

信用评级公告

联合〔2020〕4781号

联合资信评估股份有限公司通过对中国银河证券股份有限公司及其拟公开发行的面向专业投资者2020年短期公司债券(第一期)的信用状况进行综合分析和评估,确定中国银河证券股份有限公司主体长期信用等级为AAA,中国银河证券股份有限公司面向专业投资者公开发行2020年短期公司债券(第一期)信用等级为A-1,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:

二〇二〇年十二月十四日

中国银河证券股份有限公司面向专业投资者 公开发行2020年短期公司债券（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：A-1

评级展望：稳定

债项概况：

本期发行规模：不超过60亿元（含）

本期发行期限：品种一273天，品种二1年，两个品种间可互拨

兑付方式：利息随本金一同于到期兑付日支付

募集资金用途：拟全部用于补充公司营运资金或偿还到期或回售的债务融资工具

评级时间：2020年12月14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	2
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	1
			资本充足性	1
			杠杆水平	2
		流动性因素		2
		调整因素和理由		

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”）对中国银河证券股份有限公司（以下简称“公司”或“银河证券”）的评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司，股东背景强大，各项业务牌照齐全，拥有综合化经营的发展模式，具备很强的同业竞争力。近年来，公司各项业务稳步发展，经纪业务竞争优势明显，多年保持分类评级为A类，内控管理机制良好。公司资产规模大且流动性好，资本实力很强，资本充足性较好。

联合资信同时也关注到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

未来随着资本市场的持续发展和各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强，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，公司主体偿债风险极低，本期债券还本付息能力最强，安全性最高。

优势

1. 公司各项业务资质齐全，经纪业务具有明显的竞争优势。公司是全国性综合类上市证券公司之一，资本实力排名靠前，各项业务资质齐全，拥有综合化经营的发展模式。截至2020年6月末，公司拥有36家分公司、492家证券营业部，是国内分支机构最多的证券公司。2017—2019年，公司经纪业务收入行业排名均为第三位。
2. 股东背景强大，给予公司较大的支持。公司实际控制人为汇金公司，股东背景强，资本实力雄厚，在资金、业务机会等方面为公司的发展给予了较大的支持。
3. 融资渠道通畅且多元化，资产流动性好。作为上市公司，公司融资渠道通畅且多元化，资本实力很强。截至2019年末，公司优质流动性资产规模大幅提升，资产流动性较好。

关注

1. 行业因素对公司造成不利影响。经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营

分析师：张祎 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

带来不利影响。

2. 盈利稳定性需加强，信用业务需关注违约项目后续回收情况。公司信用类业务存在部分违约，自营投资业务收入波动大，盈利稳定性有待增强，需对相关业务风险以及未来业务发展情况保持关注。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
自有资产（亿元）	1866.54	1922.74	2344.92	/
自有负债（亿元）	1217.68	1259.36	1625.70	/
所有者权益（亿元）	648.86	663.38	719.22	751.59
优质流动性资产/总资产（%）	9.75	22.40	20.16	/
自有资产负债率（%）	65.24	65.50	69.33	/
营业收入（亿元）	113.44	99.25	170.41	180.81
利润总额（亿元）	48.09	36.82	68.30	72.10
营业利润率（%）	1866.54	1922.74	2344.92	40.31
净资产收益率（%）	1217.68	1259.36	1625.70	8.07
净资本（亿元）	648.86	663.38	719.22	692.85
风险覆盖率（%）	9.75	22.40	20.16	261.21
资本杠杆率（%）	65.24	65.50	69.33	19.78
短期债务（亿元）	113.44	99.25	170.41	1670.06
全部债务（亿元）	1866.54	1922.74	2344.92	2311.52
EBITDA/本期发行额度（倍）	1.56	1.66	2.26	/

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. 本报告如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	2020/11/16	姚雷 张祎	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	阅读全文
AAA	稳定	2018/10/17	陈凝 贾一晗	证券公司行业信用评级方法	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银河证券股份有限公司（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：



联合资信评估股份有限公司



中国银河证券股份有限公司面向专业投资者 公开发行2020年短期公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

中国银河证券股份有限公司（以下简称“公司”或“中国银河”）系经中国证监会于2005年12月22日以《关于同意中国银河证券股份有限公司筹建方案的批复》（证监机构字〔2005〕163号）批准，由中国银河金融控股有限责任公司（以下简称“银河金控”）等5家股东发起设立，初始注册资本60.00亿元，其中银河金控持有99.89%。2013年5月，公司在境外首次公开发行H股股票，并于2013年5月22日在香港联交所上市交易，股票代码为06881.HK，并于2013年6月行使部分超额配售选择权，募集资金总额约81.48亿港元，公开发行H股后，公司注册资本增加至75.37亿元。2015年3月，公司在境外配售20.00亿股H股股票，配售完成后，公司注册资本增加为95.37亿股。公司于2017年1月发行6.00亿股人民币普通股（A股），并于2017年1月在上海证券交易所上市，证券简称“中国银河”，证券代码“601881.SH”。A股发行完成后，公司注册资本增加至101.37亿元。截至2020年9月末，公司股本为101.37亿元，银河金控持有公司51.16%的股份，为公司的控股股东，中央汇金投资有限责任公司（以下简称“汇金公司”）持有银河金控69.07%股份，为公司实际控制人。截至2020年9月末，银河金控持有公司股份不存在质押情况。

公司的经营范围：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；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品；证券投资基金托管业务；保险兼业代理业务；销售贵金属制品。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动）。

截至2019年末，公司拥有财富管理总部、投资银行业务部、证券金融总部、自营投资总部、机构管理部等41个部门（组织结构详见附件2）。截至2020年6月末，公司在全国设有492家营业部，分布在全国31个省、直辖市、自治区的中心城市，并设有36家分公司；拥有5家控股子公司：银河期货有限公司（以下简称“银河期货”）、银河创新资本管理有限公司（以下简称“银河创新资本”）、中国银河国际金融控股有限公司（以下简称“银河国际控股”）、银河金汇证券资产管理有限公司（以下简称“银河金汇”）、银河源汇投资有限公司（以下简称“银河源汇”），并参股3家公司：中关村股权交易服务集团有限公司、证通股份有限公司和江西联合股权交易中心有限公司；母公司口径员工8633人（含销售类客户经理）。

截至2019年末，公司资产总额3156.66亿元，其中客户资金存款602.82亿元；负债总额2437.44亿元，其中代理买卖证券款805.09亿元；股东权益719.22亿元，其中归属于母公司股东权益708.96亿元；母公司口径净资产690.17亿元。2019年，公司实现营业收入170.41亿元，利润总额68.30亿元，净利润52.50亿元，其中归属母公司所有者净利润52.28亿元；经营活动产生的现金流量净额413.36亿元，现金及现金等价物净增加额174.33亿元。

截至2020年9月末，公司资产总额4238.54亿元，其中客户资金存款722.94亿元；负债总额3486.96亿元，其中代理买卖证券款959.12亿元；股东权益751.59亿元，其中归属于母公司股东权益744.70亿元。2020年1-9月，公司实现营业收入180.81亿元，利润总额72.10亿元，净利润57.08亿元，其中归属母公司所有者净利润56.51亿元；经营活动产生的现金流量净额305.21亿元，现金及现金等价物净增加额232.70亿元。

公司注册地址：北京市西城区金融大街 35 号 2-6 层；法定代表人：陈共炎。

二、本期发行概况

本期债券名称为“中国银河证券股份有限公司面向专业投资者公开发行 2020 年短期公司债券（第一期）”，发行规模为不超过 60.00 亿元（含）。本期债券面值 100 元，按面值平价发行；本期债券分两个品种，品种一为 273 天，品种二为 1 年期，两个品种间可互拨。本期债券为固定利率，票面利率由公司的主承销商根据簿记建档结果确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，到期一次还本付息。本期债券无担保。

本期债券募集资金拟全部用于补充公司营运资金或偿还到期或回售的债务融资工具。

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 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

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 数据整理

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融规模合理增长，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。

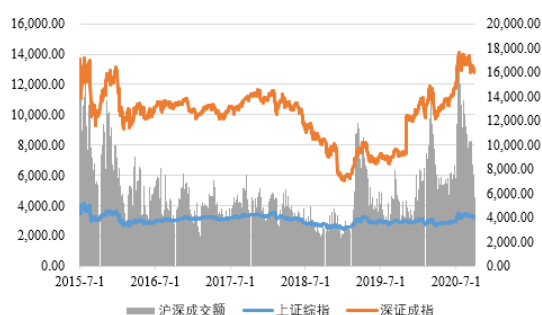
债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019 年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 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

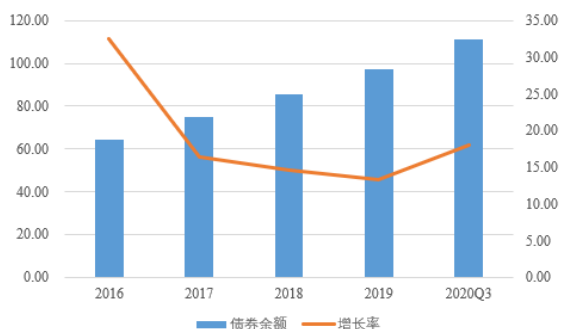
比增长 166.52%, 占全国市场份额 23.96%。

图 1 股票市场指数和成交额情况 (单位: 点、亿元)



资料来源: WIND, 联合资信整理

图 2 债券市场余额和增长率 (单位: 万亿元、%)



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。

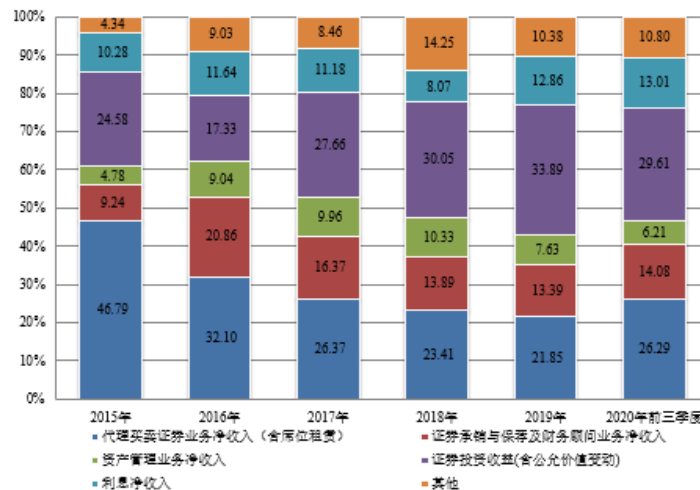
2020 年前三季度，随着国内疫情防控落实和复产复工推进，我国经济稳步增长，A 股指数逐步企稳，中小创指数和沪深交易额大幅增长；其中上证综指涨幅 4.31%，深成综指上涨 21.32%，沪深交易额同比增长 59.12%。截至 2020 年 9 月底，135 家证券公司总资产为 8.57 万亿元，较 2019 年底增加 18.04%；净资产为 2.24 万亿元，较 2019 年底增加 10.89%，净资本为 1.79 万亿元，较 2019 年底增加 10.49%。2020 年前三季度，135 家证券公司中，126 家公司实现盈利，实现营业收入 3423.81 亿元，实现净利润 1326.82 亿元，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，公司注册资本和实收资本均为101.37亿元，控股股东为银河金控，银河金控及其一致行动人持股比例为51.16%，汇金公司持有银河金控69.07%的股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是全国性综合类证券公司，具有很强的行业竞争力。

公司是全国性综合类证券公司，各项业务

牌照齐全且具有综合化经营的发展模式。公司资本实力、盈利水平均处行业前列；根据中国证券业协会排名，2019年公司净资产、净资本行业排名分别为第8位和第5位，营业收入、净利润分别位于行业第10位和第9位。2019年公司证券经纪业务收入行业排名第3位，融资类业务收入行业第4位，证券投资收入行业第7位，业务竞争力很强。

表4 公司主要业绩排名

项目	2017年	2018年	2019年
净资产	8	6	5
营业收入	9	12	10
证券经纪业务收入	3	3	3
客户资产管理业务收入	14	9	14
投资银行业务收入	28	23	30
融资类业务收入	6	6	4
证券投资收入	14	28	7

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

3. 外部支持

公司股东实力强大，对公司发展形成有力支持。

银河金控是经国务院批准，由财政部和中央汇金投资有限责任公司共同发起，于2005年8月在国家工商行政管理总局注册成立。截至2020年6月末，银河金控注册资本128.91亿元，其中汇金公司出资比例为69.07%，财政部出资比例为29.32%，全国社会保障基金理事会出资比例为1.61%。银河金控为中央直属国有大型金融企业，是国家顺应金融改革与发展趋势设立的中国第一家国有金融控股公司，目前已形成了证券、资产管理、资本投资等业务板块。

汇金公司是依据《公司法》由国家出资设立的国有独资公司，代表国家依法行使对国有商业银行等重点金融企业出资人的权利和义务，其重要股东职责由国务院行使，董事会、监事会成员由国务院任命，对国务院负责。目前，汇金公司控股参股机构包括国家开发银行、中国工商银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国建设银行股

份有限公司、中国光大集团股份公司、中国出口信用保险公司、中国再保险（集团）股份有限公司、申万宏源集团股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、中信建投证券有限责任公司等多家金融机构。

公司的历史、品牌和股东背景有助于增强客户的信心，巩固拓展客户基础，以及获取更多的业务机会；同时，汇金公司多元化金融布局为公司业务开展提供了一定资源。在资金及流动性方面，2018年8月，汇金公司出具《关于提供流动性应急支持的函》可为公司提供流动性应急支持，具体额度为公司2017年末总资产（剔除客户保证金）的1%，有效期至2020年末。

4. 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9月14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6月末，公司已获得各金融机构授信4030.75亿元，已使用1091.25亿元，公司融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了完善的公司治理架构，股东大会、董事会、监事会以及公司管理层运作规范。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司治理准则》等法律法规的要求，制定了一整套公司治理制度，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层相互分离、相互制衡的公司治理结构和运作机制，并建立和逐步完善了涵盖基本制度、管理办法、工作细则三个层级的制度体系。

股东大会是公司的最高权力机构。公司按照相关法规以及公司章程的规定，召集、召开股东大会，确保股东对公司经营享有充分的知情权、参与权和表决权。

董事会是公司的常设决策机构，对股东大会负责。公司董事会由9名董事组成，其中独立董事4名，职工董事1名。董事会下设四个专业委员会，分别是战略发展规划委员会、提名与薪酬委员会、合规与风险管理委员会和审计委员会。

2017年，公司董事会共召开16次会议；2018年，公司董事会共召开13次会议；2019年，公司董事会共召开10次会议，通过了多项议案，包括高管人员任命与解聘、听取专业委员会履职报告及其他重大事项议案等。

监事会是公司的内部监督机构，负责对董事、高级管理人员履职情况进行监督。监事会由5名监事组成，其中监事会主席1名，外部监事2名，职工监事2名。2017年，公司监事会召开6次会议；2018年，公司监事会召开10次会议，2019年，公司监事会召开7次会议，对公司年度报告、财务决算方案、利润分配方案、社会责任报告等进行审议。

公司管理层由总裁、副总裁、董事会秘书、首席风险官、执行委员会委员组成。公司设总裁1人，由董事会聘任和解聘，副总裁1人，由总裁提请董事会聘任或解聘，协助总裁工作。高级管理层接受董事会的考核，并按照股东大会和董事会的要求进行日常经营管理工作。高级管理人员均拥有丰富的金融机构经营管理经验，这有助于提升公司的决策效能。

2. 管理水平

公司内部控制体系很健全，为公司防范风险、规范运作提供了一定保障；公司分类评价处于行业上游水平，内部控制水平较高。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司内部控制指引》等法律法规及公司章程的规定，结合公司实际情况，制订并完善各项内部控制制度，建立健全有效的内部控制机制，设置合理的组织架构，逐步形成“权责明确、相互制衡、严格监督”的治理结构。公司建立了完善的授权体系及经营管理权责体系，按照权限必要性、权限最小化的原则，明确各部门和各级管理人员的业务审批权限及内部操作流程。近年来，公司根

据经营管理和业务发展需要，对组织架构进行了梳理和调整。

公司的内部控制活动主要包括信息隔离墙制度、职责分离控制、利益冲突控制、反洗钱、交易运行控制、财务会计控制、资金管理控制、净资本控制、信息技术控制、人力资源控制、控股子公司控制、信息与沟通、主要业务的内部控制。公司注重提高内控管理水平，加强业务管理规划，健全财务管理制度及资金计划控制制度，制定规范的业务流程及控制措施，持续提高内部控制的有效性。公司针对各业务条线和中后台部门制定了内部控制制度，规范各项工作流程，将内部控制风险监测覆盖到公司各个环节。

公司审计部独立于公司各部门和分支机构，通过对公司经营管理活动的合规性、内部控制的有效性和财务信息的可靠性进行审计，有效履行检查、评价、报告和建议职能。审计部对于发现的风险隐患和内部控制存在的薄弱环节提出改进建议，并定期向董事会及审计委员会、监事会及高级管理层报告工作。

收到监管措施方面，2017年2月，全国中小企业股份转让系统有限责任公司针对公司在推荐北京瑞星信息技术股份有限公司进入全国股份转让系统挂牌并公开转让的过程中，存在未能保证申请挂牌文件信息披露的真实、准确、完整的情况，给予要求提交书面承诺的自律监管措施。2017年3月，河北证监局因公司秦皇岛证券营业部内部控制不完善，对秦皇岛证券营业部出具责令增加内部合规检查次数的行政监管措施。2017年4月，因公司存在少数从业人员（主要为证券经纪人）买卖股票交易行为，中国证监会对公司采取责令改正、增加内部合规检查次数并提交合规检查报告的行政监管措施。2017年，公司温州大南路营业部因存在未按照规定履行客户身份识别义务、未按照规定报送可疑交易报告、未对被立案调查的客户进行重新风险识别等行为，收到中国人民银行温州市中心支行出具的行政处罚决定书；公司子公司银河期货收到北京证监局下发的《行政监管措施决

定书》，银河期货因存在个别资产管理计划未经公司风控系统把关和交易员确认、直接由投资顾问下单至交易所柜台系统的不规范操作被采取责令改正的行政监管措施。2018年6月，莆田市城厢区工商行政管理局向我司莆田荔城路营业部出具了《莆田市城厢区工商行政管理局行政处罚决定书》，责令公司莆田荔城路证券营业部停止发布广告，在相应范围内消除影响。2018年7月，公司因未按照规定履行客户身份识别义务和与身份不明的客户进行交易的行为收到中国人民银行出具的《行政处罚决定书》。2018年11月，公司中关村大街营业部收到北京证监局《关于对中国银河证券股份有限公司北京中关村大街证券营业部采取出具警示函措施的决定》，针对营业部员工违规为他人打印客户对账单，北京证监局决定对公司中关村大街营业部采取出具警示函的行政监管措施。2018年11月，因宁波分公司未按照规定履行客户身份识别义务，宁波人行向公司宁波分公司出具了《中国人民银行行政处罚决定书》。2018年12月，赣州登峰大道营业部收到了赣州人民银行出具的《行政处罚决定书》，赣州人民银行认为赣州登峰大道营业部在客户身份识别、客户身份资料和交易记录保存、可疑交易报告等方面存在问题。2019年3月，北京证监局针对银河期货合规管理及内部控制存在缺陷，对银河期货采取责令改正的行政监管措施。2019年3月，广东证监局向公司东莞东城中路营业部下发《行政监管措施决定书》，对该营业部采取出具警示函的监管措施，针对营业部员工私下为私募基金管理公司介绍私募基金购买人，私自推介非公司代销的金融产品，并且向投资者承诺保本保收益的行为。2019年7月，中国证券业协会将公司“中国银河证券股份有限公司自营账户”列入限制名单，时间自2019年7月8日起至2020年1月7日止。2019年9月，上海证券交易所作出《关于对银河期货有限公司予以纪律处分的决定》，对银河期货予以暂停股票期权经纪业务（限于新增客户）相关交易权限3个月的纪律处分。2019年10月，针对营业部存在无证券投资咨询执业资格的人

员向客户提供证券投资顾问服务的情形，公司伊宁市山东路证券营业部被新疆证监局采取责令改正措施的行政监管措施。2019年12月，公司内蒙古分公司收到中国人民银行呼和浩特中心支行反洗钱处罚。2020年4月，北京证监局对公司出具责令改正的行政监管措施，因2019年11月公司非权益类证券的规模与其总规模比例超过预警标准并未及时向北京证监局报备，2019年12月该指标超过监管标准；同时公司作为私募股权投资基金托管人未履行恪尽职守、谨慎勤勉的义务，上述行为反映出公司内部控制不完善，责令公司限期改正。

2017—2018年，公司分类评价均为AA级，2019年为A级，2020年，分类评价回升至AA级，公司内控及合规管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来自证券经纪业务，2018年，经纪业务收入有所下降，股票投资出现较大亏损，受此影响收入及利润水平有所下降；2019年以来，市场行情好转，公司营业收入大幅增长，盈利能力大幅改善。

从收入结构变化来看，证券经纪业务收入虽受市场行情影响有所波动，但始终是公司最主要的收入来源之一，2017—2018年，证券经纪业务收入占比均为75%以上，2019年随着自营

业务收入规模增长，证券经纪业务收入占比下降至45.41%。自营业务收入水平波动大，2018年主要是受市场行情不佳、股票投资大幅亏损的影响，收入水平和收入占比均大幅下降，2019年由于收紧权益类投资、整体投资规模保持快速增长，自营业务相关收入扭亏为盈且实现了显著增长；2019年，公司自营及其他证券交易业务收入40.96亿元，较2018年0.63亿元大幅改善，在营业收入占比大幅提升至24.04%，成为第二大收入来源。资产管理业务受业务结构调整、总体资产管理规模下降等因素影响，收入和占比整体有所下降，2017—2019年，公司资管业务收入持续下降，年均减少12.04%；投资银行业务收入逐年下降，2017—2019年，年均下降7.28%，且占营业收入的比重较低。境外业务收入和占比2019年取得较明显增长主要系将合资公司银河一联昌证券国际私人有限公司（以下简称“银河一联昌”）进行并表管理，业务板块进一步扩大所致。期货业务收入实现较好增长，2017—2019年，期货经纪业务年均增长105.25%，主要为现货贸易等规模增长，由于该业务成本较高，所以对公司净利润贡献较小。其他收入主要是公司除业务收入外其他收入以及负债所产生的利息。

2020年1—9月，公司实现营业收入180.81亿元，同比增长50.13%；实现利润总额72.10亿元，同比增长40.83%，均较上年同期实现较好增长。

表5 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	87.58	77.20	74.92	75.48	77.38	45.41
自营及其他证券交易业务	3.84	3.38	0.63	0.63	40.96	24.04
投资银行业务	4.92	4.33	4.88	4.92	4.23	2.48
资产管理业务	8.88	7.82	7.90	7.96	6.87	4.03
私募股权投资及另类投资	1.66	1.47	-0.32	-0.32	2.58	1.51
境外业务	3.46	3.05	3.69	3.72	10.77	6.32
期货经纪	8.36	7.37	15.32	15.44	35.22	20.67
其他	1.25	1.10	1.35	1.36	2.32	1.36
抵消	-6.50	-5.73	-9.11	-9.18	-9.91	-5.82
合计	113.44	100.00	99.25	100.00	170.41	100.00

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

2. 业务运营

(1) 证券经纪业务

近年来，公司经纪业务收入有所波动，但是受益于客户基础较好，网点分布广泛，仍具有很强的竞争力。

公司经纪业务资格齐全，包括向客户提供股票、基金、债券等代理交易买卖业务。公司经纪业务条线主要由经纪业务总部和产品中心负责。2017—2019年，公司经纪业务收入有所波动，年均复合下降6.00%，2019年，经纪业务收入77.38亿元，同比增长3.28%，在营业收入中占比下降30.07个百分点至45.41%。2017—2019年，公司证券经纪业务收入行业排名均为第3位。

截至2020年6月末，公司拥有36家分公司、492家证券营业部，分布在全国31个省、自治区、直辖市的中心城市，覆盖了经济发达地区和具有发展潜力的地区，是目前国内分支机构最多的证券公司；其中北京、广东、浙江、上海、江苏等经济发达地区共设有证券营业部256家，占公司证券营业部数量的52.03%，这些地区客户基础较好，是公司经纪业务重点发展地区，也为公司传统证券网点向财富管理中心转型、争取发达地区高端客户提供了良好的条件；拥有经纪业务客户1164万户，客户数量庞大。

2018年，随着股票市场的震荡，交易量持续下滑，公司代理买卖股票交易额有所下降，2018年公司股票、基金交易额合计7.51万亿元，同比下降32.28%；市场份额下降0.41个百分点至4.16%。另外，随着市场竞争日趋激烈，公司经纪业务综合佣金率亦持续下滑，2018年为0.0359%，同比略有下滑，仍略高于行业平均水平。2019年，公司推动财富管理转型，进一步优化收入结构、客户结构、交易结构。2019年，公司机构与产品户股票基金交易量人民币8684亿元（不含交易型货币基金），较2018年增加21.26%；公司代销金融产品保有规模人民币1,125亿元，较2018年末增长14.00%；经纪业务保持了很强的市场竞争力。2019年，公司经纪业务综合佣金率为0.0359%，同比有所下滑，仍略高于行业平均水平。2020年1—6月，公司证券经

纪业务收入43.84亿元，同比增长5.02%。

(2) 投资银行业务

公司债权融资业务取得了较快发展，股权融资业务受市场行情的影响而波动，2019年以来，随着市场行情的回暖股票承销业务量和储备量均有所回升；另一方面，受证券市场低迷以及监管环境影响，投资银行业务收入呈下降趋势，对营业收入的贡献度相对较低，整体行业竞争力较强。

投资银行业务主要开展股权承销、债权承销、资产支持证券承销、兼并收购、私募交易、结构性融资以及其他各类财务顾问业务等业务。2019年末投行团队（合并口径）人员317人，其中保荐代表人35人，准保荐代表人38人，保证了投资银行业务的持续稳健发展。2017—2019年，公司投资银行业务收入持续下降，年均下降7.28%，2019年实现投资银行业务收入4.23亿元，同比下降13.32%，占比为2.48%。2017—2019年，公司投资银行业务收入行业排名分别为第28位、第23位和第30位。

从股权承销来看，2018年由于证券市场低迷、IPO审核趋严，公司股权承销数量有所下降。公司完成2个IPO项目，主承销金额人民币18.58亿元，承销金额同比增长50.81%。2019年以来，随着科创板注册制的平稳运行以及政策改革等红利的释放，资本市场股权融资规模回升，公司股票承销数量和规模均有所提升，2019年公司完成1单IPO项目和7单再融资项目，股票主承销金额合计90.37亿元。项目储备方面，截至2019年末，公司有在审IPO项目8单，在审再融资项目6单以及在审并购重组项目3单，股权项目储备较好。

从债券承销来看，公司承销的债券产品以企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具为主，还包括商业银行次级债券、债权投资计划和资产证券化产品等。2018年，公司准确把握发行窗口期，扩大了债券承销规模，全年完成338个债券承销项目，同比增加240个，承销金额914.96亿元，同比增加28.00%。2019年，公司全年共承销各类债券570只，承销金额719.10亿元，

同比下降21.41%。

2020年上半年,公司股权承销金额143.61亿元,同比增长95.33%,其中,并购重组业务实现突破,公司担任哈高科、北新路桥等重大资产重组项目的独立财务顾问和主承销商;债券承销金额468.23亿元,同比增长34.02%,其中,非政策性金融债承销规模同比增长56.84%,同时,

公司共参与27个省(市)的地方政府债的发行,地方政府债承销规模人民币76.33亿元,同比增长131.09%。项目储备方面,截至2020年6月末,公司在审IPO项目8家,在审再融资项目5家,股权项目储备较好。2020年1—6月,公司投资银行业务收入2.15亿元,同比下降0.26%。

表6 公司投行业务情况表(单位:个、亿元)

项目	2017年		2018年		2019年	
	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额
首次公开发行	3	12.32	2	18.58	1	10.50
再融资	1	25.56	1	46.12	7	79.87
债券发行	98	714.81	338	914.96	570	719.10
合计	102	752.69	341	979.66	578	809.47

资料来源:公司年报

(3) 自营投资业务

近年来,公司自营业务持仓规模大幅增加,结构以债券投资为主,自营投资业务收入波动较大,2019年实现大幅增长,未来收入实现受市场波动影响,存在一定不确定性。

公司自营业务由权益类投资、固定收益类投资以及衍生品投资组成。2017—2019年,公司证券自营业务收入快速增长,年均增幅为2.27倍,其中2019年实现证券自营收入40.96亿元,同比增长64.02倍,主要为市场行情较好,母公司自营业务和子公司均实现较好收入。2017—2019年,公司证券投资收入行业排名分别为第14位、第28位和第7位。

公司自营业务投资主要为债券、基金,以及少部分股票、银行理财、信托计划、券商资管等。从投资策略上来看,公司缩减了股票投资规模,增加债券资产的配置并拉长了债券久期,投资

资产规模整体上升较快。

从投资结构来看,公司自营业务以债券类投资为主,2019年末债券投资余额为768.24亿元,占投资资产总额的73.87%,其中国债等主权等级债券占境内债券余额的比例为27.66%;外部评级为AAA债券占比为41.46%,外部评级AA+或AA级别的债券(主要为国有企业发行的债券和城投债)占比为15.36%。受公司加大债券配置力度影响,公司股票和基金投资占比均呈下降趋势。2019年以来,公司根据股票市场行情变化,优化自营投资资产配置,引入多种新型投资策略。截至2019年末,公司股票投资余额为58.03亿元。近年来,公司开始大力推进私募股权基金等筹建设立工作,截至2019年末,公司基金投资余额为107.00亿元。公司其他投资主要包括证金专户投资¹和持有的子公司银河金汇发行及管理的券商集合资产管理计划、银行理财产品、专

¹ 2015年7月6日,公司与证金公司签订《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议》及《收益互换交易确认书》,按照2015年6月底净资产15%出资,用于投资蓝筹股ETF。2015年9月1日,公司与证金公司再次签订《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议》及《收益互换交易确认书》,公司按照2015年6月底净资产的20%减去第一次出资金额的差额出资,用于投资蓝筹股等。以上两次出资由证金公司设立专户进行统一运作,公司将按投资比例分担投资风险、分享投资收益。公司于2015年7月、9月共计出资人民币105.00亿元投入该专户;在以公允价值计量且其变动计入其他综合收益中核算上述证金公司的专户投资。于2019年12月31日,按照证金公司所提供的资产报告,上述专户投资的公允价值为人民币79.99亿元(2018年:人民币76.19亿元)。

户基金理财产品等。

截至2020年6月末，公司投资资产规模1544.99亿元，较上年末增长48.55%，主要为债券类投资增长，持仓结构仍以债券为主，占比75.69%。2020年1—6月，公司自营及其他证券交易业务收入22.20亿元，同比增长42.30%。

从监管指标来看，公司自营权益类证券及

衍生品/净资本为18.39%，受债权类投资规模增加影响，自营非权益类证券及衍生品/净资本为138.40%，均符合监管标准。截至2020年6月末，公司持有的债券资产有1项发生违约，为持有的“17东旭01”，持有金额2.23亿元，已对该笔债券计提减值和下调估值1.66亿元。

表7 公司主要证券投资结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	357.44	50.35	558.74	59.93	768.24	73.87	1169.48	75.69
股票	96.90	13.65	57.66	6.18	58.03	5.58	94.48	6.12
基金	83.04	11.70	127.67	13.69	107.00	10.29	92.65	6.00
其他	172.46	24.30	188.20	20.19	139.74	13.44	188.39	12.19
合计	709.84	100.00	932.27	100.00	1040.05	100.00	1544.99	100.00

资料来源：公司定期报告

（4）资产管理业务

监管趋严使得盈利性较低的定向资产管理业务规模逐年下降，主动管理转型初见成效，但整体资产管理业务规模和资产管理业务收入呈下降趋势。

公司资产管理业务主要通过子公司银河金汇开展，主要业务包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。2017—2019年，公司合并口径资产管理业务收入持续下降，分别为8.88亿元、7.90亿元和6.87亿元，年均下降12.04%。2017—2019年，公司客户资产管理业务收入行业排名分别为14名、9名和14名。

从管理规模和业务结构来看，公司资管业务以定向资产管理业务为主。近年来，在资管新规及配套细则逐步落地的背景下，证券公司不断推进业务转型、回归资产管理业务本源，公司资产管理业务与行业整体变动保持一致，通道业务规模继续收缩，主动管理规模持续上升，但由于多数存量业务在未完成规范改造前不得新

增客户和规模，受托资产管理业务规模逐年下降，资产管理产品结构仍以定向资产管理计划为主，但定向资产管理计划占比逐年下降。2017—2019年末，定向资产管理计划占比分别为85.79%、78.31%和71.85%，逐年下降；集合资产管理规模占比逐年提升，2019年末占比25.87%，较上年末上升7.09个百分点。截至2019年末，公司受托资产管理规模2133.25亿元，较上年末下降16.52%，其中，集合资产管理业务受托规模551.83亿元，定向资产管理业务受托规模1,532.78亿元，专项资产管理业务受托规模人民币48.64亿元。

截至2020年6月末，公司资产管理规模人民币1966.80亿元，较上年末下降6.50%，其中，主动管理规模821.30亿元，主动管理规模占比超过41.00%。业务结构方面，定向资管业务占比进一步下降，但仍为最大业务类型，集合资管业务占比进一步提升。2020年1—6月，公司资产管理业务收入3.27亿元，同比下降7.76%。

表8 资产管理业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
集合资产管理业务	381.28	11.30	479.80	18.78	551.83	25.87	597.17	30.36

定向资产管理业务	2895.58	85.79	2001.07	78.31	1532.78	71.85	1375.88	69.96
专项资产管理业务	98.47	2.92	74.60	2.92	48.64	2.28	23.75	1.21
合计	3375.32	100.00	2555.47	100.00	2133.25	100.00	1966.80	100.00

资料来源：公司定期报告

(5) 信用交易业务

公司信用类业务规模和收入受股票市场行情与监管政策影响有所波动，信用业务收入整体呈上升趋势；但公司信用业务部分项目发生违约，相关业务风险、后续处理情况对盈利的影响需保持关注。

公司开展的信用交易业务包括融资融券、约定购回式证券交易产品和股票质押式回购。近年来，随着监管政策的收紧和外部信用风险暴露频次的增加，公司整体信用业务规模有所收缩，但受益于股质业务收入水平的增长，信用业务对整体业务收入的贡献度整体呈上升趋势。2017—2019年，公司信用交易类业务收入²行业排名分别为第6位、第6位和第4位。

融资融券业务方面，2017—2019年末融资融券账户余额分别为600.64亿元、446.32亿元和587.21亿元，2019年，国内股票市场在逆周期调控政策逐步发力，加之公司积极培育高投资能力客户群，两融业务规模有所上升，但受利息水平下降影响，公司融资融券利息收入呈下降态势。2017—2019年，公司融资融券利息收入逐年下降，降幅较小。2018年，公司融资融券业务利息收入40.02亿元，降幅4.65%，2019年，融资融券利息收入37.80亿元，同比下降5.55%。

股票质押回购业务方面，2017—2019年末，

股票质押待回购交易金额分别为363.61亿元、374.52亿元和279.24亿元，2019年降幅25.44%，系为防控风险控制股票质押业务规模。2017—2018年，受公司股票质押业务日均规模较大且利率水平上升的影响，公司股票质押业务利息收入大幅增长；2019年，公司股票质押业务规模下降较为明显，股票质押业务利息收入随之下降，2019年实现利息收入21.89亿元，同比下降6.25%。

截至2020年6月末，公司融资融券余额620.43亿元，较上年末增长5.66%，主要随着市场行情回暖，两融市场规模增长所致，股票质押回购业务余额261.13亿元，较上年末下降6.49%，业务规模持续收缩。2020年1—6月，公司融资融券利息收入21.75亿元，同比增长18.39%，股票质押回购利息收入8.61亿元，同比下降26.47%。

截至2020年6月末，公司股票质押业务涉及5笔违约项目，公司共计提减值3.35亿元。同期，公司针对融资融券业务共计提减值准备0.88亿元，计提比例0.15%；证券回购业务计提减值准备3.68亿元，计提比例1.36%。

2017—2020年6月末，公司信用业务杠杆率148.61%、123.74%、120.80%和119.81%，随着股票质押规模下降，公司信用业务杠杆率逐年下降，但在行业内仍属较高水平。

表9 融资融券业务情况表 (单位：亿元)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
融资融券余额	600.64	446.32	587.21	620.43
融资融券利息收入	41.97	40.02	37.80	21.75
股票质押业务回购余额	363.61	374.52	279.24	261.13
股票质押业务利息收入	9.84	23.35	21.89	8.61

资料来源：公司定期报告

² 排名数据即中国证券业协会披露的各年《证券公司经营业绩排名情况》中的融资类业务收入排名。

(6) 子公司业务

子公司经营情况良好，对公司收入形成较好补充。

公司通过设立于香港的银河国际控股作为海外业务平台，为全球机构客户、企业客户和零售客户提供经纪和销售、投资银行、研究和资产管理等服务。银河国际控股于2011年2月成立，是公司全资子公司，注册资本32.61亿元港币；主要业务范围为通过多家全资子公司和合资公司在香港、新加坡、印度尼西亚、泰国、马来西亚、印度、韩国、英国和美国等地区和国家提供证券及期货经纪、研究分析、投资银行、融资融券、资产管理、财富管理以及衍生产品等服务。截至2019年末，银河国际控股资产总额为212.92亿元，所有者权益为40.32亿元；2019年，银河国际控股实现营业收入10.77亿元，净利润0.38亿元。截至2020年6月末，银河国际控股资产总额为328.53亿元，所有者权益为42.17亿元；2020年上半年，银河国际控股实现营业收入8.30亿元，净利润0.88亿元。

银河期货由银河期货经纪有限公司于2010年8月更名而来，银河期货经纪有限公司成立于1995年，经营范围为商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售。截至2019年末，银河期货注册资本和实收资本均为12.00亿元，公司持有银河期货83.32%的股权；2018年11月，公司已与苏皇金融期货亚洲有限公司（以下简称“苏皇期货”）订立股权转让协议，交易完成后，公司将获得苏皇期货持有银河期货16.68%的股权，并全资持有银河期货。截至2020年5月26日，公司已完成对银河期货股权的收购，公司持有银河期货100%的股权。截至2019年末，银河期货资产总额为213.55亿元，所有者权益为21.05亿元；2019年，银河期货实现营业收入35.22亿元，净利润2.31亿元。截至2020年6月末，银河期货资产总额为288.00亿元，所有者权益为22.66亿元；2020年上半年，银河期货实现营业收入31.67亿元，净利润1.61亿元。

银河创新资本管理有限公司于2009年10月成立，是公司的全资子公司，注册资本10.00亿

元，经营范围为发起设立私募投资基金、私募投资基金管理等。截至2019年末，银河创新资本资产总额为12.84亿元，所有者权益为10.62亿元；2019年银河创新资本实现营业收入0.83亿元，净利润0.48亿元。截至2020年6月末，银河创新资本资产总额为12.72亿元，所有者权益为10.56亿元；2020年上半年，实现营业收入46.67万元，净利润-0.06亿元。

银河金汇于2014年4月成立，为公司的全资子公司，主要经营范围为证券资产管理业务。为支持资产管理子公司银河金汇业务发展和有效缓解其面临的净资本监管指标压力，2017年4月公司向银河金汇增资5.00亿元，增资后注册资本和实收资本均为人民币10.00亿元；2017年8月公司董事会审议通过向银河金汇再增资10.00亿元的议案。截至2019年末，银河金汇注册资本和实收资本为10.00亿元，资产总额为19.41亿元，所有者权益为13.29亿元；2019年，银河金汇实现营业收入6.88亿元，净利润0.56亿元。截至2020年6月末，银河金汇总资产为19.59亿元，净资产为12.56亿元；2020年上半年，实现营业收入3.18亿元，净利润0.28亿元。

银河源汇于2015年12月成立，为公司的全资子公司，2019年2月公司董事会审议通过向银河源汇增资15.00亿元的议案，并于2019年3月完成增资，注册资本由15.00亿元增至30.00亿元。公司经营范围为使用自有资金对企业进行股权投资或债权投资，或投资于与股权投资、债权投资相关的其他投资基金。截至2019年末，银河源汇资产总额为32.43亿元，所有者权益为31.79亿元；2019年，银河源汇实现营业收入1.73亿元，净利润1.05亿元。截至2020年6月末，银河源汇总资产为33.06亿元，净资产为31.92亿元；2020年上半年，实现营业收入1.80亿元，净利润1.14亿元。

3. 未来发展

公司战略目标符合自身情况和发展需要，并适时根据内外部环境变化调整经营模式，这将有利于公司综合竞争实力的提升。

公司制订了五年战略规划，明确了公司在严监管形势下，逐步实现“航母券商，现代投行”的战略目标，不断推进业务模式转型。具体来说，公司将抓住当前证券行业对外开放的机遇期，应对激烈的竞争形势，适应经济新常态和证券市场发展的新趋势，以服务实体经济作为出发点和落脚点，按照“集中统筹+条线监督+分层管理”的新管理体制，构建财富管理、投融资、国际业务“三位一体”的业务体系，不断提升市场竞争力。

目前，公司采用“双轮驱动，协同发展”的新业务模式。双轮驱动即一轮是“财富管理”，即经纪、资管和投顾业务逐渐走向融合发展，为客户提供综合的财富管理服务；另一轮是“投融资”，及通过投行业务和投资业务协同，支持实体经济、满足企业投融资需求。协同发展即在业务条线内部、业务条线之间、前台与中后台之间、分支机构与业务条线之间、母公司与子公司之间、境内与境外业务之间建立健全协同机制，推进公司各项业务同步发展。

面对防风险、降杠杆、去通道的政策环境，公司将坚定不移推进“双轮驱动，协同发展”业务模式落地，扎实建设国际业务线，提升子公司管理水平，稳步推进各项业务发展，重点做好两项重点工作与六个巩固。两项重点工作即逐步建立以东南亚为基地，覆盖整个亚洲的国际跨境证券服务体系；按“同大横”原则分类施策，促进子公司管理体制变革并实现母子公司资源的对接。六个巩固即以“稳规模、调结构、控风险、保收益”为原则巩固信用业务、以“稳中求进”为原则巩固经纪业务、巩固资管发展势头、巩固研究院转型成果、巩固自营改革成果、巩固投行转型成果。

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。

公司在日常经营活动中面临的¹风险主要包括市场风险、流动性风险、信用风险和操作风险等。

公司建立了由董事会及其下设的合规与风险管理委员会、首席风险官、风险管理部及相关业务部门四个层面组成的风险管理架构体系。公司董事会负责制定风险管理的战略与决策，限定公司总体的风险容忍度和风险限额，并对重大风险事项进行评估。风险管理部会对公司各项业务风险进行评估，对公司量化指标实施监控及管理。各业务部门针对各自的业务特点及风险因素起草相应的风险控制细则，执行风险控制的具体措施和流程。

公司建立了净资本动态补足机制和长期补足规划。公司通过发行收益凭证、两融收益权转让等方式筹措短期资金提高流动性覆盖率，并通过发行长期公司债等方式补充长期可用稳定资金，提升净稳定资金率。公司制定了压力测试管理办法，通过测算压力情境下净资本等各项风险控制指标和财务指标的变化情况，评估公司风险承受能力，并采取相应的应对措施。

市场风险管理

为防范市场风险，公司投资业务执行严格的授权管理，公司高级管理层根据董事会授权制定股票及债券自营业务的规模限额和风险限额，风险管理部对相应指标进行监控和风险预警。在流程控制方面，公司通过风险监控²系统实现自营业务相关指标监控，通过检查备案业务单据和合同对债券自营业务限额、债券等级、集中度等指标进行前端控制，并根据市场变化及时对业务风险进行评估和报告。在投资业务管理层面，公司主要通过控制持仓水平、债券投资的久期与凸性管理、建立止损止盈机制和组合投资的方式降低因市场价格波动产生的风险。在风险评估方面，公司通过风险量化模型和工具对市场风险进行评估。

公司还建立了压力测试机制，分析持仓头寸在极端情景冲击下的可能损失状况。通过压力测试，可以更为突出地显示公司的可能损失，进行风险收益分析，衡量公司整体的市场风险状态是否在预期范围之内。

信用风险管理

公司信用风险的管理部门主要是固定收益

部、证券经纪事业部下设的信用交易部、资产管理事业部法律合规部和风险管理部。在固定收益类投资业务方面，公司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。公司持有的债券绝大部分是国债等利率债产品和AAA信用债，也持有较小部分AA评级以上信用债。

公司制定了《融资融券业务风险管理办法》，通过风险监控系統对融资融券业务进行实时监控及事后分析。公司信用交易部设交易监控岗，通过逐日盯市程序对融资融券业务风控指标进行实时监控。风险管理部设融资融券业务风险监控岗，对维持担保比例、总量指标、风险集中度情况、信用账户、担保物情况、标的证券、强制平仓和异常交易行为等进行实时监控，并根据监控结果每日汇总监控信息，编制风险监控日报。

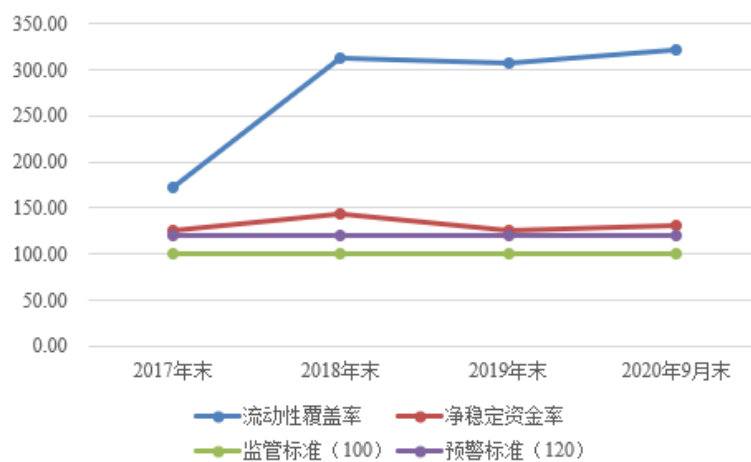
公司制定了《约定购回式证券交易业务风

险管理办法》，对约定购回式证券交易业务风险控制目标、监控内容、相应监控部门职责及事后分析等方面做了明确的规定。风险管理部设融资融券业务风险监控岗，履行约定购回式证券交易业务风险监控职责。

流动性风险管理

流动性风险指不能有效筹资或所持资产在不受价值损失的情况下无法迅速变现的风险。在流动性管理方面，公司逐步完善自有资金管理制度，坚持资金营运安全性、流动性和效益性相统一的原则，强化资金的集中统一管理。公司建立了以净资本为核心的风险控制指标监控管理体系，通过指标预警机制、敏感性分析和压力测试、保持净资本充足等管理机制，评估业务发展对净资本及流动性的影响，实现对流动性风险的监控和管理。2017—2020年9月末，公司净稳定资金率和流动性覆盖率有所波动，其中净稳定资金率接近预警标准，但仍均符合监管要求。

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

操作风险是指由于内部程序、人员或系统的不足或过时以及外部事件等带来亏损的风险，包括未能遵守现行法律、法规和公司内部制度所造成的损失。

公司建立了较为完善的操作风险控制体系，针对各主要业务条线均制定了较为详尽的风险

管理办法及合规管理规则。近年来，公司不断加强内部控制体系建设，完善相应的授权体系，推进流程标准化，深化前中后台岗位职责分离、相互监督的机制；结合业务进展情况整合业务及管理资源，采取实时监控的方式对操作风险进行控制，不断推行营业部分级管理和网点优化措施；制定对系统故障、通讯中断等突发性事件

的应急预案,并开展方案演练工作;规范技术操作流程,严格执行系统权限管理规定。风险管理部通过风险监控系統对经纪业务、自营业务和资产管理业务的交易行为进行实时监控,并及时处理预警信息。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年合并财务报表。德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)对2017—2018年财务报表进行了审计,安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)对2019年财务报表进行了审计,以上会计师事务所均出具了无保留意见的审计报告。公司2020年前三季度财务报表未经审计。

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”)。涉及2017年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,金融工具原账面价值和在新金融工具准则施行日的新账面价值之间的差额,计入2018年1月1日的留存收益或其他综合收益。2017,公司合并子公司范围无变动,2018年银河金岩投资咨询(深圳)有限公司不再纳入合并,2019年,银河-联昌纳入合并,合并范围变动涉及公司规模较小,公司财务数据可比性强。

截至2019年末,公司资产总额3156.66亿元,其中客户资金存款602.82亿元;负债总额2437.44亿元,其中代理买卖证券款805.09亿

元;股东权益719.22亿元,其中归属于母公司股东权益708.96亿元;母公司口径净资产690.17亿元。2019年,公司实现营业收入170.41亿元,利润总额68.30亿元,净利润52.50亿元,其中归属母公司所有者净利润52.28亿元;经营活动产生的现金流量净额413.36亿元,现金及现金等价物净增加额174.33亿元。

截至2020年9月末,公司资产总额4238.54亿元,其中客户资金存款722.94亿元;负债总额3486.96亿元,其中代理买卖证券款959.12亿元;股东权益751.59亿元,其中归属于母公司股东权益744.70亿元。2020年1—9月,公司实现营业收入180.81亿元,利润总额72.10亿元,净利润57.08亿元,其中归属母公司所有者净利润56.51亿元;经营活动产生的现金流量净额305.21亿元,现金及现金等价物净增加额232.70亿元。

2. 资金来源与流动性

公司自有负债规模逐年增长,2019年增幅较大,杠杆率仍处于正常水平;公司短期债务占比偏高,存在一定短期偿付压力。

公司主要通过拆入资金、卖出回购金融资产、发行短期融资券、次级债及公司债券的方式来满足业务发展对资金的需求,融资方式较为多元化。近年来,公司负债规模整体呈增长趋势,2018年受代理买卖证券款规模持续下滑影响,公司负债总额小幅下降;2019年以来,受子公司短期借款和公司卖出回购金融资产款和短期融资券规模的增加,公司负债规模快速增长。截至2019年末,公司负债总额为2,437.44亿元,较2018年末增长31.74%。2017—2019年末,公司自有负债逐年增长,其中2019年末为1,625.70亿元,较2018年末增长29.09%。

表10 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	1217.68	1259.36	1625.70	/
其中:卖出回购金融资产款	187.16	280.60	548.56	863.56
应付短期融资款	283.28	67.60	176.60	432.11
应付债券	628.80	795.01	640.23	630.89
非自有负债	681.61	590.89	811.74	/

其中：代理买卖证券款	647.87	566.95	805.09	959.12
全部债务	1132.44	1207.93	1535.46	2311.52
其中：短期债务	503.63	412.92	881.86	1670.06
长期债务	628.80	795.01	653.60	641.46
自有资产负债率	65.24	65.50	69.33	/
净资本/负债（母公司口径）	30.64	52.22	45.69	31.64
净资产/负债（母公司口径）	38.15	54.34	45.56	32.82

注：此处净资本/负债、净资产/负债指标采用母公司口径监管报表
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2017—2019 年末，卖出回购金融资产款逐年快速增长，年均增长 71.20%；截至 2019 年末，公司卖出回购金融资产款规模为 548.56 亿元，规模快速上升，主要是质押式卖出回购规模的快速增长。2017—2019 年末，应付债券规模有所波动，2018 年末规模较大，2019 年有所下降；截至 2019 年末，应付债券余额为 640.23 亿元，主要是 2018 年公司发行长期次级债和公司债规模较大以及 2019 年公司长期债务的到期和次级债发行规模的减少所致。2017—2019 年末，应付短期融资款规模下降较快，2018 年公司当期短期公司债和短期收益凭证到期使应付短期融资款大幅下降 76.14%，截至 2019 年末，应付短期融资款 176.60 亿元，2019 年明显上升，主要是公司短期融资券规模的快速增加所致。

从有息债务来看，2017—2019 年末，公司全部债务规模逐年增长，年均增长 16.44%，截至 2019 年末，全部债务 1,535.46 亿元，较 2018 年末增长 27.11%，其中短期债务占比 57.43%，

长期债务占比 42.57%，短期债务占比较 2018 年末增长 23.25%，短期内偿付压力有所加大。

2017—2019 年末，公司自有资产负债率分别为 65.24%、65.50%和 69.33%，2019 年随着债务规模增加，公司杠杆水平有所上升，但在行业内仍属正常水平。2017—2019 年末，母公司口径净资本/负债和净资产/负债均波动增长，其中 2018 年增幅较大，2019 年有所下降。截至 2019 年末，母公司口径净资本/负债和净资产/负债分别为 45.69%和 45.56%，较上年末下降 6.53 和 8.78 个百分点，仍属较好水平。

从债务偿还期限结构来看，截至 2019 年末，公司短期债务占比 57.43%，均为一年以内到期债务；长期债务主要为应付债券，应付债券为 640.23 亿元，其中长期公司债和长期次级债余额共计 576.65 亿元，占比 90.07%，其余为公司发行长期收益凭证。截至 2019 年末，集中在 2020 年到期的债券规模为 265.23 亿元，占比 45.99%，存在一定短期偿付压力。

表 11 截至 2019 年末公司存续债券期限结构情况（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
2020 年	265.23	45.99
2021 年	199.84	34.66
2022 年	111.59	19.35
合计	576.65	100.00

数据来源：公司审计报告

截至 2020 年 9 月末，公司负债总额 3486.96 亿元，较上年末增长 43.06%，主要为应付短期融资款和卖出回购金融资产款增长所致；公司全部债务 2311.52 亿元，较上年末增长 50.54%，其中短期债务占比 72.25%，较上年末上升 14.82 个

百分点。截至 2020 年 9 月末，公司母公司口径净资本/负债和净资产/负债分别为 31.64%和 32.82%，分别较上年末下降 14.05 个和 12.74 个百分点。

近年来，公司自有资产规模不断增长，资

产构成主要为信用业务和投资业务资产；公司资产中优质流动性资产占比较高，变现能力较强，整体资产质量较高。

截至 2019 年末，公司融出资金金额 587.21 亿元，较上年末增长 31.57%，主要系融资融券业务规模增长所致；融出资金以 3 到 6 个月为主，占比 64.07%，流动性较好；公司对融出资金按账龄计提减值准备，整体计提比例为 0.23%。截至 2019 年末，公司买入返售金融资产 304.38 亿元，较上年末下降 23.84%，主要系股票质押业务规模下降所致，其中股票质押式回购余额 281.62 亿元，质押式国债回购 23.45 亿元，约定购回式证券 2.04 亿元；从账龄看，股票质押式回购融出资金余额在 1 年以内、1~2 年和 2~3 年规模占比分别为 51.63%、32.35%和 16.02%，以 1 年内为主；公司买入返售金融资产共计提减值准备 3.64 亿元，占账面余额的 1.29%。截至 2019 年末，公司交易性金融资产 740.39 亿元，较 2018 年末增长 22.71%，其中，债券占比 65.88%、股票和公募基金占比 22.29%、其他金融产品投资占比 11.83%。截至 2019 年末，其他债权投资 230.17 亿元，较上年末增长 33.06%，主要为持

有国债和地方债规模增长，其他债权投资为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债权投资的期末账面价值，构成为公司持有的国债、地方债和企业债等，其中企业债 160.98 亿元，国债 42.24 亿元，为主要持有品种。截至 2019 年末，其他权益工具投资 193.49 亿元，较上年末增长 97.90%，主要为投资永续债规模增长，其中永续债规模 113.50 亿元，对证金公司出资账面价值 79.99 亿元。

2017—2019 年末，公司优质流动性资产规模逐年增长，年均增长 40.93%，公司持有国债等利率债和高等级信用债规模增长所致，优质流动性资产/总资产分别为 9.75%、22.40%和 20.16%，2018 年大幅上升 12.65 个百分点，2019 年有所下降，资产流动性仍属较好。

截至 2020 年 9 月末，公司资产总额 4238.54 亿元，较上年末增长 34.27%，资产构成仍以货币资金（占比 20.33%）、融出资金（占比 20.39%）、交易性金融资产（占比 20.04%）、买入返售金融资产（占比 6.27%）、其他权益工具投资（占比 7.00%）和其他债权投资（占比 12.57%）为主，资产结构变动较小。

表 12 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
资产总额	2548.15	2513.63	3156.66	4238.54
其中：自有货币资金	89.64	88.85	100.47	138.56
自有结算备付金	10.35	10.63	17.91	43.67
融出资金	600.64	446.32	587.21	864.23
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	290.10	--	--	--
买入返售金融资产	382.56	399.67	304.38	265.67
可供出售金融资产	340.61	--	--	--
交易性金融资产	--	603.38	740.39	849.41
其他债权投资	--	172.99	230.17	532.99
自有资产	1866.54	1922.74	2344.92	/
优质流动资产	223.19	410.02	443.27	/
优质流动性资产/总资产	9.75	22.40	20.16	/

注：2018年1月1日起，公司执行新会计准则，按照金融资产重分类要求，增设交易性金融资产和其他债权投资等科目，取消以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产和可供出售金融资产

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

3. 资本充足性

近年来，公司所有者权益稳定性较好，2018

年以来公司发行较大规模次级债券，净资本水平有所提升；公司主要风险控制指标均持续优

于监管指标，整体资本充足性较好。

2017—2019 年末，公司所有者权益规模逐年增长，年均增长 5.28%，主要为留存收益，同时其他综合收益有所增长。截至 2019 年末，公司所有者权益 719.22 亿元，较上年末增长 8.42%；其中，归属于母公司所有者权益 708.96 亿元，少数股东权益 10.26 亿元。截至 2019 年末，归属于母公司所有者权益中，股本占比 14.30%、资本公积占比 35.30%、盈余公积占比 8.58%、一般风险准备占比 14.01%、未分配利润占比 26.68%，股东权益的稳定性较好。2018 年，公司拟现金分红 9.12 亿元，占 2018 年归属于母公司净利润的 31.60%，2019 年，公司拟派发现金股利 16.22 亿元，占 2019 年归属于母公司净利润的 31.02%，尚需股东大会审核，分红力度适中。

2017—2019 年末，公司净资本逐年增长，年均增长 16.62%，主要为新发行次级债规模较

大，同时净资产规模有所增长所致。截至 2019 年末，净资本为 690.17 亿元，较上年末增长 11.46%，其中核心净资本 550.07 亿元，附属净资本 140.10 亿元，分别为较上年末增长 5.83% 和 40.95%。从主要风控指标来看，风险覆盖率逐年上升，资本杠杆率较稳定，但 2019 年末小幅下降，截至 2019 年末，风险覆盖率和资本杠杆率分别为 367.00% 和 25.42%，各项指标均持续优于各项监管预警标准，整体资本充足性较好。

截至 2020 年 9 月末，公司所有者权益规模 751.59 亿元，较上年末增长 4.50%，主要为公司留存收益增长所致，所有者权益结构变动不大；公司净资本规模 692.85 亿元，较上年末基本无变动，风险覆盖率和资本杠杆率分别为 261.21% 和 19.78%，较上年末分别下降 105.79 个和 5.64 个百分点，但各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 13 母公司口径风险控制指标监管报表（单位：亿元、%）

项目	监管标准	预警指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
核心净资本	--	--	507.47	519.79	550.07	/
附属净资本	--	--	0.00	99.40	140.10	/
净资本	--	--	507.47	619.19	690.17	692.85
净资产	--	--	631.95	644.35	688.13	718.60
各项风险资本准备之和	--	--	209.36	193.26	188.06	/
风险覆盖率	≥100	≥120	242.39	320.39	367.00	261.21
资本杠杆率	≥8	≥9.6	29.38	29.31	25.42	19.78
净资本/净资产	≥20	≥24	80.30	96.10	100.30	96.42

数据来源：公司风险控制指标监管报表

4. 盈利能力

近年来，公司盈利能力有所波动，2019 年受证券投资和经纪业务收入增长影响，公司营业收入和盈利水平增幅较大，未来仍需提升盈利稳定性。

2017—2019 年，公司营业收入分别为 113.44 亿元、99.25 亿元和 170.41 亿元，年均增长 22.56%，其中 2019 年同比增幅 71.69%，主要为自营投资业务大幅增长，同时期货业务收入增长所致。2019 年营业收入中，手续费及佣金净收入是公司主要收入来源，贡献了 33.88%

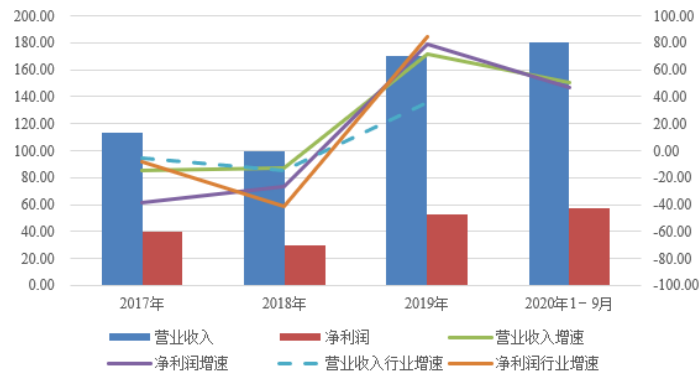
的收入。2019 年，手续费及佣金净收入 57.73 亿元，同比增长 20.14%，主要是经纪业务增长所致；公司利息净收入 34.92 亿元，同比增长 1.37%，变动不大；公司投资收益和公允价值变动损益合计 49.08 亿元，同比增长 4.20 倍，主要系公司自营收入增长所致；其他业务收入 27.90 亿元，同比增长 2.78 倍，主要为银河期货全资子公司银河德睿仓单业务收入增加，但由于此类业务成本亦较高，利润贡献度不高。

从营业支出来看，公司营业支出整体呈较快增长趋势，年均增长 25.26%，主要是公司业

绩提升计提的薪酬费用的增加导致的业务及管理费的增加以及2019年银河期货全资子公司银河德睿仓单业务成本增加所致。从营业支出构成来看，业务及管理费是公司营业支出最主要的组成部分，2017—2019年，业务及管理费在营业支出中占比分别为87.90%、80.70%和68.24%，逐年下降。2017年，公司计提资产减

值损失6.82亿元；2018—2019年，公司发生信用减值损失均为4.08亿元，主要是对应收款项及买入返售金融资产、债权投资和其他债权投资的信用减值损失。2019年，公司营业费用率为40.81%，薪酬收入比22.62%，处于行业较低水平，公司成本控制能力较强。

图5 公司盈利情况图（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从盈利指标来看，2019年，公司营业利润率40.19%，自有资产收益率和净资产收益率分别为2.46%和7.59%，分别较2018年上升0.91个百分点和3.13个百分点，盈利能力有所回升；

据证券业协会披露的2019年证券公司经营业绩排名情况，2019年公司净资产收益率排名行业第17位，盈利能力属行业上游水平。

表14 公司盈利情况（单位：%、名）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-9月
营业费用率	50.33	50.84	40.81	33.68
薪酬收入比	36.15	35.11	22.62	/
营业利润率	42.74	37.00	40.19	40.31
自有资产收益率	2.35	1.55	2.46	/
净资产收益率	6.52	4.47	7.59	8.07
净资产收益率行业排名	36	20	17	/

注：2020年1-9月数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2020年1-9月，公司实现营业收入180.81亿元，同比增长50.13%；实现利润总额72.10亿元，同比增长40.83%，均较上年同期实现较好增长；盈利指标方面，营业利润率和净资产收益

率分别为40.31%和8.07%（未经年化）。

从同行业对标企业来看，公司盈利能力指标和杠杆水平与对标企业基本持平，盈利波动性略高于对标企业。

表15 2019年证券公司行业财务指标比较（单位：%）

项目	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
申万宏源	7.77	2.16	44.35	15.70	71.38

平安证券	7.78	2.41	32.81	19.19	68.46
国信证券	9.03	2.75	39.45	19.05	68.41
样本企业平均值	8.19	2.44	38.87	17.98	69.42
银河证券	7.59	2.46	40.81	25.50	69.33

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6月末，公司无对外担保事项。

截至2020年6月末，公司涉及未决诉讼标的1,000.00万元以上的案件共10件，其中作为被告案件共3起，主要是资产管理业务下的委托贷款和债券质押式协议回购交易纠纷，涉及或有赔偿金共计4.07亿元。除此之外，公司不存在其他重大未决诉讼事项。

十、本期债券偿还能力分析

公司作为全国性综合类证券公司，股东背景很强，自身经营实力很强，财务表现稳健，资本较为充足等因素，公司对本期债券的偿还能力极强。

1. 本期债券对现有债务的影响

截至2020年9月底，公司全部债务规模2311.52亿元，本期拟发行债券规模为不超过60.00亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券对公司债务负担影响有限。

以2020年9月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为60.00亿元，本期债券发行后，公司全部债务将增长2.60%至2371.52亿元。

2. 本期债券偿还能力分析

以2019年的财务数据为基础，EBITDA为本期债券发行规模（60.00亿元）的2.26倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度较好。公司2019年的母公司口径净资产为688.13亿元，为本期债券发行规模（60.00亿元）的11.47倍，对本期债券的覆盖程度很高。

十一、结论

公司作为全国性综合类上市证券公司，股东背景强大，各项业务牌照齐全，拥有综合化经

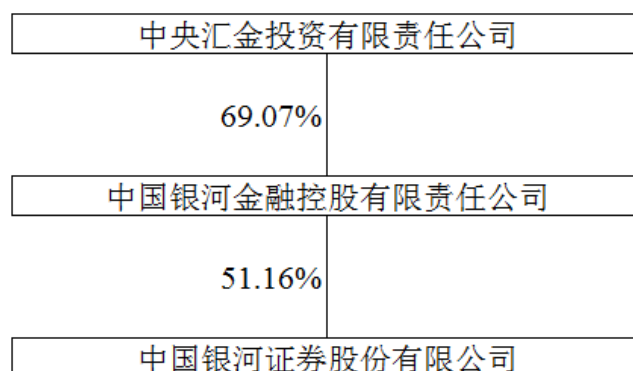
营的发展模式，具备很强的同业竞争力。近年来，公司各项业务稳步发展，经纪业务竞争优势明显，多年保持监管评价A类，内控管理机制良好。公司资产规模大且流动性好，资本实力很强，资本充足性较好。

联合资信同时也关注到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

未来随着资本市场的持续发展和各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强，联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

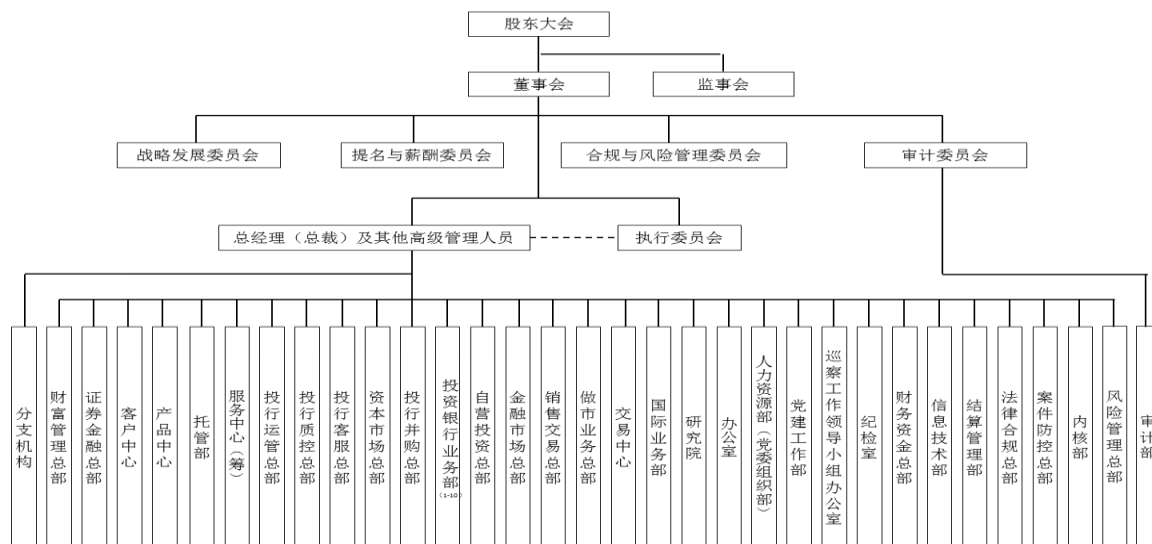
基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券还本付息能力最强，安全性最高。

附件 1-1 截至 2020 年 6 月底中国银河证券股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2019 年底中国银河证券股份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 9 月
自有资产（亿元）	1866.54	1922.74	2344.92	/
所有者权益（亿元）	648.86	663.38	719.22	751.59
自有负债（亿元）	1217.68	1259.36	1625.70	/
自有资产负债率（%）	65.24	65.50	69.33	/
优质流动性资产/总资产（%）	9.75	22.40	20.16	/
营业收入（亿元）	113.44	99.25	170.41	180.81
利润总额（亿元）	48.09	36.82	68.30	72.10
营业利润率（%）	42.74	37.00	40.19	40.31
营业费用率（%）	50.33	50.84	40.81	33.68
薪酬收入比（%）	36.15	35.11	22.62	/
自有资产收益率（%）	2.35	1.55	2.46	/
净资产收益率（%）	6.52	4.47	7.59	8.07
盈利稳定性	43.82	23.72	25.50	/
净资本（亿元）	507.47	619.19	690.17	692.85
风险覆盖率（%）	242.39	320.39	367.00	261.21
资本杠杆率（%）	29.38	29.31	25.42	19.78
流动性覆盖率（%）	171.61	312.02	307.93	322.37
净稳定资金率（%）	124.93	144.27	125.88	130.15
信用业务杠杆率（%）	148.61	123.74	120.80	/
短期债务（亿元）	503.63	412.92	881.86	1670.06
长期债务（亿元）	628.80	795.01	653.60	641.46
全部债务（亿元）	1132.44	1207.93	1535.46	2311.52
EBITDA/本期发行额度（倍）	1.56	1.66	2.26	/

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 短期公司债券信用等级设置及其含义

联合资信证券公司短期公司债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

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 中国银河证券股份有限公司 面向专业投资者公开发行 2020 年短期公司债券 (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）债券发行后第六个月出具跟踪评级报告，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。

中国银河证券股份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。中国银河证券股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国银河证券股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国银河证券股份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银河证券股份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，如发现中国银河证券股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国银河证券股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国银河证券股份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银河证券股份有限公司或本期债项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银河证券股份有限公司、监管部门等。