

信用评级公告

联合〔2021〕724号

联合资信评估股份有限公司通过对兴业证券股份有限公司及其拟发行的 2021 年度第二期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估，确定兴业证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，兴业证券股份有限公司 2021 年度第二期短期融资券信用等级为 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

二〇二一年一月二十九日



兴业证券股份有限公司

2021年度第二期短期融资券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期短期融资券信用等级：A-1

评级展望：稳定

债项概况：

本期短期融资券发行规模：30.00 亿元

本期短期融资券期限：91 天

偿还方式：到期时一次性还本付息

募集资金用途：主要用于满足公司流动性需求，补充公司流动性资金及相关法律法规未禁止的其他资金用途

评级时间：2021 年 1 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	1
			业务经营分析	1
			未来发展	2
财务风险	BT	偿付能力	盈利能力	3
			资本充足性	1
			杠杆水平	2
			资金来源与流动性	1
调整后的信用水平				调整后的级
—				—

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对兴业证券股份有限公司（以下简称“公司”或“兴业证券”）的评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司，近年来保持很强的竞争优势，其投研实力较强，并且在福建地区具有很强的区域竞争力，债券承销及资产管理业务板块发展态势良好；2018—2020 年，公司分类评级均为 A 级，内控水平较好；目前，公司资本实力很强，资产流动性好，资本较充足。同时，联合资信也关注到经济周期波动、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。另外，公司股票质押业务出现违约情况，未来回收情况以及可能继续出现损失的风险值得关注。

随着公司各项业务的稳步推进，未来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短期融资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，本期短期融资券还本付息能力最强，安全性最高。

优势

1. 股东背景很强，能够对公司形成有力支持。公司作为福建省最大的全国性综合类证券公司，实际控制人福建省财政厅能够在资金、业务转型与发展等方面给予公司较大支持。
2. 区域及综合竞争力很强，内控水平较好。近年来公司保持着较强的区域竞争力；债券承销及资产管理业务主动管理发展态势良好。2018—2020 年公司分类评级均为 A 级，内控水平较好。
3. 资本实力很强，资产流动性好。公司资本实力强，资本充足性较好；优质流动资产占比较大，资产流动性好。

关注

1. 公司经营易受运营环境变化的影响。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带来的不利影响。
2. 股票质押业务存在一定信用风险。公司股票质押业务出现违约情况，未来回收情况以及可能继续出现损失的风

分析师：刘嘉

卢芮欣

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

险需要关注。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2017年	2018年	2019年	2020年 1-9月
自有资产(亿元)	1264.47	1263.98	1325.77	/
自有负债(亿元)	905.69	910.90	955.34	/
所有者权益(亿元)	358.78	353.08	370.44	399.52
优质流动性资产/总资产(%)	23.64	22.49	27.10	20.10
自有资产负债率(%)	71.63	72.07	72.06	/
营业收入(亿元)	88.20	64.99	142.50	134.96
利润总额(亿元)	32.88	6.53	26.30	46.83
营业利润率(%)	35.71	10.25	18.67	34.75
净资产收益率(%)	7.51	1.62	5.29	9.19
净资产(亿元)	345.16	305.61	262.05	275.69
风险覆盖率(%)	206.30	241.30	223.71	262.48
资本杠杆率(%)	21.13	20.47	19.84	19.91
短期债务(亿元)	384.25	341.83	425.04	383.91
全部债务(亿元)	849.55	856.46	908.78	833.24
EBITDA/本期发债规模(倍)	2.24	1.63	2.10	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；2. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径；3. 公司2020年1-9月财务报表未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/1/13	刘嘉、卢芮欣	证券公司行业信用评级方法 V3.1.202011 证券公司主体信用评级模型（打分表） V3.1.202011	阅读全文
AAA	稳定	2013/3/15	杨杰、赖金昌、陈瑞	证券公司(债券)资信评级（2003年）	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编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由兴业证券股份有限公司（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次（期）债项，有效期为本次（期）债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

兴业证券股份有限公司

2021 年度第二期短期融资券信用评级报告

一、主体概况

兴业证券股份有限公司（以下简称“兴业证券”或“公司”）的前身是 1991 年 10 月设立的福建兴业银行证券业务部。1994 年 4 月，经中国人民银行银复〔1994〕160 号文《关于成立福建兴业证券公司的批复》批准，在福建兴业银行证券业务部的基础上，改组设立福建兴业证券公司，为福建兴业银行全资子公司，注册资本金为 1 亿元。1999 年 8 月，经中国证券监督管理委员会证监机构字〔1999〕73 号文《关于福建兴业证券公司与福建兴业银行脱钩及增资扩股方案的批复》批准，公司与福建兴业银行脱钩，进行改制及增资扩股；同年 12 月，公司更名为现名。2010 年，经中国证监会证监许可〔2010〕1240 号《关于核准兴业证券股份有限公司首次公开发行股票批复》核准，公司向公众公开发行人民币普通股 2.63 亿股，发行后公司注册资本总额为人民币 22 亿元。2010 年 10 月 13 日，公司股票在上海证券交易所挂牌上市，证券简称“兴业证券”，证券代码“601377.SH”。后经历次增资扩股，截至 2020 年 9 月末，公司注册资本 66.97 亿元，其中福建省财政厅持股比例为 20.27%，第二大股东为福建省国资委的全资子公司，其他股东持股比例较为分散。福建省财政厅为公司控股股东及实际控制人。

截至 2020 年 12 月 31 日，公司无限售股份质押数量为 10.38 万股，质押比例很低。

公司经营范围：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，证券资产管理，融资融券，代销金融产品，证券投资基金销售，为期货公司提供中间介绍业务，证券投资基金托管，中国证监会批准的其他证券业务。¹

表 1 截至 2020 年 9 月末公司前五大股东及持股情况

股东	持股比例（%）
福建省财政厅	20.27
福建省投资开发集团有限责任公司	7.98
上海申新（集团）有限公司	3.14
中国证券金融股份有限公司	2.96
华域汽车系统股份有限公司	2.42
合计	36.77

资料来源：公司提供

截至 2020 年 9 月末，公司设有 24 个部门（组织结构图见附件 1）、91 家境内分公司、143 家证券营业部，并控股兴证全球基金管理有限公司（以下简称“兴证基金”）、兴证期货有限公司（以下简称“兴证期货”）、福州兴证物业管理有限公司、兴证创新资本管理有限公司、兴证证券资产管理有限公司（以下简称“兴证资管”）、兴证投资管理有限公司和兴证（香港）金融控股有限公司（以下简称“兴证香港”）等 7 家子公司，参股 5 家公司。截至 2020 年 6 月末，公司合并口径共有员工 8311 人。

截至 2019 年末，公司资产总额 1705.75 亿元，其中客户资金存款 255.37 亿元，客户备付金 58.17 亿元；负债合计 1335.31 亿元，其中代理买卖证券款 346.05 亿元；所有者权益合计 370.44 亿元，母公司口径净资产 262.05 亿元；2019 年，公司实现营业总收入 142.50 亿元，利润总额 26.30 亿元，净利润 19.15 亿元；经营活动现金流净额 183.44 亿元，现金及现金等价物净增加额 206.23 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司资产总额 1768.22 亿元，其中客户资金存款 324.58 亿元，客户备付金 64.94 亿元；负债合计 1368.70 亿元，其中代理买卖证券款 428.93 亿元；所有者权益合计 399.52 亿元，母公司口径净资产 275.69 亿元；

公司及其一致行动人福建省融资担保有限责任公司分别计划减持不超过 1.50% 和 0.45% 的公司股份。截至 2020 年 12 月 11 日，福建省投资开发集团有限责任公司和福建省融资担保有限责任公司分别持有公司 7.42% 和 1.36% 股份，已分别减持 0.45% 和 0.45%。减持计划已实施过半。

¹ 根据 8 月 22 日公告，公司第二大股东福建省投资开发集团有限责任公司

2020年1-9月，公司实现营业总收入134.96亿元，利润总额46.83亿元，净利润35.37亿元；经营活动现金流净额47.46亿元，现金及现金等价物净增加额22.63亿元。

公司注册地址：福建省福州市湖东路268号；法定代表人：杨华辉。

二、本期短期融资券概况

公司拟在不超过207.00亿元的注册额度内分期发行短期融资券。截至本报告出具日，公司已发行且尚在存续期内的短期融资券合计75.00亿元。

本期短期融资券全称为“兴业证券股份有限公司2021年度第二期短期融资券”，发行规模为30.00亿元；期限为91天；每张票面金额为100元，按面值平价发行。本期短期融资券采用固定利率，发行利率通过簿记建档集中配售方式决定，在存续期内利率不变；采用单利按年计息，不计复利；到期时一次性还本付息。本期短期融资券由主承销商组织承销团成员，通过簿记建档集中配售的方式，在全国银行间债券市场公开发行。

本期短期融资券主要用于满足公司流动性需求，补充公司流动性资金及相关法律法规未禁止的其他资金用途。

本期短期融资券无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。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较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%，全面实现正增长。

表2 2017-2019年及2020年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP(万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP增速(%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速(%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速(%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速(%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速(%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速(%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI增幅(%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI增幅(%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率(%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速(%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速(%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数。

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020年三季度，消费支出对GDP增速拉动由二季度的-2.35%回升4.06个百分点至1.71%，净出口对GDP增速拉动由二季度的0.53%上升至0.64%，投资对GDP增速拉动由二季度的5.01%下降至2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020年前三季度，社会消费品零售总额同比下降7.2%，降幅比上半年收窄4.2个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020年前三季度，全国固定资产投资同比增长0.8%，实现年内首次转正，而1—8月份、上半年和一季度投资分别同比下降0.3%、3.1%和16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长0.2%，上半年为同比下降2.7%；制造业投资同比下降6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长5.6%，上半年为同比增长1.9%。进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020年前三季度我国货物贸易进出口总值3.3万亿美元，比去年同期下降1.8%。其中，出口1.8万亿美元，同比下降0.8%；进口1.5万亿美元，同比下降3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至2020年9月下旬，有73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较6月中旬上升4.8个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9月，规模以上工业增加值累计同比增长1.2%；分季度看，一季度下降8.4%，二季度增长4.4%，三

季度增长5.8%。1—9月工业企业利润总额同比下降2.4%，较1—3月下降36.7%、1—6月下降12.8%的降幅大幅收窄。

CPI涨幅回落，PPI降幅收窄。2020年前三季度，CPI累计同比上涨3.3%，涨幅较上半年回落0.5个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI累计同比下降2.0%，降幅较上半年扩大0.1个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2增速有所回落。2020年9月末，社会融资规模存量280.1万亿元，较上年同期增长13.5%，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，前三季度累计新增社会融资规模29.6万亿元，比上年同期多增9.0万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为11.1万亿元、9.8万亿元和8.8万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9月末M2余额216.4万亿元，较上年同期增长10.9%，较6月末增速（11.1%）略有下降。同期M1余额60.2万亿元，较上年同期增长8.1%，较6月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降，收支缺口更趋扩大。2020年前三季度，全国一般公共预算收入14.1万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元，同比下降1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6万亿元）、卫生健康支出（1.4

万亿元)、农林水支出(1.6 万亿元)和债务付息支出(7351.0 亿元)为正增长,其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元,较二季度缺口(2.0 万亿元)继续扩大,主要是受到疫情冲击,财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓,城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度,在服务业和制造业逐步恢复,中小微企业经营持续改善的作用下,就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%,较 6 月(5.7%)略有回落,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,总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度,城镇居民人均可支配收入 3.3 万元,比上年同期名义增长 2.8%,名义增速比上年回升 1.3 个百分点;扣除价格因素的实际增速为-0.3%,降幅较上半年(2.0%)大幅收窄,为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展,以“六稳”“六保”为中心,促进经济恢复,逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费,增加有效投资。2020 年前三季度,全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中,新增减税降费 1.37 亿元,翘尾新增减税降费 7265 亿元,对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度,全国累计发行国债 4.80 万亿元,较上年同期(2.99 万亿元)大幅增长;发行地方政府债券 5.68 万亿元,较上年同期(4.18 万亿元)增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建,增加有效投资,增加其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。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,截至 2020 年 9 月底,在实行直达管理的 1.70

万亿元资金中,各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位,形成实际支出 1.02 万亿元,占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归,融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向,引导资金更多的流向实体经济,有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用,提高政策的直达性,强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元,开展中期借贷便利 MLF 操作,净投放中期流动性 4100 亿元,满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作,对冲季节性因素和政府债券发行等因素,维护短期流动性平稳。利率方面,前四个月在政策推动下贷款利率明显下行,5 月以来,随着疫情得到有效控制,国内经济复苏态势良好,央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定,债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%,较 6 月(分别为 4.14%、5.11%和 4.04%)均明显回升。

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。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议(以下简称“会议”)认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性及不确定性较大,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。在此政策导向下,未来财政政策将更加积极有为,注重实效,保障重大项目建设资金,注重质量和

效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，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；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

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，债券市场规模保持增长但违约事件不断发生。

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

上交所和深交所共实际募集资金1.53万亿元，同比增长26.57%，共完成IPO为203家，增发248家、配股9家，优先股6家，可转债和可交债分别106家和62家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断

增加,整体利率水平波动下降,信用债市场有所分化,高等级债券受到追捧。2016年,受益于降准降息的政策,债市呈现牛市行情;2017年,在严监管和“降杠杆”政策下,债券市场有所调整;2018年下半年以来,定向降准配合积极财政政策使债市出现分化,地方债和高等级债券认购资金充裕,同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019年以来,债券市场违约常态化,利率延续下降趋势,债券市场规模逐年增长。根据 Wind,截至 2019 年底,债券余额为 97.11 万亿元,较 2018 年底增长 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。

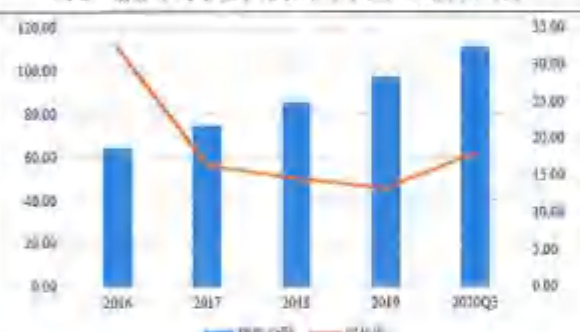
衍生品市场方面,根据中国期货业协会统计数据,2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元,同比增长 37.85%。其中,中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元,同比增长 166.52%,占全国市场份额 23.96%。

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 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, 证监会撤销了上海华信证券有限责任公司的全部业务许可, 并进行行政清理, 期间委托国泰君安证券股份有限公司实施托管。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 年底增长 15.97%; 净资产为 2.02 万亿元, 较 2018 年底增长 6.88%; 净资本为 1.62 万亿元, 较 2018 年底增长 3.18%, 资本实力保持稳定。2019 年, 133 家证券公司全年实现营业收入 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, 其中有 120 家公司实现盈利。

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%, 深成指涨幅 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 年底增长 18.04%; 净资产为 2.24 万亿元, 较 2019 年底增长 10.89%, 净资本为 1.79 万亿元, 较 2019 年底增长 10.49%。2020 年前三季度, 135 家证券公司实现营业收

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, 其中有 126 家公司实现盈利。

2. 行业政策

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

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

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

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

2019 年 7 月, 证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施<证券公司股权管理规定>有关问题的规定》, 并重启内资证券公司设

立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

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

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

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

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

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家

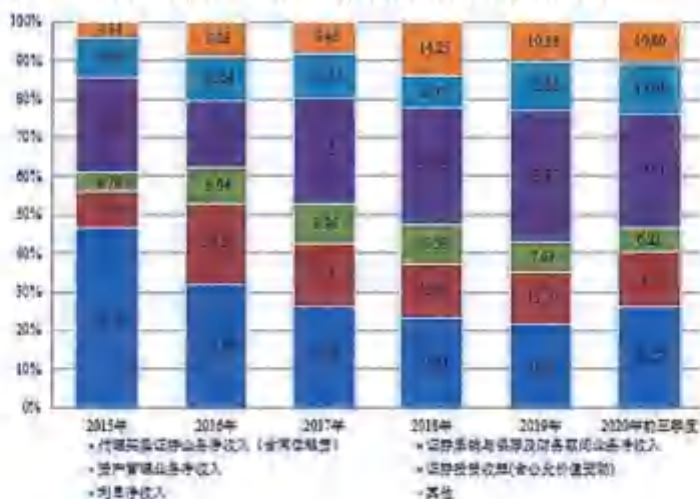
证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

3. 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；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，自营业务收入占比升至30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019年，受股票市场回暖，交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。2020年前三季度，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,增员投入人员、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

43.94%。

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 51.72%。

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%。

同时，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 年的 9 家大幅增加，违约金额达 1154.50

亿元，系 2017 年违约金额的 3.42 倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续 2018 年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长。同时，2019 年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。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，同比增长 15.35%。

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 11.54%。

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 股总市值的 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的比重为 6.21%，较年初下降 1.46 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%，2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 28.27%。

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。

4. 市场竞争

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

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。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 7 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 4 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。截至 2020 年 12 月末，中国内地外资控股证券公司已达 8 家，其中四家为新设立合资证券公司（野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司），另外 4 家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司（瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、

高盛高华证券有限责任公司)。此外,证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券2家国内券商,行业对外开放程度逐渐提高,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。2020年7月,证监会提出,鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其

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

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

5. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险,主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险,主要包括价格风险,利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合

策略,设定投资限额和风险集中度指标,对投资、承销、资产管理等活动进行监控,通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用VaR、DV01等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量,并采用压力测试方法对极端情况

下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018—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制制、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，如今的证券市场对于证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要

风险。

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

6. 未来动向

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

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。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对2021年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关合规、风险事件的发生需保持关注。

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

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里

云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助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，证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”，于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月末，公司注册资本和实收资本均为66.97亿元，其中福建省财政厅持股比例为20.27%，第二大股东为福建省国资委的全资子公司，其他股东持股比例较为分散。福建省财政厅为公司控股股东及实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司作为全国性综合类上市证券公司，具有很强的经营实力。

公司是全国性综合类证券公司之一，各项业务牌照齐全，具备较为完整的证券业务板块：控股期货公司、基金公司、直投公司等，呈现出综合化经营发展的业务模式。截至2020年9月末，公司注册资本为66.97亿元，净资产275.69亿元，资产总额1768.22亿元，根据证券业协会发布的2019年度证券公司经营业绩排名中，公司净资产排名行业第15位，资本实力行

业排名靠前。公司业务网点遍布全国，截至2020年9月末公司共设有143家营业网点（不含分公司）；其中福建64家，福建省内具备较强网点优势。

根据证券业协会公布的2017—2019年证券公司经营业绩排名情况，公司多项经营业绩指标均排在行业20位左右，综合竞争力强。2018—2020年公司分类评价均为A级，公司合规及内控情况较好。

表5 公司2017—2019年主要业绩排名（单位：名）

项目	2017年	2018年	2019年
净资产	12	15	15
营业收入	14	19	15
证券经纪业务收入	18	18	19
客户资产管理业务收入	21	25	24
投资银行业务收入	14	15	22
融资类业务收入	14	14	18
证券投资收入	6	11	/

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. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工岗位构成较为合理，能够满足日常经营需求。

截至2020年9月末，公司高级管理人员6人，其中非董事高级管理人员4名，1名非董事高管兼任合规总监及董事会秘书。公司总裁主持经营管理工作，对董事会负责。公司高级管理人员学历背景较高，拥有丰富的金融监管或金融行业经营管理经验。

公司董事长杨华辉先生，1966年出生，经济学博士，高级经济师。历任兴业银行上海分行党委委员、副行长，兴业银行杭州分行党委书记、行长，联华国际信托有限公司党委书记、董事长，代理总裁，兴业国际信托有限公司党委书记、董事长。现任公司党委书记、董事长，兼任兴证（香港）金融控股有限公司董事会主席、兴证国际控股有限公司董事会主席。

公司总裁刘志辉先生，1969年出生，硕士研究生，国际商务师。曾任福建省政府办公厅

科员、副主任科员、主任科员，福建证监局机构处、上市处、稽查处主任科员、副处长、处长。现任公司党委副书记、董事、总裁，兼任兴证（香港）金融控股有限公司董事会副主席。

截至2019年末，公司在职员工合计8334人。从学历构成来看，硕士及以上学历2470人，占比29.64%；本科学历5495人，占比65.93%；大专及以下369人，占比4.43%。

4. 外部支持

公司控股股东及实际控制人均为福建省财政厅，能够在资金、业务转型与发展等方面给予公司较大支持。

近年来福建省财政总收入保持较快增长水平，2019年福建省GDP总量4.24万亿元，在28个省市排名中位列第8位；GDP增速7.6%，高于全国1.5个百分点，福建省经济发展总体高于全国平均水平。公司所在经营环境较好且在福建省内保持了较强的区域竞争力。公司控股股东和实际控制人均为福建省财政厅，能够在资金、业务转型与发展等方面给予公司较大支持。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91350000158159898D），截至2020年12月30日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

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

截至2020年9月末，公司（母公司）获得银行授信额度超过1500亿元，已使用额度约283亿元；兴证期货获得银行授信额度5亿元，尚未使用。兴证（香港）金控获得银行授信额度90亿港元，已使用额度为58亿港元，融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了较为完善的治理架构，治理机制运行良好，各治理主体能够有效履行各自的职责。

公司按照《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》《证券公司监督管理条例》《证券公司股权管理规定》《上市公司章程指引》等法律法规及有关规定，不断完善公司治理结构，建立健全内部管理和控制制度，以进一步规范公司运作，提高公司治理水平。公司经营决策体系由股东大会、董事会、监事会和其他高级管理人员组成。

股东大会是公司的权力机构。公司按照《公司法》和《公司章程》的要求，召集、召开股东大会，表决程序和决议内容符合相关要求。近年来，公司股东大会表决通过了有关修改公司章程、选举新一届董事会董事、开展证券基金托管业务、发行债券等议案，确保股东享有充分的知情权、参与权和决策权。

董事会是公司的决策机构，下设四个专门委员会，分别是战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、风险控制委员会。公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3名。2017年由于董事会换届，因此经营管理层出现了一定的变动，2018和2019年较为稳定。公司审计委员会中独立董事占多数且由独立董事担任召集人。近年来，公司董事会会议审议通过发展战略规划、年度工作报告、内部控制评价报告以及发行债券等议案。

监事会是公司的内部监督机构，向股东大会负责。公司监事会由5名监事组成，其中职工监事2名；2017—2019年除正常换届外，公司监事会成员较为稳定。近年来，公司监事会审议通过了年度工作报告、变更股东监事等议案，监事会还通过列席董事会和管理层会议、对分支机构进行现场调研等形式履行监督职能。

公司设立党委，党委书记、董事长由一人担任，符合条件的党委成员可以通过法定程序

进入董事会、监事会和高级管理层。

2、管理水平

公司内部控制体系比较健全，内控管理制度与流程运作有效，2018—2020年分类评价均为A级。

公司依据《证券法》《公司法》《企业内部控制基本规范》及其配套指引，《证券公司内部控制指引》以及《会计法》《企业会计准则》建立财务报告内部控制。公司内部控制的目的是合理保证经营管理合法合规、资产安全、财务报告及相关信息真实完整、提高经营效率和效果、促进实现发展战略。

公司根据《企业内部控制基本规范》及其配套指引、《证券公司内部控制指引》以及《上海证券交易所上市公司内部控制指引》等相关规定，按照内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、内部监督等内部控制五要素，结合公司实际情况，持续完善覆盖董事会、监事会、管理层与全体员工各层级，贯穿决策、执行与监督各环节，涵盖公司及所属单位各种业务和管理事项的与公司业务性质、规模和复杂程度相适应的内部控制体系，为公司经营管理的合法合规、资产安全、财务报告及相关信息的真实完整、提高经营效率和效果、促进公司实现发展战略提供合理保障。

作为上市公司，公司建立了年度内部控制评价报告披露制度，内部控制评价的范围涵盖了公司总部及其分支机构、主要控股子公司的主要业务。近年来，公司通过实施审计项目、合规检查、年度内控评价与合规管理有效性评估等工作，对公司内部控制制度的建设与执行情况进行监督检查，对发现的问题及时推进整改，促进公司内控制度执行力的提高。根据公司公告的内部控制审计报告，2017—2019年审计机构均认为公司按照《企业内部控制基本规范》和相关规定在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制，总体看公司内部控制机制运行良好。

2018—2020年公司在证监会分类评价

结果均为A级。

2017年公司因作为闽西兴杭国有资产投资经营有限公司项目等项目受托管理人，未完全履行受托管理人职责被中国证券业协会采取警示的自律管理措施；因广西分公司未按规定保存、报送开具发票的数据，被南宁市青秀区国家税务局出具《税务行政处罚决定书》；陕西分公司因未按规定履行客户身份识别义务，被中国人民银行西安分行出具《行政处罚决定书》。2018年公司子公司兴证期货受到1次监管措施，系其通过兴证期货网站向不特定对象宣传资管计划产品，后续兴证期货积极整改，于2018年10月通过福建证监局的检查验收。2019年7月，兴证资管因未在指定期限内递交2013/14课税年度及2016/17课税年度的报税表，被香港税务局处以3000元港币罚款。兴证资管已补交2013/14课税年度及2016/17课税年度的报税表，并足额缴纳罚款。

七、经营分析

1. 经营概况

目前公司主要业务板块包括财富管理、机构服务板块和自营业务板块。近年来，公司推进财富管理转型及业务协同，机构服务业务发展较好，整体营业收入和利润水平在2019年和2020年1—9月同比均实现较大增长，但公司业绩受市场波动影响较大。

近年来随着证券市场的震荡及自身业务转型，公司业绩出现了较大波动。从收入规模来看，2017年证券市场较2016年明显回暖，公司自营投资取得了较好收益；2018年沪深指数跌幅较大，自营业务业绩下滑明显，因此整体收入出现了明显下滑，同期，兴证期货风险管理子公司开展基差贸易和仓单服务，对公司收入贡献度增加。2019年初证券市场再次反弹，公司增加了股票持仓，自营业务收入大幅增至39.07亿元；同时，兴证期货风险管理子公司继续加大了基差贸易和仓单服务等规模，导致其他业务收入（按审计报告科目）大幅增至47.44亿元，因此当年收入大幅增长，增幅超过100%。

从营业收入构成来看,公司于2019年调整了收入分部的划分标准,并对2018年数据进行追溯,但2017年无同口径数据,目前以财富管理业务板块、机构服务业务板块和自营业务板块为主。其中财富管理板块主要包括证券经纪及资产管理业务,机构服务业务主要包括投行及投研业务。证券经纪及期货、资产管理业务发展较为稳定,收入波动不大,但占比受2019年自营及基差贸易和仓单服务收入的增长而大幅下降,但占比仍然超过10%。自营业务受证券市场波动的影响很大,在营业收入中的占比也随着证券市场的波动有较大变化。机构服务业务板块中包含了期货风险管理子公司的基差贸易和仓单服务,近两年收入大幅增长,占比亦增至41.35%。

从利润实现情况看,2017—2019年公司分别实现利润总额32.88亿元、6.53亿元和26.30

亿元;同期净利润波动很大,分别为26.35亿元、5.75亿元和19.15亿元,净利润波动性(净利润波动性=三年净利润标准差/净利润均值×100%)为49.95%。其中,2018年公司净利润同比大幅下降78.16%,主要系职工薪酬的刚性及减值损失增加所致;2019年公司继续加大减值计提的力度,同时基差贸易和仓单服务毛利率很低,因此虽然净利润大幅增长,但并未回到2017年水平。

2020年以来,证券市场交投活跃,证券经纪业务发展态势较好;另外债券一级市场发行量增加,机构服务业务收入亦同比增长。受益于此,公司2020年1—9月营业收入同比增长24.80%至134.96亿元,利润总额和净利润分别同比大幅增长72.29%和69.17%至46.83亿元和35.37亿元,各业务板块均实现较好增长。

表6 公司营业收入结构(单位:亿元,%)

业务类型	2017年		2018年		业务类型 (口径调整后)	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比	金额	占比
财富管理业务	25.97	29.44	28.99	44.61	财富管理业务—证券及期货经纪业务	19.02	29.27	20.22	14.19
资产管理业务	18.62	21.11	21.78	33.51	财富管理业务—资产管理业务	23.67	36.42	21.81	15.30
投资银行业务	11.34	12.85	7.03	10.81	机构服务业务	17.65	27.16	58.93	41.35
证券自营业务	25.26	28.64	5.92	9.10	自营业务	6.10	9.38	39.07	27.42
海外业务	6.58	7.46	5.14	7.90	海外业务	5.14	7.90	4.31	3.02
其他	12.23	13.86	17.95	27.62	其他	15.14	23.29	10.10	7.09
抵消	-11.79	-13.36	-21.81	-33.55	抵消	-21.72	-33.42	-11.94	-8.38
合计	88.20	100.00	64.99	100.00	合计	64.99	100.00	142.50	100.00

注:公司2019年对收入重新划分类别,并对2018年数据进行追溯,但未追溯2017年数据
资料来源:公司年报,联合资信整理

2. 业务运营

(1) 财富管理业务

公司财富管理业务包括证券及期货经纪业务及资产管理业务。其中,证券及期货经纪业务主要包括证券经纪、金融产品销售、期货经纪、融资融券及股票质押业务。

受证券市场震荡的影响,公司证券经纪业务收入亦有所波动,并且市场份额持续增长;期货经纪业务市场份额有所下降但仍保持较强的竞争力。公司信用业务(融资融券及股票质押业务)规模出现较大的波动,股票质押业务

已有较大金额违约事件发生,需关注其后续回收以及关注后续公司股票质押业务的信用风险。经纪及信用交易业务受到市场行情波动影响较大,收入存在较大波动性。

公司经纪业务资格齐全,向客户提供证券代理交易买卖业务、代销金融产品、期货中间介绍业务等多种服务。近年来公司加快了分支机构的建设及转型,截至2020年9月末,公司共有91家境内分公司,143家证券营业部,其中福建省64家营业部,具有较强的区域竞争优势。另外,公司加大对研究队伍的培养建设,研究

所专业能力提升较快,在宏观经济、策略研究、行业研究等领域形成了较强的竞争优势和影响力,较好地推动了经纪业务的发展。

公司证券经纪业务易受市场波动的影响,2017—2019年,公司证券经纪业务净收入随着证券市场的波动而波动,分别为13.45亿元、12.11亿元和14.50亿元,其中以代理买卖证券收入为主。根据公司年报披露,2017—2019年公司代理买卖股票基金成交量总体呈增长趋势,其中2017—2018年交易金额较为稳定,2019年随着市场回暖,成交量大幅增长47%至5.09万亿元;市场份额亦逐年上升,分别为1.41%、1.73%

和1.86%。2018年代理买卖证券净收入下降主要系佣金率下降,2019年净收入增长主要系交易量大幅增长所致。

代销金融产品方面,近年来公司代销金融产品业务持续稳步发展,净收入持续增长。

期货业务方面,近年来公司保持着较强的竞争力,期货经纪业务净收入分别为1.63亿元、1.44亿元和1.19亿元,逐年下降。商品期货成交额市场份额较为稳定,2017—2019年分别为1.77%、1.92%和1.90%;金融期货成交额市场份额有所波动,但仍然具有较强的竞争优势,2017—2019年分别为4.32%、3.71%和3.39%。

表 7 近年来公司证券经纪业务概况 (单位:亿元,%,位)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
证券经纪业务净收入	13.45	12.11	14.50
其中:代理买卖证券	7.87	6.19	8.30
交易单元席位租赁	4.42	4.48	4.48
代销金融产品	1.13	1.40	1.69
期货经纪业务净收入	1.63	1.44	1.19
代理买卖股票基金成交量	34550.58	34712.10	50900.00
代理买卖股票基金市场份额	1.41	1.73	1.86
代理买卖证券业务收入排名(含席位租赁)	18	18	19
代销金融产品销售金额	128.06	128.96	/
代销金融产品手续费及佣金收入(母公司)	1.57	1.84	1.99
商品期货成交额市场份额	1.77	1.92	1.90
金融期货成交额市场份额	4.32	3.71	3.39

资料来源:公司年报、证券业协会

融资融券业务方面,近年来公司融资融券业务规模随着市场的波动而有所波动。其中2018年以来证券市场持续震荡,公司融资融券业务规模有所回落,但日均规模超过2017年,因此利息收入同比增长至10.45亿元;而2019年以来证券市场回暖,融资融券业务规模回升,利息收入同比小幅增至10.66亿元。从行业排名来看,2017—2019年公司融资融券利息收入行业排名分别为第17位、17位和18位,具有较强的竞争力。

近年来随着信用风险持续暴露,公司压缩股票质押业务规模,呈持续大幅下降态势;截至2019年末,公司股票质押待回购金额较年初下降67.34%至95.60亿元,其中自有资金融出规

模61.47亿元。从行业排名看,2017—2019年公司股票质押业务收入排名分别为第6位、11位和15位。

截至2020年6月末,公司股票质押业务形成的股票质押式回购金融资产减值准备余额为人民币11.90亿元。其中,融入方张铭豪以长生生物股票为质押物融入资金为6.30亿元,累计计提减值金额为5.97亿元;融入方中弘卓业集团有限公司以中弘股份股票为质押物融入资金2.10亿元,累计计提减值1.72亿元;融入方安徽盛运环保(集团)股份有限公司以金洲慈航股票为质押物,扣除违约处置收回金额后,融资规模2.39亿元,累计计提减值1.65亿元。

近年来,公司信用业务杠杆率随着融资融

券业务的波动及股票质押业务规模的大幅下降呈持续下降态势。截至 2019 年末公司信用业务

杠杆率亦降至 69.90%，杠杆水平适中。

表 8 近年来公司信用交易业务情况表（单位：亿元、位、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
期末融资融券余额	142.44	120.27	167.32
融资融券利息收入	9.81	10.45	10.66
融资融券业务利息收入排名	17	17	18
期末股票质押待回购金额	455.09	292.68	95.60
股票质押业务利息收入	15.73	14.44	7.03
股票质押业务利息收入排名	6	11	15
期末信用业务杠杆率	127.11	94.03	69.90

注：融资融券利息收入为母公司口径的融出资金利息收入

资料来源：公司年报，联合资信整理

资产管理业务主要由子公司运营，近年来资产管理业务规模及净收入均逐年下滑，业务结构亦有所调整，集合及专项资管业务规模占比有所增加，定向资管计划占比呈持续下降态势但仍然是主要组成部分之一。

兴证资管为公司全资子公司，成立于 2014 年 6 月，负责开展资产管理业务。截至 2019 年末兴证资管注册资本 5.00 亿元。

目前，公司资产管理业务品种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，管理规模方面，在“去通道”的背景下，公司持续收缩定向资产管理业务规模，因此近年来管理规模持续下降，同时，公司主动管理方面发展态势较好，集合和专项资产管理业务稳步发展，业务规模逐渐上升，尤其是集合资产管理业务规模在 2018 年超过定向资产管理业务成为了最主要的构成部分；截至 2018 年

末，公司资产管理业务规模合计 980.21 亿元，较年初下降 7.39%；其中集合资管计划 175 只，受托金额 457.84 亿元，较年初增长 13.25%，定向资产管理规模 335.17 亿元，较年初下降 30.72%，主要系公司主动收缩通道类业务所致，专项资管计划规模有所上升，2018 年末存续期内产品数量为 21 只，规模为 187.20 亿元。2017—2018 年随着管理规模的收缩及业绩报酬的下降，公司资产管理业务手续费佣金净收入有所下降。2019 年以来，公司继续压缩通道类业务规模，截至 2019 年末，兴证资管受托管理规模为 624 亿元，当年实现资产管理业务手续费佣金净收入 2.95 亿元，同比小幅增长 3.35%，资产管理业务收入行业排名（取自证券业协会）为第 24 位，行业内排名较为稳定，整体竞争力较强。

表 9 近年来公司资产管理业务情况表（单位：亿元、位）

项目	2017 年		2018 年	
	受托资金	净收入	受托资金	净收入
集合资产管理业务	404.28	3.19	457.84	2.21
定向资产管理业务	551.71	0.80	335.17	0.45
专项资产管理业务	102.42	0.16	187.20	0.19
合计	1058.41	4.15	980.21	2.86
客户资产管理业务收入排名	21		25	

注：1. 本表不含基金管理业务；资产管理业务净收入系抵销集团层面合并产品收入后以净额列示

2. 公司未提供 2019 年分资管产品类别情况

资料来源：公司年报，证券业协会

兴证基金成立于 2003 年 9 月，截至 2019

年末注册资本 1.50 亿元，公司持有 51% 的股权，

主要负责公司基金业务。兴证基金公募基金管理业务发展态势较好，2017—2019 年基金管理

规模持续增长，收入及利润亦呈增长趋势。

表 10 兴证基金经营情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
期末管理资产规模	2431	2598	3790
营业收入	17.93	24.15	23.38
净利润	5.53	7.26	7.21

资料来源：公司年报

（2）机构服务业务

公司机构服务板块主要包括研究与机构销售业务和投资银行业务。

公司保持了很强的投研和机构服务能力。

在研究服务领域，公司研究实力和机构服务能力稳定在行业第一梯队，2019 年公司在第十七届新财富最佳分析师评选中获得“本土最佳研究团队”第五名、“最佳销售服务团队”第一名，在第十三届卖方分析师水晶球奖评选中获得“本土金牌研究团队”第五名，在 2019 年中国证券业分析师金牛奖中获得“五大金牛研究团队奖”，在首届上海证券报最具影响力研究机构评选中获得第二名。从公募基金分仓佣金收入来看，公司 2017—2019 年分仓佣金分别为 2.89 亿元、2.61 亿元和 2.47 亿元，排名分别为第 9 位、第 9 位和第 13 位，2019 年出现了下降，但仍然保持了较强的竞争力。

投资银行业务方面，近年来股权融资相关政策频繁出台，行业环境波动较大，股票承销规模整体呈下滑态势；债券融资总体保持了较强竞争力，行业排名靠前；投资银行业务受市场环境和政策影响较大，未来收入增长仍有一定不确定性。

公司投资银行业务为企业客户、政府客户提供股票融资、债券融资、并购融资、新三板

与结构融资、资产证券化、财务顾问等一站式直接融资服务。

近年来公司承销及保荐业务净收入逐年下滑，2017—2019 年年均复合变动率为-18.60%；其中 2018 年同比下降 27.40%，主要系股权融资市场低迷所致，2019 年同比降幅不大。从承销金额和规模来看，随着市场环境的变化波动较大，其中，2018 年债券承销情况有所回升，家数同比增长超过一倍，金额同比增长 34.18%；但股票主承销规模大幅下降 78.44%至 63.71 亿元。2019 年虽然信用债发行回暖，但由于外部信用风险仍然较高，信用风险事件频发，公司债券承销情况没有明显回暖，全年主承销债券 102 单（10 单企业债和 92 单公司债）；2019 年科创板开启和注册制试点推动股权融资市场的发展，公司全年完成股权主承销项目 8 个（IPO 项目 2 个和再融资项目 6 个），其中，公司担任保荐机构和主承销商的福光股份实现科创板上市。从市场排名来看，虽然近年来股票和债券主承销的排名有所波动，总体看公司投行业务竞争力较强。

近年来公司财务顾问手续费及佣金净收入持续下降，2017—2019 年分别为 1.94 亿元、1.38 亿元和 1.07 亿元。

表 11 近年来公司证券承销情况（单位：家、亿元、位）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	数量	排名	数量	排名	数量	排名
股票主承销家数	26	11	6	15	8	/
股票主承销金额	295.48	10	63.71	18	77	24
债券主承销家数	70	14	144	11	102	/
债券主承销金额	641.57	17	860.85	14	636	15

承销及保荐业务手续费及佣金净收入	9.61	6.98	6.37
财务顾问手续费及佣金净收入	1.94	1.38	1.07

注：2017—2018 年承销数量及排名取自证券业协会公布的业绩排名，2019 年承销数量及排名取自公司年报

资料来源：证券业协会，WIND，公司审计报告

股权融资业务方面，根据 WIND 统计数据，2020 年 1—9 月，公司完成主承销 11 单 IPO、4 单增发、2 单配股和 5 单可转债，主承销金额 177.97 亿元，行业排名第 15 位；项目储备方面，截至 2020 年 9 月末，公司股权类项目在会项目数量共 16 个。债券融资业务方面，公司行业排名企稳回升，根据 WIND 统计数据，2020 年 1—9 月完成主承销 5 单企业债、93 单公司债、金融债 27 单，总承销金额 952.63 亿元，行业排名第 19 位。总体看，公司投行业务竞争力很强。

（3）自营业务

近年来公司自营持仓规模持续增长，但收入的实现受市场震荡的影响大；投资构成方面仍然以固定收益类为主，债券投资具有长期信用评级的债券中，AAA 级别占比较高，在未评级的债券中私募债和海外场外公司债占比较高，近年来债券违约事件频发且公司投资的债券已发生违约事件，需关注未来可能产生的信用风险。

公司证券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。公司设立证券投资决策委员会作为公司证券投资决策的常设机构，委员会主任由董事长担任，成员包括总裁、自营部门、财务部、合规与风险管理部等部门负责人。目前公司证券自营业务由上海证券自营分公司负责。

公司投资风格属稳健型，投资品种以债券投资为主，债券投资的杠杆水平通常在 2 倍左右。

近年来，公司自营业务保持稳健投资的理念，较好地把握市场行情，加大了权益类、固定收益类、衍生产品投资及新三板做市的资金配置，积极开展完全对冲的无风险套利投资交易业务。

公司自营业务收入受证券市场波动的影响较大。2017 年由于股票市场回暖，公司取得了较好的投资收益；2018 年，公司加大了固定收益类的资金配置，但权益投资由于沪深指数下跌而有所亏损，全年实现证券自营业务收入 5.92 亿元，同比大幅下降 76.57%；2019 年初股票市场出现反弹，公司亦增加了股票持仓，全年实现自营业务收入增至 39.07 亿元。

从投资规模来看，近年来公司自营证券持仓账面价值逐年增长，2017—2019 年年均复合增长 6.60%，主要系债券投资规模增长所致。其中 2017—2018 年公司增加了债券投资规模，2019 年以来由于股票市场回暖，公司增加了股票投资规模。截至 2019 年末，公司投资资产账面价值合计 715.46 亿元，较年初增加 3.73%。从构成来看，债券始终是最主要的投资品种，占比均超过 60%。基金及专户也是重要的投资品种之一，占比均在 10% 以上。随着股市的震荡，公司股票持仓规模有所波动；2018 年以来股市低迷，年末股票持仓规模下降 32.21% 至 56.88 亿元；占比降至 8.25%；2019 年以来股票市场回暖，公司股票持仓规模增至 93.97 亿元，占比增至 13.13%。其他主要为资管计划、银行理财等，信托计划规模较小。

表 12 近年来公司自营投资业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票	83.90	13.33	56.88	8.25	93.97	13.13
债券	388.30	61.67	485.29	70.36	460.39	64.35
基金及基金专户	110.32	17.52	113.50	16.46	99.48	13.90
其他	47.11	7.48	34.07	4.94	61.61	8.61
合计	629.63	100.00	689.75	100.00	715.46	100.00

注：不包含公司存放于证券公司的融券资金

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2019 年末，公司卖出所有短期公司债券（或自然到期）；具有长期信用等级的 402.02 亿元，较年初增幅不大，其中长期信用等级为

AAA 的在按长期信用评级列示的债券投资中占比 67.17%；未评级的债券合计 58.37 亿元，主要为国债、同业存单、政策性金融债等。

表 13 近年来公司证券自营业务债券投资情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
按短期信用评级列示的债券投资	11.30	3.20	0.00
按长期信用评级列示的债券投资	309.84	383.71	402.02
其中：AAA	132.86	252.70	270.06
未评级的债券投资	70.33	100.50	58.37
其中：金融债	48.13	26.42	/
公司债（非公开发行的私募债）	1.66	18.40	/
海外场外公司债	10.20	47.67	/
国债	5.59	0.10	/
合计	391.47	487.41	460.39

注：此表中为余额，表 7 中的债券持仓为账面价值，口径略有差异
资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 9 月末，公司投资的债券中，“12 精彩债”“14 利源债²”“16 皖经 01”未按时还本付息，涉及本金合计 2.12 亿元。公司均已提起诉讼并胜诉。

截至 2020 年 9 月末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为和自营非权益类证券及其衍生品/净资本分别为 35.00% 和 167.22%，均符合监管标准。

3. 主要子公司情况

兴证基金

兴证基金成立于 2003 年 9 月，注册资本 1.50 亿元，公司持股比例为 51%，主要经营基金管理业务。截至 2019 年末，兴证基金总资产 36.69 亿元，净资产 19.32 亿元，全年实现营业收入 23.38 亿元，营业净收入 17.96 亿元，净利润 7.21 亿元。

兴证资管

兴证资管成立于 2014 年 6 月，2019 年公司增加其注册资本，由 5.00 亿元至 8.00 亿元，为公司的全资子公司，主要经营资产管理业务。截至 2019 年末，兴证资管总资产 35.80 亿元，净资产

12.17 亿元，全年实现营业净收入 2.66 亿元，实现净利润 0.90 亿元。

兴证期货

兴证期货成立于 1995 年 12 月，注册资本 12.00 亿元，公司持股 99.55%，主要经营期货经纪及基金销售、资产管理等业务。截至 2019 年末，兴证期货总资产 126.99 亿元，净资产 14.22 亿元，全年实现营业净收入 50.92 亿元，实现净利润 0.78 亿元。营业收入的大幅增加主要系风险管理子公司基差及仓单服务收入增长所致。

兴证香港

兴证香港为公司全资子公司，成立于 2011 年 7 月，注册资本 20.00 亿港元。兴证香港除控股下设子公司外，不直接运营证券业务。兴证香港持有的兴证国际为公司主要海外业务运营主体。兴证国际于 2016 年 10 月在香港联交所创业板发行上市，并于 2019 年 1 月成功在香港联交所转主板上市。2019 年，兴证国际股权融资额在中资券商中排名第 9 位，债权融资额在中资券商中排名第 6 位，同时参与澳门首单公募公司债——珠海华发莲花债的发行。

截至 2019 年末，兴证香港总资产 266.14 亿港元，净资产 39.49 亿港元，全年实现营业净收入 7.42 亿港元，净利润 -4.68 亿港元，其中归属于母公司股东净利润 -2.46 亿港元，出现亏损

² 根据公司 2021 年 1 月 22 日公告，公司在 2020 年 11 月 13 日收到相关通知后申报债权。根据吉林利源精制股份有限公司的破产重整计划方案，收到 10 万元现金清偿款及 758.08 万股“ST 利源”（证券代码：002501）。

主要系减值准备采用预期信用损失模型，因此相关保证金贷款减值准备增加所致。2019 年公司董事会同意公司向全资子公司兴证香港增资 25.00 亿港元，并授权经营管理层根据有关法律法规，在董事会审议通过的增资额度内具体办理后续增资事宜。根据《公司章程》相关规定，本次增资事项在董事会审议权限范围内，无需提交股东大会审议。截至本报告出具日，增资事项尚未完成。

4. 未来发展

公司战略目标清晰，定位明确，战略规划和实施路径符合自身特点和未来发展的需要。

未来，公司将着手做以下几方面工作：一是以机构客户为重点，全面加快提升服务机构客户的综合业务能力；二是以固本强基为原则，继续大力推动零售经纪业务向财富管理深化转型；三是以牵引业务为方向，切实推动金融科技对集团业务发展与经营管理的全面赋能；四是以稳健经营为底线，持续提升集团合规与风险管理工作的科学性与有效性；五是以保障发展要求，积极构建适应公司转型发展需要的综合管理能力；六是以争先创优为目标，全面加强集团党建纪检工作与企业文化建设。

八、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理体系，较好地支持和保障了各项业务的发展，整体风险管理水平较高。但随着业务规模增长及创新业务的推出，要求公司进一步提高风险管理水平。

公司按照《证券公司全面风险管理规范》的要求，制定《兴业证券股份有限公司全面风险管理制度》并经董事会审批后发布实施，用来指导公司的全面风险管理工作。

公司建立由董事会、监事会、经营管理层、风险管理部门、各部门、分支机构及子公司组成的全面风险管理组织架构，即董事会及其风险控制委员会、监事会——公司经营管理层及其风险管理委员会——风险管理部门——各部门、分支机构及子公司。

公司确立风险管理三道防线，即各部门、分支机构及子公司实施有效自我控制为第一道防线；风险管理部门在事前和事中实施专业的风险管理为第二道防线；审计部门实施事后监督、评价为第三道防线。“三道防线”风险治理架构的设计，有效的保证了风险管理权责的制衡与约束，保障了风险管理工作执行的效率与效果。

市场风险管理

公司面临的市场风险是指因市场变量的不利变动而使公司发生损失的风险。市场风险主要包括权益类及其他价格风险、利率风险与汇率风险等。

权益类及其他价格风险是指公司进行的权益类及其他投资因资产价格波动而发生损失的风险。公司的权益类及其他价格风险主要来源于公司涉及证券投资的自营及融资融券等业务。公司已建立了包含敏感性分析、希腊字母、在险价值(VaR)、压力测试等风险指标监控体系，通过每日持仓监控，计算相关指标。当这些指标达到或超过公司所授权的风险限额时，采取及时进行减仓等措施控制风险。

利率风险是指公司的财务状况和现金流量以及公司自营固定收益类投资价格受市场利率变动而发生波动的风险。公司的生息资产主要为银行存款、结算备付金、融资类业务融出资金、存出保证金及债券投资等。证券经纪业务客户资金存款和代理买卖证券款币种与期限相互匹配，公司经纪业务的利率敏感性资产和负债的币种与期限结构基本匹配，利率风险可控。公司自营固定收益类投资主要集中于公司债、企业债等投资品种。公司通过久期、凸性、基点价值等指标监控利率风险，还通过压力测试机制对固定收益类投资组合可能发生的损失进行评估。

汇率风险是指由于汇率波动使得相关资产价值变化从而对证券公司的经营造成损失的风险。公司目前境外投资主要为港股通业务与 QDII 基金。公司通过每日监测人民币兑港币的汇率波动情况，监控港股汇率风险。

公司建立了较为完善的市场风险关键性指标体系，通过风险敞口分析、敏感性分析、波动性分析、在险价值（VaR）分析等方法对各类市场风险进行评估，并跟踪有关风险指标，了解投资组合市值变动的趋势及公司承受的风险状况。公司已经建立市场风险管理信息系统，引进了 RiskMetrics 市场风险计量引擎，以确保公司能准确、及时、完整的评估市场风险。

信用风险管理

信用风险是指因债务人或交易对手无法履约而对公司造成损失的风险。

信用风险主要来自于四个方面：一是经纪类业务风险，即代理客户买卖证券及期货交易，若没有提前要求客户依法缴足交易保证金，在结算当日客户资金不足以支付交易所需的情况下，或客户资金由于其他原因出现缺口，有责任代客户进行结算而造成的损失；二是债券投资的违约风险，即所投资债券之发行人出现违约，拒绝支付到期本息，导致资产损失和收益变化的风险；三是交易对手信用风险，即交易对手方不能履约而造成公司承受损失的风险，公司的交易对手信用风险主要集中在利率互换业务；四是融资类业务风险，即客户未能按照合同约定按期足额偿还负债所造成的损失，其中融资类业务是融资融券业务、约定购回式证券交易业务、股票质押式回购业务三项业务的统称。

针对经纪类业务信用风险，公司在代理客户进行的证券交易时均以全额保证金结算。通过全额保证金结算的方式，在很大程度上控制了交易业务量相关的结算风险。针对客户进行的债券正回购业务，对申请开展正回购客户的资质进行严格要求，控制客户标准券使用比例和回购套作倍数，并安排专人实时监控，出现风险及时与客户联系解决。

针对债券投资的违约风险，公司制定了《兴业证券股份有限公司固定收益投资内部评级操作规程》。公司对投资债券的债项评级有严格的限制要求，公司在获取外部信用评级的基础上，与外部专业机构合作开发了债券内部信用评级

模型，对公司所投债券进行了内部评级。通过对内部评级与外部评级的综合分析动态比较，公司密切跟踪发债主体的经营情况和资信水平，以便于提前识别信用风险，调整持仓结构，规避违约损失。此外，针对债券投资的集中度风险，公司建立了相应的阈值监控体系，实行分散化投资，避免单个债券信用等级下降或违约对公司造成显著损失。

针对交易对手信用风险，公司会预先对潜在对手方进行调查和研究，根据对手方的行业地位、资产规模以及经营情况等因素，分别设定内部评级和对手方限额。

针对融资类业务信用风险，公司参照内外规要求，建立了客户资质审核机制，对客户财务状况、资信状况、融资目的、风险承受能力以及对证券市场的波动情况等进行审核，同时建立了项目风险管理评价体系，谨慎判断客户的偿债意愿和偿债能力，合理评估客户违约概率及违约损失，严格控制客户的交易额度；在客户主体分析的基础上，重点分析客户融资项目的信用状况，严格控制单一投资者及单一证券业务规模；同时将相关风险数据列为重点监测值，在监控系统中设定风险监控预警阈值，实施逐日盯市并及时预警；建立信用风险定量分析体系，通过压力测试等手段对信用风险进行评估。

流动性风险管理

流动性风险是指证券公司无法以合理成本及时获得充足资金，以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。随着公司业务杠杆增加，公司资产负债的期限错配现象逐渐增加，公司将面临一定的流动性风险。

公司建立流动性风险限额和预警体系，根据公司业务规模、性质、复杂程度、流动性风险偏好和外部市场发展变化情况，设定流动性风险限额并对其执行情况进行监控，及时跟踪市场近期变化情况及公司流动性状况，确保公司在现金流异常时能及时采取应对措施。

公司建立流动性风险报告机制，明确流动

性风险报告种类、内容、形式、频率以及报告路径,确保董事会、经理层和其他管理人员及时了解流动性风险水平及其管理状况。目前公司已构建了完善的资金日报、周报、月报等资金报告体系,报告内容涵盖货币市场利率情况、市场融资情况、公司筹融资情况、流动性风险限额执行情况、资金预算完成情况、业务资金使用收益情况、同业授信情况以及资金头寸情况等。

公司做好日间流动性管理,确保具有充足的日间流动性头寸和相关融资安排,及时满足正常和压力情景下的日间支付需求。公司通过开展融资渠道管理,确保资金来源的稳定性和可靠性。目前公司已有融资方式包括公司债、次级债、短期债、收益凭证、证金公司转融资、同业拆借、卖出回购、债权收益权转让等。公司建立优质流动性储备池,保持一定数量的流动性储备资产,监测其变现能力,确保变现能够在正常的结算期内完成,以弥补现金流缺口,降低流动性风险。

公司建立流动性风险应急机制,制定流动性风险应急预案并定期对应急预案进行审查和测试,不断更新和完善应急处理方案,确保公司可以应对紧急情况下的流动性需求。公司已建立流动性风险管理信息系统,为公司流动性风险管理提供技术支持,以确保公司能够准确、及时、持续地计量、监测公司的流动性覆盖率、净稳定资金率等指标。未来公司将进一步完善流动性风险管理信息系统的建设,使公司能够及时应对和控制流动性风险。

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

操作风险是指由于不完善或有问题的内部操作过程、人员、系统或外部事件而导致的直接或间接损失的风险。

为防范操作风险,公司通过建立完善的法人治理结构与内部控制制度,建立健全操作风险识别与评估体系,运用科学有效的方法对公司的操作风险点进行识别与评估,并逐步完善操作风险计量方法,有效地降低操作风险发生的概率。公司建立操作风险管理系统,通过试点的方式逐步推广,并逐步推进操作风险与控制的自我评估实施、建设监测关键风险指标、收集风险损失数据等工具,通过系统化工具的应用、收集和分析业务环节风险信息、同时对操作风险进行及时预警,完善操作风险管理。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年年度及2020年1—9月财务报表。其中2017—2018年度数据均经德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)审计,2019年度数据经毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)审计,均出具了无保留的审计意见,2020年1—9月财务报表未经审计。本报告2017—2018年财务数据均取自次年审计报告中的期初数/上期数,2019年数据取自当年审计报告的期末数/本期数。

公司2019年度执行了财政部颁布的以下企业会计准则修订:《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量(修订)》《企业会计准则第23号—金融资产转移(修订)》《企业会计准则第24号—套期会计(修订)》《企业会计准则第37号—金融工具列报(修订)》(以上统称“新金融工具准则”);《关于修订印发2018年度金融企业财务报表格式的通知》;《企业会计准则第7号—非货币性资产交换(修订)》《企业会计准则第14号—债务重组(修订)》。关于新金融工具准则,公司未调整比较财务报表数据,将金融工具的原账面价值和新金融工具准则施行日的新账面价值的差额计入2019年

初留存收益或其他综合收益。以上会计政策变更除将金融资产重分类之外，对其他科目均未造成重大影响，调整金额不超过2亿。

财政部于2017年发布了修订后的《企业会计准则第14号—收入》（以下简称“新收入准则”），要求在境内外同时上市的企业以及在境外上市并采用国际财务报告准则或企业会计准则编制财务报表的企业自2018年1月1日起施行；其他境内上市企业自2020年1月1日起施行。公司自2020年1月1日起实施新收入准则。

截至2019年末，公司资产总额1705.75亿元，其中客户资金存款255.37亿元、客户备付金58.17亿元；负债合计1335.31亿元，其中代理买卖证券款346.05亿元；所有者权益合计370.44亿元，母公司口径净资产262.05亿元；2019年，公司实现营业总收入142.50亿元，利润总额26.30亿元，净利润19.15亿元；经营活动现金流净额183.44亿元，现金及现金等价物净增加额206.23亿元。

截至2020年9月末，公司资产总额1768.22亿元，其中客户资金存款324.58亿元、客户备

付金64.94亿元；负债合计1368.70亿元，其中代理买卖证券款428.93亿元；所有者权益合计399.52亿元，母公司口径净资产275.69亿元；2020年1—9月，公司实现营业总收入134.96亿元，利润总额46.83亿元，净利润35.37亿元；经营活动现金流净额47.46亿元，现金及现金等价物净增加额22.63亿元。

2. 资金来源与流动性

近年来公司负债和自有负债规模均呈增长趋势，构成随着自营债券卖出回购的增加及偿还短期债务的影响有一定的变动；杠杆水平较为稳定，债务构成以长期为主，但短期债务占比仍然比较高，还需关注可能产生的流动性压力。

近年来，随着公司业务规模的稳步发展，融资需求逐年增加，公司负债规模逐年稳步增长，2017—2019年年均复合增长6.75%；负债以自有负债为主，占比均为70%以上。截至2019年末公司负债总额1335.31亿元，较年初增长11.43%，构成以各项债务及代理买卖证券款为主。

表14 近年来公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年9月末
负债总额	1171.77	1198.30	1335.31	1368.70
其中：卖出回购金融资产款	177.72	248.88	257.56	224.34
短期借款	55.83	62.38	58.83	90.44
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	15.31	14.15	—	—
交易性金融负债	—	—	39.93	24.42
应付债券	465.31	485.01	453.75	449.32
应付短期融资款	125.39	6.43	63.65	34.70
自有负债	905.69	910.90	955.34	/
非自有负债	266.08	287.40	379.98	/
其中：代理买卖证券款	236.15	263.94	346.05	428.93
全部债务	849.55	856.46	908.78	833.24
其中：短期债务	384.25	341.83	425.04	383.91
长期债务	465.31	514.63	483.74	449.32
净资产/负债	42.32	39.13	34.71	37.27
净资产/负债	37.88	39.06	43.01	45.87
自有资产负债率	71.63	72.07	72.06	/

资料来源：公司审计报告、三季报、监管报表、联合资信整理

近年来,公司卖出回购金融资产款持续增长,2017—2019 年年均复合增长 20.38%,尤其 2018 年增幅较大,年末较年初大幅增长 40.04%,主要系当年自营债券卖出回购融资规模大幅增长所致;2019 年末较年初增幅较小。2017—2019 年公司短期借款围绕在 60 亿元附近小幅波动。2017 年末公司无长期借款,2018 年公司新增长期借款 29.62 亿元,为兴证香港获得的长期银团借款,2019 年末较年初变化不大。2017—2019 年公司应付债券保持在 450~500 亿元之间。2018 年随着收益凭证到期公司应付短期融资款大幅下降 94.87%;2019 年公司应付短期融资款中的收益凭证仍然处于净减少趋势,同时新发行了短期融资券和美元债,因此期末余额增至 63.65 亿元。

杠杆水平方面,2017—2019 年公司自有资产和自有负债均未发生大幅波动,因此自有资产负债率没有显著变化,均在略高于 70%的水平。由于净资产的逐年下降,净资产/负债亦逐年下降,截至 2019 年末,净资产/负债降至 34.71%;2017—2018 年公司母公司口径净资产相对较为稳定,2019 年出现小幅增长,因此净资产/负债呈增长趋势,截至 2019 年末净资产/负债增至 43.01%,高于行业监管标准。

有息债务方面,近年来公司债务规模持续稳步增长,2017—2019 年年均复合增长 3.43%;截至 2019 年末,公司全部债务规模 908.78 亿元,

虽然以长期债务为主,但短期债务占比一直在 40%左右,仍处于较高水平。从计息金融负债(扣除代理买卖证券款)期限结构看,3 个月以内的占比 49.76%,3 个月~1 年的占比 8.29%,1~5 年的占比 41.95%,短期内到期的占比较高,还需关注可能产生的流动性压力。

截至 2020 年 9 月末,公司负债总额 1368.70 亿元,较年初增长 2.50%,整体变化不大,但构成方面,代理买卖证券款增长 23.95%至 428.93 亿元;随着偿还债券及短期融资券,公司应付债券和应付短期融资款分别降至 449.32 亿元和 34.70 亿元,同时全部债务降至 833.24 亿元,其中短期占比 46.07%,长短期债务结构较年初变化不大。

近年来公司资产整体呈持续增长趋势,资产构成随着证券自营业务及股票质押业务规模的变化有所变动,整体资产质量较高,流动性较好。

近年来,公司资产规模呈增长趋势,2017—2019 年年均复合增长 5.57%;其中 2019 年较年初增长 9.95%主要系代理买卖证券及两融业务规模扩大以及金融投资资产规模增加所致;截至 2019 年末,公司资产总额 1705.75 亿元,其中自有资产 1325.77 亿元,较年初增长 4.89%。截至 2019 年末公司资产总额中,自有货币资金占比 12.96%,融出资金占比 12.16%、交易性金融资产占比 28.46%,其他债权投资占比 13.48%;非自有资产占比 22.28%。

表 15 近年来公司资产情况表(单位:亿元、%)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
资产总额	1530.55	1551.38	1705.75	1768.22
其中:自有货币资金	51.89	70.57	221.00	166.08
自有结算备付金	15.15	16.95	8.23	13.09
融出资金	180.98	174.92	207.35	307.37
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	416.52	404.74	--	--
交易性金融资产	--	--	485.50	482.67
买入返售金融资产	331.62	211.35	86.28	49.11
可供出售金融资产 ^a	241.50	311.42	--	--
其他债权投资	--	--	229.96	206.24
其他权益工具投资	--	--	24.96	25.05
自有资产	1264.47	1263.98	1325.77	/

优质流动资产	265.86	244.28	292.56	216.83
优质流动资产/总资产	23.64	22.49	27.10	20.10

注：上表中的总资产、优质流动资产均取自监管报表

资料来源：公司审计报告、半年报、监管报表，联合资信整理

2017—2019年，公司货币资金持续增长；截至2019年末，公司货币资金476.37亿元，较年初大幅增长74.41%。其中客户资金存款255.37亿元，较年初增长26.07%；自有资金221.00亿元，较年初大幅增长213.16%，自有资金中受限部分12.86亿元，占比5.82%。

2017—2019年，公司金融投资资产逐年稳步增长，年末分别为658.02亿元、716.17亿元和740.42亿元。2017—2018年，公司可供出售金融资产有所增长，截至2018年末，公司可供出售金融资产账面价值311.42亿元，较年初增长28.96%；其中债券投资余额占比最大，达到82.23%，另外有26.41亿元为公司在证金公司专户的投资。截至2018年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产404.74亿元，较年初变化不大。其中，债券投资余额占比56.63%，基金投资余额占比26.26%，股票投资余额占比13.08%。由于2019年公司根据新金融工具准则对金融资产进行了重新列报。截至2019年末，公司交易性金融资产为485.50亿元，以债券投资为主，占比47.46%（按公允价值计量），公募基金占比20.49%，股票占比19.36%，其余为银行理财、资管计划、信托计划等；其他债权投资229.96亿元，主要为企业债、公司债等，累计减值准备0.61亿元；其他权益工具投资24.96亿元。

2017—2019年，公司融出资金整体呈增长趋势，其中2018年末较年初小幅下降3.35%，

2019年增长18.54%。截至2019年末，公司融出资金账面价值207.35亿元，其中两融业务融出资金174.07亿元（拨备前），较年初大幅增长40.01%；开展融资37.10亿元，主要来自兴证国际金融集团有限公司为客户提供的信用交易业务，公司对融出资金计提减值准备3.81亿元，主要为境外的开展融资，两融业务减值准备较小。从融出资金剩余期限来看，1—3个月占比41.68%，较年初增加15.46个百分点，3—6个月占比13.18%，6个月以上占比45.14%。

2017—2019年，随着信用风险逐步暴露，公司逐步压缩股票质押业务规模，买入返售金融资产持续下降，年均复合变动率为-48.99%。截至2019年末，公司买入返售金融资产86.28亿元，较年初大幅下降59.18%，主要系质押回购业务规模下降所致，目前仍以股票质押回购为主。截至2019年末公司买入返售金融资产中股票质押式回购业务余额为84.88亿元，公司采用预期信用损失模型计提减值准备，计提金额合计10.70亿元。其中，整个存续期逾期信用损失（已发生信用减值）的账面余额为28.85亿元，计提减值10.15亿元，对应的担保物价值为20.56亿元，担保物能够覆盖风险敞口。

从资产受限情况来看，截至2019年末，公司资产受限情况如下表，受限金额合计337.42亿元，占自有资产的比例为25.45%，主要系债券投资中的卖出回购业务所致。

表16 截至2019年末公司受限资产情况（单位：亿元）

科目	金额	原因
货币资金	12.86	下属基金公司的一般风险准备
存出保证金	1.34	在转融通协议下作为担保物
交易性金融资产	144.34	卖出回购及债券借贷业务担保物、存在限售期、已卖出证券/基金、以管理人身份认购的资管计划等
其他债权投资	178.88	卖出回购及债券借贷业务担保物
合计	337.42	—

资料来源：公司年报，联合资信整理

从资产流动性来看,公司优质流动资产规模较大,优质流动资产/总资产均在 20%以上,资产流动性好。

截至 2020 年 9 月末,公司资产总额 1768.22 亿元,较年初增长 3.66%。资产构成上变化不大,其中货币资金较年初增长 3.00%至 490.66 亿元,买入返售金融资产随着股票质押业务的持续压缩而继续下降,降幅为 43.08%。

3. 资本充足性

公司所有者权益稳定性较好,各项风险控制指均符合监管标准,资本充足性较好。

近年来,公司所有者权益规模较为稳定,2017—2019 年年均复合增长 1.61%;2018 年末较年初下降 1.59%,主要系利润分配所致。截至 2019 年底,公司股东权益合计 370.44 亿元,较年初增长 4.92%,主要系一般风险准备增加所致,其中归属于母公司所有者权益 344.32 亿元。归属于母公司所有者权益中,公司股本、资本公积和未分配利润分别占比 19.45%、41.75%和

20.27%,公司股东权益的稳定性较好。公司对 2017—2018 年度获得的归属母公司所有者净利润的现金分红金额分别占比 43.96%和 247.39%;公司公告的 2019 年利润分配预案中,公司拟分配现金红利的金额占当年归属母公司股东净利润的比例为 30.40%。公司内部留存对资本补充力度一般。

近年来,公司核心净资本变化不大,附属净资本受计入其中的次级债的规模变动影响较大,2017—2019 年末分别为 115.05 亿元、91.00 亿元和 40.00 亿元。截至 2019 年末,公司母公司口径的净资本为 262.50 亿元,较年初下降 14.25%;近年来公司净资产变化不大;因此 2017—2019 年末净资本/净资产逐年下降,仍属于较好水平。

从主要风控指标来看,2017—2019 年公司资本杠杆率指标随着表内外资产总额的增长而逐年下降,仍优于监管标准,风险覆盖率均处于较高水平。公司各项风险控制指标处于安全范围内,经营风险较低。

表 17 近年来公司风险控制指标情况表(单位:亿元、%)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末	监管标准	预警标准
核心净资本	230.11	214.61	222.05	226.19	--	--
附属净资本	115.05	91.00	40.00	49.50	--	--
净资本	345.16	305.61	262.05	275.69	--	--
净资产	308.94	305.13	324.78	339.29	--	--
净资本/净资产	111.72	100.16	80.69	81.26	≥20	≥24
各项风险准备之和	167.31	126.65	117.14	105.03	--	--
风险覆盖率	206.30	241.30	223.71	262.48	≥100	≥120
资本杠杆率	21.13	20.47	19.84	19.91	≥8	≥9.6

数据来源:公司监管报表,以上指标均为母公司口径

截至 2020 年 9 月末,公司所有者权益规模 399.52 亿元、母公司口径净资本为 275.69 亿元,分别较年初增长 7.85%和 5.21%;各项风控指标仍符合监管标准。

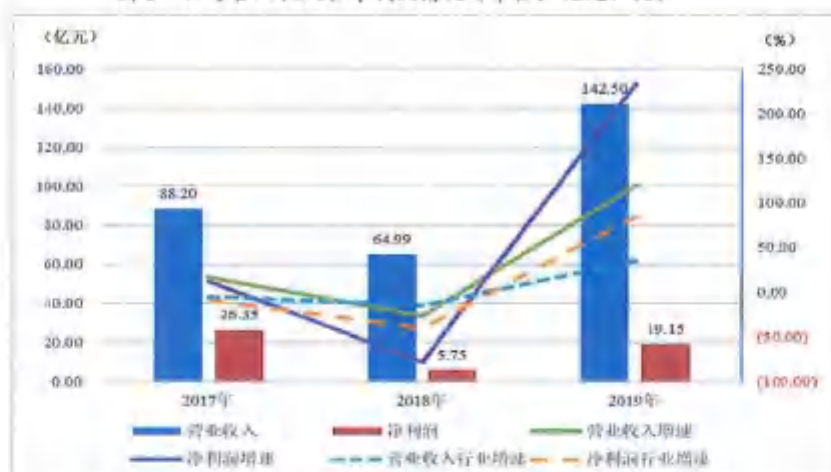
4. 盈利能力

公司营业收入受市场行情影响较大;营业支

出虽有所增长,但成本控制能力仍属较强;盈利指标在 2018 年有所下滑,但在 2019 及 2020 年 1—9 月有所回升,公司盈利能力尚可。

近年来,公司营业收入随市场震荡的影响有所波动,构成亦有所变化。2017—2019 年分别实现收入 88.20 亿元、64.99 亿元和 142.50 亿元。

图 5 公司营业收入和净利润情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司审计报告和财务报表，证券业协会，联合资信整理

从营业支出来看，近年来公司营业支出逐年增长，2017—2019 年年均复合增长 42.96%，构成以业务及管理费和其他业务成本为主，2017—2018 年公司其他业务成本规模不大，主要为业务及管理费。2017—2018 年虽然公司营业收入出现了下降，但公司营业却小幅增长，主要系其他业务成本有所增加；并且由于工资具有一定的刚性，因此在公司业绩出现下降趋势时，职工薪酬的降幅不及利润降幅；另外由于股票质押风险逐渐暴露，资产减值损失增长所致。2019 年公司营业支出 115.89 亿元，同比大幅增长 98.67%；其中业务及管理费为 60.29 亿元；公司继续计提信用减值损失，当年净增加资产减值损失 7.47 亿元（包含其他减值损失冲回的金额），同比增长 8.30%；其他业务成本 47.53 亿元，主要为期货业务产生的大宗商品交易成本。

综上，2017—2019 年公司分别实现利润总额 32.88 亿元、6.53 亿元和 26.30 亿元；分别实现净利润 26.35 亿元、5.75 亿元和 19.15 亿元；从盈利指标来看，近三年波动均较大，大多数盈

利指标在 2018 年以来均出现明显下降，在证券业协会公布的 2018 年经营业绩排名中，公司净资产收益率行业排名第 54 位，处中游水平，并且随着公司业绩偏离行业平均的变动而有所下降。而 2019 年由于期货业务中大宗商品交易规模大幅增加，而大宗商品交易利润率较低，因此营业利润大幅下降，而当年自营业务业绩回升，因此收益率指标同比回升，自有资产收益率和净资产收益率分别为 1.47% 和 5.29%，尚未回到 2017 年的水平，在证券业协会公布的 2019 年经营业绩排名中，公司净资产收益率行业排名回升至 36 位。

公司 2020 年 1—9 月营业收入同比增长 24.80% 至 134.96 亿元，利润总额和净利润分别同比大幅增长 72.29% 和 69.17% 至 46.83 亿元和 35.37 亿元，各项盈利指标（年化后）均高于 2019 年水平。

在同行业可比公司中，公司杠杆率略高，盈利能力及稳定性低于样本平均水平。

表 18 公司盈利指标（单位：%、名）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
净利润	26.35	5.75	19.15	35.37
营业费用率	59.51	70.29	42.31	41.25
薪酬收入比	43.53	47.47	31.20	/
营业利润率	35.71	10.25	18.67	34.75
自有资产收益率	2.31	0.46	1.48	/
净资产收益率	7.51	1.62	5.29	9.19
净资产收益率排名	27	54	36	/

资料来源：公司财务报表、联合资信整理

表 19 2019 年证券公司行业财务指标比较（单位：%）

企业名称	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
华西证券股份有限公司	10.19	4.55	50.72	22.13	61.20
西部证券股份有限公司	3.50	1.59	47.13	46.77	50.01
国信证券股份有限公司	9.03	2.75	39.45	19.05	68.41
国元证券股份有限公司	3.70	1.27	52.19	29.17	67.03
平安证券股份有限公司	7.78	2.41	32.81	19.19	68.46
样本平均值	6.84	2.51	44.46	27.26	63.02
兴业证券	5.29	1.48	42.31	51.12	72.06

资料来源：公司审计报告、公开资料、联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2020 年 9 月末，公司不存在对外担保（不含对子公司的担保）情形³。

截至 2020 年 9 月末，公司诉讼、仲裁事项均不形成预计负债，尚未进入执行程序的案件如下：

2017 年 10 月，粤财信托起诉欣泰电气、辽宁欣泰、温德乙和兴业证券，要求各被告回购其 2016 年 3 月 17 日至 2016 年 4 月 20 日买入并持有的“欣泰电气”股份，诉讼过程中粤财信托变更诉讼请求，要求各被告赔偿损失 1.39 亿元，2019 年 6 月，辽宁省高院驳回了粤财信托全部诉讼请求，后粤财信托提起上诉，二审维持原判。

2017 年 8 月，公司起诉欣泰电气、北京市兴华会计师事务所及直接主管人员、北京市东易律师事务所及直接主管人员、欣泰电气相关责任人、欣泰电气控股股东辽宁欣泰等共 26 名被告，诉请赔偿公司就欣泰电气欺诈发行事件

因先行赔付投资者而支付的超出公司应当赔偿数额的损失 2.27 亿元，同年 11 月，公司变更诉讼赔偿金额为 2.32 亿元。2019 年 2 月，由于保荐承销合同约定了纠纷由仲裁管辖，北京市高院裁定驳回公司对欣泰电气、孙文东、王建华 3 名被告的起诉，已另案提起仲裁，仲裁事项已立案，并开庭审理，尚未裁决。

十、本期短期融资券偿还能力分析

公司作为国内综合性上市券商之一，资本实力很强，资产流动性好，经营实力很强，融资渠道多样，直接和间接融资能力强。此外，相关指标对本期短期融资券本金能形成良好覆盖，整体看，公司对本期短期融资券的偿还能力极强。

1. 本期短期融资券对公司现有债务影响

截至 2020 年 9 月末，公司全部债务 833.24 亿元。本期短期融资券发行规模为 30.00 亿元，相较于公司目前的债务规模，公司本期短期融资券的发行规模一般。

以 2020 年 9 月末财务数据为基础进行测算，

³ 2019 年 12 月工商银行为公司全资子公司担保，同时公司提供反担保，担保金额为 25 亿港元。

本期短期融资券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为70.82%，较发行前上升0.65个百分点，债务负担整体有所增加。

2. 本期短期融资券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行30.00亿元估算相关指标对本期短期融资券本金的保障倍数（见下表）。公司净资产（母公司口径）、净利润、EBITDA和经营活动现金流量净额均可对本期短期融资券本金形成良好覆盖。

表 20 本期短期融资券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
净资产（母公司口径）/本期短期融资券本金	10.30	10.17	10.83	11.31
EBITDA/本期短期融资券本金	2.24	1.63	2.10	/
净利润/本期短期融资券本金	0.88	0.19	0.64	1.18
经营活动现金流量净额/本期短期融资券本金	-7.18	5.87	6.11	1.58

注：2020年1-9月相关指标未经年化

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十一、结论

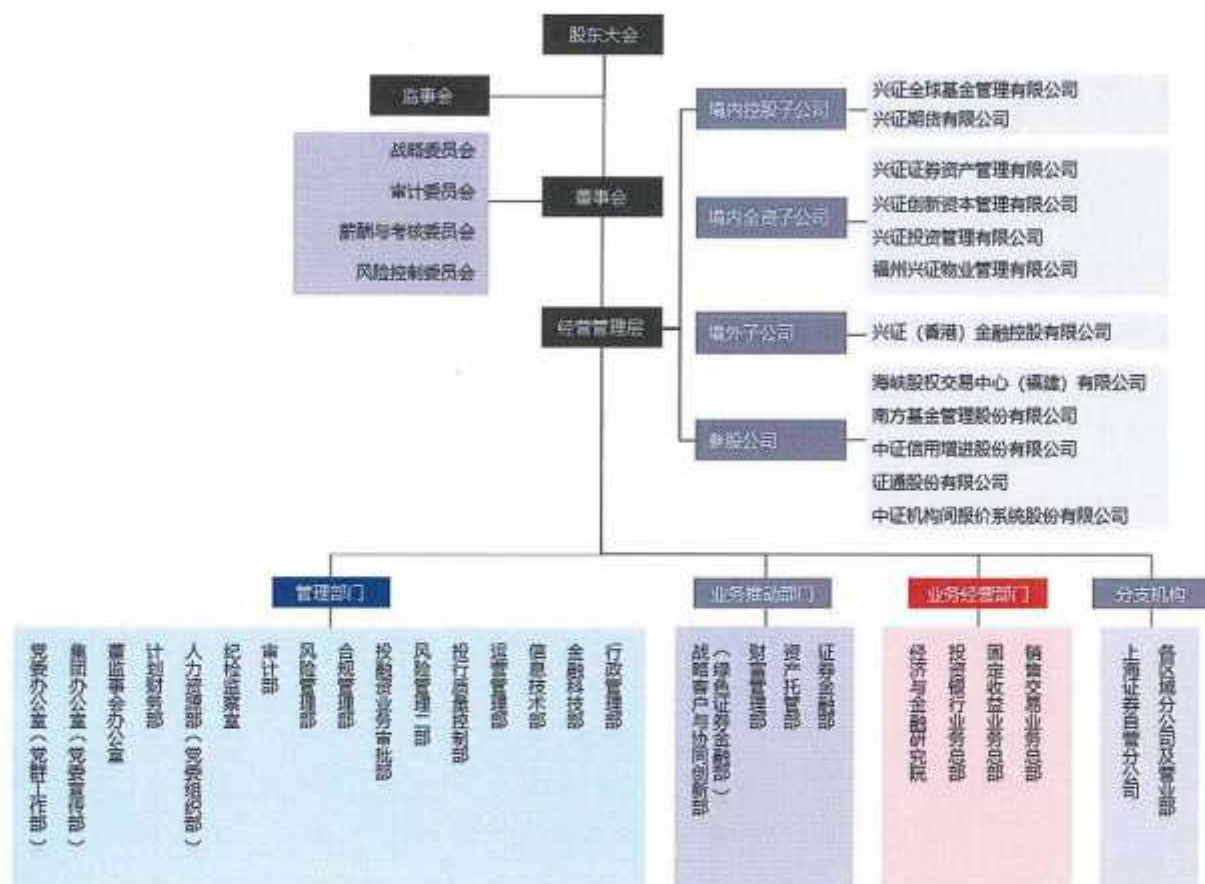
公司作为全国性综合类上市证券公司，近年来保持很强的竞争优势，其投研实力较强，并且在福建地区具有很强的区域竞争力，债券承销及资产管理业务板块发展态势良好；2018—2020年，公司分类评级均为 A 级，内控水平较好；目前，公司资本实力很强，资产流动性好，资本较充足。同时，联合资信也关注到经济周期波动、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。另外，股票

质押业务出现违约情况，未来回收情况以及可能继续出现损失的风险值得关注。

随着公司各项业务的稳步推进，未来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短期融资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，本期短期融资券还本付息能力最强，安全性最高。

附件1 截至2020年9月末
兴业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 1-9 月
自有资产（亿元）	1264.47	1263.98	1325.77	/
自有负债（亿元）	905.69	910.90	955.34	/
所有者权益（亿元）	358.78	353.08	370.44	399.52
优质流动性资产/总资产（%）	23.64	22.49	27.10	20.10
自有资产负债率（%）	71.63	72.07	72.06	/
营业收入（亿元）	88.20	64.99	142.50	134.96
利润总额（亿元）	32.88	6.53	26.30	46.83
营业利润率（%）	35.71	10.25	18.67	34.75
营业费用率（%）	59.51	70.29	42.31	41.25
薪酬收入比（%）	43.53	47.47	31.20	/
自有资产收益率（%）	2.31	0.46	1.48	/
净资产收益率（%）	7.51	1.62	5.29	9.19
净资本（亿元）	345.16	305.61	262.05	275.69
风险覆盖率（%）	206.30	241.30	223.71	262.48
资本杠杆率（%）	21.13	20.47	19.84	19.91
流动性覆盖率（%）	780.17	969.27	357.18	235.74
净稳定资金率（%）	140.19	140.75	172.60	148.28
信用业务杠杆率（%）	127.11	94.03	69.90	/
短期债务（亿元）	384.25	341.83	425.04	383.91
长期债务（亿元）	465.31	514.63	483.74	449.32
全部债务（亿元）	849.55	856.46	908.78	833.24
EBITDA/本期发债规模（倍）	2.24	1.63	2.10	/

注：2020年1-9月相关指标未经年化

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
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 证券公司短期融资券信用等级设置及其含义

联合资信证券公司短期融资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 兴业证券股份有限公司 2021 年度第二期短期融资券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期短期融资券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。

兴业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。

兴业证券股份有限公司或本期短期融资券如发生重大变化，或发生可能对本期短期融资券信用等级产生较大影响的重大事项，兴业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兴业证券股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期短期融资券相关信息，如发现兴业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。

如兴业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本期短期融资券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兴业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。