

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《中国银河证券股份有限公司2020年主体长期信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年四月十日



信用等级公告

联合〔2020〕836号

联合资信评估有限公司通过对中国银河证券股份有限公司主体长期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，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年四月十日



中国银河证券股份有限公司

2020 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间

2020 年 4 月 10 日

主要数据

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额(亿元)	2548.15	2513.63	3156.66
自有资产(亿元)	1900.28	1946.68	2351.57
自有负债(亿元)	1251.41	1283.30	1632.35
总债务(亿元)	1132.44	1207.93	1522.09
股东权益(亿元)	648.86	663.38	719.22
净资本(亿元)	507.47	619.19	690.17
净资本/净资产(%)	80.30	96.10	100.30
净资本/负债(%)	43.74	52.22	45.69
净资产/负债(%)	54.46	54.34	45.56
资产负债率(%)	65.85	65.92	69.42
风险覆盖率(%)	242.39	320.39	367.00
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入(亿元)	113.44	99.25	170.41
净利润(亿元)	40.19	29.32	52.50
EBITDA(亿元)	91.54	97.32	127.43
营业费用率(%)	50.33	50.84	40.81
平均自有资产收益率(%)	2.33	1.52	2.44
加权平均净资产收益率(%)	6.33	4.40	7.64
总债务/EBITDA(倍)	12.37	12.41	11.94
EBITDA 利息倍数(倍)	2.22	1.67	2.24

注: 净资本、净资本/净资产、净资本/负债、风险覆盖率等指标为母公司口径

数据来源: 公司年报及审计报告, 联合资信整理

分析师

王 柠 张哲铭 陈奇伟

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

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

评级观点

联合资信评估有限公司(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”)的评级反映了其作为全国性综合类上市券商之一,在业务经营、行业竞争力、资本实力及股东支持等方面所具备的优势。公司各项业务稳步发展,经纪业务竞争优势明显,资本实力、盈利能力保持在行业前列,经营实力和综合竞争力很强,多年保持监管评价 A 类,内控管理机制良好。同时,联合资信也关注到,公司股票质押式回购业务存在部分违约,面临一定的信用风险,自营业务收入水平波动幅度大,未来业绩表现仍待观察。

随着资本市场的逐步发展和各项业务的有序推进,公司资本实力、业务规模、竞争力保持较强水平。另一方面,证券市场震荡、行业竞争加剧以及监管政策趋严等因素可能对公司经营带来潜在不利影响,未来盈利水平和盈利稳定性有待观察。

综上,联合资信评估有限公司确定中国银河证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

优势

1. 作为拥有全业务牌照的全国性综合类上市券商,公司资本实力、盈利水平均持续位居行业前列,具有很强的行业竞争力。
2. 公司是国内分支机构最多的证券公司,营业网点覆盖面广泛,客户群体庞大,为主营业务发展奠定良好基础,经纪业务发展具有明显的竞争优势。
3. 作为上市公司,公司融资渠道通畅且多元化,资本实力强,可快速变现资产占比持续提升,资产流动性较好。
4. 公司实际控制人中央汇金投资有限责任公

司实力雄厚，能够在资金、业务等方面为公司发展提供较大的支持。

关注

1. 证券市场波动较大、行业竞争日趋激烈以及市场平均佣金率下滑等因素对公司盈利水平造成一定影响，盈利稳定性有待增强。
2. 公司信用类业务存在部分违约，股票投资业务亏损较大使得自营投资业务收入波动大，需对相关业务风险以及未来业务发展情况保持关注。
3. 国内宏观经济增速放缓、资本市场波动、监管政策变化以及新冠肺炎疫情对各行业均有不同程度的影响等因素对证券公司经营产生一定的影响。

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。

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、该公司信用等级自 2020 年 4 月 10 日至 2021 年 4 月 9 日有效；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。

中国银河证券股份有限公司

2020 年主体长期信用评级报告

一、主体概况

中国银河证券股份有限公司（以下简称“公司”）于2007年1月正式成立，注册地为北京，初始注册资本为60亿元。2013年5月，公司在香港联合交易所主板上市，发行15.37亿股境外上市外资股（H股），注册资本增至75.37亿元；2015年5月，公司按照每股11.99港元的价格配售发行20亿股H股，注册资本增至95.37亿元；2017年1月，公司在上海证券交易所按照每股6.81元的价格首次公开发行6亿股A股，注册资本增至101.37亿元。截至2019年末，公司股东持股情况见表1，其中中国银河金融控股有限责任公司（以下简称“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，股权结构图见附录1。

表1 截至2019年末公司股东及持股比例 单位：%

股 东	持股比例
中国银河金融控股有限责任公司	51.16
香港中央结算（代理人）有限公司	36.38
中国证券金融股份有限公司	0.83
全国社会保障基金理事会转持一户	0.56
兰州银行股份有限公司	0.42
其他内资股股东	10.50
其他H股股东	0.15
合 计	100.00

数据来源：公司 2019 年年报，联合资信整理

公司主要经营范围：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。

截至 2019 年末，公司在全国设有 493 家证券营业部，下设北京分公司、天津分公司、河北分公司、山西分公司等 36 个分公司；控股 5 家子公司——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”）和银河源汇投资有限公司（以下简称“银河源汇”）。

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，母公司净资本 690.17 亿元。2019 年，公司实现营业收入 170.41 亿元，净利润 52.50 亿元。

公司注册地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座 2-6 层。

公司法定代表人：陈共炎。

二、营运环境分析

1. 宏观经济与政策环境分析

（1）宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 2），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 2 2016—2019 年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

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

数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和

能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

（2）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本

省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

（3）宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在2月初再一次提前下达2020年新增地方债券限额8480亿元（其中一般债券限额5580亿元、专项债券限额2900亿元），合计提前下达2020年新增地方债券限额18480亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2月14日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对2020年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的50%给予贴息。2月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约8000多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2月以来，央行连续降低了OMO操作利率和MLF操作利率，2月20日LPR报价下调，其中1年期报价4.05%，下调10bp，5年期报价4.75%，下调5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2月开市的前两天内（2月3—4日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金1.7万亿

元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

2. 行业分析

（1）证券市场概况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。历经20多年的发展，我国证券市场初步形成以股票市场、债券市场及衍生品市场为主的市场格局，市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。2018年以来受监管趋严、金融去杠杆、社融同比大幅回落、信用风险爆发等因素影响，我国股票市场交易量持续萎缩，美联储信用政策收紧带来的全球性信用收缩以及贸易战进一步加剧了股市震荡，股票市场持续处于低迷状态，各项证券指数、融资总额、成交金额、总市值等均有所下跌。截至2018年末，我国境内上市公司数量3584家，股票总市值达43.49万亿元。2018年，全年境内股票筹资金额12107.35亿元；全年股票成交金额89.65万亿元；证券化率（股票总市值/GDP总值）为48.31%（见表3）。

表3 2014—2018年我国股票市场主要指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
期末境内上市公司数(家)	2613	2827	3052	3485	3584
股票融资总额(亿元)	9043.10	16107.23	21095.81	17223.86	12107.35
期末股票市价总值(万亿元)	37.25	53.13	50.82	56.75	43.49
股票全年成交金额(万亿元)	74.39	253.30	126.51	111.76	89.65
期末上证综合指数(点)	3234.68	3539.18	3103.64	3307.17	2493.90
证券化率(%)	58.53	78.51	68.30	68.54	48.31

数据来源：Wind 资讯，联合资信整理

近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较

快增长的态势（见表 4）。2018 年，我国债券市场发行总额 43.85 万亿元，年末债券存量余额 88.60 亿元。

表 4 2014—2018 年我国债券市场发行额及托管余额 单位：万亿元

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
市场发行总额	12.19	23.20	36.37	40.80	43.85
期末债券存量余额	36.00	48.53	64.31	74.69	88.60

数据来源：Wind 资讯，联合资信整理

中国证券业协会根据证券公司未经审计财务报表数据统计显示，截至 2018 年末，我国共有 131 家证券公司，全行业总资产为 6.26 万亿元，净资产为 1.89 万亿元，净资本为 1.57 万亿元，较上年末有所上升，资本实力保持稳定。由于证券公司收益水平与证券市场行市高度正相关，近年来我国证券行业净利润呈现较强波动性。2018 年，受股票市

场行情低迷影响，证券公司各项主要业务收入均呈下降态势，全行业实现营业收入 2662.87 亿元，净利润 666.20 亿元，盈利能力持续下降。与此同时，证券公司行业集中度不断提升，大、中、小型证券公司业绩分化格局愈加明显，前十大证券公司在全行业营业收入和净利润中的占比均有所提升，业绩稳定性较强。

表 5 证券公司主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
证券公司（家）	120	125	129	131	131
盈利家数（家）	119	124	124	120	106
营业收入（亿元）	2602.84	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87
代理买卖证券业务净收入（亿元）	1049.48	2690.96	1052.95	820.92	623.42
证券承销与保荐业务净收入（亿元）	240.19	393.52	519.99	384.24	258.46
财务顾问业务净收入（亿元）	69.19	137.93	164.16	125.37	111.50
投资咨询业务净收入（亿元）	22.31	44.78	50.54	33.96	31.52
资产管理业务净收入（亿元）	124.35	274.88	296.46	310.21	275.00
证券投资收益（含公允价值变动）（亿元）	710.28	1413.54	568.47	860.98	800.27
利息净收入（亿元）	446.24	591.25	381.79	348.09	214.85
净利润（亿元）	965.54	2447.63	1234.45	1129.95	666.20
项 目	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
总资产（万亿）	4.09	6.42	5.79	6.14	6.26
净资产（万亿）	0.92	1.45	1.64	1.85	1.89
净资本（万亿）	0.68	1.25	1.47	1.58	1.57

数据来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

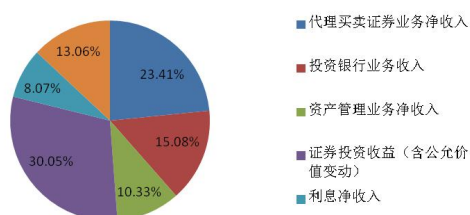
（2）主营业务

目前我国证券公司主营业务主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、自营业务

和信用业务构成（见图 1）。在市场环境持续低迷、IPO 募资大幅下滑、监管政策收紧导致券商业务调整压力有所加大等因素的影响下，

2018 年证券公司收入延续下行趋势，业绩表现进一步下滑，其中经纪业务和自营业务仍是我国证券公司目前最主要收入来源，但 2018 年经纪业务、投资银行业务收入降幅明显，资产管理业务收入亦有所下降但收入占比略有提升，子公司相关的期货、大宗商品等其他业务对证券公司的盈利贡献度则呈现显著提升的态势。

图 1 2018 年证券公司主营业务收入结构图



数据来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

经纪业务

2014—2015 年股票牛市使证券公司经纪业务收入带来爆发式增长，随着市场回归平淡，沪深两市交易额大幅下降。2017 年，受交易量及佣金费率下降影响，证券公司经纪业务收入同比持续下滑；2018 年以来，在市场行情不佳、A 股走势疲弱、市场交易量下降、行业内竞争加剧等多重因素的叠加下，证券公司经纪业务延续下行走势，当年实现代理买卖业务净收入 623.42 亿元，同比下降约 24%；代理买卖业务净收入占全部营业收入的 23.41%，占比较上年亦有所下降，不再是占比最高的业务板块，为证券公司第二大收入来源。

投资银行业务

2018 年以来，随着 IPO 审核标准趋严，投行项目审核有所趋缓，IPO 发行数量明显下降；再融资审核收紧、再融资规模持续收缩、发行周期拉长；债券发行规模有所回升，并购重组和新三板业务较为低迷，证券公司投资银行业务收入持续下降。2018 年，证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 258.46 亿元，较上年明显下降，财务顾问与投资咨询业务净收入也有所下降；投行业务收入占营业收入的比重为

15.08%，占比较上年亦有所下降。

自营业务

自营业务主要包括债券投资和股票投资，自营业务的业绩表现受市场行情影响较大。近年来，随着监管层放开证券公司的投资范围以及准许证券公司设立另类投资子公司，证券公司自营业务逐步从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018 年以来，受股票市场单边下挫、债券市场收益率整体下行影响，证券公司投资收益有所下降。2018 年，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）800.27 亿元，同比下降 7.05%，占营业收入的比重为 30.05%，占比较上年继续上升，已成为证券公司的第一大收入来源。

资产管理业务

目前，证券公司资产管理业务产品体系主要由集合资产管理、单一资产管理及专项资产管理等构成。2016 年以来监管层发布多项监管政策，证券公司通道业务在业务准入、资金来源、产品杠杆、风险准备等方面受到多项限制，2018 年 4 月大资管新规落地，重点集中在于引导消除多层嵌套、资金池、刚性兑付、去杠杆等问题，资管业务规模尤其是通道业务规模持续收缩。去通道压力、新业务开展缓慢、金融市场波动增大等因素加大了证券公司资管业务发展的难度，致使资管业务收入也出现下滑。2018 年，证券公司实现受托资产管理业务净收入 275.00 亿元，较上年有所下降，占营业收入的比重为 10.33%，占比略有提升。

信用业务

近年来，证券公司资本中介类业务发展迅速。2018 年以来，证券公司前两年发力的股票质押业务逐步进入密集到期阶段，股市大幅下挫以及去杠杆所产生的信用紧缩导致上市公司及控股股东出现了流动性风险和信用风险，股票质押业务面临较大的风险敞口。随着股市震荡下行，两融规模出现明显回落；受股票质押新规、资金成本上升、信用风险暴露及券商主动收缩业务等因素影响，证券公司股票质押业

务规模增速明显有所放缓，减值计提压力有所上升，对业绩表现形成一定负面影响。2018年，证券公司实现利息净收入214.85亿元，同比降幅较为明显。

（3）监管政策

近年来，证监会在继续推进证券公司创新发展的同时，推出多项风险管理措施，并加强违规处罚力促，要求证券公司在发展过程中要不断提高风险控制能力和合规管理水平，增强风险防范能力。

2018年3月，证监会发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，对证券公司开展投资银行类业务的内部控制组织架构、薪酬考核与奖金延期支付制度、总部与分支机构的职责范围、项目内核流程等方面做了更加严格的规定。

2018年4月，中国人民银行等多部委发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，明确给出了资管业务、管理产品和刚性兑付的准确定义，针对资管产品去杠杆、规范资金池和去通道化等重点领域，提出了明确监管要求并对存量业务实行新老划断，将过渡期设置至2019年；同月，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司，放宽外资持股比例限制，并逐步开放合资证券公司业务范围，对于外商证券公司和境外金融机构投资者为重大利好，有利于进一步促进我国证券业的对外开放，推动我国证券业向更加规范、健康的方向发展。

2018年6月，证监会发布CDR交易管理办法，以存托凭证互挂方式实现的“沪伦通”蓄势待发，CDR业务从无到有至快速进入实质性开展阶段，未来将有望拓宽证券公司的业务边界；同期，证监会先后发布多个公告，意在尝试允许符合国家战略、科技创新能力突出并掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能等领域的企业在境内公开发行股票或存托凭证管理，进一步表明境内证券市场逐步扩大对外开放的范围。

2018年10月，监管层引导纾解股权质押危机，券商、保险等金融机构，深圳、上海等地方政府纷纷出资设立各种纾困基金，缓解上市公司股权质押危机，同月证券行业基金协会推动设立证券行业支持民营企业发展资产管理计划，有利于缓解股权质押业务风险，利于证券公司业务更稳健地开展；11月，中央拟在上交所设立科创板并试点注册制，进一步完善了我国多层次资本市场的架构，预计将为证券公司带来新的业务机会。

2019年1月，证监会研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，拟放宽证券公司投资成份股、ETF等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，鼓励证券公司加大对权益类资产的长期配置力度；同期，证监会就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则、《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》向社会公开征求意见，《征求意见稿》允许QFII和RQFII参与交易所融资融券，准入门槛方面取消数量型指标，将有助于提升QFII和RQFII的资金利用效率，引进境外长期资金，进一步便利全球资本配置中国。此外，证监会拟取消融资融券的“平仓线”不得低于130%的统一限制，并扩大担保物范围和标的证券范围，预计将进一步提升两市融资融券规模，提升市场交易活跃度。

总体看，2018年市场环境低迷，证券行业利润水平有所下行，展望未来，证券行业“马太效应”将愈加明显，龙头券商经营状况将保持稳定，行业分化预计将有所加剧，中小券商面临的生存环境将愈加严峻；下半年以来监管层面出台多项利好政策，股票质押业务风险有所缓解，科创板的设立、CDR等业务的开闸有望为证券公司带来新的利润增长点；证券公司上市、增资等补充资本的动作将有所持续，资本实力预计将保持增长。与此同时，资管新规、同质化低水平竞争、佣金率探底等因素下证券公司仍面临较大的转型压力，2019年资管业务

将进入存量整改、增量创新的关键阶段，通道业务将继续收缩，未来主动管理、财富管理、机构与高净值客户将是证券公司转型的重点；证券市场对外开放程度有所加大，证券行业竞争环境趋于激烈，外资机构在财富管理和经纪机构业务方面的优势可能将对本土券商形成一定压力。此外，证券行业的发展与经济发展和市场运行走势关联度较高，当前国际形势错综复杂、国内经济仍存下行压力、市场行情波动较大等因素仍然存在且未来走势面临的不确定性较大，可能仍将对证券公司盈利能力带来压力。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

截至 2019 年末，银河金控持有公司 51.16% 的股权，汇金公司直接持有银河金控约 69.07% 的股权，为公司实际控制人。汇金公司是一家国有独资公司，根据国务院授权，对国有重点金融企业进行股权投资，其实力雄厚，能够在资金、业务机会等方面为公司的发展给予较大的支持。

公司按照《公司法》《证券法》《联交所上市规则》等法律、法规和规范性文件，建立了由股东大会、董事会、监事会及经营管理层组成的分权制衡、各司其职的公司治理架构，保证公司的规范运作。股东大会是公司最高权力机构，近年来召开了多次股东大会，审议通过了董监事会工作报告、利润分配方案、资本性支出预算、修订公司章程等议案，确保股东享有平等地位，充分行使股东权利。

公司董事会共有 15 名董事，其中独立董事 4 名。董事长陈共炎先生毕业于北京大学经济系，获外国经济思想史专业硕士学位与同济大学技术经济及管理专业博士学位，曾任中国证监会证券公司风险处置办公室主任与机构监管部副主任等多个职位、中国证券业协会会长、中国证券投资者保护基金有限责任公司董事

长、银河金控董事与董事长、汇金公司副总经理等职务，具有丰富的金融从业与管理经验。董事会下设战略发展委员会、提名与薪酬委员会、合规与风险管理委员会以及审计委员会 4 个专门委员会。近年来，公司董事会及其专门委员会按照相关议事规程召开多次会议，审议通过了聘请外部审计机构、五年战略规划、反洗钱工作报告、高管薪酬清算方案、年度工作计划等多项议案。

公司监事会由 5 名监事组成，其中外部监事 2 名。近年来，公司监事会根据相关法规及《公司章程》《监事会议事规则》的要求履行监督职责，审议通过了监事会工作报告、财务决算方案、合规报告、利润分配方案、内部控制评价报告等议案。

公司经营管理层负责组织实施董事会作出的各项决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案，设有总裁 1 名、副总裁 2 名，以及董事会秘书、首席人力官、公司业务总监等。公司经营管理层具有较为丰富的金融机构管理经验，能够较好地执行董事会所做决定，保证公司日常经营的有序开展。

公司作为 A+H 股上市公司，严格按照上市规则等文件要求，在监管机构指定媒体真实、准确、完整、及时地进行信息披露，确保投资者及时了解公司重大事项，最大程度保护投资者的利益，信息披露渠道畅通。

总体看，公司建立了完善的公司治理架构，各治理主体能够有效履行各自的职责，公司治理机制运行良好。

2. 内部控制

公司遵循《证券公司内部控制指引》和《企业内部控制基本规范》等规定，不断完善股东大会、董事会、监事会及经营管理层的运作机制和制度建设，构建了规范、科学的公司治理结构，建立了符合公司发展需要的组织架构，见附录 2。

公司注重内部规章制度和管理体制的建

设，根据《企业内部控制基本规范》和《证券公司内部控制指引》等相关要求不断建立健全与公司业务性质、规模和复杂程度相适应的内部控制体系。近年来，公司及时跟进监管动态，依据监管部门有关规定和最新要求，对公司相关业务制度和配套细则、合规管理及风险管理等制度进行修订，确保各项业务合法合规，风险可控。目前，公司已按照监管要求建立健全信息隔离墙管理办法、内幕信息知情人登记备案等相关制度，加强敏感信息管理、内幕信息知情人管理，严格遵守业务限制规定，防范敏感消息的不当使用和传播。同时，公司按照法律法规、上市规则与公司章程完善了重大信息内部报告及对外披露制度，明确了与重大信息相关的流程与重大责任追究制度。公司设有内部控制监督机制，审计部根据董事会审计委员会批准的年度审计计划，对公司主要单位财务收支活动和经营管理内部控制状况进行审计，每年度对公司系统的内部控制有效性进行评价，并针对内控缺陷采取整改措施。近年来，公司审计部共组织百余个审计项目，包括对公司年度内控自我评价、年度合规有效性评估、年度全面风险管理有效性评估，对公司自有资金管理和投资效益、A股募集资金使用情况审计、内控审计、经济责任审计、离任审计以及专项审计等。

公司建立了以董事会及董事会下设合规风险管理委员会、监事会、高级管理人员、合规总监、法律合规部、下属各单位（指各业务线、各部门、分支机构、子公司）负责人及合规管理人员、全体工作人员在内的多层次合规管理组织体系，并明确了各自应当履行的合规管理职责。近年来，公司法律合规部按照监管要求、市场重大风险事件及公司管理反映出的突出问题对各业务条线、分支机构以及新设营业部开展合规检查，充分履行了合规管理职责。2017—2019年，公司证券公司分类评价分别为AA级、AA级和A级，公司内控及合规管理水平良好。

总体看，公司持续完善内部控制体系，内控管理制度与流程运作较好。

3. 发展战略

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的资源对接。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。

总体看，公司战略目标符合自身情况和发展的需要，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。另一方面，近年来证券市场行情震荡较大、金融监管趋严、券商业务同质化竞争加大等因素也给公司部分经营目标的实现带来一定压力。

四、主营业务分析

1. 经营概况

公司作为全国综合类上市证券公司之一，业务牌照齐全，近年来定位“双轮驱动、协同发展”业务新模式，确定了大经纪、大投行、大资管、大投资和研究院架构体系。公司主要业务板块包括经纪业务、信用类业务、投资银行业务、自营业务、资产管理业务以及通过控股子公司从事的海外业务、期货业务、直接投资业务等。近年来，公司资本实力、盈利水平均位居行业前列。根据中国证券业协会排名，2018年公司净资产、净资本行业分别排名第7位和第4位，营业收入、净利润分别位于行业第12位和第10位，具有很强的行业竞争力和综合财务实力（见表6）。

表6 公司经营业绩排名数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
总资产	8	8	8
净资产	7	7	7
净资本	7	8	4
营业收入	8	9	12
净利润	10	10	10

注：2016 年、2017 年和 2018 年各年末行业证券公司数量分别为 129 家、131 家、131 家

数据来源：中国证券业协会，联合资信整理

从收入结构变化来看，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；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；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；投资银行业务收入逐年下降，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进行并表管理，业务板块进一步扩大所致；期货业务依托品种开发和更广阔的市场布局，收入实现较好增长；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。

表7 营业收入构成

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	--	--
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	4.90	2.88
抵消	-6.50	-5.73	-9.11	-9.18	-9.92	-5.82
营业收入合计	113.44	100.00	99.25	100.00	170.41	100.00

数据来源：公司年报，联合资信整理

2. 业务经营分析

(1) 经纪业务

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，经纪业务条线主要由经纪业务总部和产品中心负责。公司依靠覆盖广泛的渠道网络以及庞大的客户群体，经纪业务在行业中具有较强的竞争优势。截至 2019 年末，公司拥有 36 家分公司、493 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 51.93%，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；境外网点（香港）和 26 家期货业务营业网点为客户提供更多的延伸服务；截至 2019 年末，公司拥有经纪业务客户 1113 万户，客户数量庞大且持续增长。近年来，公司坚持“客户利益优先”的服务理念，精准策划营销活动，强化营销渠道和队伍管理，不断提升产品销售和服务能力；推进金融产品供给侧改革，不断加大产品供给，丰富产品体系；持续推进财富管理转型，不断优化客户结构、交易结构和收入结构。与此同时，公司大力推进代销金融产品业务，优化相关业务管理模式和业务流程，并加大科创板的投教宣传，审慎开通科创板交易权限，且稳步开展期货 IB、期权、沪港通、新三板等创新型业务，新增开户数量与存量客户数量均保持增长，丰富了经纪业务的收入来源。

经纪业务是公司主要收入来源之一。经纪业务受证券市场行情影响较大，近年来股票市场走势波动较大，自 2017 年以来我国证券市场持续低迷，成交量大幅萎缩，公司代理买卖股票交易额有所下降，外加受行业同质化竞争日趋激烈、佣金率下滑等因素影响，公司经纪业务手续费净收入呈下降趋势；2019 年以来，

A 股市场行情有所回暖，对券商整体业绩表现带来一定正面影响，公司庞大的客户基础和客户资产为其业务发展和转型提供了较大助力，公司当期经纪业务手续费净收入回升明显。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。从排名情况来看，2017—2019 年公司代理买卖证券净收入单体券商口径排名均为行业第 2 位，保持了很强的市场竞争力。

表 8 公司经纪业务佣金收入情况 单位：亿元

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
手续费及佣金净收入	43.95	34.64	45.51
其中：代理买卖证券佣金净收入	38.64	27.39	38.52

数据来源：公司提供，联合资信整理

总体看，近年来公司经纪业务收入受证券市场行情影响较大，收入水平有所波动，得益于广泛的渠道网络和庞大的客户群体，公司经纪业务在行业内保持较强的竞争优势；但竞争激烈、资本市场震荡等因素或将持续存在，对传统经纪业务的发展形成较大压力，公司未来相关业务经营情况和转型成果需保持关注。

2. 信用类业务

公司信用类业务包括融资融券业务、股票质押式回购业务和约定购回式证券交易业务。公司于 2010 年 6 月获得中国证监会授予的融资融券业务资格，同年 7 月开始开展融资融券业务，于 2013 年 7 月 1 日获得了股票质押式回购业务资格。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（见表 9）。

表 9 融资融券业务情况表 单位：亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年
融资融券业务			
融资融券余额	600.64	446.32	587.21
融资融券利息收入	41.97	40.02	37.80

股票质押业务			
股票质押业务待回购余额	363.61	374.52	279.24
股票质押业务利息收入	9.84	23.35	21.89
约定回购业务			
约定式回购业务余额	0.13	3.22	2.04
约定式回购利息收入	0.01	0.09	0.45

数据来源：公司年报，联合资信整理

近年来，公司不断加强金融科技应用，优化客户服务体系；持续改善客户结构和业务结构，重点挖掘专业投资者和机构客户，且庞大的客户基础和客户资产为融资融券业务的发展提供了较大潜力，但公司两融业务以经纪业务客户为基础，受市场行情的影响较大。2017—2018 年，由于监管对杠杆交易风险管控的加强以及股票二级市场行情的走低，公司加强了大额授信管理和风险排查力度，两融业务发展态势明显放缓，业务规模有所下降，融资融券利息收入随之下降，但由于利率水平有所回升，收入降幅相对较小；2019 年，国内股票市场在逆周期调控政策逐步发力和外资加仓 A 股的影响下呈震荡上行态势，加之公司积极培育高投资能力客户群，大力发展融券业务，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。

股票质押业务方面，近年来，公司聚焦优质客户，以提高项目准入标准的方式持续优化项目结构，主动提升风险防控意识，且在减持新规、质押式回购新规等去杠杆政策限制的影响下，公司股票质押业务规模整体呈下降趋势。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。

公司注重信用业务的风险管控，对融资融券客户的信用账户实行整体监控，并制定了严格的平仓制度，设置了补仓维持担保比例和平仓维持担保比例两条预警线，近年来在市场行情波动的形势下公司融资融券和股票质押业务均进行了部分平仓操作，整体融资融券业务平

均担保比例和股票质押业务平均履约保障比例保持在较高水平。截至 2019 年末，公司股票质押业务涉及 3 笔违约项目，待回收金额分别为 0.55 亿元、0.67 亿元与 1.42 亿元，公司共计计提减值 2.50 亿元。同期，公司针对融资融券业务共计计提减值准备 1.31 亿元，计提比例 0.22%；证券回购业务计提减值准备 3.64 亿元，计提比例 1.30%。

总体看，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。

3. 投资银行业务

公司投资银行业务主要由投行运营总部、投行质控总部、投行客服总部、资本市场总部以及投行业务部负责。近年来，公司利用渠道网络优势开发重点客户，支持实体经济、服务企业融资，打造“以企业为中心”的服务型投行业务，构建投行业务服务链、全客户服务链、中小微企业投融资协同服务链、区域综合服务链、供给侧结构性改革服务链、支持国家重大科技创新和产业发展服务链等“六大服务链”；积极推进投融资一体化、客户综合服务方案一体化、区域综合服务方案一体化和境内外综合服务一体化“四个一体化”；同时抓住市场机遇期，挖掘公司债、可转债、绿色债等业务机会，加大项目储备，积极探索创新业务与私募、投资、并购等方面的对接撮合能力。公司重视投行人员队伍培养，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。

2019 年以前，由于证券市场低迷、IPO 审核趋严，证券市场股权融资规模缩水，企业上市数量和过会数量整体呈现大幅下降的态势，在此背景下公司股权承销数量有所下降；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（见表 10），另有在审 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。公司承销的债权产品以企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具为主，另有部分商业银行次级债券、债权投资计划和资产证券化产品等。近年来，受益于债券市场的走强、收益率的下行，公司响应国家区域协调发展战略，在开展战略协同的基础上优先部署重点区域，并不断强化债券产品创新，承做了多只绿色债券，加快推进扶贫债券项目进程，支持小微企业融资，全年共承销各类债券 570 只，承销金额 719.10 亿元，

承销数量和承销金额整体保持增长态势。根据中国证券业协会公布的数据显示，近年来公司投资银行股票主承销总规模和债券主承销总规模总体居于行业中上水平。

新三板业务方面，近年来公司新三板业务定位于 IPO 及并购项目机会培育“四新”（新技术、新产业、新业态、新模式）企业服务，重点培育存在 IPO 及并购项目的优质企业，同时严格防控风险，提高承做标准，优化业务结构。受新三板不景气影响，近年来公司挂牌推荐项目和股票发行项目均有明显下降。2019 年，公司完成 1 个新三板推荐挂牌项目，完成 5 个新三板股票发行项目。

表 10 公司投行业务主承销情况

单位：亿元、个

项目		2017 年		2018 年		2019 年	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额
股权类	IPO	3	12.32	2	18.58	1	10.50
	增发	1	25.56	1	46.12	7	79.87
	小计	4	37.88	3	64.70	8	90.37
债权类	小计	98	714.81	338	914.96	570	719.10
合计		102	752.69	341	979.66	578	809.47

数据来源：公司提供，联合资信整理

从收入情况来看，受股权承销规模较小和新三板业务不景气等因素影响，公司投资银行手续费及佣金净收入有所下滑，对营业收入的贡献度不高。根据中国证券业协会公布的数据显示，近年来，公司股票主承销佣金收入及债权主承销佣金收入在行业中的排名处于行业中上游水平。

整体看，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，整体行业竞争力一般。

4. 自营业务

公司自营业务由权益类投资、债券类投资以及衍生品投资组成。在投资策略上，公司以主动研究和量化研究相结合的形式实施指数增强型权益类投资策略，将增加久期与杠杆、择优配置可转债、拓展衍生品套利和量化交易作为债券类投资的主要策略，衍生品投资则推出卖断和非卖断的大额持股者服务业务。在风险控制方面，公司严格控制自营业务风险，对权益类证券自营采取股指期货套保操作来对冲系统性风险，并对固定收益类证券自营通过规定回购规模限制杠杆比率，对投资主体及债券规定了最低信用评级，并且进行严格的内部评级。公司对衍生金融工具自营业务通过管理和调整风险敞口将其限制在许可范围，并建立止损机

制，通过设立信用风险监测系统，以跟踪、监测和报告对方的合同执行情况。

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。

表 11 公司证券自营业务投资结构

单位：亿元

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
投资规模	712.50	924.77	1214.37
其中：债券	357.43	588.82	768.24
股票	96.90	57.66	58.03
基金	83.05	127.67	107.00
其他	175.12	150.63	281.10
投资损益合计	22.56	9.43	49.08

注：投资损益合计=投资收益+公允价值变动损益
数据来源：公司审计报告，联合资信整理

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 63.36%，其中中国主权信用级别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、专户基金理财产品等。

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%，整体呈下降趋势；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 2019 年末，公司持有的债券资产未发生违约。

近年来，公司自营业务收入有所波动，主要是 2018 年公司受股票市场波动及前期定增业务亏损较大，加之公司权益类自营投资出现较大亏损导致投资收益与公允价值变动之和有所下滑；2019 年以来，公司根据市场变化对权益类自营业务投资策略与投资思路进行调整，合理控制权益投资规模，同时公司加大了固定收益类量化投资业务规模、利率类衍生品交易及持仓规模，推动投资收益与公允价值变动之和大幅增长。2017—2019 年，公司投资收益与公允价值变动之和占营业收入的比重分别为 19.89%、9.50%和 28.80%，自营业务收益占比显著提高。

总体看，公司投资业务坚持稳健投资的理念，债券投资规模逐年上升，收益水平波动较大，需关注后续自营业务发展情况以及收入变化情况；且目前债券持仓规模较大，在市场震荡加剧、违约风险频发的背景下也需对投资业务面临的信用风险和市场风险情况保持关注。

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)。

5. 资产管理业务

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。庞大的经纪客户基础是公司开展资产管理业务的基础，公司资产管理业务和经纪业务紧密配合，主要通过遍布全国各地的营业网点销售资产管理产品；此外，公司也通过第三方代销机构协助销售资产管理产品。

近年来，公司持续加强投研体系建设，大力发展“固收+多策略”等优势产品的投资管理；加速推进产品品类供给，提升精细化服务水平，并积极推进产品净值化、大集合公募化改造过程。同时，公司通过 QDII 积极开展海外资产配置，拓展客户投资资产可选范围。

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。截至 2019 年末，公司受托资产管理规模 2133.25 亿元（见表 12），其中定向资产管理业务受托占比为 71.85%。随着资产管理业务规模的收缩，公司资产管理业务手续费净收入整体呈下降趋势。

2017—2019 年，公司分别实现资产管理业务手续费净收入 6.93 亿元、7.47 亿元和 6.34 亿元，占营业收入的比重分别为 6.11%、7.52%与 3.72%，收入贡献度在投资收益快速增长的影响下下降较为明显。2016—2018 年，银河证券资产管理业务收入行业排名分别为第 19 位、第 14 位和第 9 位，排名稳步提升，竞争力有所增强。

表 12 资产管理业务情况

单位：亿元

项 目	2017 年		2018 年		2019 年	
	余额	净收入	余额	净收入	余额	净收入
集合资管	381.28	5.50	479.80	5.70	551.83	5.39
定向资管	2895.58	1.24	2001.07	1.45	1532.78	0.88
专项资管	98.47	0.09	74.60	0.12	48.64	0.06
合计	3375.32	6.83	2555.47	7.27	2133.25	6.33

数据来源：公司年报，联合资信整理

总体看，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。

6. 控股子公司

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 亿港元；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。

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2019年末，该事项仍在监管机构审批过程中。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。

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。

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5亿元，增资后注册资本和实收资本均为人民币10亿元；2017年8月公司董事会审议通过向银河金汇再增资10亿元的议案。截至2019年末，银河金汇资产总额为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。

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15亿元的议案，并于2019年3月完成增资，注册资本由15亿元增至30亿元。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。

总体看，公司子公司以期货业务为主，其余板块业务体量和收入贡献度相对较小。

五、风险管理分析

公司建立了以董事会、监事会、经营管理层为主体的风险管理组织体系上层机构，按照“三道防线”建立公司风险管理组织体系的基层机构，将子公司的风险管理纳入统一体系，对其风险管理工作实行垂直管理。

公司董事会是风险管理的最高决策机构，承担风险管理的最终责任。董事会合规与风险管理委员会和审计委员会负责风险管理职责。监事会承担风险管理的监督责任，对董事会和经营管理层履行风险管理职责的情况进行监督。经营管理层承担风险管理的主要责任，负责执行董事会风险管理战略、目标和政策，首席风险官为全面风险管理的负责人。各业务部门、职能部门及分支机构承担风险管理第一责任，执行公司风险管理各项制度，并识别、评估、监测、应对和报告相关风险。公司在各业务部门、分支机构设置了专/兼职的风险管理人員和合规管理人員，负责具体的风险管理和合规管理工作。

公司各子公司根据母公司的风险偏好、制度框架和对子公司全面风险管理要求，并结合自身实际情况建立自身的风险管理组织架构、制度流程、信息技术系统和风控指标系统。

近年来，公司持续加强全面风险管理体系建设，强化三道防线风险管理职责，实施分级风险指标管理，化授权及风险偏好管理机制，并积极推进子公司垂直风险管理；加强风险监控预警，排查各类业务风险点及风险隐患，风险数据积累与管理相应逐步加强，风险管理精细化水平得到提升。

1. 市场风险管理

公司的市场风险主要是指在证券市场中因证券价格、利率、汇率等变动而导致所持金融工具的公允价值或未来现金流量发生波动的风险，包括证券价格风险、利率风险、汇率风险等。

证券价格风险主要来自公司自营投资、做市等业务持仓。近年来，公司主要采取以下措施控制证券价格风险：一是通过构造证券投资组合，运用金融衍生产品等工具，进行风险对冲，控制风险敞口；二是统一管理持仓的风险敞口，通过业务部门内部风控岗和风险管理部两道防线，实施独立的风险监控、分析与报告。三是实施风险限额管理，控制风险敞口、规模、集中度、损失限额等指标，并不定期调整以应对不断变化的市场状况、业务状况或风险承受能力；四是采用 VaR 等量化手段，并结合情景分析、压力测试等方法对组合的相对风险和绝对风险进行评估。

利率风险的资产主要涉及公司的银行存款、结算备付金、存出保证金及债券等。公司利用敏感性分析作为监控利率风险的主要工具，同时通过配置固定收益品种投资组合的久期、凸性等来降低组合的利率风险。

汇率风险方面，目前公司大部分交易以人民币结算为主，外币资产、负债及收入占总资产、负债及收入的比例很小，实际面临的汇率风险不大。

2019 年，在 A 股市场呈震荡上行态势的背景下，公司权益类投资业务盈利水平明显上升。此外，公司通过风险对冲、限额管理等手段有效控制权益类投资市场风险，并及时根据市场变化情况持续监测权益类持仓风险。2019 年，货币政策保持流动性合理充裕，经济尚处于降低实体经济融资成本的周期当中，债券市场总体的利率中枢运行在历史低位水平，公司非权益投资业务保持了良好的收益，积累了一定的安全垫。

总体看，公司建立了较为健全的市场风险管理体系，并根据业务发展持续完善市场风险管理措施。

2. 信用风险管理

近年来，公司主要通过事前评估和事后监控的办法管理信用风险，并逐步推进内部信用

评级、融资类业务风险管理系统等工具的建设 and 应用。一方面，公司建立完善交易对手信用评级和信用额度管理机制，并根据客户信用状况及时调整其信用额度；另一方面，在业务存续期定期评估和监控信用风险，持续跟踪影响客户信用质量的重大事项，及时发现、报告、处置信用风险。

公司面临信用风险的资产主要为固定收益类金融资产、融资融券金融资产、代理客户买卖证券以及期货交易。对于自营类业务，公司在交易所进行的交易均与中国证券登记结算有限责任公司完成证券交收和款项结算，在银行间同业市场交易前会对交易对手进行信用评估，并选择信用等级良好的对手方进行交易；对于融资融券类业务，公司制定了严格的平仓制度，根据客户信用交易风险状况设置补仓维持担保比例和平仓维持担保比例，并根据维持担保比例变化对客户信用账户资产负债进行监控；对于代理客户买卖证券业务，公司代理客户进行买卖证券时均以全额保证金结算；对于期货交易业务，公司通过追加保证金和强制平仓的方式控制风险。

截至 2019 年末，公司持有的债券主要为利外部评级 AAA 的信用债产品，发行人以央企、国企为主，且尚未有债券违约。截至 2019 年末，公司融资融券业务存量负债客户平均维持担保比例为 266%，股票质押回购交易负债客户平均履约保障比例为 293%，约定回购式证券交易负债客户平均履约保障比例为 238%。但值得注意的是，公司融资融券和股票质押业务均有部分违约事件发生，公司通过诉讼、加大减值计提力度等方式积极予以应对和处置，但需对相关事件的后续处置情况保持关注。

总体看，公司建立了较为健全有效的信用风险管理体系，并针对各类涉及信用风险的业务采取了较为严谨的信用风险防范措施，整体信用风险在可承受范围内；但公司股票质押等业务涉及部分违约，仍需持续加强信用风险管理水平。

3. 流动性风险管理

公司面临的流动性风险主要是运营过程中出现资金短缺导致无法正常履行支付、结算、偿还、赎回等与金融负债有关的义务的风险。

近年来，为有效应对和管理流动性风险，公司加大对大额资金运用的实时监测和管理，实现资金的集中调度和流动性风险的统一管理；将债务融资及杠杆率等要求纳入风险授权，逐步建立并持续优化流动性风险指标体系；每日监控与报告流动性情况，并定期或不定期开展压力测试。

融资方面，作为 A+H 股上市公司，公司融资渠道通畅。目前，公司主要采用拆借、回购、短期融资券、转融通等手段筹集短期资金。同时，公司还可根据市场环境和自身需求，通过发行公司债券、次级债券、长期受益凭证等方式融入长期资金。此外，公司已在多家商业银行取得综合授信额度，可根据自身业务需要，综合使用上述债务融资工具融入资金。截至 2019 年末，公司已获得授信额度 4141.49 亿元；流动性覆盖率 307.93%，净稳定资金率 125.88%，流动性指标良好。

总体看，公司融资渠道畅通，对主要交易品种流动性风险管理较为严格，对流动性风险进行了有效的监控和管理。

4. 操作风险管理

操作风险是指因公司流程不完善、人员操作不恰当、系统故障等内部问题，或由自然灾害、欺诈等外部事件带来损失的风险。近年来，公司持续加强内控机制建设，定期在全公司范围内开展内部控制、合规管理有效性评估工作；设立操作风险管理团队协助规范、优化相关业务流程，识别、分析、监控操作风险，并实行风险事件和损失数据的统一管理。此外，公司通过内部培训、监督、考核等方式不断强化各

岗位人员的行为适当性与操作规范性，并推进完善系统功能建设。

总体看，公司建立了较为全面的风险管理制度体系，但随着公司各项业务持续较快发展、创新业务的推出以及市场监管的逐步加强，公司尚需进一步加强风险管理。

六、财务分析

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标准无保留意见的审计报告。公司财务报表合并范围包括公司控股的子公司银河期货、创新资本、银河国际、银河金汇和银河源汇。

1. 盈利能力

公司营业收入主要包括手续费及佣金净收入、利息净收入、投资收益公允价值变动收益以及其他业务收入（见表 13）。近年来，公司营业收入整体呈增长趋势。2018 年，受市场行情低迷影响，公司营业收入水平有所下降，2019 年以来，得益于股市交易量的上涨，证券经纪收入和自营业务的投资收益的较快增长，加之银河期货子公司银河德睿仓单业务收入增加推动其他业务收入的增长，公司营业收入快速增长。2019 年，公司实现营业收入 170.41 亿元，其中手续费及佣金净收入是公司主要收入来源之一。2017—2019 年，公司手续费及佣金净收入占营业收入的比重均逐年下降，主要是由于公司自营业务收入和其他业务收入快速增加所致。

表 13 公司营业收入情况

单位：亿元、%

项 目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
手续费及佣金净收入	60.85	53.64	48.05	48.41	57.73	33.88
其中：经纪业务手续费净收入	43.95	38.74	34.64	34.90	45.51	26.71
投资银行业务手续费净收入	5.57	4.91	5.31	5.35	4.80	2.82
资产管理业务手续费净收入	6.93	6.11	7.47	7.52	6.34	3.72
利息净收入	29.86	26.33	34.45	34.71	34.92	20.49
投资收益	24.80	21.86	-6.13	-6.17	32.52	19.08
公允价值变动收益	-2.24	-1.97	15.56	15.68	16.56	9.72
汇兑收益	-0.10	-0.09	-0.09	-0.09	0.22	0.13
其他业务收入	0.21	0.19	7.35	7.40	27.90	16.37
其他收益	0.04	0.04	0.05	0.05	0.58	0.34
资产处置收益	0.01	0.01	0.01	0.01	-0.02	-0.01
营业收入合计	113.44	100.00	99.25	100.00	170.41	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

公司的手续费及佣金净收入主要来自经纪业务。近年来，受证券行业交易佣金率持续下滑以及证券市场行情波动因素影响，公司经纪业务手续费净收入呈波动态势。2019 年，在市场行情恢复、交易量增长的背景下，公司实现经纪业务手续费净收入 45.51 亿元，占手续费及佣金净收入的 78.84%。公司投资银行业务行业竞争力一般，由于业务开展受市场环境和监管政策影响较大，公司投资银行业务手续费净收入呈下降趋势。2019 年，公司实现投资银行业务手续费净收入 4.80 亿元，占手续费及佣金净收入的 8.31%。资产管理业务方面，公司业务类型主要为通道业务，近年来，公司资管业务收入呈下降趋势，主要是受资管新规及配套政策影响，存量业务未完成规范改造前不得新增客户和规模所致。2019 年，公司资产管理业务实现手续费净收入 6.34 亿元，占手续费及佣金净收入的 10.98%。

公司利息收入包括存放金融同业利息收入和融资融券、股票质押式回购、约定式购回等信用类业务利息收入；利息支出主要包括客户资金存款利息支出、卖出回购金融资产利息支出、短期借款利息支出、拆入资金利息支出、短期融资利息支出和应付债券利息支出等。近年来，公司利息净收入有所上升，主要是由于

发行的融资工具应付利息的减少所致。

公司投资收益主要来源于证券自营业务。近年来，公司投资收益呈较大波动趋势，主要是由于 2018 年受公司权益工具处置收益减少、定增项目亏损较多以及债权投资和其他债权投资持有期间利息重分类为利息收入影响，导致公司投资出现亏损；2019 年，由于市场行情回暖、投资规模保持了较快增长，公司取得的分红和利息增加以及处置金融工具损失大幅减少所致（见表 13）。

近年来，公司其他业务收入规模大幅增加，主要是银河期货全资子公司银河德睿仓单业务收入增加所致。2019 年，公司实现其他业务收入 27.90 亿元，占营业收入的 16.37%，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，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银河期货全资子公司银河德睿仓单业务成本增加所致（见表 14）。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，近年来业务及管理费支出和占营业支出的比重均逐年下降。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 20.45%，处于行业较低水平，公司成本控制能力较强。

表 14 公司营业支出情况

单位：亿元、%

项 目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
税金及附加	1.04	1.60	1.02	1.64	1.24	1.22
业务及管理费	57.09	87.90	50.46	80.70	69.55	68.24
资产减值损失	6.82	10.50	0.00	0.00	0.02	0.02
信用减值损失	0.00	0.00	4.08	6.53	4.08	4.01
其他业务成本	0.00	0.00	6.96	11.13	27.02	26.51
营业支出合计	64.96	100.00	62.53	100.00	101.92	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

近年来，公司净利润整体呈增长趋势，2019 年以来，得益于营业收入的增长，公司净利润大幅增长。2019 年实现净利润 52.50 亿元。从盈利指标来看，随着净利润的快速增长，公司平均自有资产收益率和平均净资产收益率均呈上升趋势，盈利能力有所增强（见表 15）。2019 年，公司平均自有资产收益率为 2.44%，加权平均净资产收益率为 7.64%。

表 15 公司盈利情况 单位：亿元、%

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
净利润	40.19	29.32	52.50
营业利润率	42.74	37.00	40.19
营业费用率	50.33	50.84	40.81
薪酬收入比	36.15	35.11	20.45
平均自有资产收益率	2.33	1.52	2.44
加权平均净资产收益率	6.33	4.40	7.64

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

总体看，受证券市场回暖因素影响，公司整体营业收入有所增长，推动公司盈利能力的提升；但是，公司整体业绩表现受市场行情影响较大，自营业务收入变化、股质等业务风险后续处置情况等对利润的影响需关注，未来收入水平存在一定不确定性。

2. 杠杆与资本充足性

公司自成立以来，主要通过利润留存、增资扩股和发行次级债等方式补充资本。2017 年 1 月，公司在上海证券交易所完成人民币普通

股(A 股)发行，按照每股人民币 6.81 元的价格，公开发行人 6 亿股 A 股，公司注册资本增加至 101.37 亿元；2018 年和 2019 年，公司以非公开方式分别发行次级债 160 亿元和 140 亿元，截至 2019 年末，公司存续次级债券 9 支，补充附属净资本 140.10 亿元。与此同时，随着净利润的不断积累，公司净资本规模大幅增加，资本实力不断得到提升。截至 2019 年末，母公司净资本 690.17 亿元，母公司净资产 688.13 亿元；净资本/净资产为 100.30%，核心资本占比高，资本实力强（见表 16）。

表 16 公司风险控制指标 单位：亿元、%

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
净资本	507.47	619.19	690.17
净资产	631.95	644.35	688.13
净资本/净资产	80.30	96.10	100.30
净资本/负债	43.74	52.22	45.69
净资产/负债	54.46	54.34	45.56
风险覆盖率	242.39	320.39	367.00
资本杠杆率	29.38	29.31	25.42
流动性覆盖率	171.61	312.02	307.93
净稳定资金率	124.93	144.27	125.88

注：上表数据为母公司口径

数据来源：公司年报，联合资信整理

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，公司负债规模整体保持呈

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次级债和短期融资券规模的快速增加，公司负债规模快速增长。截至 2019 年末，公司负债总额为 2437.44 亿元，其中，公司自有负债规模及占负债总额的比重有所波动（见表 17），自有负债以应付债券和卖出回购金融资产款为主。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；应付债券余额为 640.23 亿元，整体呈波动趋势，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；应付短期融资款余额为 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。截至 2019 年末，公司净资产/自有负债和净资产/自有负债分别为 42.28%和 42.16%。

表 17 公司负债情况 单位：亿元

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
自有负债	1251.41	1283.30	1632.35
其中：卖出回购金融资产款	187.16	280.60	548.56
次级债	60.99	166.36	308.07
应付公司债券	509.40	530.93	268.58
应付短期融资款项	283.28	67.60	176.60
非自有负债	647.87	566.95	805.09
其中：代理买卖证券款	647.87	566.95	805.09
负债总额	1899.29	1850.25	2437.44

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

总体看，随着公司业务规模的扩大，公司自有负债规模有所增加，杠杆水平有所上升；公司通过股东增资和各类债务融资工具的发行补充资本，融资渠道畅通，以净资产为核心的各项风险控制指标均优于监管标准，资本实力强。

3. 流动性

近年来，公司资产规模整体呈增长趋势，2018 年受客户存款规模下滑影响，公司资产规

模有所下降；2019 年以来，随着各项业务的开展，公司资产规模大幅上升。截至 2019 年末，公司资产规模为 3156.66 亿元。公司可快速变现资产主要由货币资金、融出资金、买入返售金融资产、交易性金融资产、债券投资和其他债券投资构成。近年来，公司可快速变现资产规模有所增长（见表 18），但受资产规模增速较快的影响占资产总额的比重有所下降，但仍处于较好水平。截至 2019 年末，公司货币资金 703.29 亿元，交易性金融资产余额 740.39 亿元，债权投资余额为 50.31 亿元，其他债权投资余额 230.17 亿元。公司按照监管要求开展信用交易业务，业务期限以一年以内为主，因此信用交易业务对公司流动性的影响可控。此外，公司交易性金融资产和可供出售金融资产中主要为流动性较好的债券资产。整体看，公司资产流动性较好。

2017—2019 年末，公司可快速变现资产/自有负债指标分别为 1.27 倍、1.34 倍和 1.17 倍，可快速变现资产对自有负债的覆盖程度处于较好水平。

表 18 公司资产情况 单位：亿元

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
自有资产	1900.28	1946.68	2351.57
其中：可快速变现资产	1585.12	1719.60	1906.57
非自有资产	647.87	566.95	805.09
其中：客户资金存款	507.77	425.29	602.82
客户备付金	115.04	116.24	94.85
资产总额	2548.15	2513.63	3156.66

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

经营性现金流量方面，公司经营活动现金流量从净流出转为净流入主要是由于回购业务净增加额增加所致。投资性现金流量方面，公司投资性现金流量由净流入转为净流出状态，主要是由于投资支付的现金和购置或处置其他债权投资的现金增加所致。筹资性现金流量方面，公司筹资性现金流量净额由净流入转为净流出状态，主要是公司发行短期融资券及短期收益凭证收到的现金减少所致。整体看，公司

现金流较为充裕（见表 19）。

表 19 公司现金流量情况 单位：亿元

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
经营性现金流量净额	-528.40	24.62	413.36
投资性现金流量净额	25.00	-4.59	-128.12
筹资性现金流量净额	321.63	-131.44	-111.88
现金及现金等价物净增加额	-184.27	-108.13	174.33
年末现金及现金等价物余额	642.97	534.84	709.17

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

4. 偿债能力

近年来，公司债务规模呈增长趋势，2019 年末总债务规模 1522.09 亿元，资产负债率 69.42%，财务杠杆水平适中（见表 20）。从总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数指标来看，截至 2019 年末，公司总债务/EBITDA 指标为 11.94 倍，公司盈利对债务的保障程度一般；EBITDA 利息倍数指标为 2.24 倍，公司盈利对利息支出的保障程度较好。

表 20 公司偿债能力指标 单位：亿元、倍、%

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
总债务	1132.44	1207.93	1522.09
资产负债率	65.85	65.92	69.42
EBITDA	91.54	97.32	127.43
总债务/EBITDA	12.37	12.41	11.94
EBITDA 利息倍数	2.22	1.67	2.24

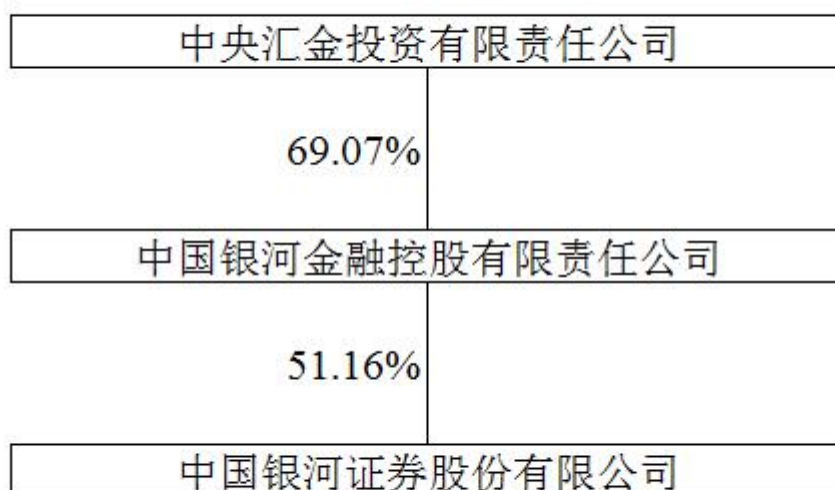
数据来源：公司审计报告，联合资信整理

七、结论

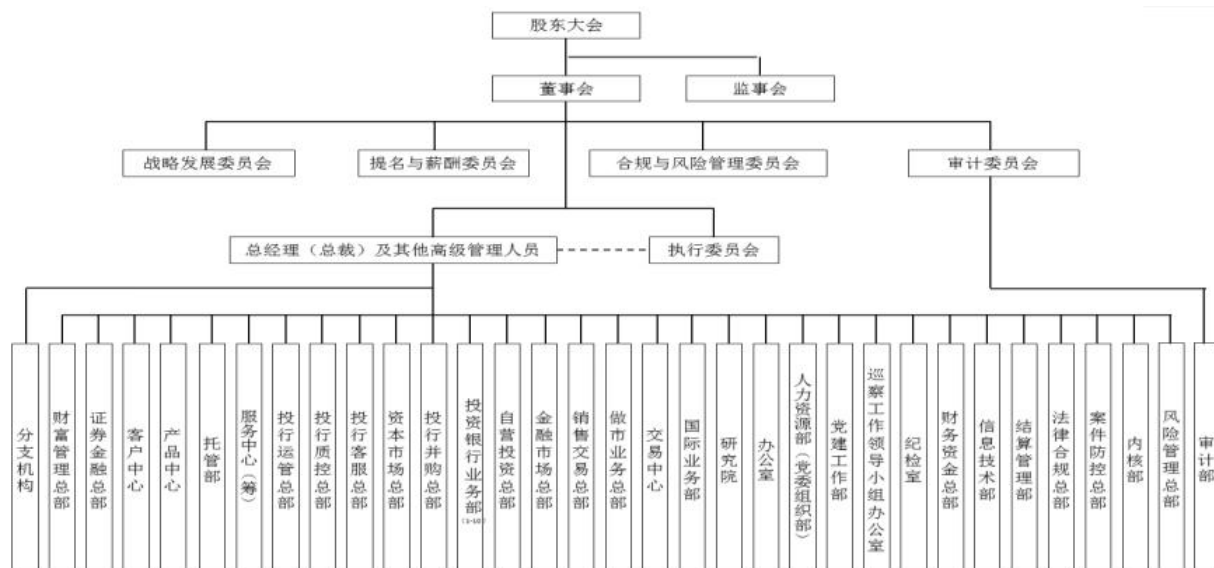
公司作为全国性综合类上市券商，业务牌照齐全，资本实力、盈利水平均位居行业前列，具有很强的行业竞争力。近年来，公司不断健全公司治理与内部控制体系，主营业务稳步发展，经纪业务依靠覆盖广泛的渠道网络和庞大的客户群体，具有明显竞争优势。另一方面，公司主营业务受宏观经济、监管环境和证券市场行情波动的影响较大，近年来盈利水平持续下降，2018 年部分业务风险的暴露及盈利水平的明显下降对公司风险管理形成挑战。公司实

际控制人为汇金公司，实力雄厚，能够在资金、业务机会等方面为公司的发展给予较大的支持。同时，公司融资渠道通畅且多元化，有助于各项业务的持续发展，近年来公司持续增资扩股，资本实力不断增强。综上所述，联合资信认为，在未来一段时期内，公司的信用水平将保持稳定。

附录 1 2019 年末股权结构图



附录 2 2019 年末组织结构图



附录 3 财务指标计算公式

指 标	计 算 公 式
自有资产	总资产-代理买卖证券款-信用交易代理买卖证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-信用交易代理买卖证券款
总债务	短期借款+应付短期融资款+卖出回购金融资产款+拆入资金+融入资金+长期借款+应付债券+交易性金融负债
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和×100%
资本杠杆率	核心净资本/表内外资产总额×100%
流动性覆盖率	(流动性资产/未来 30 日内资金净流出)×100%
净稳定资金率	可用的稳定资金/业务所需的稳定资金×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产×100%
平均净资产收益率	净利润/平均净资产×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+融出资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产-不能快速变现的理财类投资-客户资金存款-客户备付金

附录 4-1 证券公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信证券公司主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：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。各等级含义如下表所示：

级 别	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，有较高违约风险。
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。

附录 4-2 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

联合资信评估有限公司关于 中国银河证券股份有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在中国银河证券股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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，及时提供相关资料。中国银河证券股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对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及外部经营环境等相关信息，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。

联合资信将指派专人及时与中国银河证券股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。