固了其龙头券商的地位；4 月，天风证券已基本完成对恒泰证券 29.99% 股权的收购；10 月，国联证券和国金证券因合并过程中为就核心条款未达成一致意见，宣布终止并购，成为继 6 月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此，证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显，市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位，弥补自身业务短板，实现跨区域的资源调配。

近年来，证券公司扎堆补充净资本，2019 年，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，2020 年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司已实现 A 股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券、财达证券等证券公司已处于 IPO 辅导期或已过会阶段。2020 年，共计 16 家上市证券公司完成增发和配股，其中海通证券和国信证券分别增发募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，招商证券完成配股募资 126.83 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 4 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。截至 2020 年 12 月末，中国内地外资控股证券公司已达 8 家，其中四家为新设立合资证券公司（野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司），另外 4 家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司（瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司）。此外，证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券 2 家国内券商，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内券商拥有网

点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

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

证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2020年9月末证券公司所有者权益排序，2020年1—9月前十大证券公司实现营业收入合计2225.78亿元，净利润819.71亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为65.01%和61.78%。截至2020年9月底，前十大证券公司资产总额为5.56万亿元，占全行业总资产的64.85%。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2020年9月末/2020年1—9月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	1837.87	10441.36	419.95	131.13
2	海通证券	1691.59	7295.81	282.54	92.53
3	国泰君安	1441.94	6933.02	257.37	94.70
4	华泰证券	1303.54	6921.31	243.36	89.42
5	招商证券	1067.82	4791.24	179.03	72.82
6	广发证券	992.67	4326.35	214.12	87.17
7	申万宏源	813.68	4362.31	150.02	64.99
8	国信证券	793.70	2731.67	140.00	54.77
9	银河证券	751.59	4238.54	180.81	57.08
10	中信建投	620.63	3538.00	158.59	75.11
合计		11315.01	55579.61	2225.78	819.71

资料来源：Wind

5. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

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

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018年以来，债券市场违约常态化，2020年部分国企违约超预期，

债券市场分化加剧，证券公司面临信用风险加大。

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

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有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、规范业务操作流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

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

6. 未来动向

监管力度加强，证券行业严监管态势将延续；需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

2020 年 7 月，广发证券及 14 名高管因康

美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对 2021 年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为 2021 年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019 年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019 年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助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，证监会于 2019 年明确表态要打造“航母级证券公司”，于 2020 年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019 年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年末，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2020年末，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

公司管理人员履历丰富，人员学历素质很高，年龄结构均衡。

公司董事长、党委书记高涛历任中国建设银行安徽省分行人力资源部副总经理、总经理，中国建设银行淮南分行行长、党委书记，中国建银投资证券有限责任公司人力资源部总经理、党委委员、副总裁，宏源证券股份有限公司党委委员、副总经理、董事会秘书、副董事长、党委书记，中国建银投资有限责任公司党委委员、纪委书记、副总裁，中国中投证券有限责任公司董事长、党委书记、执行委员会主任。

公司总裁吴波历任安达信华强会计师事务所审计师，普华永道中天会计师事务所高级审计师，中国国际金融股份有限公司保荐业务部负责人、成长企业投资银行部执行负责人以及投资银行部营运团队成员、董事会秘书，中国中投证券有限责任公司执行委员会委员、副总裁，

中国中金财富证券有限公司执行委员会副主任、副总裁。

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总净值*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2021年3月17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 532.00 亿元,已使用额度为 145.82 亿元,未使用额度为 386.18 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 8 名成员组成,包括总裁 1 名、副总裁 2 名、首席风险官 1 名、合规总监 1 名、董事会秘书 1 名和业务总监 2 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。2020年12月，公司收到广东证监局行政监管措施决定书，认为广州开创大道北营业部未能发现并核查前员工在2016年6月至2018年3月间在其他证券公司开立的普通证券账户及交易，以及对客户的异常委托监测和预警不充分，因而

对营业部采取了出具警示函的监督管理措施。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的影响较大，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	市场份额	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年以来融资融券规模有所回升，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为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年末和2020年9月末，公司信用业务杠杆率分别为163.83%、125.38%、143.97%

和163.25%，整体波动较大，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，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%，主要受资管新规影响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。

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。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，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，公司构建了多層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。

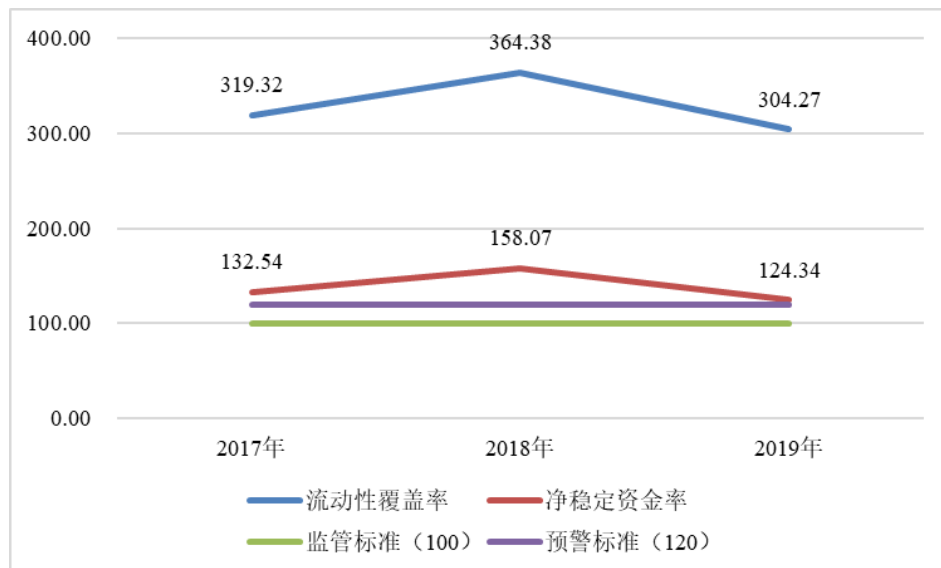
目前，公司配置资产的变现能力强，整体流动性压力不大。随着融资融券、约定购回式证券

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年财务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，资本实力很强，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%，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%。本期次级债券如顺利发行，将对公司净资产形成较好补充。

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	--	--

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%扣减核心净资产，增加所需稳定资金。

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
净资本/净资产	79.60	72.30	74.49	84.97	≥20	≥24

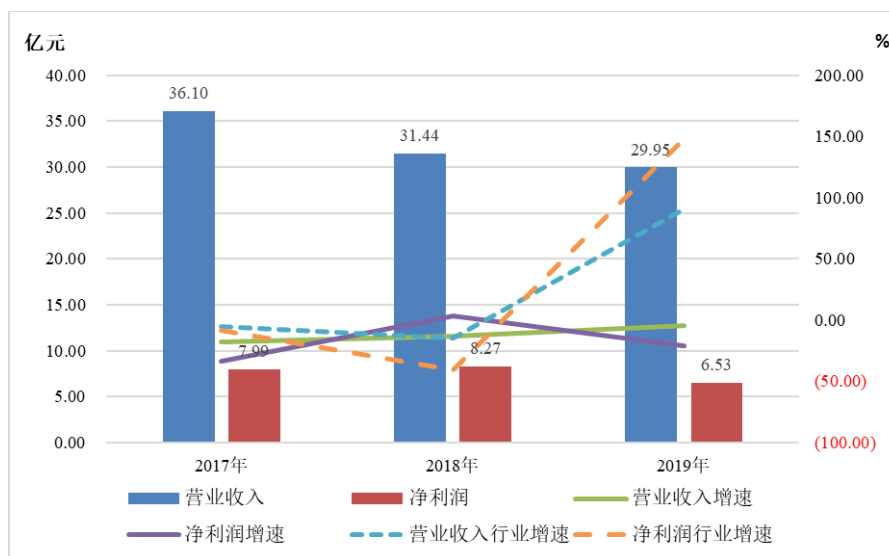
资料来源：公司风险控制指标监管报表

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 年末，公司无对外担保情况。

截至本报告出具日，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，资产质量较好；本期债券发行后将用于补充公司营运资金，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。净资产对本期债券覆盖程度较好，经营活动现金流量净额、EBITDA 和净利润对本期债券覆盖程度一般。同时考虑本期次级债券的性质，公司对本期债券的偿还能力很强。

1. 本期债券发行对公司现有债务的影响

截至 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 30.00 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 30.00 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 75.33%，上升 1.13 个百分点，债务负担有所提升。

2. 本期债券偿还能力分析

公司本期拟发行不超过 30.00 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 30.00 亿元债券估算相关指标，其中净资产对本期债券覆盖程度较好，经营活动现金流量净额、EBITDA 和净利润对本期债券覆盖程度一般。

表 17 本期债券偿还能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
净资产（母公司口径）/本期债券本金	4.92	5.09	5.19
EBITDA/本期债券本金	0.83	0.89	0.95

净利润/本期债券本金	0.35	0.36	0.33
经营活动现金流量净额/本期债券本金	-4.40	-0.28	1.02

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。公司资产规模大幅增长，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。

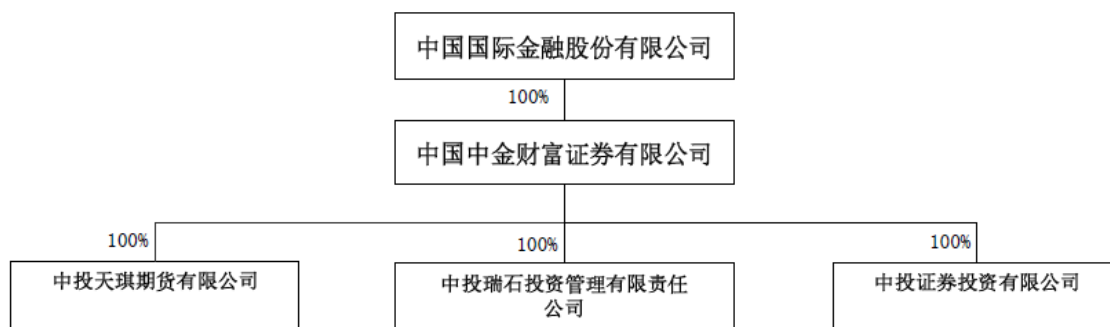
同时，联合资信也关注到近年来受证券市场波动以及业务条线剥离的影响，公司营业收入有所波动；经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

本期拟发行债券规模合计不超过 30.00 亿元，发行规模较大，公司债务负担将进一步加重。以 2019 年底的财务数据为基础，按照公司发行 30.00 亿元债券估算相关指标，其中净资产对本期债券覆盖程度较好，经营活动现金流量净额、EBITDA 和净利润对本期债券覆盖程度一般。

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。

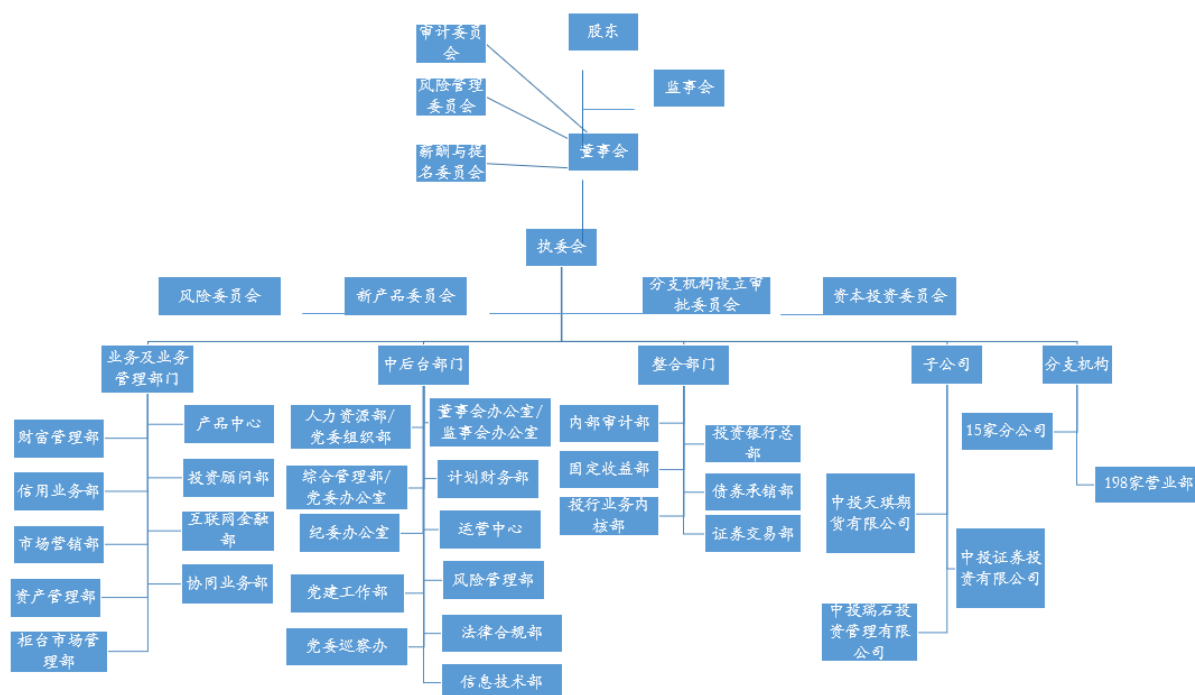
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年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	163.25
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）	0.83	0.89	0.95	/

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. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (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 2021 年次级债券（面向专业投资者）（第一期） 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、外部经营环境及本次债项相关信息，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。