

信用等级公告

联合〔2020〕3543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



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 9 月 8 日

主要数据

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
资产总额(亿元)	2548.15	2513.63	3156.66	3853.46
自有资产(亿元)	1900.28	1946.68	2351.57	2872.24
自有负债(亿元)	1251.41	1283.30	1632.35	2136.44
总债务(亿元)	1132.44	1207.93	1522.09	--
股东权益(亿元)	648.86	663.38	719.22	735.80
净资本(亿元)	507.47	619.19	690.17	676.72
净资本/净资产(%)	80.30	96.10	100.30	96.09
净资本/负债(%)	43.74	52.22	45.69	36.49
净资产/负债(%)	54.46	54.34	45.56	37.97
资产负债率(%)	65.85	65.92	69.42	74.38
风险覆盖率(%)	242.39	320.39	367.00	282.85
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业收入(亿元)	113.44	99.25	170.41	112.14
净利润(亿元)	40.19	29.32	52.50	35.96
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: 1、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

2、2020 年上半年数据未经审计

数据来源: 公司年报、审计报告及 2020 年半年报, 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最强。

优势

- 行业竞争力很强。**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、盈利水平持续位居行业前列,具有很强的行业竞争力。
- 经纪业务竞争优势明显。**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。
- 资产流动性较强。**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. **实际控制人对公司支持力度较大。**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. **盈利稳定性有待增强。**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. **信用类业务未来发展情况保持关注。**公司信用类业务存在部分违约，个别年份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. **外部环境影响情况保持关注。**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，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、该公司信用等级自 2020 年 9 月 8 日至 2021 年 9 月 7 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2020年6月末，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2020年6月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
香港中央结算有限公司	0.70
兰州银行股份有限公司	0.42
其他股东	10.51
合 计	100.00

数据来源：公司 2020 年半年报，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。

截至 2020 年 6 月末，公司资产总额 3853.46 亿元，其中客户资金存款 808.67 亿元；负债总额 3117.66 亿元，其中代理买卖证券款 981.22 亿元；股东权益 735.80 亿元，母公司净资本 676.72 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 112.14 亿元，净利润 35.96 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（见表 2）。

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 累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-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 2 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）	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
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：国家统计局和 wind 数据，联合资信整理

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，但为本次唯一正增长的支出(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%，进一步降低了中小微企业企业的融资成本。

（3）宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修

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

2、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 3,777 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 1,418.69 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 1,054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

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

图1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

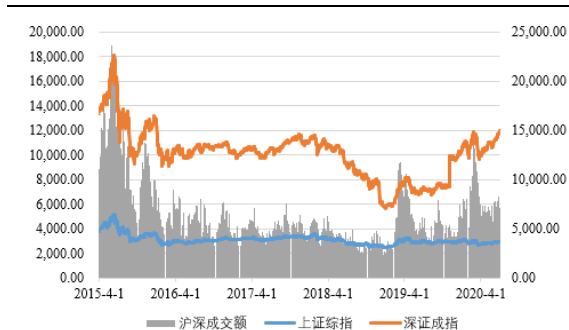
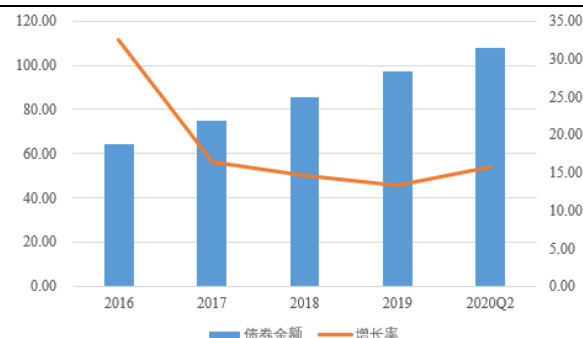


图2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：WIND，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019年6月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7月22日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。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，有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境；全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革也已正式落地，进一步扩大了证券市场规模。

模。

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3 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 3,604.83 亿元和净利润 1,230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

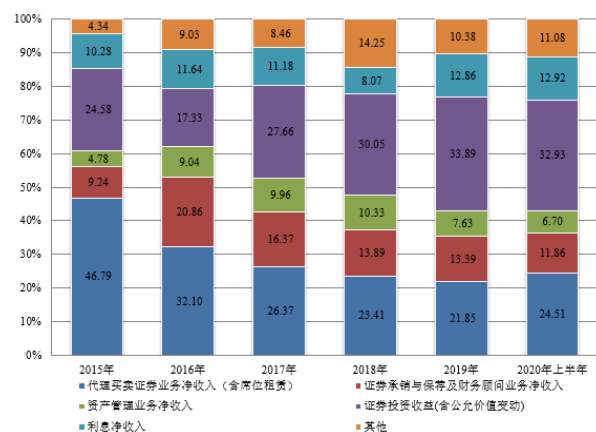
2020 年上半年，随着国内疫情防控落实和复产复工推进，二季度经济增速转正，A 股指数逐步企稳，中小创指数和沪深交易额大幅增长；其中上证综指跌幅 2.15%，深成综指上涨 14.97%，沪深交易额同比增长 28.70%。截至 2020 年 6 月底，134 家证券公司总资产为 8.03 万亿元，较 2019 年底增加 10.61%；净资产为 2.09 万亿元，较 2019 年底增加 3.47%，净资本为 1.67 万亿元，较 2019 年增加 3.09%。2020 年上半年，134 家证券公司中，124 家公司实现盈利，实现营业收入 2,134.04 亿元，实现净利润 831.47 亿元，分别同比增长 19.26%和 24.73%，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 年上半年，经纪业务收入占比小幅增长，连续多年下降后有所回升，其他业务占比变动较小，业务结构稳定。

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年上半年，134家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）523.10亿元，同比增长17.82%。

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2,532.48亿元，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1,027.22亿元。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年上半年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入253.17亿元，同比增长28.10%。

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，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，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1,154.50亿元，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）1,221.60亿元，同比大幅增长52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020年上半年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）702.74亿元，同比增长13.24%。

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年上半年，证券公司实现资产管理业务净收入142.91亿元，同比增长12.24%。

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9,429亿元，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 2 月末，市场质押总股数 5,705.83 亿股，市场质押股数占总股本的 8.41%，分别较 2019 年末进一步下降 1.73% 和 0.17 个百分点；控股股东持股质押比例超过 80% 的上市公司为 467 家，较 2019 年末减少 2 家，高比例质押风险有所化解。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 年上半年，证券公司实现利息净收入 275.66 亿元，同比增长 20.21%。

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、中泰证券和国联证券已实现上市。2020 年以来已有 5 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 3 家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。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 2,354.94 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 4 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，联合资信整理

（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部控制、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。

（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。2020年8月，证监会发布了2020年证券公司分类结果，在参选的98家券商中，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；47家券商被评为A类，数量比2019年增加9家。整体来看，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

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7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，进一步体现合规、审慎导向，支持差异化、专业化发展；本次修改对规模指标有所弱化，进一步强化合规风控导向和专业服务能力导向。

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

智能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。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

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。

截至 2020 年 6 月末，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。公司董事会共有 15 名董事，其中独立董事 4 名，主要负责执行股东大会决议、决定经营计划和投资方案、决定内部管理机构设置等职能；公司监事会由 5 名监事组成，其中外部监事 2 名，主要负责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检查并督促整改。近年来，公司股东大会、董事会及下设专门委员会、监事会均定期召开会议。公司董事长陈共炎先生

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。

公司经营管理层主要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 1 名，以及董事会秘书、合规总监、首席风险官、公司业务总监等。公司总裁陈亮先生毕业于复旦大学，获高级管理人员工商管理硕士学位，曾任宏源证券股份有限公司（以下简称“宏源证券”）乌鲁木齐业务总部总经理、总经理助理、新疆营销经纪中心总经理、经纪业务总部总经理，宏源证券副总经理，宏源期货有限公司董事长，申万宏源集团股份有限公司总经理，申万宏源西部证券有限公司执行董事等职；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。

2. 内部控制

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，能够较好地支撑各项业务的发展。

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。

3. 发展战略

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。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。

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“打造航母券商，建立现代投行”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。

四、主营业务分析

1. 经营概况

公司业务板块较为齐全，综合竞争力较强；受市场行情及业务结构调整等因素影响，营业收入整体略有下降。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，2019年公司净资产、净资本行业分别排名第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，具有很强的行业竞争力和综合财务实力（见表5）。

表5 公司经营业绩排名数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
总资产	8	8	8
净资产	7	8	8
净资本	8	6	5

营业收入	9	12	10
净利润	10	10	9

注：2017 年、2018 年和 2019 年各年末行业证券公司数量分别为 131 家、131 家、133 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（见表6）。2020年以来，公司各项业务板块保持较好发展态势，但需关注资本市场波动以及新冠肺炎疫情对公司经营所产生的影响。

表6 营业收入构成

单位：亿元、%

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	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	43.84	39.10
自营及其他证券交易业务	3.84	3.38	0.63	0.63	40.96	24.04	22.20	19.79
投资银行业务	4.92	4.33	4.88	4.92	4.23	2.48	2.15	1.91
资产管理业务	8.88	7.82	7.90	7.96	6.87	4.03	3.27	2.92
私募股权投资及另类投资	1.66	1.47	-0.32	-0.32	--	--	1.81	1.61
境外业务	3.46	3.05	3.69	3.72	10.77	6.32	8.30	7.40
期货经纪	8.36	7.37	15.32	15.44	35.22	20.67	31.58	28.16
其他	1.25	1.10	1.35	1.36	4.90	2.88	3.02	2.70
抵消	-6.50	-5.73	-9.11	-9.18	-9.92	-5.82	-4.03	-3.59
营业收入合计	113.44	100.00	99.25	100.00	170.41	100.00	112.14	100.00

数据来源：公司年报及提供资料，联合资信整理

2. 业务经营分析

(1) 经纪业务

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。

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的影响较大，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，2019 年公司证券经纪业务收入排在行业第 3 位，经纪业务整体市场竞争力较强。2019 年，公司实现手续费及佣金净收入 45.51 亿元，其中代理买卖证券佣金净收入 38.52 亿元（见表 7）。

表 7 公司经纪业务佣金收入情况 单位：亿元

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
手续费及佣金净收入	43.95	34.64	45.51	36.80
其中：代理买卖证券佣金净收入	38.64	27.39	38.52	30.54

数据来源：公司提供，联合资信整理

2020 年上半年，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，公司不断推进财富管理转型，同时稳步推进金融产品代销、私募综合服务业务的开展。2020 年

1—6 月，公司实现经纪业务手续费净收入 36.80 亿元，同比增长 20.24%，占营业收入的 32.81%，占比有所下降。

(2) 信用类业务

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8）。

表8 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
融资融券业务				
融资融券余额	600.64	446.32	587.21	602.96
融资融券利息收入	41.97	40.02	37.80	19.41
股票质押业务				
股票质押业务待回购余额	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
约定回购业务				
约定式回购业务余额	0.13	3.22	2.04	2.17
约定式回购利息收入	0.01	0.09	0.45	0.07

数据来源：公司年报及提供资料，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配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2020年6月末，公司股票质押业务涉及4笔违约项目，待回收金额分别为0.33亿元、0.29亿元、2.64亿元和16亿元。同期，公司针对融资融券业务共计提减值准备1.58亿元，计提比例0.13%；证券回购业务计提减值准备3.59万元，计提比例1.38%。

(3) 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，整体行业竞争力一般。

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，2020年6月末投行团队（合并口径）人员356人，其中保荐代表人36人，准保荐代表人40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，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（见表9）。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9 公司投行业务主承销情况

单位：亿元、个

		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	项目	数量	金额	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	1	17.91
	增发	1	25.56	1	46.12	7	79.87	0	0.00
	配股	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	19.62
	小计	4	37.88	3	64.70	8	90.37	2	37.53
债权类	小计	98	714.81	338	914.96	570	719.10	322	469.22
	合计	102	752.69	341	979.66	578	809.47	324	506.75

数据来源：公司提供及提供资料，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。

2020 年上半年，公司坚持“全员承揽、全照经营、全面协同、全程风控”的原则不断拓展业务规模；对受新冠肺炎疫情影响较大地区及企业的扶持力度不断加大；密切跟踪科创板相关政策，加强股权融资项目储备，提高项目承揽承做标准和综合服务能力；强化债券融资品种设计能力，加快推进扶贫债券项目进程，支持小微企业融资。2020 年 1—6 月，公司实现 1 单 IPO 项目过会，完成 1 单股权再融资项目，承销债券 332 只，债券承销人民币 469.22 亿元；实现投资银行业务手续费净收入 2.85 亿元，较上年同期增长 11.17%，占营业收入的 2.54%，整体投资银行业务发展态势较为稳健。

(4) 自营业务

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。

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 10 公司证券自营业务投资结构

单位：亿元

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
投资规模	712.50	924.77	1214.37	1564.87
其中：债券	357.43	588.82	768.24	1166.75
股票	96.90	57.66	58.03	94.48
基金	83.05	127.67	107.00	92.65
其他	175.12	150.63	281.10	210.99
投资损益合计	22.56	9.43	49.08	29.54

注：投资损益合计=投资收益+公允价值变动损益

数据来源：公司审计报告及提供资料，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（见表 10），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。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。

2020年二季度，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；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，总体投资资产规模保持稳步增长。截至2020年6月末，公司投资资产余额为1564.87

亿元，较上年末持续增加，主要是持有的债券资产较快增长所致。2020年1—6月，公司投资收益与公允价值变动之和为29.54亿元，较上年同期增长39.60%，主要得益于市场行情的回暖以及投资资产配置力度加大。

(5) 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。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11），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

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)。

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。2017—2019 年，银河证券资

产管理业务收入行业排名分别为第 14 位、第 9 位和第 14 位，资管业务在行业竞争力较强。

表 11 资产管理业务情况

单位：亿元

项 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	余额	净收入	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	509.04	2.53
定向资管	2895.58	1.24	2001.07	1.45	1532.78	0.88	1330.90	0.48
专项资管	98.47	0.09	74.60	0.12	48.64	0.06	23.80	0.03
合 计	3375.32	6.83	2555.47	7.27	2133.25	6.33	1863.75	3.04

数据来源：公司年报及提供资料，联合资信整理

2020 年上半年，随着资管新规及配套细则实施的逐步深入，证券公司继续推进业务转型、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，主动管理规模占比继续上升，总体受托资产管理业务规模有所下降。截至 2020 年 6 月末，公司受托资产管理规模 1863.75 亿元，较上年末下降 12.63%；其中定向资产管理业务受托规模 1330.90 亿元，占比为 71.41%。2020 年 1—6 月，公司实现资产管理业务手续费净收入 3.09 亿元，较上年同期下降 5.11%，占营业收入的 2.76%。

(6) 控股子公司

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。

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。

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。

五、风险管理分析

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。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/兼职的风险管理人员和合规管理人员，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。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。

2. 信用风险管理

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。

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2020年6月末，公司持有的债券主要为利外部评级AA⁺及以上的信用债产品，发行人以央企、国企为主，且尚未有债券违约。截至2020年6月末，公司融资融券业务存量负债客户平均维持担保比例为275%，股票质押回购交易负债客户平均履约保障比例为323%。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。

3. 流动性风险管理

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。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2020年6月末，公司已获得授信额度4030.75亿元，已使用额度1091.25亿元；流动性覆盖率256.27%，净稳定资金率131.16%，流动性指标良好。

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。

六、财务分析

公司提供了2017—2019年及2020年上半年合并财务报表。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。2020年上半年财务报表由安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审阅。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

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因素对利润的影响需关注，未来收入水平存在一定不确定性。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12）。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12 公司营业收入情况

单位：亿元、%

项 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 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	60.85	53.64	48.05	48.41	57.73	33.88	36.80	32.81
其中：经纪业务手续费净收入	43.95	38.74	34.64	34.90	45.51	26.71	30.54	27.24
投资银行业务手续费净收入	5.57	4.91	5.31	5.35	4.80	2.82	2.73	2.43
资产管理业务手续费净收入	6.93	6.11	7.47	7.52	6.34	3.72	3.09	2.76
利息净收入	29.86	26.33	34.45	34.71	34.92	20.49	19.44	17.34
投资收益	24.80	21.86	-6.13	-6.17	32.52	19.08	27.49	24.52
公允价值变动收益	-2.24	-1.97	15.56	15.68	16.56	9.72	2.05	1.83
汇兑收益	-0.10	-0.09	-0.09	-0.09	0.22	0.13	0.18	0.16
其他业务收入	0.21	0.19	7.35	7.40	27.90	16.37	25.98	23.16
其他收益	0.04	0.04	0.05	0.05	0.58	0.34	0.21	0.19

资产处置收益	0.01	0.01	0.01	0.01	-0.02	-0.01	0.00	0.00
营业收入合计	113.44	100.00	99.25	100.00	170.41	100.00	112.14	100.00

数据来源：公司审计报告及半年报，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。

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 13）。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 13 公司营业支出情况

单位：亿元、%

项 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金 额	占 比	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	0.63	0.95
业务及管理费	57.09	87.90	50.46	80.70	69.55	68.24	37.97	57.72
资产减值损失	6.82	10.50	0.00	0.00	0.02	0.02	0.09	0.14
信用减值损失	0.00	0.00	4.08	6.53	4.08	4.01	0.50	0.76
其他业务成本	0.00	0.00	6.96	11.13	27.02	26.51	26.59	40.42
营业支出合计	64.96	100.00	62.53	100.00	101.92	100.00	65.77	100.00

数据来源：公司审计报告及半年报，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14)。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14 公司盈利情况 单位:亿元、%

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—6月
净利润	40.19	29.32	52.50	35.96
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:公司审计报告及半年报,联合资信整理

2020年1—6月,公司实现营业收入112.14亿元,同比增长52.20%,主要是由于手续费及佣金净收入、利息净收入和投资收益的较为明显增长所致。从收入结构情况来看,2020年1—6月,公司实现手续费及佣金净收入36.80亿元,占营业收入的32.81%;投资收益27.49亿元,占营业收入的24.52%;其他业务收入25.98亿元,占营业收入的23.16%。从营业支出情况来看,2020年1—6月,公司实现营业支出65.77亿元,同比增长65.62%,主要是由于公司职工薪酬的增加以及子公司仓单业务成本的增加导致其他业务成本本年增加所致。2020年,公司实现净利润35.96亿元。

2. 杠杆与资本充足性

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,以净资本为核心的各项风险控制指标均优于监管标准,资本实力强。

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15)。

表15 公司风险控制指标 单位:亿元、%

项 目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年 6月末
净资本	507.47	619.19	690.17	676.72
净资产	631.95	644.35	688.13	704.27
净资本/净资产	80.30	96.10	100.30	96.09
净资本/负债	43.74	52.22	45.69	36.49
净资产/负债	54.46	54.34	45.56	37.97
风险覆盖率	242.39	320.39	367.00	282.85
资本杠杆率	29.38	29.31	25.42	21.81
流动性覆盖率	171.61	312.02	307.93	256.27
净稳定资金率	124.93	144.27	125.88	131.16

注:上表数据为母公司口径

数据来源:公司年度及半年报,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16),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，公司净资本/自有负债和净资产/自有负债分别为 42.28% 和 42.16%。

表 16 公司负债情况 单位：亿元

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
自有负债	1251.41	1283.30	1632.35	2136.44
其中：卖出回购金融资产款	187.16	280.60	548.56	751.89
次级债	60.99	166.36	308.07	291.56
应付公司债券	509.40	530.93	268.58	261.58
应付短期融资款项	283.28	67.60	176.60	323.45
非自有负债	647.87	566.95	805.09	981.22
其中：代理买卖证券款	647.87	566.95	805.09	981.22
负债总额	1899.29	1850.25	2437.44	3117.66

数据来源：公司审计报告及半年报，联合资信整理

2020 年以来，公司通过非公开发行 50 亿元次级债券的方式进一步补充资本。截至 2020 年 6 月末，母公司净资本/净资产为 96.09%，风险覆盖率 282.85%，风险覆盖率有所下降，但其资本充足水平仍处于较好水平，抗风险能力强。同期，随着卖出回购金融资产款和短期融资款项的增长，公司自有负债规模保持增长，财务杠杆水平小幅上升。截至 2020 年 6 月末，公司净资本/负债和净资产/负债分别为 36.49% 和 37.97%。

3. 流动性

公司资产流动性较好。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 17），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。

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 17 公司资产情况 单位：亿元

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
自有资产	1900.28	1946.68	2351.57	2872.24
其中：可快速变现资产	1585.12	1719.60	1906.57	2237.49
非自有资产	647.87	566.95	805.09	981.22
其中：客户资金存款	507.77	425.29	602.82	808.67
客户备付金	115.04	116.24	94.85	108.93
资产总额	2548.15	2513.63	3156.66	3853.46

数据来源：公司审计报告及半年报，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 18）。

表 18 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：公司审计报告及半年报，联合资信整理

4. 偿债能力

公司偿债能力较强。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 19）。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。此外，汇金公司作为公司的实际控制人，能够在资金方面提供较大支持，公司整体偿债能力较强。

表 19 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

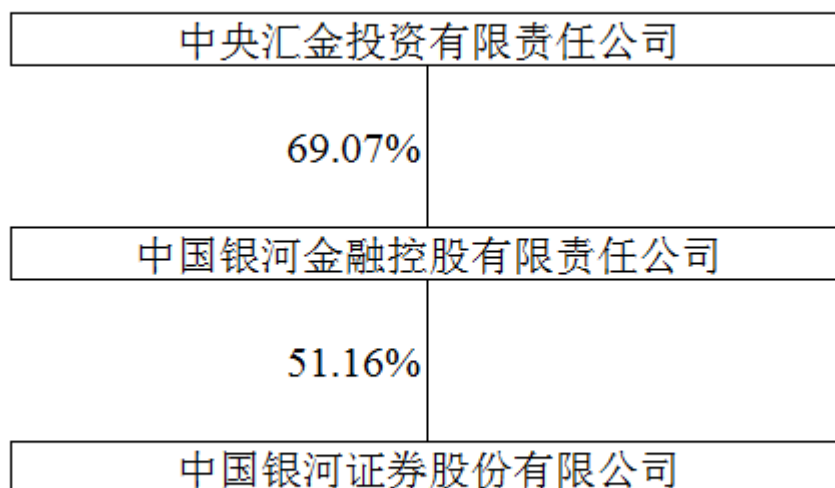
数据来源：公司审计报告及半年报，联合资信整理

截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率为 74.38%，较上年末有所上升。

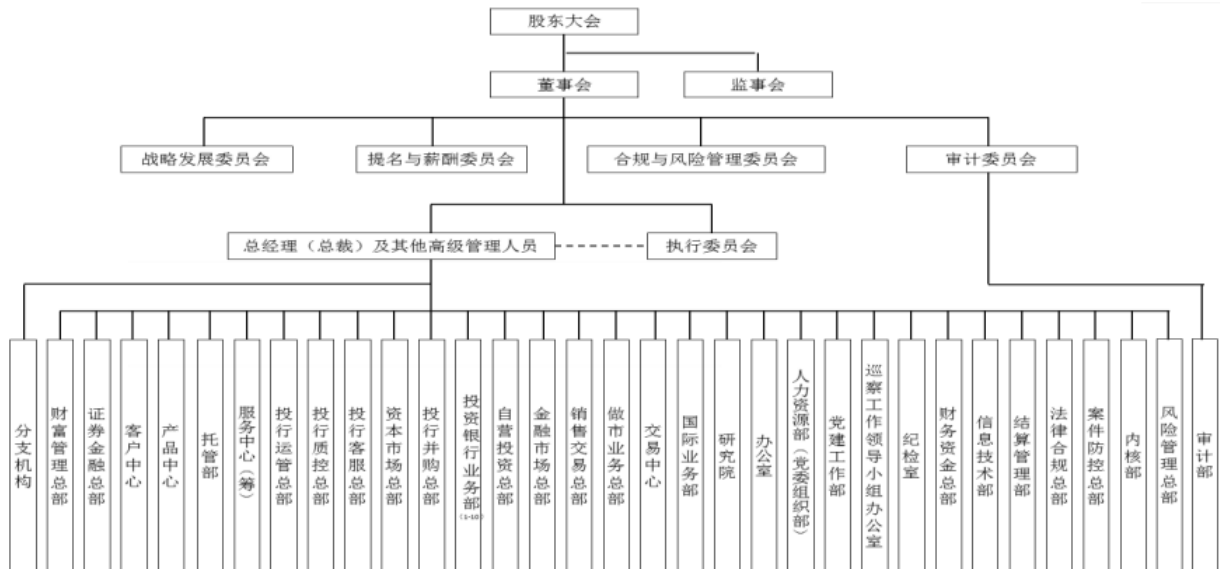
七、结论

综合上述对公司的公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时期内公司信用水平将保持稳定。

附录 1 2020 年 6 月末股权结构图



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。