

信用评级公告

联合〔2023〕1148号

联合资信评估股份有限公司通过对中邮证券有限责任公司及其2023年拟面向专业机构投资者公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中邮证券有限责任公司主体长期信用等级为AA⁺，中邮证券有限责任公司2023年面向专业机构投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年二月二十七日

中邮证券有限责任公司2023年面向专业机构投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

担保方主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：本期债券分为两个品种并设置回拨选择权，但品种一和品种二的最终发行金额合计不超过 15.00 亿元（含）

本期债券期限：品种一为 3 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权及投资者回售选择权；品种二为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权及投资者回售选择权

担保方：中国邮政集团有限公司

担保方式：全额无条件且不可撤销连带责任保证担保

还本付息方式：单利计息，按年付息，到期一次还本

募集资金用途：补充营运资金

评级时间：2023 年 2 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司主体信用评级方法	V4.0.202208
证券公司主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”或“中邮证券”）的评级反映了公司作为全国综合性券商之一，具备多元化经营的发展模式；控股股东中国邮政集团有限公司（以下简称“邮政集团”）作为大型中央直属企业，综合竞争力很强，能够在资金、品牌、客户、渠道等方面给予公司较大的支持。2019 年以来，公司各项业务稳步发展，经营业绩保持相对稳定；截至 2021 年末，公司资产质量和流动性较好，资本充足性良好。

同时，联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化以及市场信用风险上升等因素可能对公司经营带来不利影响；2022 年前三季度，公司营业收入及净利润同比有所下降；公司债务以短期债务为主，需对公司流动性管理情况保持关注。

担保方邮政集团为本期债券的到期兑付提供全额无条件的连带责任保证担保。邮政集团作为在原国家邮政局所属的经营性资产和部分企事业单位的基础上组建的大型中央直属企业，拥有国务院规定范围内的信件寄递业务的专营权，在行业政策、税收优惠和财政补贴等方面均能够持续得到非常强的政府支持。同时，邮政集团金融板块业务主要包括银行、证券和保险业务，具备很强的综合经营竞争力，其提供的担保对本期债券信用水平提升显著。

本期债券发行规模相较公司债务规模属一般水平，主要财务指标对发行前、后全部债务的覆盖程度有所下降，仍属良好。

未来，随着资本市场的持续发展、公司战略的推进及股东持续支持，公司整体竞争实力有望进一步增强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **股东背景很强，对公司支持力度较大。**公司作为邮政集团金融体系中具有重要战略地位的子公司，股东背景很强且受股东支持力度较大。邮政集团能够以其强大的邮政网络资源和金融业务布局为公司提供较大支持，为客户提供全面金融服务。

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	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	3
			业务经营分析	4
			未来发展	2
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	2
			资本充足性	3
		流动性因素	杠杆水平	1
				2
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：无				-
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：股东支持				+2
评级结果				AA ⁺

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

分析师：张祎 杨晓丽

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-8567 9696

传真：010-8567 9228

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

2. 公司资产质量较高，整体资本充足性较好。截止 2021 年末，公司优质流动性资产规模较大且占比较高，资产流动性较好；主要风险控制指标均持续优于监管指标，整体资本充足性较好。
3. 担保方邮政集团拥有领先的行业地位和非常强的政府支持，具有很强的综合竞争力。担保方邮政集团拥有国务院规定范围内的信件寄递业务的专营权，在行业政策、税收优惠和财政补贴等方面均能够持续得到非常强的政府支持。邮政集团资本实力非常强，近年来营业总收入、利润总额持续增长，经营稳健，具备很强的综合经营竞争力。

关注

1. 公司盈利能力有待提升且经营易受外部环境影响。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；公司盈利指标表现一般，2022 年前三季度，公司营业收入及净利润同比有所下降。
2. 公司债务规模大幅增长，且面临短期集中偿付情况。2021 年以来，受自营杠杆增加影响，公司债务规模大幅增长；债务构成以短期债务为主，面临一定债务集中偿付情况，债务结构有待进一步优化。
3. 担保方邮政集团主要业务发展易受经营环境变化影响。邮政普遍服务业务¹市场需求下滑，包裹快递行业竞争激烈。近年来传统邮政业务市场需求持续下降，民营快递企业以低价竞争策略获得了较大市场份额，同时，邮政集团金融业务板块易受到政策环境等影响，需对邮政集团未来经营情况保持关注。

公司主要财务数据：

项目	中邮证券（合并口径）			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
自有资产（亿元）	92.87	94.12	150.79	/
自有负债（亿元）	34.51	34.49	89.31	/
所有者权益（亿元）	58.36	59.62	61.48	62.13
优质流动性资产/总资产（%）	31.33	14.08	18.42	/
自有资产负债率（%）	37.16	36.65	59.23	/
营业收入（亿元）	6.08	7.01	6.63	4.04
利润总额（亿元）	2.36	2.29	1.84	0.59
营业利润率（%）	37.78	29.63	27.90	14.29
净资产收益率（%）	2.96	2.72	2.81	0.90
净资本（亿元）	57.09	58.93	59.76	/
风险覆盖率（%）	325.47	325.52	236.34	/
资本杠杆率（%）	59.40	60.21	39.26	/

¹ 根据《邮政普遍服务标准》，指按照国家规定的业务范围、服务标准，以合理的资费标准，为中华人民共和国境内所有用户持续提供的邮政服务。

短期债务 (亿元)	32.08	32.34	86.54	88.41
全部债务 (亿元)	32.08	32.34	86.82	99.02

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加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, 均指合并口径数据; 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. 2022年三季度财务数据未经审计, 相关指标计算未经年化; 4. 本报告中, “/”表示未获取到该项数据, “-”表示该项数据或指标不适用。

资料来源: 公司财务报表、风险控制指标监管报表, 联合资信整理

担保方主要财务数据:

邮政集团 (合并口径)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额 (亿元)	105794.95	118267.52	131687.00	141604.44
所有者权益 (亿元)	6082.96	7475.17	8471.97	8914.77
短期债务 (亿元)	735.14	596.22	369.68	/
长期债务 (亿元)	943.43	900.93	1332.88	/
全部债务 (亿元)	1678.57	1497.15	1702.56	2034.15
营业总收入 (亿元)	6171.46	6500.56	7009.51	5798.90
利润总额 (亿元)	538.70	602.99	726.91	754.49
EBITDA (亿元)	708.38	769.75	985.37	/
经营性净现金流 (亿元)	746.50	2227.79	1958.61	1622.24
营业利润率 (%)	8.63	9.32	10.26	70.69
净资产收益率 (%)	8.93	8.32	8.49	9.98
资产负债率 (%)	94.25	93.68	93.57	93.61
全部债务资本化比率 (%)	21.63	16.69	16.73	18.58
流动比率 (%)	20.65	22.84	24.37	22.99
经营现金流动负债比 (%)	0.77	2.08	1.65	1.27
现金短期债务比 (倍)	20.22	30.48	58.39	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	47.98	69.77	61.63	/
全部债务/EBITDA (倍)	2.37	1.94	1.73	/

邮政集团 (母公司口径)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额 (亿元)	2626.77	2948.45	3100.34	3082.66
所有者权益 (亿元)	1419.50	1580.73	1677.74	1904.57
营业总收入 (亿元)	1771.22	1789.39	1927.86	1662.57
投资收益 (亿元)	111.35	124.99	133.90	156.03
利润总额 (亿元)	32.85	49.53	63.66	226.98
净资产收益率 (%)	2.27	3.30	3.91	12.67
资产负债率 (%)	45.96	46.39	45.89	38.22
流动比率 (%)	49.72	65.43	49.54	61.13

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加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; 2. 2022年三季度财务数据未经审计, 相关指标计算未经年化

资料来源: 邮政集团财务报表, 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
AA ⁺	稳定	2022/10/12	张祎 杨晓丽	证券公司主体信用评级方法 (V4.0.202208) 证券公司主体信用评级模型 (打分表) (V4.0.202208)	--
AA ⁺	稳定	2022/3/11	董日新 张晨露	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

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 非公开披露报告无链接

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中邮证券有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

中邮证券有限责任公司2023年面向专业机构投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”或“中邮证券”）前身为2002年6月经中国证监会批复、由原西安财政证券服务中心改制设立的西安华弘证券经纪有限责任公司，公司初始注册资本为0.53亿元，公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局；2006年2月，公司根据股东会决议及中国证监会有关文件批复，由新增股东中国邮政集团公司（后于2019年更名为“中国邮政集团有限公司”，以下简称“邮政集团”）、北京市邮政公司（以下简称“北京邮政”）、中国集邮总公司（后更名为“中国集邮有限公司”，以下简称“中国集邮”）合计增资5.07亿元，公司注册资本变更为5.60亿元，控股股东变更为邮政集团；2009年，经中国证监会核准批复，公司更名为现名。后经多次增资扩股，截至2022年9月末，公司注册资本及实收资本均为50.60亿元，控股股东为邮政集团，直接和间接持股比例合计为90.54%。邮政集团为大型中央直属企业，由中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）依据国家法律、行政法规等规定代表国务院履行出资人职责，因此公司实际控制人为财政部。截至2022年9月末，公司股东持股比例见下表；股权不存在被股东质押融资的情况。

表1 截至2022年9月末公司股东及持股比例

股东	持股比例 (%)
中国邮政集团有限公司	57.68
中邮资本管理有限公司	32.86
西安投资控股有限公司	9.46
合计	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司经营范围：许可经营项目：证券经纪、证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售（凭许可证在有效期内

经营）；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2021年末，公司共设置18个总部部门，包括办公室（党委办公室）、财富管理事业部、投资银行事业部、运营管理总部、自营投资部、战略客户与协同发展部、风险管理部等部门；截至2021年末，公司共设有25家分公司，包括北京证券资产管理分公司（以下简称“资管分公司”）及24家各省市级分公司；共设24家证券营业部，分布于全国各主要省市，其中陕西省营业部数量较多，为8家。截至2021年末，公司合并口径在职员工合计1009人。

截至2021年末，公司资产总额174.86亿元，其中客户资金存款21.00亿元；负债总额113.38亿元，其中代理买卖证券款24.07亿元；所有者权益61.48亿元；净资产59.76亿元。2021年，公司实现营业收入6.63亿元，利润总额1.84亿元，净利润1.70亿元；经营活动产生的现金流量净额-20.97亿元，现金及现金等价物净增加额8.21亿元。

截至2022年9月末，公司合并资产总额183.18亿元，其中客户资金存款17.49亿元；负债总额121.06亿元，其中代理买卖证券款20.05亿元；所有者权益（含少数股东权益）62.13亿元。2022年1-9月，公司实现营业收入4.04亿元，利润总额0.59亿元，净利润0.56亿元；经营活动产生的现金流量净额18.16亿元，期末现金及现金等价物净增加额3.77亿元。

公司注册地址：陕西省西安市唐延路5号（陕西邮政信息大厦9~11层）；法定代表人：郭成林。

二、本期债券概况

本期债券名称为“中邮证券有限责任公司2023年面向专业机构投资者公开发行公司债券

（第一期）”。本期债券分为两个品种。公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，回拨比例不受限制，但品种一和品种二的最终发行金额为不超过 15 亿元（含 15 亿元）。本期债券品种一为 3 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权及投资者回售选择权；品种二为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权及投资者回售选择权。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商协商确定。本期债券采用单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金。本期债券面向专业机构投资者公开发售。

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充营运资金及适用的法律法规允许的其他用途。根据公司财务状况和资金使用需求，公司未来可能调整部分营运资金用于偿还有息债务。

本期债券设置投资者回售选择权，债券持有人有权在本期债券品种一存续期的第 2 年末将其持有的全部或部分本期债券回售给公司，债券持有人有权在本期债券品种二存续期的第 3 年末将其持有的全部或部分本期债券回售给公司。回售选择权具体约定情况详见本期债券的募集说明书。

本期债券设置赎回选择权，公司有权在本期债券品种一存续期的第 2 年末赎回本期债券全部未偿份额，公司有权在本期债券品种二存续期的第 3 年末赎回本期债券全部未偿份额。赎回选择权具体约定情况详见本期债券的募集说明书。

本期债券设置票面利率调整选择权，公司有权在本期债券品种一存续期的第 2 年末决定是否调整本期债券后续计息期间的票面利率，公司有权在本期债券品种二存续期的第 3 年末决定是否调整本期债券后续计息期间的票面利率。

本期债券由邮政集团提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12 月防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速²（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

表 2 2018-2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额（万亿元）	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资 (%)	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资 (%)	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资 (%)	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售 (%)	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速 (%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率 (%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年

回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约

4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。

2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素

仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

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

2021 年，股票市场呈震荡走势，结构行情明显，市场交投持续活跃；债券市场运营平稳，市场规模保持增长态势，全年发行量同比小幅增长。2022 年前三季度，股票市场指数整体有所回落，股市交投活跃程度同比有所下降；债券市场指数小幅上涨。

股票市场方面，2019 年，市场预期回暖，股票市场先扬后抑，一季度贡献全年大部分涨幅；2020 年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升；2021 年，股票市场呈现震荡走势，板块分化加剧，结构性行情明显，市场交投活跃度持续提升。截至 2021 年末，上证指数收于 3639.78 点，较年初上涨 4.80%；深证成指收于 14857.25 点，较年初上涨 2.67%，涨幅均较 2020 年有所回落。根据交易所公布的数据，截至 2021 年末，我国上市公司总数 4615 家，较年初增加 461 家；上市公司总市值 91.61 万亿元，较年初增长 14.91%。根据 Wind 统计数据，2021 年全部 A 股成交额 257.18 万亿元，同比增长 24.82%，市场交投持续活跃。截至 2021 年末，市场融资融券余额 1.83 万亿元，较上年末增长 13.17%，其中融资余额占比 93.44%，融券余额占比 6.56%。2021 年，全市场股权融资募集资金合计 1.84 万亿元，同比增长 6.39%；完成 IPO、增发和配股的企业分别有 520 家、507 家和 6 家；完成可转债和可交债发行的企业分别有 119 家和 34 家。

截至 2022 年 9 月末,上证指数收于 3024.39 点,较上年末下跌 16.91%;深证成指收于 10778.61 点,较上年末下跌 27.45%;2022 年前三季度,国内股票市场持续低迷,上证综指和深证成指最低回撤至 2886.43 点和 10206.64 点,股票指数在 5—6 月有所回升,但整体仍呈震荡下行态势。2022 年前三季度,沪深两市成交额 173.60 万亿元,同比下降 8.78%,沪深两市交投活跃程度同比有所下降。

图 1 股票市场指数及成交额情况 (单位:点、亿元)

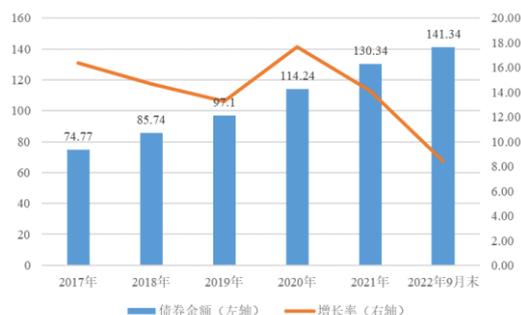


资料来源: Wind, 联合资信整理

债券市场方面,2019 年,债券市场违约常态化,货币市场利率延续下降趋势,国债收益率保持平稳;2020 年,债券市场规模持续增长,受疫情以及货币政策影响,市场利率出现大幅波动,5 月份利率探底后逐步回升,中债信用债净价指数总体平稳,但债券违约向国企蔓延;2021 年,债券市场整体运行平稳,全年债券发行量同比小幅增长。根据 Wind 统计数据,2021 年境内共发行各类债券 5.38 万只,发行额 61.76 万亿元,同比增长 8.55%。截至 2021 年末,我国存量债券余额 130.35 万亿元,较上年末增长 14.10%,较上年末增速放缓。2021 年境内债券交易总金额 1631.90 万亿元,同比增长 27.27%;其中现券交易成交金额 241.91 万亿元,回购交易成交金额 1161.23 万亿元,同业拆借成交金额 128.76 万亿元。截至 2021 年末,中债一综合净价(总值)指数收于 103.30 点,较年初小幅增长 1.44%。截至 2022 年 9 月末,我国存量债券余额 141.34 万亿元,较上年末增长 8.44%;中债一综合净价(总值)指数收于 104.09 点,较

上年末上涨 0.76%。2022 年前三季度,债券市场指数小幅上涨。

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, 证券行业服务实体经济取得新成效。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场,推进股票和债券发行交易制度改革,提高直接融资比重,降低杠杆率”,同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月,证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式,科创板正式开板;7 月 22 日,科创板首批公司上市交易,中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 6 月,证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》,建立新三板企业转板上市制度,新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市,加强多层次资本市场的有机联系。2021 年 9 月,定位为“服务创新型中小企业的主阵地”的北京证券交易所注册成立,我国资本市场的层次布局不断完善。根据中国证券业协会统计,2021 年,证券公司服务 481 家企业完成境内首发上市,融资金额达 5351.46 亿元,分别同比增加 87 家、增长 12.87%,其中科创板、创业板两板上市企业数占全年 IPO 家数的 75.05%,融资金额占全年 IPO 融资总额的 65.28%,引导资本有效支持科技创新;服务 527 家境内上市公司实现再融资,融资金额达

9575.93 亿元,分别同比增加 132 家、增长 8.10%。同期,证券公司承销债券 15.23 万亿元,同比增长 12.53%。

随着证券市场规模逐步扩大,证券公司规模逐年增长;2021 年,证券行业业绩表现较好;证券公司收入实现对经纪业务和自营业务依赖程度较高,盈利水平受市场行情及行业政策影响较大。2022 年前三季度,受疫情多发散发和国际形势紧张等多重不确定因素影响,证券市场大幅波动,证券公司证券投资收益同比大幅下滑,明显拖累证券公司业绩。

近年来,证券公司的数量呈稳步增长态势。2017—2021 年,证券公司总资产和净资产规模逐年扩大;盈利能力呈现 U 型走势,2018 年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降;2019—2021 年,受市场行情和利好政策等因素影响,证券公司业绩持续增长。截至 2021 年底,140 家证券公司总资产为 10.59 万亿元,较上年末增长 18.99%;净资产为 2.57 万亿元,较上年末增长 11.26%,净资本为 2.00 万亿元,较上年末增长 9.89%。2021 年,140 家证券公司实现营业收入 5024.10 亿元,实现净利润 1911.19 亿元,分别同比增长 12.03% 和 21.32%,经营业绩同比实现较好增长。

2022 年前三季度,受疫情多发多散和国际形势紧张等多重不确定因素影响,证券市场大幅波动,证券公司业绩增长承压。截至 2022 年 9 月底,140 家证券公司总资产为 10.88 万亿元,较上年末增长 5.53%;净资产为 2.76 万亿元,

较上年末增长 10.84%;净资本为 2.11 万亿元,较上年末增长 8.76%。2022 年 1—9 月,140 家证券公司实现营业收入 3042.42 亿元,同比下降 16.95%,实现净利润 1167.63 亿元,同比下降 18.90%。

从收入结构来看,2021 年,证券公司收入仍主要来源于经纪业务和自营业务。2021 年,证券行业实现经纪业务收入 1534.18 亿元,同比增长 33.08%,占比行业营业收入的 30.54%,较上年有所提升,其中代理销售金融产品净收入 206.90 亿元,同比增长 53.96%;实现投资银行净收入 699.83 亿元,同比增长 4.12%;实现资产管理业务净收入 317.86 亿元,同比增长 6.10%。截至 2021 年末,证券行业资产管理业务规模为 10.88 万亿元,较上年末增长 3.53%,其中集合资产管理规模大幅增长 112.52%至 3.28 万亿元,资产管理业务主动管理转型成效显著。

2022 年前三季度,证券公司实现代理买卖证券业务净收入 877.11 亿元,同比下降 12.36%;证券承销与保荐业务净收入 446.03 亿元,同比增长 7.22%;财务顾问业务净收入 46.22 亿元,同比下降 1.91%;投资咨询业务净收入 42.25 亿元,同比增长 14.81%;资产管理业务净收入 201.95 亿元,同比下降 8.05%;利息净收入 473.35 亿元,同比下降 2.01%;证券投资收益(含公允价值变动)560.49 亿元,同比下降 47.32%,投资收益同比大幅下滑,明显拖累了证券公司的整体业绩。

表 3 证券行业概况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
证券公司家数(家)	131	131	133	139	140	140
盈利家数(家)	120	106	120	127	/	/
盈利家数占比(%)	91.60	80.92	90.23	91.37	/	/
营业收入(亿元)	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79	5024.10	3042.42
净利润(亿元)	1129.95	666.20	1230.95	1575.34	1911.19	1167.63
总资产(万亿元)	6.14	6.26	7.26	8.90	10.59	10.88
净资产(万亿元)	1.85	1.89	2.02	2.31	2.57	2.76
净资本(万亿元)	1.58	1.57	1.62	1.82	2.00	2.11

注:证券业协会未披露 2021 年证券公司盈利家数情况
资料来源:中国证券业协会

图3 我国证券行业业务收入结构图



注: 1. 证券业协会未披露2020年全行业利息净收入数据, 2020年其他包括利息净收入和其他收入;
2. 证券业协会未披露全行业2021年代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)、证券承销与保荐业务净收入、财务顾问业务净收入、证券投资收益(含公允价值变动)、利息净收入数据, 仅披露了经纪业务收入、投资银行净收入等, 因披露口径存在较大差异, 故上表以2021年前三季度收入结构替代全年进行列示

资料来源: 中国证券业协会

证券公司行业集中度较高。

证券公司行业集中度较高。按证券公司营业收入排序, 2021年, 前十大证券公司实现营业收入合计3847.83亿元, 净利润1313.90亿元, 占全行业营业收入和净利润的比重分别为50.30%和56.53%。截至2021年底, 前十大证券公司资产总额为6.98万亿元, 净资产总额为

1.29万亿元, 分别占全行业总资产和净资产比重的46.97%和54.80%; 前十大证券公司上述财务指标较2020年有所下降, 但行业集中度仍较高。未来, 大型券商可以凭借规模、平台、品牌、政策倾斜等多方面优势将龙头优势进一步扩大, 证券公司的行业集中度仍将维持在较高水平。

表4 截至2021年末/2021年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	2138.08	12786.65	765.24	240.05
2	海通证券	1777.55	7449.25	432.05	137.48
3	国泰君安	1506.37	7912.73	428.17	153.03
4	华泰证券	1520.36	8066.51	379.05	136.01
5	中国银河	989.78	5601.35	359.84	105.17
6	广发证券	1108.01	5358.55	342.50	120.55
7	中金公司	847.31	6497.95	301.31	108.10
8	中信建投证券	800.06	4527.91	298.72	102.35
9	招商证券	1125.90	5972.21	294.29	116.58
10	申万宏源	1054.53	5617.34	246.66	94.58
合计		12867.95	69790.45	3847.83	1313.90

资料来源: 公开数据, 数据以营业收入由高到低排序

2. 行业政策

在资本市场深化改革背景下, 证券公司严监管态势将延续; 新《证券法》等纲领性文件出台, 多项利好政策、业务规则和指引密集发布,

有望推动资本市场和证券行业健康有序发展。

在资本市场深化改革背景下, 在加强金融监管、防范金融风险的监管要求下, “严监管、防风险”仍将是监管的主旋律。随着新《证

券法》等纲领性文件出台，资本市场基础设施建设的持续推进，证券行业多项业务规则、指引密集发布，引导证券公司规范执业，推动资本市场和证券行业有序发展。

表 5 2019 年以来部分行业政策及重大事项情况

时间	政策名称	主要内容
2019 年 3 月	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共 2+6+1 个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定
2019 年 7 月	证监会发布《证券公司股权管理规定》	进一步加强证券公司股权监管，规范证券公司股东行为，提升监管效能
2019 年 8 月	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	对高分类评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。于 2020 年 1 月发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，并于 2020 年 6 月 1 日正式施行
2019 年 12 月	修订《中华人民共和国证券法》	进一步完善了证券市场基础制度，为证券市场全面深化改革落实落地，有效防控市场风险，提高上市公司质量，切实维护投资者合法权益，促进证券市场服务实体经济功能发挥，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提供了坚强的法治保障
2020 年 5 月	发布《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》	为落实新《证券法》有关要求，支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，更好服务实体经济，允许证券公司公开发行次级债券以及为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间
2020 年 6 月	发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》、《证券发行上市保荐业务管理办法》	推动创业板改革并试点注册制
2020 年 7 月	证监会发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	明确适用范围，精简优化发行条件。明确发行上市审核和注册程序。强化信息披露要求，对发行承销作出特别规定，强化监督管理和法律责任，加大对上市公司、中介机构等市场主体违法违规行为的追责力度
2021 年 3 月	深交所《关于合并主板与中小板相关安排的通知》	顺应市场自然规律，对市场估值无实质影响
	《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》	进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求
	《上市公司信息披露管理办法》	大幅提高信息披露的违法违规成本，信息披露环节监管将更趋严格
2021 年 5 月	证监会公布首批证券公司“白名单”	简化优质券商工作流程，进一步提升监管有效性，推动行业高质量发展
2021 年 7 月	《关于依法从严打击证券违法活动的意见》 《证券期货违法行为行政处罚办法》	加强资本市场基础制度建设，健全依法从严打击证券违法活动体制机制，提高执法司法效能
	《证券公司短期融资券管理办法》	提升流动性覆盖率要求，延长最长发行期限，短期融资券发行更规范
2021 年 9 月	设立北京证券交易所	有助于完善多层次资本市场体系，更好发挥资本市场功能作用、促进科技与资本融合
2021 年 10 月	证监会发布《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》	进一步规范辅导相关工作，充分发挥派出机构属地监管优势，压实中介机构责任，从源头提高上市公司质量，积极为全市场稳步推进注册制改革创造条件
2022 年 5 月	证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	深入推进设立科创板并试点注册制改革，完善科创板交易制度，提升科创板股票流动性、增强市场韧性
	证监会发布《保荐人尽职调查工作准则》和《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》	持续完善制度规则体系，督促保荐机构不断提高执业质量，提高资本市场服务实体经济高质量发展能力
2022 年 6 月	证监会、司法部、财政部联合发布《关于加强注册制下中介机构廉洁从业监管的意见》	旨在全面完善相关制度机制，明确规范要求和相关责任，着力解决注册制下的廉洁从业突出风险点，督促中介机构勤勉尽责，廉洁自律，引导形成廉洁从业风险防控的内生动力和常态化机制
2022 年 11 月	证监会就《关于注册制下提高中介机构公司债券业务执业质量的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见	着眼于推进债券市场中介机构监管的制度化规范化透明化，明确了服务高质量发展、强化履职尽责、深化分类监管、严格监管执法等 4 方面原则；提出了强化证券公司债券业务执业规范、提升证券服务机构执业质量、强化质控、廉洁要求和投资者保护、依法加强监管、完善立体追责体系
2022 年 11 月	证监会就《关于深化公司债券注册制改革的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见	贯彻落实党的二十大精神有关健全资本市场功能、提高直接融资比重的重大部署，深化公司债券注册制改革，推动交易所债券市场高质量发展

资料来源：证监会网站，联合资信整理

3. 未来动向

行业分层竞争格局加剧，马太效应延续，中小券商需谋求特色化、差异化发展道路。

证券公司的发展过程中仍存在业务同质化严重、传统经纪业务收入结构单一、业绩和市场高度挂钩、盈利波动性大等特点，其中大型券商收入结构相对均衡，在业绩稳定性方面具备优势。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均较中小券商具备优势，随着政策的持续倾斜以及资源投入积累效应的持续显现，大型券商的综合实力将持续提升，行业分层竞争格局加剧，马太效应延续，中小券商仍需进一步结合市场环境、自身禀赋及其所在区域的特色化需求，在特定行业、区域内精耕细作，逐步转向差异化、特色化发展策略。

严监管基调持续，利于行业规范发展。

2023年，证监会将继续统筹推进提高上市公司质量、健全退市机制、多层次市场建设、压实中介机构责任、投资端改革、完善证券执法司法体制机制等重点改革，持续完善资本市场基础制度。“严监管、防风险”仍将是监管的主旋律，以推动证券公司加强内部控制、扎实风险管理、提升执业水平，坚守底线练好内功，推动行业规范发展。证券公司预计将继续平稳经营，发生重大风险事件概率较小，行业出现信用违约的概率较小，但仍需关注投资银行、资产管理等业务内控制度的健全情况以及开展项目过程中的尽责情况，重大的涉及业务资质暂停的处罚仍是影响券商个体经营的重要风险之一。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年9月末，公司注册资本和实收资本均为50.60亿元，控股股东为邮政集团，直接和间接持股比例合计为90.54%；实际控制人为财政部。

2. 企业规模和竞争力

公司是全国综合性证券公司之一，业务牌照齐全；资本实力较强，各项业务指标在行业

内处在中下游水平。

公司是全国综合性证券公司之一，拥有融资融券、证券承销、证券资产管理等多种业务资质，业务牌照齐全；分支机构及网点分布于全国各主要省市，分布范围较为广泛。从资本实力上看，根据中国证券业协会披露的排名情况，2019—2021年，公司净资产排名基本稳定，处于行业中游水平。从各项业务条线来看，公司投资银行业务、证券经纪业务等板块在行业内排名有所下滑，但总体较为稳定。2021年以来，公司本部在管理体系、部门设置、人才队伍建设方面进行了规模较大的组织架构调整，从公司治理、人员薪酬等方面进行了改革，以提升公司业务竞争力。

表6 公司主要业绩排名（单位：名）

项目	2019年	2020年	2021年
净资产	66	65	67
营业收入	82	74	83
证券经纪业务收入	84	85	88
资产管理业务收入	/	/	/
投资银行业务收入	85	69	88
融资类业务收入	73	68	70
证券投资收入	84	80	79

注：“资产管理业务收入排名”公式为“资产管理业务净收入-资产管理业务月均受托资产总净值*万分之3”，该指标仅可获取到位于行业中位数以上公司的排名

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

公司高级管理人员经验较为丰富，员工构成较为合理，能够满足公司现阶段业务发展需求。

公司董事长郭成林先生，1973年11月出生，清华大学硕士研究生，高级会计师。曾任中国建筑股份有限公司（以下简称“中国建筑”）审计局副局长、监事会办公室副主任；中国建筑审计局局长、监事会办公室主任；中国建筑财务资金部总经理、监事会办公室主任；中国建筑财务资金部总经理、董事会办公室主任、办公厅（党组办）主任，中国海外集团有限公司（以下简称“中国海外”）常务董事，中建财务有限公司（以下简称“中建财务”）董事；中国建筑集团有限公司党组办公室主任，中国建筑董事会办公室

主任、办公厅主任，中国海外常务董事，中建财务董事。现任中国邮政集团有限公司总会计师、党组成员，2021年1月起担任公司董事长。

公司总经理龚启华先生，1968年6月出生，香港公开大学工商管理硕士毕业。曾任中邮资本管理有限公司总经理，北京中邮资产管理有限公司总经理、董事长，邮政集团战略规划部（法律事务部）副总经理，中邮人寿保险股份有限公司党委委员、副总经理兼财务总监；2022年12月起任公司董事，2023年2月起任公司总经理。

截至2021年末，公司合并口径在职员工合计1009人。按业务条线划分，经纪业务人员占比59.66%，投行业务人员占比13.28%，资产管理业务人员占比4.06%，信息技术人员占比3.67%，证券投资业务人员占比1.98%，财务人员占比1.29%，风控人员占比1.19%，其他人员占比14.87%；从学历划分来看，硕士研究生及以上人员占比37.76%，本科学历人员占比58.67%，大专及以下人员占比3.57%。公司员工整体素质较高，岗位及学历构成较为合理，能够满足公司现阶段业务发展需求。

4. 企业信用记录

根据公司提供的人民银行征信报告，截至2022年12月23日查询日，公司无过往信贷业务记录，无未结清信贷交易。

截至2022年末，联合资信未发现公司在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录存在逾期或违约记录。

截至2022年末，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

截至2022年9月末，公司获得银行授信规模79.00亿元，已使用银行授信额度1.90亿元，间接融资渠道较为畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构，建立了权责分明的管理机制。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司监

督管理条例》《证券公司治理准则》《证券公司内部控制指引》等相关法律法规和《公司章程》的规定，设立了由公司党委、股东会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理结构和运作机制，公司整体法人治理机制运行良好。

公司党委充分发挥企业党组织的领导核心和政治核心作用。公司设立党委，党委设书记1名，副书记1名。同时，公司按规定设立纪委。公司党委根据《中国共产党章程》等党内法规履行相关职责。重大经营管理事项必须经党委研究讨论后，再由董事会或经营管理层作出决策。

股东会是公司的权力机构，公司按照相关规定召开股东会。股东会依法行使以下职权：决定公司经营方针和投资计划；审议批准董事会、监事会的报告；审议批准公司年度财务预算、决算、利润分配等方案；对公司增加或减少注册资本、发行债券等重大事项作出决议等。

公司设立董事会，对股东会负责，根据《公司章程》的规定行使职权。公司董事会由11名董事组成，其中邮政集团派驻董事5名，股东西安投资控股有限公司（以下简称“西投控股”）派驻董事2名，独立董事3名，职工董事1名。2019—2021年，公司共召开了28次董事会会议，对修订《公司章程》、调整公司董事人员、调整公司高级管理人员、调整公司专业委员会成员、公司反洗钱工作管理制度修订、公司管理制度修订等议案进行了审议；董事会下设薪酬与提名委员会、审计委员会、风险控制委员会，行使《公司章程》规定的职权，关注和处理公司相关重要事件。

公司监事会对股东会负责，依据《公司章程》独立行使职权，是公司的内部监督机构。监事会由3名监事组成，其中股东代表2名，分别由邮政集团和西投控股各委派1人，职工代表1名。监事会对公司财务以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，负责落实执行董事会的各项决议和进行公司的日常经营管理活动。董事会授权经营管理层设立了自营业务投资和管理委员会、资产管理委

员会、财富管理委员会、投行管理委员会、风险管理委员会和金融科技管理委员会，对专业事务进行集体决策。截至2022年9月末，公司经营管理层由7名成员组成，其中，副总经理兼首席信息官1名，首席风险官兼合规总监1名，分管业务的高级管理人员4名，董事会秘书1名。公司经营管理层成员均具有较高的学历背景和丰富的经营管理经验，有助于公司的稳健发展。

2. 管理水平

公司根据业务发展建立了相应的内控管理体系，组织架构能够满足业务发展的需要；但2019年以来公司连续多次收到有关监管措施或处罚，内控水平仍需进一步完善。

公司按照《公司法》《证券法》《反洗钱法》以及中国证监会相关规定，结合公司实际情况，根据业务需要不断完善内部控制制度、通过提高内部控制管理的措施与目标加强对各项业务的控制、保持良好的信息与沟通机制、强化内部监督措施。公司建立了科学的治理结构及符合公司发展需要的组织架构和运行机制，形成了职责分明、相互制衡的内部控制组织体系；公司对现已开展的业务与事项均已建立了内部控制制度。公司内部控制总体有效，能够保证公司各项业务活动的合法合规开展及公司内部规章制度的贯彻执行，保护客户及公司资产的安全和完整，防止、发现和纠正错误和舞弊情况，提高公司经营效率和效果，保证公司业务记录及财务信息的可靠、完整和及时。德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对公司内部控制情况进行了检查，并出具了内部控制专项审核报告（德师报（核）字（22）第E00230号）。公司董事会下设的审计委员会和风险控制委员会分别负责监督公司的稽核审计及风险管理工作，审查公司的内控及风险控制制度，审核公司的财务信息及披露工作，对公司的风险状况和风险管理能力进行评价。根据公司2018年10月9日发布的《关于风险管理部设立内核室的通知》，风险管理部二级部室内核室作为公司常设内核机构，负责公司投资银行类业务内核委员会的日常事

务并独立履行投资银行类业务常设内核机构的职责。内核室组织建立了公司层级统一的内核管理制度体系，明确了内核的目标、机构设置及其职责、内核标准和流程等，进一步完善了有关业务制度体系，防范了业务风险。

公司按照相关法律法规及《公司章程》建立了分工明确、相互制衡的内部控制体系。公司不断建立健全内部控制体系，并根据业务发展需要逐步完善组织架构设置。2021年，公司进行了规模较大的组织架构调整，从公司治理、人员薪酬等方面进行了改革，激励作用更加明显，内控制度更加完善，有利于促进业务发展、进一步提升公司综合竞争力。公司治理方面，公司进一步细化了董事会、股东会、经营层的治理体系，增设了董事长常务会议，增加了对重要经营事项的审议。经营层增设了财富管理、投行、投资、资产管理4项业务条线的管理委员会，以及金融科技和风险管理的管理委员会，承担日常业务和风险的议事职能，提升经营效率，分层授权，优化管理模式。业务部门和整体架构方面，围绕业务和客户的变化，成立财富管理事业部和投行事业部；建设了网络金融部，提高线上服务客户的能力；投行业务条线调整，将全部业务按照债权融资、股权融资做了区分；成立了运营管理总部，借鉴行业经验，对后台的运营服务整合建设，提升运营管理效率；成立了战略客户和协同发展部，承担与集团的协同对接和发掘战略客户业务需求的职能；优化三会治理，建立了办公室，单设审计部，并对相关部门的职能进一步梳理和明确。公司按照前、中、后台分离原则设置部门机构，组织架构图见附件1-2。

监管措施和处罚方面，2019年8月，公司因股票质押回购交易业务、资管业务和债券交易业务存在相关内控制度不完善问题，收到陕西证监局《关于对中邮证券有限责任公司采取责令改正措施的决定》，公司自收到监管措施决定之日起1个月内完成整改并向陕西证监局提交书面报告。2019年10月，公司分别收到上海证券交易所《纪律处分意向书》和深圳证券交易所

《纪律处分事先告知书》，对上述股票质押回购交易业务存在的问题，分别作出暂停股票质押回购交易业务回购交易权限6个月的自律处分。2020年4月，公司因存在对信用客户融资款划拨不及时问题，收到中国证券投资者保护基金公司《整改通知书》。2020年6月，公司因存在债券交易业务不规范等问题，收到中国证监会《关于对中邮证券有限责任公司采取责令改正措施的决定》；2020年8月，公司由于上述债券交易业务存在的问题，收到中国证监会《关于对中邮证券有限责任公司采取责令处分有关人员措施的决定》和《关于对王常鉴采取认定为不适当人选措施的决定》。2020年10月，公司所属分支机构吉林分公司因存在未全面落实适当性管理义务问题，收到吉林证监局《关于对中邮证券有限责任公司吉林分公司采取出具警示函措施的决定》。2020年12月，公司因存在全面风险管理、公司债券和资产管理业务不规范等问题，收到陕西证监局《关于对中邮证券有限责任公司采取责令改正措施的决定》。2021年5月，公司因存在廉洁从业管理和资管业务不规范等问题，收到陕西证监局《关于对中邮证券有限责任公司采取责令改正措施的决定》。截至2021年9月末，公司对于上述问题均已完成相关整改工作、提交书面整改报告并接受了有关监管机构的验收。2022年8月，公司因截至2021年12月31日存在存续的接受其他资产管理产品委托后再投资除公募基金之外的资产管理产品、投行业务内部控制不到位等问题，收到陕西证监局《关于对中邮证券有限责任公司采取出具警示函措施的决定》，公司已对相关业务已开展全面自查自纠，进一步加强合规建设。

七、经营分析

1. 经营概况

2019-2021年，公司营业收入和净利润规模波动增长；营业收入结构有所变动，但财富管理业务始终为最主要的收入来源；2022年前三季度，营业收入和净利润规模同比均有所下降。公司主营业务易受经济环境、证券市场及监管政策的影响，经营业绩存在波动性。

2019-2021年，公司营业收入规模呈波动增长趋势，年均复合增长4.47%，收入波动主要受投资银行业务发展波动影响。2019-2021年，公司净利润亦波动增长，年均复合增长0.08%。

从收入构成来看，2019年以来，财富管理业务始终是公司最重要的收入来源，2021年其营业收入占比为54.98%。2019-2021年，自营投资业务收入小幅下降，但仍为公司第二大收入贡献来源。资产管理业务方面，在监管趋严、资管新规落地及业务主动转型等影响下，2019-2021年资产管理业务收入规模及占比有所波动；2021年，资产管理业务市场化转型初见成效，收入占比亦提升至13.56%。2019-2021年，受主承销业务数量波动的影响，投资银行业务收入规模及占比波动较大；2021年，公司投资银行业务收入下滑，收入规模占比降至7.70%。

2022年前三季度，公司实现营业收入4.04亿元，同比下降14.97%，主要系财富管理业务和自营投资业务受证券市场行情影响较大、收入同比下降所致；公司实现净利润0.56亿元，同比大幅下降55.91%，主要系营业收入同比下降与管理费用小幅增长综合影响所致。2022年1-9月，公司营业收入结构有所变动，财富管理业务收入和自营投资业务收入占比有所下降，资产管理业务占比有所提升。

表7 公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年		2022年1-9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财富管理业务	2.51	41.34	3.37	48.15	3.65	54.98	1.81	44.82
自营投资业务	2.50	41.20	1.69	24.15	1.56	23.50	0.69	17.12
投资银行业务	0.33	5.43	1.25	17.88	0.51	7.70	0.48	11.92

资产管理业务	0.68	11.23	0.67	9.56	0.90	13.56	1.05	26.05
其他收入	0.05	0.80	0.02	0.26	0.02	0.27	0.004	0.09
营业收入合计	6.08	100.00	7.01	100.00	6.63	100.00	4.04	100.00

注：上表中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：公司定期报告、公司提供，联合资信整理

2. 业务运营

(1) 财富管理业务

2019-2021年，伴随着市场行情逐步回升，经纪业务收入规模稳步增长；2022年前三季度，公司证券经纪业务收入同比有所下滑。代理买卖证券业务受股票市场行情波动的影响较大，且市场份额略有下降，未来经纪业务收入情况仍存不确定性。

近年来，公司逐步推动传统经纪业务向财富管理业务转型，完善分支机构管理体系和组织架构。公司在对接邮政集团体系内的各地方机构与战略客户协同资源的同时，持续拓展分支机构数量，优化网点布局，近年来公司持续推动轻型营业部的设立，完成了武汉、绵阳、西安、上海、深圳等地的轻型营业部的设立工作。截至2021年末，公司下辖分支机构49家，包括1家资管分公司，24家省市级分公司及24家营业部。同时，公司储备了一批产品型客户，着重培训销售团队和投顾团队，初步建成从产品端到客户端的财富管理通道，金融产品销售额增速较快。截至2021年末，公司经纪及财富管理账户总量共180.77万户、客户保证金24.06亿元，上架销售产品数量1268支，包括股票型基金、混合型基金、债券型基金、ETF基金等种类。此外，公司持续推动科技赋能智慧转型，开发上线并不断优化升级手机APP，于2019-2020年连续两年获得

新浪财经券商APP风云榜“最佳投顾服务APP”奖项；2021年，公司开展了一系列的主题营销及产品销售活动，产品销售金额40.74亿元，同时对手机APP进行了全面改造升级，运用大数据分析技术等方式对客户进行智能营销和服务，不断满足客户需求。

公司证券经纪业务以证券类零售业务为主，收入主要来自于代理买卖证券业务，与整体股票市场的活跃度具有很强的正相关性。2019-2021年，公司股票、基金、债券代理买卖交易额持续增长；代理买卖证券业务净收入随之上升，但受证券市场竞争愈发激烈的影响，市场份额略有小幅下降，2021年为0.09%；公司经纪业务佣金率持续下降，主要系新客户佣金率较低，同期其交易规模持续增加所致。证券类机构业务方面，2019-2021年，公司实现交易单元席位租赁净收入波动增长，但规模仍较小；2021年实现交易单元席位租赁净收入0.03亿元，占证券经纪业务净收入比例为2.43%。2019-2021年，公司证券经纪业务收入行业排名分别为第84名、第85名和第88名。

2022年1-9月，受资本市场波动的影响，公司股票、基金、债券代理买卖交易量为1832.74亿元，同比下降8.42%；市场份额下降至0.08%，佣金率水平略有下滑；实现经纪业务手续费及佣金净收入0.66亿元，同比下降5.87%。

表8 公司证券经纪业务情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-9月
股票、基金、债券代理买卖交易量（亿元）	1496.37	2363.19	2718.65	1832.74
代销金融产品业务净收入（亿元）	0.13	0.20	0.12	/
代理买卖证券业务净收入（亿元）	0.62	0.85	0.95	/
市场份额（%）	0.10	0.10	0.09	0.08
佣金率（‰）	0.368	0.355	0.333	0.309

资料来源：公司提供，联合资信整理

2019-2021年，融资融券业务规模波动增长，业务收入持续增加；2022年三季度末，融资融券业务规模有所下降；2019年以来，公司逐步压降股票质押业务规模，业务收入波动下降；整体信用业务杠杆率保持适中水平。

公司信用交易业务主要包括融资融券业务和股票质押业务。2019-2021年，公司信用交易业务收入呈波动增长趋势，年均复合增长5.58%；2021年，公司信用交易业务收入1.74亿元，同比小幅减少1.78%，主要系公司压降股票质押业务规模所致。

融资融券业务方面，近年来，随着证券市场回暖和公司持续优化客户结构的综合推动，融资融券业务规模波动增加，业务收入持续增长。2019-2021年末，公司融资融券业务规模年均复合增长16.88%；融资融券业务收入逐年稳步增长，年均复合增长29.02%。截至2021年末，公

司融资融券账户数目为3180户，较上年末增加16.22%，融资融券业务余额13.36亿元，较上年末减少6.66%，当期实现利息收入0.91亿元，同比增长21.21%。

2019年以来，随着市场上股票质押业务风险增加及相关监管要求，公司持续压降股票质押式回购业务规模。2019-2021年，公司股票质押业务余额逐年下降，年均复合下降13.06%；业务收入波动下降，年均复合下降9.65%。截至2021年末，股票质押式回购业务规模11.72亿元，较上年末下降6.92%，当期实现利息收入0.84亿元，同比下降18.88%，主要系业务规模下降所致。

2019-2021年末，公司信用业务杠杆率波动上升；截至2021年末，公司信用业务杠杆率为44.55%，较上年末有所下降，杠杆水平适中。

表9 信用交易业务情况表 (单位: 亿元、%)

项目	2019年/末		2020年/末		2021年/末		2022年1-9月/9月末	
	余额	收入	余额	收入	余额	收入	余额	收入
融资融券业务	9.78	0.55	14.31	0.75	13.36	0.91	10.41	0.56
股票质押回购业务	15.50	1.02	12.59	1.03	11.72	0.84	7.39	0.50
合计	25.28	1.57	26.90	1.78	25.08	1.74	17.80	1.06
期末信用业务杠杆率	43.39		49.01		44.55		/	

注：上表中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2022年9月末，公司信用交易业务余额为17.80亿元，较上年末下降22.68%，其中融资融券业务及股票质押业务规模均有所下降。2022年1-9月，信用业务实现业务利息收入0.50亿元，同比下降20.96%，主要系业务规模下降所致。

截至2022年9月末，公司融资融券业务涉及1笔违约项目，本金原值金额合计为0.05亿元，已全额计提减值准备，尚处在司法程序中，目前正积极与融入方落实还款安排，通过多种方式方法收回负债。

(2) 自营投资业务

2019年以来，公司自营业务规模波动增长，投资标的以债券为主；随着债券市场违约事件频发及信用风险增加，需对资本市场波动对信

用交易业务发展的影响保持关注。

公司授权自营投资部开展固定收益投资交易业务及权益投资交易业务，在人员、账户、资金、信息等方面与其他业务部门严格分离，防范利益冲突。近年来，公司通过提升高信用等级债券持仓占比、实施资金渠道竞价引入、增加波段操作和短期交易等方式优化资产配置、控制信用风险、保持收益规模。公司在债券投资业务方面配置了专业信评人员，同时通过完善投资交易管理制度，提高高评级债券持有比例，细化投资交易流程，建立投后跟踪机制等多种方式，防范信用风险。此外，公司通过债券借贷、信用拆借、日间透支等多种工具多种渠道，保障了流动性安全，提高了息差收益。权益类投资业务方面，公司对持仓股票进行了全面调整，将行业龙

头作为主要投资范围，坚持稳健操作，保持低仓位运行，严控回撤，及时变现，确保风险可控。

2019—2021年末，公司自营业务规模波动增长，年均复合增长37.57%；自营投资业务以债券投资为主，但债券投资占比有所下降，其中以AA+及以上等级的债券持仓为主，占比持续上升。截至2021年末，公司自营业务规模106.78亿元，较上年末大幅增长2.12倍，主要系债券投资规模大幅增长所致。截至2021年末，债券投资规模92.65亿元，较上年末大幅增长192.78%，AA+及以上等级的债券持仓占比为78.99%，较上年末上升5.34个百分点。截至2021年末，公司基金投资规模11.20亿元，较上年末大幅增长约11.12亿元，占自营投资规模的10.49%；股票投资规模0.74亿元，较上年末减少66.15%，占自营投资规模的0.69%。

截至2021年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资产指标和自营非权益类证券及其衍生品/净资产指标均大幅上升，但指标均远优于监管标准。

截至2022年9月末，公司自营投资资产规模为118.87亿元，较上年末增长11.32%，投资品种仍以债券投资为主，其中信用级别为AA+及以上的债券占比大幅提升至90.02%。

截至2022年9月末，公司自营投资业务持有的2只债券出现实质违约，本金规模共计1.54亿元。公司对此一方面与债务人等多方洽谈推进潜在违约处置工作，另一方面积极寻找二级市场处置方案。公司将自营投资业务所持债券计入交易性金融资产科目，不进行减值计提，相关价值波动情况根据公允价值变动计入当期损益。

表 10 公司自营投资业务结构及自营投资监管指标（单位：亿元、%）

项目	2019年末		2020年末		2021年末		2022年9月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
债券	54.87	97.25	48.06	95.51	92.65	86.77	109.61	92.21
其中：AA评级	15.57	27.60	10.47	20.81	7.74	7.25	2.17	1.83
AA+评级及以上	39.28	69.62	37.06	73.65	84.34	78.99	107.01	90.02
股票	1.21	2.14	2.18	4.33	0.74	0.69	0.74	0.62
基金	0.06	0.11	0.08	0.16	11.20	10.49	8.06	6.78
资管计划	0.28	0.50	0.00	0.00	2.19	2.05	0.46	0.39
其中：集合资产管理计划	0.00	0.00	0.00	0.00	0.13	0.12	0.00	0.00
合计	56.42	100.00	50.32	100.00	106.78	100.00	118.87	100.00
自营权益类证券及证券衍生品/净资产	2.13		3.75		9.48		/	
自营非权益类证券及证券衍生品/净资产	100.13		90.20		177.64		/	

资料来源：公司提供，联合资信整理

（3）投资银行业务

2019—2020年，受公司重点发展、积极对接邮政集团内协同业务资源和市场环境宽松、政策机遇的共同影响，投资银行业务尤其是债券承销业务发展较快；2021年，公司投资银行业务发展有所放缓，收入规模大幅下降；投行业务受市场环境和政策监管的影响较大，具有波动性。

公司投资银行业务主要包括债券融资业务、财务顾问业务和股权融资业务。2019—2021年，

公司投资银行业务收入波动增长，年均复合增长24.32%；2020年，受债券承销业务快速发展的推动，投资银行业务收入同比大幅增长2.79倍；2021年，公司投资银行业务收入0.51亿元，同比大幅减少59.24%，主要系2021年受到地方城投债发行政策影响以及受2020年疫情影响，前期储备项目下降影响所致。

公司债券融资业务主要包括企业债券、公司债券、资产证券化产品等固定收益类证券的承销。公司以债券项目为投行业务发展重点，大

力拓展市场渠道和集团内协同业务，同时在国内流动性总体宽松、债券一级市场融资规模显著增长的影响下，2019—2021年，公司债券承销规模波动增长，年均复合增长84.61%；2020年，公司债券承销规模为177.71亿元，同比大幅增长272.56%，主要系公司重点巩固债券业务优势进行市场拓展，同时积极承接集团内协同业务所致；2021年，公司债券承销规模为174.86亿元，同比小幅下降1.60%。

公司财务顾问业务类型主要包括改制、收购兼并、重大资产重组、股权转让等。2019—2021年，公司财务顾问业务数量有所下降；2021年，公司财务顾问业务数量为10个，整体保持较

稳定发展。

2020年，公司股权融资类业务有所发展，完成IPO项目1单，融资金额32.71亿元。2021年，公司未新增股权融资项目。

2022年1—9月，公司投资银行业务继续发展，其中，股权融资方面完成2单再融资项目，债券承销方面完成23单业务，承销规模235.96亿元，同比实现较快增长。

从投行项目储备来看，截至2022年9月末，公司拥有在会审核项目11个（含股权类项目1个、债券类项目10个）；已过会待发行项目15个（已全部获核准批文，含债券类项目15个）。

表11 公司投行业务情况（单位：个、亿元）

业务类型	2019年		2020年		2021年		2022年1—9月	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
股权融资	0	0.00	1	32.71	0	0.00	2	67.35
其中：IPO	0	0.00	1	32.71	0	0.00	0	0.00
再融资	0	0.00	0	0.00	0	0.00	2	67.35
债券承销	8	47.70	33	177.71	27	174.86	23	168.61
新三板	12	/	11	/	11	/	5	/
财务顾问	15	/	13	/	10	/	17	/
合计	35	47.70	58	210.42	48	174.86	47	235.96

注：1. 表格中列示项目为截至各期末已取得批文并启动发行项目，未启动发行项目未在上表列示；2. 新三板项目因存在同一客户跨年支付项目收入情形，故各期内按项目口径分别统计数量；3. 上表中合计金额为股权融资与债券承销金额合计，不包含新三板及财务顾问业务金额

资料来源：公司提供，联合资信整理

（4）资产管理业务

2019—2021年，在监管趋严、资管新规落地等政策影响下，公司对资产管理业务进行转型调整，资产管理业务规模持续下降，结构有所优化。

近年来，证券公司资产管理业务进入回归业务本源、服务实体经济的全面战略转型期，行业资产管理规模下降。在此环境下，公司资产管理业务从规模化发展向高质量发展转型。2020年，公司资产管理业务较好地主动管理转型，银证协同模式下的集合资产管理产品规模大幅增加。2021年，公司资产管理业务持续优化资管架构，丰富资管产品种类，完成监管整改验收，市场化转型初获成效。同时，公司搭建完成了面向机构客户的资管产品直销系统，拓宽

了产品销售渠道；发行了公司首只S基金产品（幸福增利1号），与中债公司联合冠名定制了中债-中邮证券优选碳中和绿色债券指数。

2019—2021年末，公司资产管理业务规模持续下降，年均复合下降23.21%；截至2021年末，公司资产管理业务规模469.61亿元，较上年末下降33.47%。从业务结构来看，公司的资产管理业务产品分为单一资产管理计划、集合资产管理计划和专项资产管理计划。2021年，在资管新规的影响下，公司单一资产管理计划规模持续下降，而集合资产管理业务持续增长，专项资产管理业务规模保持稳定。2021年，公司资管业务收入0.90亿元，同比大幅增长34.33%，主要系公司资产管理业务加强主动管理、产品超额收益增加所致。

截至2022年9月末，公司资产管理业务规模较上年末下降14.99%，其中主动管理规模236.53亿元，占比为60.00%。从业务结构来看，单一资产管理业务占比有所下降，集合及专项

资产管理业务占比进一步上升。随着资管新规过渡期结束，公司持续优化资管产品架构，丰富资管产品种类；2022年1—9月资管业务手续费净收入0.99亿元，同比增长36.38%，发展良好。

表12 公司资产管理业务发展情况（单位：亿元、%）

项目	2019年末		2020年末		2021年末		2022年9月末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
单一资产管理业务	761.71	95.65	583.15	82.61	334.85	71.30	217.63	54.51
集合资产管理业务	25.66	3.22	109.09	15.45	94.57	20.14	123.15	30.85
专项资产管理业务	9.00	1.13	13.64	1.93	40.19	8.56	58.44	14.64
合计	796.37	100.00	705.88	100.00	469.61	100.00	399.22	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 未来发展

公司结合自身特点和优势制定发展战略，具有较好发展前景。但近年来证券市场波动加剧、金融监管趋严以及证券业务同质化竞争日益加剧给公司部分战略目标的实现带来一定挑战。

公司在综合考虑国内外宏观发展趋势、行业发展规律和自身发展条件下，将目标导向和问题导向相结合，制定了以下战略目标：经营发展实现高质量，坚持新发展理念，“十四五”期间以发展成为国内特色鲜明的中型券商为目标，在发展规模、经营质量、市场地位、集团贡献方面大幅提升；业务发展建立竞争新优势，公司以财富管理与投资银行为业务支柱，围绕邮政集团协同产业上下游产业链，打造债券融资、资产管理等业务的竞争优势；协同效能全面提升，公司通过聚焦邮政中高价值零售和产业客户，建立“财富管理生态圈”和“大投行生态圈”。

为实现以上目标，公司将按照“以市场化改革为主线，协同战略贯穿始终”的发展思路，采取“一个主线，两大支柱一大平台，六大支撑”的战略总路线：以市场化改革为主线，深入贯彻落实国有企业改革三年行动，在管理机制上坚持市场化体制机制改革，在业务发展上坚持市场化专业能力建设；协同战略贯穿始终，公司在“一个中国邮政”的框架下，融入邮政金融生态圈建设，实现对邮政集团金融生态协同需求的全面对接；以释放邮政集团资源价值为导向，聚焦集团中高价值客群和企业客户，充分利用集

团资源优势，拓展中高价值客群的财富管理业务，提供对集团战略客户的综合金融服务，打造邮政资源整合与产业升级的特色研究平台，发挥“两大支柱一大平台”的特色优势；强化风险合规、人力资源、绩效评价、财务管理、品牌文化及信息科技“六大支撑体系”，强化中后台的赋能能力。

八、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理制度体系，能够较好地支持和保障各项业务的发展；但随着业务规模增加及业务范围的扩大，要求公司进一步提高风险管理水平。

公司建立了由董事会、风险控制委员会、监事会、经营管理层、风险管理部和业务部门、分支机构构成的多层级的风险管理组织架构，并明确了各级部门的风险管理职责分工。公司设立风险管理部为履行风险管理职责的专门部门，在首席风险官的领导下推动公司全面风险管理工作，监测、评估、报告公司整体风险水平，并为业务决策提供风险管理建议，协助、指导和检查各部门、分支机构的风险管理工作，重点负责信用风险、市场风险、操作风险等主要风险的管理工作，财务部为公司流动性风险的管理部门，办公室为公司声誉风险的管理部门，合规部负责合规风险、洗钱风险管理工作。公司在业务部门、分支机构配置了风险管理人员，强化对业务

部门、分支机构的风险管理，具体负责其权限范围内的风险管理工作。

市场风险管理

市场风险是指公司因证券价格、利率、商品价格、汇率等变动而导致所持有的金融资产产生损失的风险。公司面临的市场风险主要来自公司自有资金权益类投资、固定收益类投资业务，主要集中于公司自营业务。

公司主要从强化业务管理来控制公司的市场风险。一是设定自营业务风险限额。董事会授权自营业务、信用交易业务、资产管理业务自有资金的参与规模；经营管理层制定具体执行方案；业务部门、风险管理部对风险指标进行日常监控，对异常波动采取控制措施。二是对投资标的实行准入管理，资产配置从标的池中选择；超权限业务要事前审批、事后报告，以确保交易合规可控；鼓励采用多元化资产配置和投资策略，分散风险。三是制定业务制度，规范投资决策流程，规避市场风险。

信用风险管理

信用风险是指因借款人或交易对手无法履约或信用等级下降、履约能力下降而给公司带来损失的风险。公司面临的信用风险主要来自固定收益投资、融资融券业务、股票质押业务等方面。主要表现为债券等主体违约、信用评级下调，客户违约，交易对手违约等给公司造成损失的可能性。

公司主要通过有效风险识别、审慎风险评估和决策、动态风险计量和监控、风险及时报告和应对等方式对信用风险实施重点管理，一是对信用风险实施全程管理。按业务条线划分，制定了自营业务、信用类业务等条线的信用风险限额指标，包括业务规模限额、单一主体融资限额、担保物集中度限额等。二是严格项目准入标准，完善审核流程，从严管控项目，持续跟踪管理，并做好应急准备，全程管理风险。业务开展前，各风险控制节点对交易对手、担保品和其他交易要素进行独立审慎评估，有针对性地采取风险缓释措施；业务开展后，对交易对手、担保

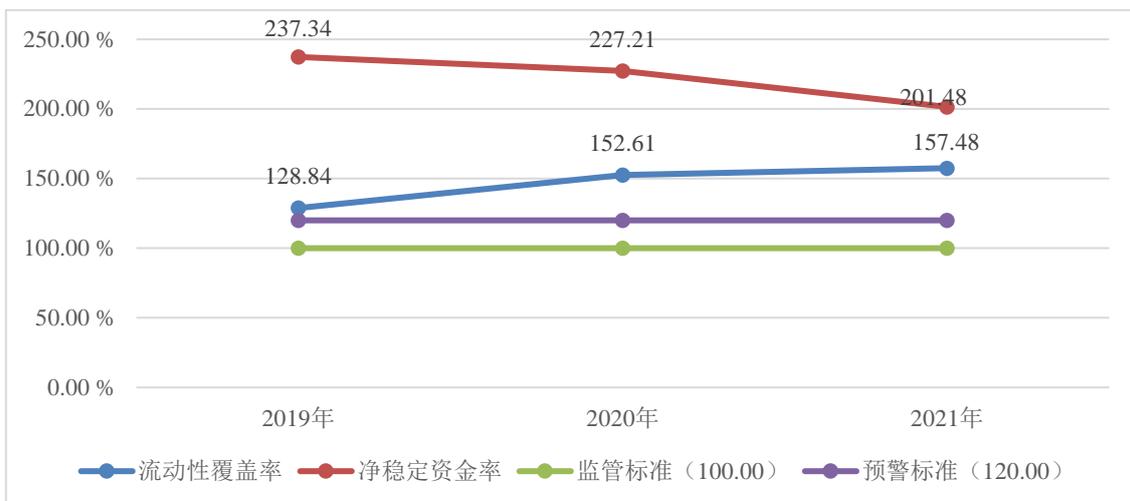
品及交易协议的实际履行情况进行持续跟踪管理，定期收集信息资料并评估风险，发生风险事件时及时采取应对处理措施。三是借助风险管理信息系统，实现业务监测、评估、预警的电子化，提高风险管理工作效率。

流动性风险管理

流动性风险是指公司无法以合理成本及时获得充足资金，以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。公司的流动性风险主要来自资产变现困难、交易对手延期支付或违约，以及市场风险、信用风险、声誉风险等类别风险向流动性风险的转化等。

公司重视并持续加强流动性风险的管理，公司主要通过已经在建立的风控指标动态监控和压力测试机制的基础上，及时把握市场变化和公司业务开展情况，结合自身负债期限结构，进行合理融资安排。公司建立以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系，建立持续动态的风险控制指标监控和净资本补足机制，确保净资本等各项风险控制指标在任一时点都符合监管要求；财务部为公司流动性风险的管理部门，负责对公司整体流动性风险实施有效识别、计量、监测和报告，组织实施公司流动性风险应对预案的拟定、演练和评估，跟踪应对预案的实施情况；建立健全压力测试机制，及时根据业务发展情况和市场变化情况，对公司流动性风险、信用风险、市场风险等各类风险进行压力测试；针对流动性危机、交易系统事故等重大风险和突发事件建立风险应急机制，明确应急触发条件、风险处置的组织体系、措施、方法和程序，并通过压力测试、应急演练等机制进行持续改进，确保公司可以应对紧急情况下的流动性需求。2019年以来，公司流动性覆盖率及净稳定资金率均处于预警标准以上，其中2019年末的流动性覆盖率接近监管预警指标，主要系公司自营部门在当年12月借入3.70亿元的拆入资金，导致30日内现金净流出量大幅增长所致；整体看公司流动性指标表现较好。

图4 公司流动性指标情况



资料来源：公司风险控制指标报表，联合资信整理

操作风险管理

操作风险是指由于内部流程缺陷、人员操作失误、系统故障或者运行失当以及外部事件冲击等造成公司损失的风险。操作风险贯穿于公司各部门及业务条线，具有覆盖面广、种类多样、易发难控的特点。

公司通过健全的授权机制和岗位职责、规范的操作流程、前中后台的有效制衡、完善的IT系统建设、严明的操作纪律和严格的事后监督检查、多种形式培训等手段来加强操作风险管理。一是完善操作风险管理机制，加强三道防线之间的联动协调，对操作风险相关问题做好分析、整改、追踪和问责。二是督导各主要业务条线及职能管理部门，结合具体业务特点和管理要点，梳理细化业务管理流程，识别评估主要风险点，并有针对性地设置控制措施，做好风险防范。三是加强风险培训，提高员工风控意识，强化底线思维，引导员工遵循良好的行为准则和道德规范。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年专项(三年连审)审计报告和2022年1—9月财务报表。2019—2021年专项审计报告由德勤华永会计师事务所

(特殊普通合伙)进行审计，并出具了无保留审计意见。2022年1—9月财务报表未经审计。

从合并范围来看，截至2021年末，公司无合并范围内子公司，纳入合并报表范围的结构化主体共6个(总资产共计2.49亿元)；截至2022年9月末，公司无合并范围内子公司。

从会计政策变更来看，公司于2019年1月1日起执行财政部于2017年颁布了修订后的《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》(财会〔2017〕7号)《企业会计准则第23号—金融资产转移》(财会〔2017〕8号)《企业会计准则第24号—套期会计》(财会〔2017〕9号)及《企业会计准则第37号—金融工具列报》(财会〔2017〕14号)(以下简称“新金融工具准则”)。公司自2021年1月1日起执行财政部于2017年修订的《企业会计准则第14号—收入》(以下简称“新收入准则”)以及财政部2018年修订的《企业会计准则第21号—租赁》(以下简称“新租赁准则”)，新收入准则和新租赁准则的采用对公司2021年1月1日的财务报表未产生重大影响。

综上，公司2019—2021年度财务数据可比性较强。

截至2021年末，公司资产总额174.86亿元，其中客户资金存款21.00亿元；负债总额113.38亿元，其中代理买卖证券款24.07亿元；所有者权益61.48亿元；净资本59.76亿元。

2021年，公司实现营业收入6.63亿元，利润总额1.84亿元，净利润1.70亿元；经营活动产生的现金流量净额-20.97亿元，期末现金及现金等价物净增加额8.21亿元。

截至2022年9月末，公司合并资产总额183.18亿元，其中客户资金存款17.49亿元；负债总额121.06亿元，其中代理买卖证券款20.05亿元；所有者权益（含少数股东权益）62.13亿元。2022年1—9月，公司实现营业收入4.04亿元，利润总额0.59亿元，净利润0.56亿元；经营活动产生的现金流量净额18.16亿元，期末现金及现金等价物净增加额3.77亿元。

2. 资金来源与流动性

2019—2021年末，公司负债规模大幅增长，杠杆水平有所上升但仍处于适中水平；截至2022年9月末，公司负债总额较年初小幅增长；债务结构有所改善，但仍以短期债务为主，存在一定集中偿付情况，债务结构有待进一步优化。

2019—2021年末，随着公司业务的持续发展，公司负债总额逐年增长，年均复合增长50.64%；其中自有负债年均复合增长60.88%，主要系债券质押式回购业务规模增加所致；非自有负债持续增加，年均复合增长24.80%，主要系经纪业务规模随市场行情逐年上涨导致代理买卖证券款随之增加所致。截至2021年末，公司负债总额113.38亿元，较上年末增长

107.05%，主要系自有负债大幅增长所致。截至2021年末，公司自有负债89.31亿元，较上年末增长158.91%，主要系卖出回购金融资产款及应付短期融资款显著增加所致。自有负债主要由应付短期融资款（占20.20%）、拆入资金（占8.40%）、卖出回购金融资产款（占68.29%）和其他负债（占0.48%）构成。

2019—2021年末，公司拆入资金呈波动下降趋势，年均复合下降3.18%。截至2020年末，拆入资金规模较年初下降53.74%，主要系公司调整融资结构、增加卖出回购业务规模同时减少银行拆入资金所致；截至2021年末，公司拆入资金7.50亿元，较上年末增长3.80亿元，主要系公司增加同业拆借规模所致。公司拆入资金全部为来自银行的同业拆借资金。

卖出回购金融资产款主要为公司按照回购协议先卖出再按照固定价格买入债券等金融资产所融入的资金。2019—2021年末，公司卖出回购金融资产款年均复合增长59.15%；截至2021年末，卖出回购金融资产款60.99亿元，较上年末增长123.95%，主要系自营部门根据投资策略增加业务杠杆所致。从构成来看，卖出回购金融资产款的交易标的全部为债券。

截至2021年末，公司应付短期融资款18.04亿元，较上年末大幅增长16.64亿元，主要系公司发行收益凭证增加财务性融资所致。

表13 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2019年末		2020年末		2021年末		2022年9月末		
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
按科目构成	应付短期融资款	0.00	0.00	1.40	2.55	18.04	15.91	19.25	15.90
	卖出回购金融资产款	24.07	48.16	27.23	49.57	60.99	53.79	69.16	57.13
	代理买卖证券款	15.46	30.93	20.27	36.89	24.07	21.23	20.05	16.56
	拆入资金	8.00	16.01	3.70	6.74	7.50	6.62	0.00	0.00
	其他负债	2.45	4.90	2.16	4.25	2.78	2.45	12.60	10.41
按是否自有	自有负债	34.52	69.07	34.49	63.29	89.31	73.48	/	/
	非自有负债	15.46	30.93	20.27	36.71	24.07	26.52	/	/
负债总额	49.98	100.00	54.76	100.00	113.38	100.00	121.06	100.00	

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从有息债务来看，公司有息负债全部为短期债务。2019—2021年末，全部债务规模持续

增加, 年均复合增长 64.50%; 截至 2021 年末, 公司全部债务 86.82 亿元, 较上年末大幅增长 168.46%, 其中短期债务较上年末增长 167.59%, 主要系卖出回购金融资产款和应付短期融资款增加所致。

从杠杆水平来看, 2019—2021 年末, 公司自有资产负债率呈波动上升趋势; 截至 2021 年末, 公司自有负债率 59.23%, 较上年末大幅提升 22.58 个百分点, 仍处于适中水平。2019—2021 年, 公司净资产/负债和净资产/负债指标均呈波动下降趋势, 处于行业适中水平。

截至 2022 年 9 月末, 公司负债总额 121.06 亿元, 较上年末增长 6.77%, 主要系新发行 10.00 亿元公司债券及卖出回购业务规模增长所致; 负债结构与上年末相比基本保持稳定。

截至 2022 年 9 月末, 公司全部债务 99.02 亿元, 较上年末增长 12.20%。2022 年 3 月, 公司发行了 10.00 亿元公司债券, 截至 2022 年 9 月末, 长、短期债务占比分别为 10.72% 和 89.28%, 债务结构有所改善, 但短期债务占比仍很高, 债务结构有待进一步优化。

表 14 公司债务和杠杆水平 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 9 月末
全部债务	32.07	32.34	86.82	99.02
其中: 短期债务	32.07	32.34	86.54	88.41
长期债务	0.00	0.00	0.28	10.61
自有资产负债率	37.16	36.65	59.23	/
净资产/负债	165.37	168.67	66.92	/
净资产/负债	170.03	173.83	68.84	/

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

2019—2021 年, 公司资产总额持续增长, 自有资产规模亦持续增长, 自有资产以融出资金、买入返售金融资产及金融投资资产为主; 优质流动性资产占比较高, 资产流动性较好; 截至 2022 年 9 月末, 公司资产总额有所增长, 整体规模和结构基本保持稳定。

2019—2021 年末, 公司资产规模持续增长, 年均复合增长 27.05%; 截至 2021 年末, 公司资产总额为 174.86 亿元, 较上年末增长 52.87%, 主要系货币资金以及金融投资资产增长所致。公司资产以自有资产为主, 截至 2021 年末, 公司自有资产为 150.79 亿元, 较上年末增长

60.21%, 占资产总额的 86.23%。从科目构成来看, 公司资产总额主要由融出资金(占 7.59%)、交易性金融资产(占 47.00%)、其他债权投资(占 15.78%)、买入返售金融资产(占 9.90%) 和自有货币资金(4.00%) 构成。截至 2021 年末, 有 38.34% 的资产所有权或使用权受到限制, 系融资质押、存在限售期等原因。

2019—2021 年末, 公司优质流动性资产呈波动下降趋势, 年均复合下降 29.99%。优质流动性资产在总资产中占比波动下降, 但整体仍属较好水平。

表 15 公司资产情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产总额	108.68	100.00	114.39	100.00	174.86	100.00	183.18	100.00
其中: 货币资金	13.94	12.83	18.98	16.59	27.99	16.01	31.76	17.34
其中: 自有货币资金	0.34	0.32	2.48	2.17	7.00	4.00	14.28	7.79
客户资金存款	13.60	12.51	16.50	14.42	21.00	12.01	17.49	9.55
融出资金	9.76	8.98	14.26	12.47	13.28	7.59	10.33	5.64
买入返售金融资产	21.88	20.13	21.00	18.36	17.31	9.90	12.43	6.78

交易性金融资产	18.81	17.31	14.70	12.85	82.19	47.00	67.62	36.91
其他债权投资	39.57	36.41	38.86	33.97	27.59	15.78	53.86	29.40
自有资产	93.22	85.78	94.12	82.28	150.79	86.23	/	/
受限资产	23.58	21.70	30.46	26.63	67.04	38.34	75.89	41.43
优质流动性资产/总资产	31.33		14.08		18.42		/	

资料来源：公司财务报告、公司提供，联合资信整理

2019—2021 年末，货币资金持续增长，年均复合增长 41.69%。截至 2021 年末，公司货币资金 27.99 亿元，较上年末增长 47.52%，主要系随着公司经纪业务发展、客户数量增加，客户资金有所增长所致；货币资金中无使用受限情况。

2019—2021 年末，融出资金随着公司融资融券业务规模的扩大而增长，年均复合增长 16.65%。截至 2021 年末，公司融出资金账面价值 13.28 亿元，较上年末下降 6.89%；已计提的减值准备余额 0.08 亿元，总计提比例 0.59%；按账面余额划分账龄来看，3 个月以内占比 40.50%，3~6 个月占比 32.76%，6 个月以上占比 26.74%；融出资金科目的担保物公允价值是相应融出资金账面价值的 2.89 倍。

买入返售金融资产主要系股票质押式回购业务开展产生。2019—2021 年末，买入返售金融资产持续下降，年均复合下降 11.06%；截至 2021 年末，公司买入返售金融资产账面价值 17.31 亿元，较上年末下降 17.58%，主要系公司降低总体股票质押规模所致。买入返售标的物以股票为主（占比 81.06%），其余为债券；股票类业务剩余期限均在一年以内，其中剩余期限在 3 个月内的占比 30.60%；买入返售金融资产已计提的减值准备余额 0.30 亿元，年末总计提比例 1.74%；担保物公允价值是买入返售金融资产账面价值的 2.89 倍。

2019—2021 年末，交易性金融资产波动增长，且波动幅度较大，年均复合增长 109.05%。截至 2020 年末，交易性金融资产 14.70 亿元，较年初下降 21.85%，主要系公司自营投资业务债券投资规模下降所致；截至 2021 年末，公司交易性金融资产 82.19 亿元，较上年末增长 459.21%，主要系公司增加自营投资资金及增加自营业务杠杆所致。从构成来看，债券占比为

77.15%，基金占比 13.63%，理财产品占比 6.14%，股票和定向工具占比分别为 0.90%和 2.18%。

2019—2021 年末，其他债权投资持续下降，年均复合下降 16.50%。截至 2021 年末，公司其他债权投资 27.59 亿元，较上年末下降 28.99%，主要系公司增加对自营业务的自有资金投资规模、根据自营业务的持有目的和市场环境，制定投资策略，自营投资部在投资中增加购买证券投资基金、交易性债券所致。其中中期票据占比为 75.66%，公司债占比为 10.00%，企业债占比为 10.62%，国债和超短期融资券占比均为 1.86%；其他债权投资期末累计计提减值准备余额 0.08 亿元，计提比例为 0.03%。

截至 2022 年 9 月末，公司资产总额 183.18 亿元，较上年末增长 4.76%；从资产构成来看，其他债权投资占资产总额的比重上升至 29.40%。

截至 2022 年 9 月末，公司所有权或使用权受限资产情况如下表所示，资产受限比例一般。

表 16 截至 2022 年 9 月末公司资产受限情况

(单位：亿元、%)

会计科目	账面价值	占资产总额比例	受限原因
交易性金融资产	33.66	18.37	用于质押做正回购业务、债券借贷等业务
其他债权投资	42.23	23.06	用于质押做正回购业务、债券借贷等业务
合计	75.89	41.43	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 资本充足性

2019 年以来，公司所有者权益规模随着利润滚存而稳步增加，权益稳定性较好；截至 2021 年末，公司主要风险控制指标均持续优于监管指标，资本充足性较好。截至 2022 年 9 月末，公司所有者权益小幅增长。

2019—2021 年末，随着利润滚存，公司所有者权益稳步增长，年均复合增长 2.64%。截至

2021 年末，公司股东权益为 61.48 亿元，较上年末增长 3.11%，其中实收资本 50.60 亿元、一般风险准备 2.34 亿元、未分配利润 7.31 亿元，分别占比 82.31%、3.81%和 11.89%，公司股东

权益的稳定性较好。2019—2021 年，公司未对股东进行现金分红，利润留存对资本形成一定补充。

表 17 公司所有者权益构成（单位：亿元、%）

项目	2019年末		2020年末		2021年末		2022年9月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
归属于母公司所有者权益	58.70	100.00	59.62	100.00	61.48	100.00	62.13	100.00
其中：股本	50.60	86.21	50.60	84.87	50.60	82.31	50.60	81.45
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01
一般风险准备	1.55	2.64	2.00	3.35	2.34	3.81	2.34	3.77
未分配利润	5.18	8.87	6.12	10.26	7.31	11.89	7.87	12.66
所有者权益合计	58.36	100.00	59.62	100.00	61.48	100.00	62.13	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从主要监管指标来看，从主要监管指标来看，2019—2021 年末，公司净资本和净资产规模稳步上升；截至 2021 年末，公司净资本和净资产分别为 59.76 亿元和 61.48 亿元，净资本均

为核心净资本。2021 年，公司各项风险控制指标持续显著优于监管预警标准，吸收损失和抵御风险的能力保持良好。

表 18 母公司口径风险控制指标（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	监管标准	预警指标
核心净资本	57.09	58.93	59.76	--	--
附属净资本	0.00	0.00	0.00	--	--
净资本	57.09	58.93	59.76	--	--
净资产	58.36	59.62	61.48	--	--
各项风险资本准备之和	17.54	18.10	25.29	--	--
净资本/净资产	97.26	97.03	97.21	≥20.00	≥24.00
风险覆盖率	325.47	325.52	236.34	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率	59.40	60.21	39.26	≥8.00	≥9.60

资料来源：公司风险控制指标监管报表、定期报告，联合资信整理

截至 2022 年 9 月末，公司所有者权益合计 62.13 亿元，较上年末增长 1.05%，所有者权益结构较上年末无重大变动，权益稳定性较好。

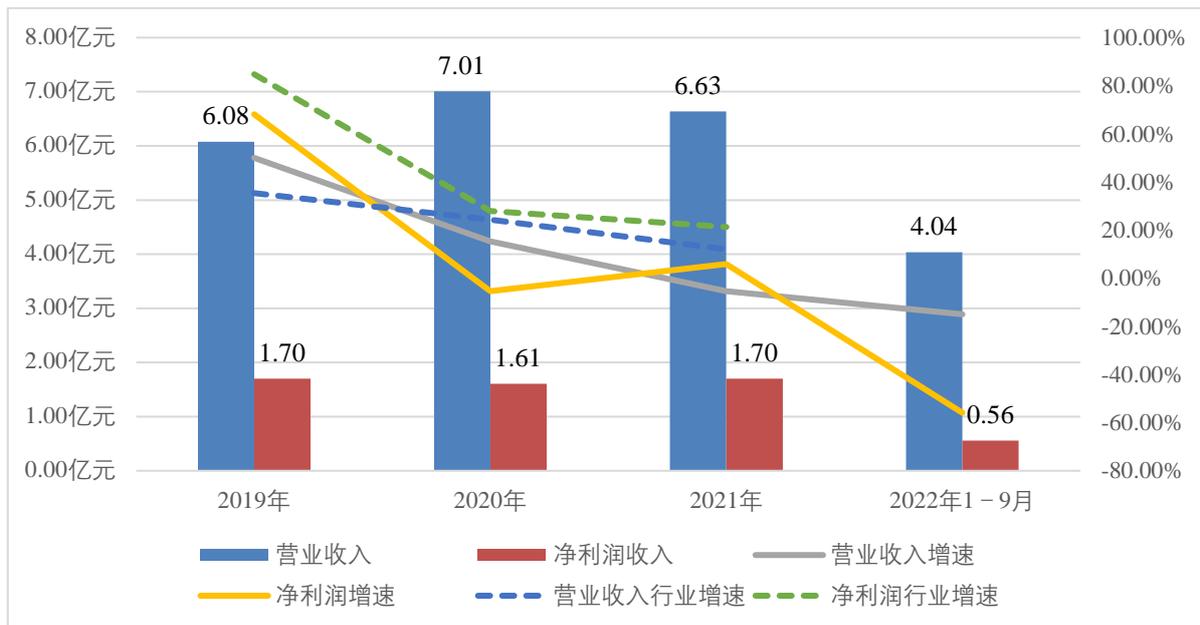
4. 盈利能力

2019—2021 年，公司营业收入规模波动增长，成本控制能力保持较好水平；净利润有所波动，盈利指标持续下降；整体盈利能力一般。

2022 年前三季度，营业收入和净利润规模同比均有所下降。

2019—2021 年，随着证券市场持续波动及业务规模的进一步开展，公司营业收入规模波动增长，年均复合增长 4.47%；2021 年，公司实现营业收入 6.63 亿元，同比下降 5.34%，主要系投资银行业务收入减少所致。

图 5 公司营业收入和净利润情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告、行业公开数据，联合资信整理

公司营业支出主要由业务及管理费构成。2019—2021 年，公司营业支出波动增长，年均复合增长 12.46%，主要系随着业务规模的增长，职工薪酬增加所致；2021 年，公司营业支出为 4.78 亿元，同比下降 3.01%，主要系租赁费支出减少所致。2019—2021 年，公司计提各类减值损失规模波动下降，分别为 0.23 亿元、0.38 亿元和 -0.13 亿元；2020 年公司计提信用减值损失 0.58 亿元，较上年增长 155.02%，主要系上年买入返售金融资产减值准备发生冲回、当年买入返售金融资产中质押式回购业务减值准备计提增加综合作用所致；2021 年公司信用减值损失计提 -0.13 亿元，主要系买入返售金融资产信用减值损失发生转回所致。

2019—2021 年，公司营业费用率和薪酬收入比持续上升，整体成本控制能力尚可。2021 年，公司营业费用率为 73.44%，同比增长 9.32 个百分点，主要系管理费用增加、营业收入有所减少所致；公司薪酬收入比为 57.23%，同比增长 5.40 个百分点，主要系员工人数增多，应付薪酬增加所致。

受上述因素的综合影响，2019—2021 年，公司净利润规模有所波动，年均复合增长率为 0.08%。盈利指标方面，2019—2021 年，受职工薪酬持续增加的影响，公司营业费用率及薪酬收入比逐年上升；营业利润率及自有资产收益率持续下降，净资产收益率波动下降。整体看公司盈利能力一般。

表 19 公司营业支出构成（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
业务及管理费	3.52	93.18	4.49	91.12	4.87	101.86	3.47	100.38
各类减值损失	0.23	5.97	0.38	7.76	-0.13	-2.80	-0.05	-1.44
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.03	0.84	0.06	1.12	0.04	0.94	0.04	1.06
营业支出	3.78	100.00	4.93	100.00	4.78	100.00	3.46	100.00

注：各类减值损失含资产减值损失、信用减值损失和其他资产减值损失
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表 20 公司盈利指标 (单位: %、名)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
营业费用率	55.75	64.12	73.44	86.03
薪酬收入比	40.08	51.83	57.23	/
营业利润率	40.17	29.63	27.90	14.29
自有资产收益率	2.26	1.72	1.39	/
净资产收益率	2.96	2.73	2.81	0.90
净资产收益率排名	/	/	/	/
盈利稳定性	36.00	21.72	13.79	--

注：“净资产收益率排名”取自证券业协会证券公司经营业绩排名情况，该指标仅可获取到位于行业中位数以上公司的排名；2022 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标未经年化

资料来源：证券业协会、公司定期报告，联合资信整理

从同行业对比来看，公司整体盈利水平和盈利稳定性均较低，杠杆水平优于样本企业平

表 21 2021 年公司与同业企业财务指标比较 (单位: %)

项目	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
国都证券股份有限公司	8.28	3.22	45.75	20.15	60.05
国联证券股份有限公司	6.59	1.94	58.56	29.10	70.08
恒泰证券股份有限公司	2.99	1.26	78.64	46.56	58.40
上述样本企业平均值	5.95	2.14	60.98	31.94	62.84
中邮证券	2.79	1.38	73.44	24.17	59.23

资料来源：公司财务报表、公开资料，联合资信整理

2022 年 1-9 月，公司实现营业收入 4.04 亿元，同比下降 14.97%；实现净利润 0.56 亿元，同比大幅下降 55.91%；公司净资产收益率为 0.90%（未经年化）。

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2022 年 9 月末，公司不存在合并范围以外的对外担保事项。

截至 2022 年 9 月末，公司不存在涉及金额超过净资产的 5.00%，且作为被诉方的重大未决诉讼。

十、外部支持

邮政集团作为实业与金融相结合、业务多元化的大型中央直属企业，综合竞争力很强，能够为公司发展提供有力的支持。

公司控股股东邮政集团作为大型中央直属企业，由财政部依据国家法律、行政法规等规定代表国务院履行出资人职责。邮政集团以邮政、

快递物流、金融、电子商务等为主业，实行多元化经营，经过多年持续发展，邮政集团已转型升级为实业与金融相结合、业务多元化的大型企业集团，竞争实力很强，社会影响力很大。在 2021 年《财富》世界五百强企业排名第 74 位，在世界邮政企业排名第 2 位。

公司作为邮政集团金融体系内的证券公司，在邮政集团金融生态体系建设中具有重要的战略地位，能够获得股东大力支持。2006 年以来，邮政集团及其子公司参与了公司历次增资扩股，且支持力度较大，共计出资 45.81 亿元；公司经纪业务、投行业务和资产管理等业务可以获得邮政集团在邮政网络渠道资源、战略客户资源、银行等其他金融机构协同业务资源等方面的大力支持。2021 年，公司成立了战略客户和协同发展部，承担与邮政集团的协同对接和发掘战略客户业务需求的相关职能，能够更好地利用邮政集团各项协同资源发展公司业务。

十一、 债券偿还能力分析

本期债券发行对公司杠杆水平影响一般；本期债券发行后，相关指标对全部债务的保障程度有所下降，仍属良好；加之公司股东背景很强、自身资本实力较强，融资渠道畅通，综上，公司对本期债券偿还能力很强。

1. 本期债券发行对公司现有债务的影响
截至2022年9月末，公司全部债务为99.02亿元。本期债券发行规模不超过15.00亿元（含）。以2022年9月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为15.00亿元，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，公司全部债务规模将增至114.02亿元，较发债前增长15.15%；其中长

期债务占比增至22.46%，较之前上升11.75个百分点。本期发行债券募集资金将用于补充营运资金，有利于公司培养核心竞争力、提升经营水平，同时本期债券发行能对公司债务结构起到优化作用。

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行15.00亿元估算相关指标对本期债券发行前后全部债务的保障倍数（见下表）。公司所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额对本期债券发行前、后的全部债务覆盖程度有所下降，但仍属良好；本期债券发行对公司偿债能力影响一般。

表22 本期债券偿还能力测算（单位：亿元、倍）

项目	2021年末		2022年9月末	
	发行前	发行后	发行前	发行后
全部债务	86.82	101.82	99.02	114.02
所有者权益/全部债务	0.71	0.60	0.63	0.54
营业收入/全部债务	0.08	0.07	0.04	0.04
经营活动现金流入额/全部债务	0.60	0.52	0.53	0.25

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十二、 担保方信用分析

1. 担保条款

邮政集团与公司签署了《担保协议》，并出具了《担保函》，邮政集团为中邮证券发行本期债券提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。担保范围为本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。担保期间为本期债券的存续期及本期债券到期日后两年。

2. 担保方主体概况

邮政集团于2006年11月在原国家邮政局所属企事业单位基础上组建成立，邮政集团成立时为全民所有制企业，由财政部代表国务院履行出资人职责，注册资本为904.35亿元。2011年8月，邮政集团的注册资本增加至1088.21亿元。2019年12月，根据《财政部关于中国邮政集团公司改制有关事项的批复》（财建〔2019〕

656号），中国邮政集团公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，由财政部代表国务院履行出资人职责，名称变更为现名。改制完成后，邮政集团的注册资本增加至1376.00亿元。

根据《财政部人力资源社会保障部国资委税务总局证监会关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》（财资〔2019〕49号）及相关文件，将财政部持有的邮政集团股权的9.99%划转至全国社会保障基金理事会，目前已完成相应的国有资产变动产权登记。

截至2022年9月末，邮政集团注册资本为1376.00亿元，实收资本为1393.74亿元，财政部持有邮政集团90.01%股权，财政部代表国务院履行出资人职责，为邮政集团实际控制人。截至2022年9月末，邮政集团股权不存在被控股股东进行质押融资的情况。

邮政集团经营范围为国内、国际邮件寄递业务；邮政汇兑业务，依法经营邮政储蓄业务；

机要通信业务和义务兵通信业务；邮票发行业务；图书、报纸、期刊、电子出版物、音像制品批发、零售、网上销售（有效期至2022年04月30日）；各类邮政代理业务；报刊等出版物发行业务；邮政物流、电子邮件等新兴业务；邮政软件开发；电子商务；邮政用品及通讯设备销售；邮政工程规划及邮政器材销售；邮政编码信息和经济技术业务开发、咨询与服务；自有房屋租赁；广告业务；仓储服务；会务、礼仪服务及咨询；农业生产资料、农副产品、百货、第一类医疗器械、家用电器、电子产品、文化用品、体育用品、针纺织品、服装、五金交电、家具、建筑材料、汽车的销售。保险兼业代理（限分支机构经营）；住宿、餐饮服务、（仅限分支机构经营）；电影票务代理；文艺演出票务代理；承办展览展示；组织文化艺术交流活动（不含演出）；体育运动项目经营（高危险性体育项目除外）；创意服务；人力资源服务（不含职业中介活动、劳务派遣服务）；教育咨询服务（不含涉许可审批的教育培训活动）；健康咨询服务（不含诊疗服务）；国内旅游业务；入境旅游业务；批发、零售食品；零售药品；零售烟草；互联网信息服务；经营电信业务。（市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；国内旅游业务、入境旅游业务、批发、零售食品、零售药品、零售烟草、互联网信息服务、经营电信业务以及依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至2021年末，邮政集团合并资产总额131687.00亿元，所有者权益8471.97亿元（含少数股东权益3707.36亿元）；2021年，邮政集团实现营业总收入1213.94亿元，利润总额726.91亿元。

截至2022年9月末，邮政集团合并资产总额141604.44亿元，所有者权益8914.77亿元（含少数股东权益3732.11亿元）；2022年1—9月，邮政集团实现营业总收入5798.90亿元，利润总额754.49亿元。

邮政集团注册地址：北京市西城区金融大街甲3号；法定代表人：刘爱力。

3. 邮政集团基础素质分析

邮政集团作为大型中央直属企业，牌照齐全，具有领先的行业地位、非常强的政府支持、突出的网络优势、显著的规模优势。

邮政集团是在原国家邮政局所属的经营性资产和部分企事业单位的基础上组建的大型国有企业，财政部是邮政集团的实际控制人。邮政集团依法经营各项邮务业务，承担邮政普遍服务义务，受政府委托提供邮政特殊服务，对竞争性邮务业务实行商业化运营。邮政集团初步建成了线上线下相结合的邮政综合便民服务平台，金融业务继续保持快速发展态势，寄递业务呈现较快发展势头；营业收入主要来自邮务及包裹快递业务和金融业务。

邮政集团邮务及包裹快递业务板块主要业务为包裹快递、邮政普遍服务、函件、报刊发行、分销、集邮和增值及代理业务，主要通过中国邮政速递物流股份有限公司（以下简称“中邮速递”）、中国集邮和全国各省份的分子公司进行运营。在邮政业务方面，邮政集团承担着国家邮政普遍服务义务，具有垄断地位；在集邮业务方面，邮政集团对通信使用的邮票具有专营权；在包裹快递方面，邮政集团拥有国内规模最大、覆盖范围最广的物流网络体系。

邮政集团金融业务板块主要包括银行、证券和保险业务，主要由中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称“邮储银行”）、中邮人寿保险股份有限公司（以下简称“中邮保险”）和中邮证券具体运营。邮储银行在英国《银行家》杂志“2021年全球银行1000强”排名中，一级资本位列第15位，拥有很强的行业竞争力。

根据邮政集团过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现邮政集团逾期或违约记录，履约情况良好。

根据中国执行信息公开网的查询结果，联合资信未发现邮政集团被纳入失信被执行人名单。

4. 邮政集团经营分析³

邮政集团营业总收入主要来源于邮务及包裹快递业务和金融业务；2019—2021年，邮政集团营业总收入持续增长，金融业收入占比不断上升。2022年上半年，邮政集团营业总收入同比有所增长。

邮政集团的业务主要包括邮务及包裹快递业务和金融业务两大业务。

2019—2021年，邮政集团营业总收入持续增长，年均复合增长11.25%，其中邮务及包裹快递业务收入规模小幅波动，金融业务增长相对较快；2021年，邮政集团营业总收入同比增长

7.83%；实现利润总额726.91亿元，同比增长20.55%。

从收入结构来看，金融业务对营业总收入的贡献度大，2019—2021年，金融业务收入占比逐年上升，2021年占比为83.83%。邮务及包裹快递业务收入占比持续下降，2021年占比为35.21%。

2022年1—6月，邮政集团实现营业总收入4047.64亿元，同比增长5.16%，各业务板块构成基本保持稳定；实现净利润50.04亿元，同比增长0.82%。

表 23 邮政集团营业总收入及构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年		2022年1—6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
邮务及包裹快递业务	2437.64	39.49	2332.08	35.88	2468.26	35.21	1475.57	36.45
金融业务	4900.86	79.40	5341.84	82.18	5876.15	83.83	3354.84	82.88
合并抵消	-1166.02	-18.89	-1173.36	-18.05	-1334.90	-19.04	-782.77	-19.34
合计	6172.48	100.00	6500.56	100.00	7009.51	100.00	4047.64	100.00

注：合并抵消主要系邮政集团与下属子公司的关联交易并销，主要包括代理邮储银行、代管中邮保险以及其他子公司之间的关联交易并销
资料来源：邮政集团提供，联合资信整理

（1）邮务及包裹快递业务⁴

邮务及包裹快递业务为邮政集团传统业务，行业地位突出，业务发展稳健。

邮政集团邮务及包裹快递业务主要通过分公司及下属涉及邮务、包裹快递业务板块的子公司开展。2021年，邮务及包裹快递业务实现收入2468.26亿元，同比增长5.84%。

邮务及包裹快递业务主要涵盖包裹快递、邮政普遍服务、函件、报刊发行、分销、集邮和增值及代理业务，主要通过中邮速递、邮政集团和邮政集团在全国各省份的分子公司进行运营。在邮政业务方面，邮政集团承担着国家邮政普遍服务义务，具有垄断地位；在集邮业务方面，邮政集团对通信使用的邮票具有专营权；在包裹快递方面，邮政集团拥有国内规模最大、覆盖范围最广的物流网络体系。

函件传媒业务方面，依托中邮传媒平台，邮政集团函件业务加快向线上化、数字化创新转型。2021年，函件传媒专业实现收入47.5亿元。

报刊发行业务方面，2021年业务规模保持稳定增长，实现业务收入93.2亿元，组织2021年度报刊大收订工作，实现流转额244亿元；其中，线上订阅量持续增长，通过专题促销、在线直播等活动，全年在线订阅规模达62.4亿元。

分销业务方面，2021年，分销业务实现收入90.9亿元，一方面由于站点质量明显提升，主要是通过开展邮乐购站点信息完善和优质站点培育，二是管控水平提高，通过DMS系统上线利润预警机制，加强库存欠费管控，三是区域发展更加均衡，部分农村电商业务大省，通过调整发展方式，发展质量得到较大提升。

³担保方数据主要来自公开资料

⁴邮务及包裹快递业务有关内容无最新公开信息，数据期以2020年为主。

增值及代理业务方面，邮政集团扩展增值及代理业务。一是推进政务增点扩面工作，2021年税邮合作新开通邮政网点2876处，累计开通办税网点19964处，形成手续费收入2.97亿元，警邮业务新开办网点10892个，31省地级以上城市已实现全覆盖；二是针对车主构建汽车后市场服务产业生态链，打造电商分销会员制业务模式；三是联合通信运营商基于网点打造一站式邮电所。2021年，邮政集团增值业务收入合计1255.01亿元。

集邮业务方面，2021年，集邮业务加快高质量发展，实现既有业务收入75.6亿元。一是生肖贺岁季项目实现收入54.6亿元；二是集邮文化季项目实现收入4.6亿元，冬奥项目实现收入超3亿元；三是《中国共产党成立100周年》纪念邮票发行销售实现收入约8亿元；四是线上业务规模与服务能力持续提升，实现线上收入25.2亿元；五是拓展业务模式，推进邮票数字化及封装鉴定项目；六是组织开展2022年度邮票预订工作，实现业务收入11.6亿元。

包裹快递业务方面，邮政集团包裹快递业务主要通过分公司及下属涉及包裹寄递业务板块的子公司开展，拥有道路运输经营许可证、国际货运代理企业资质、快递业务经营许可证及无船承运业务经营资格登记证，业务范围遍及全国31个省（自治区、直辖市）的所有市县乡（镇），通达包括港、澳、台地区在内的全球200余个国家和地区。2021年，邮政集团包裹快递业务实现业务收入655.9亿元，完成业务量109.5亿件。

（2）金融业务

2019年以来金融业务收入保持增长态势，发展趋势良好。

2019—2021年，邮政集团金融业务收入呈持续增长趋势，年均复合增长14.46%。2021年度，邮政集团金融业务实现营业收入5876.15亿元，同比增加10.00%，占邮政集团营业收入的83.83%。

邮政集团金融业务板块主要包括银行、保险和证券业务，主要由子公司邮储银行、中邮保

险和中邮证券具体运营。

证券业务

邮政集团的证券业务主要通过中邮证券开展，详见本报告主体部分分析。

银行业务

银行业务主要由邮储银行负责运营，2016年9月，邮储银行于香港联合交易所主板正式挂牌上市。2017年9月，邮储银行在境外市场非公开发行境外优先股，并在香港交易所挂牌上市。2019年12月10日，邮储银行在上海证券交易所首次公开发行股票上市，A+H股上市完成后，邮储银行资本实力进一步增强。截至2022年9月末，邮储银行总股本为923.84亿股，邮政集团持股比例为67.38%，为邮储银行控股股东。

2019—2021年，邮储银行以消费贷款、个人小额贷款业务为核心，紧抓乡村振兴战略纵深推进发展机遇，以数字化转型为引擎，持续提升产品创新能力、客户服务能力、集约化运营能力和风险防控能力，不断满足客户的综合信贷需求，公司贷款总额保持较快增长。截至2021年末，邮储银行贷款总额64540.99亿元，较上年末增长12.91%；存款总额113540.73亿元，较上年末增长9.62%。

截至2022年6月末，邮储银行存款总额和贷款总额进一步增长。

表24 邮储银行存款及贷款情况（单位：亿元）

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年6月末
存款总额	93140.66	103580.29	113540.73	121225.17
其中：公司存款	11289.65	12598.49	13054.36	14256.26
个 人存款	81833.14	90955.64	100456.35	106937.73
其 他存款	17.87	26.16	30.02	31.18
贷款总额	49741.86	57162.58	64540.99	69910.64
其中：公司贷款	17405.64	19777.85	22539.36	25189.81
票 据贴现	4828.34	4845.80	4440.10	5198.54
个 人贷款	27507.88	32538.93	37561.53	39522.29

注：其他存款包括应解汇款、信用卡存款和汇出汇款等
资料来源：邮储银行定期报告，联合资信整理

邮储银行资金资管业务主要包括金融市场业务、资产管理业务和托管业务。

2019—2021年，邮储银行实现营业收入分别为2768.09亿元、2862.02亿元和3187.62亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长7.31%。

盈利能力方面，2019—2021年，邮储银行加权平均净资产收益率和总资产收益率均有所波动；2021年，邮储银行加权平均净资产收益率和总资产收益率较上年末均有所上升，邮储银行盈利能力处于较好水平。

资产质量方面，2019—2021年末，邮储银行资本较充足；2021年末不良贷款率小幅下降，拨备覆盖水平较好。

截至2022年6月末，邮储银行核心一级资本充足率和资本充足率有所下降；不良贷款率较上年末上升0.01个百分点，拨备覆盖率仍保持在较好水平，盈利能力指标稳中有升。

表 25 邮储银行资本充足性、资产质量及盈利能力指标（单位：%）

项目	2019年/末	2020年/末	2021年/末	2022年1—6月/6月末
核心一级资本充足率	9.90	9.60	9.92	9.33
资本充足率	13.52	13.88	14.78	14.60
不良贷款率	0.86	0.88	0.82	0.83
拨备覆盖率	389.45	408.06	418.61	409.25
总资产收益率	0.62	0.60	0.64	0.73
加权平均净资产收益率	13.10	11.84	11.86	13.35

注：1、上表中加权平均净资产收益率取自邮储银行定期报告，其中2022年1—6月加权平均净资产收益率为年化数据；2、总资产收益率=净利润*2/(期初资产总额+期末资产总额)*100%，2022年1—6月总资产收益率为年化数据

资料来源：邮储银行定期报告，联合资信整理

保险业务

邮政集团的保险业务主要通过中邮保险开展。截至2021年末，中邮保险展业范围覆盖22省（自治区、直辖市）。中邮保险建立了完善的风险评估和风险控制机制，同时与当地邮政集团分公司和邮储银行成立联动风控小组，共同防范化解各类风险。截至2022年6月末，中邮保险注册资本为215.00亿元，邮政集团持股比

例为50.92%，为中邮保险控股股东。

2019—2021年，中邮保险营业收入持续增长，年均复合增长16.94%；2021年，中邮保险实现营业收入1023.18亿元，同比增长9.10%，其中已赚保费较上年末增长5.33%；实现投资收益166.18亿元，同比大幅增长33.38%。2021年中邮保险实现净利润14.03亿元，同比增长6.61%，主要系投资收益增长所致。

2022年1—6月，中邮保险实现已赚保费658.13亿元，同比增长6.31%；受资本市场波动及利率持续下行导致投资收益下降以及赔付支出增长等因素影响，中邮保险实现投资收益74.60亿元，同比下降10.23%；实现净利润-17.68亿元，主要系赔付支出同比大幅增长所致。

表 26 中邮保险盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—6月
已赚保费	666.58	813.16	856.50	658.13
投资收益	81.16	124.59	166.18	74.60
净利润	16.88	13.16	14.03	-17.80

资料来源：中邮保险定期报告，联合资信整理

从偿付能力充足性来看，中邮保险持续推进偿付能力风险管理体系建设，2019—2021年末及2022年6月末，中邮保险偿付能力保持较充足水平。

表 27 中邮保险偿付能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年6月末
实际资本	239.40	357.07	450.00	610.08
最低资本	148.84	214.75	287.50	334.71
核心偿付能力充足率	160.84	110.31	100.56	119.00
综合偿付能力充足率	160.84	166.27	156.52	182.00

资料来源：中邮保险偿付能力报告，联合资信整理

5. 邮政集团财务分析

（1）财务概况

邮政集团公开披露了2019—2021年合并财务报告和2022年1—6月财务报表，2019、2020年财务报告经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2021年财务报告经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留

的审计意见;2022年1—6月财务报表未经审计。

从合并范围来看,截至2019年末邮政集团合并范围内二级子公司105家(含“子改分”后尚在办理注销手续的28家各省公司);截至2020年末邮政集团合并范围内二级子公司93家(含“子改分”后尚在办理注销手续的24家各省公司);截至2021年末邮政集团合并范围内二级子公司83家(含“子改分”后尚在办理注销手续的23家各省公司)。综上,邮政集团财务数据可比性较强。本报告2019年末数据和2018年末数据取自2020年和2019年审计报告的期初数。

会计政策变更方面,子公司邮储银行自2019年1月1日起执行新租赁准则;子公司中邮证券自2019年1月1日起执行新金融工具准则;子公司湖南湘邮科技股份有限公司自2019年1月1日起执行新金融工具准则,自2020年1月1日起执行新收入准则;此外,邮政集团及所属子公司自2021年1月1日起执行新金融工具准则、新收入准则和新租赁准则。

截至2021年末,邮政集团合并资产总额131687.00亿元,所有者权益8471.97亿元(含少数股东权益3707.36亿元);2021年,邮政集

团实现营业总收入7009.51亿元,利润总额726.91亿元。

截至2022年9月末,邮政集团合并资产总额141604.44亿元,所有者权益8914.77亿元(含少数股东权益3732.11亿元);2022年1—9月,邮政集团实现营业总收入5798.90亿元,利润总额754.49亿元。

(2) 合并报表分析

资产质量

2019—2021年末,邮政集团资产总额持续增长,资产主要以货币资金、发放贷款及垫款、债权投资和交易性金融资产为主,资产质量较好。2022年9月末,邮政集团资产总额较上年末进一步增长,资产结构基本保持稳定。

2019—2021年末,邮政集团资产规模持续增长,年均复合增长9.78%。截至2021年末,邮政集团资产总额为131687.00亿元,较年初增长11.35%,主要由于交易性金融资产、拆出资金、其他债权投资和发放贷款及垫款增长所致,邮政集团并表邮储银行,资产规模受邮储银行业务规模变动影响较大;其中,流动资产占比为21.96%,非流动资产占比为78.04%,邮政集团资产以非流动资产为主。

表 28 邮政集团资产结构(单位:亿元、%)

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	20023.96	18.93	24515.98	20.73	28913.29	21.96	29272.45	20.67
其中:货币资金	11741.05	11.10	12604.46	10.66	12156.62	9.23	12634.60	8.92
交易性金融资产	3120.86	2.95	5566.83	4.71	9426.48	7.16	10552.45	7.45
拆出资金	2978.00	2.81	2919.37	2.47	3707.33	2.82	4247.84	3.00
买入返售金融资产	1502.32	1.42	2630.56	2.22	2670.96	2.03	1024.52	0.72
非流动资产	85770.98	81.07	93751.54	79.27	102773.71	78.04	112331.99	79.33
其中:发放贷款及垫款	48080.62	45.45	55123.44	46.61	62371.99	47.36	69152.78	48.84
债权投资	31351.44	29.63	32141.75	27.18	33525.48	25.46	35309.76	24.94
其他债权投资	2326.29	2.20	3319.22	2.81	3376.03	2.56	4162.33	2.94
固定资产	1059.33	1.00	1059.98	0.90	1073.45	0.82	1040.85	0.74
资产总额	105794.95	100.00	118267.52	100.00	131687.00	100.00	141604.44	100.00

资料来源:邮政集团财务报告,联合资信整理

2019—2021年末,流动资产规模持续增长,年均复合增长20.16%。截至2021年末,流动资产28913.29亿元,较年初增长17.94%,主要系交易性金融资产和拆出资金增长所致。

2019—2021年末,货币资金规模波动增长,年均复合增长1.75%。截至2021年末,货币资金12156.62亿元,较年初小幅下降3.55%,主要系银行存款和其他货币资金下降所致;货币资金

主要由其他货币资金构成，占比93.95%，其中受限资金合计121.01亿元，其中120.34亿元为增资款。

2019—2021年末，交易性金融资产呈大幅增长趋势，年均复合增长73.76%。截至2021年末，交易性金融资产9426.48亿元，较年初增长69.33%，主要为债务工具投资。

2019—2021年末，拆出资金波动上升，年均复合增长11.58%。截至2021年末，拆出资金3707.33亿元，较年初增长26.99%，主要系拆放其他银行、拆放非银行金融机构规模增长所致；其中，拆放非银行金融机构的资金占比69.88%。

2019—2021年末，买入返售金融资产持续增长，年均复合增长33.34%。截至2021年末，买入返售金融资产2670.96亿元，较年初小幅增长1.54%，其中，证券资产占买入返售金融资产57.54%；计提坏账准备9.39亿元，计提比例为0.35%，计提比例较低。

2019—2021年末，非流动资产规模持续增长，年均复合增长9.46%。截至2021年末，邮政集团非流动资产102773.71亿元，较年初增长9.62%，主要系发放贷款及垫款、债权投资增长所致。

2019—2021年末，随着邮储银行贷款规模的增长，发放贷款及垫款持续增长，年均复合增长13.90%。截至2021年末，发放贷款及垫款62371.99亿元，较年初增长13.15%，期末贷款减值准备余额为2169.00亿元，计提比例为3.36%，计提比例一般。

2019—2021年末，债权投资持续增长，年均复合增长3.41%。截至2021年末，债权投资较年初增长4.31%至33525.48亿元，变化不大，其中，债券投资占比87.66%。截至2021年末，债权投资计提减值准备320.57亿元，计提比例0.95%，计提比例较低。

截至2022年6月末，邮政集团受限资产合计14.58亿元⁵，主要系应收账款保理融资、固定资

产售后回租所致，受限资产规模比例很小。

截至2022年9月末，邮政集团资产总额141604.44亿元，较上年末增长7.53%；邮政集团资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

所有者权益和负债

2019—2021年末，邮政集团所有者权益持续增长，主要系其他综合收益、少数股东权益以及利润滚存所致，邮政集团所有者权益结构稳定性一般。截至2022年9月末，邮政集团所有者权益进一步增长，整体结构变化不大。

2019—2021年末，所有者权益规模持续增长，年均复合增长18.01%。截至2021年末，所有者权益合计8471.97亿元，较年初增长13.33%，主要系利润留存增加所致，归属于母公司所有者权益占比为56.24%，少数股东权益占比为43.76%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比为29.25%、资本公积占比为8.20%、未分配利润占33.60%、一般风险准备占比为22.73%，所有者权益稳定性一般。

截至2022年9月末，邮政集团所有者权益合计8914.77亿元，较上年末增长5.23%，主要系利润留存所致；归属于母公司所有者权益占比为58.14%；整体所有者权益结构变化不大。

2019—2021年末，邮政集团负债规模持续增长，资产负债率处于较高水平，全部债务波动下降，债务结构以短期债务为主。截至2022年9月末，邮政集团负债总额进一步增长，卖出回购金融资产款、保险合同准备金增幅较大。

2019—2021年末，负债规模持续增长，年均复合增长11.16%。截至2021年末，负债总额123215.03亿元，较年初增长11.21%，主要系吸收存款及同业存放、应付债券增长所致。

截至2021年末，流动负债占比为98.68%，非流动负债占比为1.32%，邮政集团负债以流动负债为主。

⁵ 数据来源：邮政集团2022年半年度报告

表 29 邮政集团负债结构 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	96948.37	97.23	107323.59	96.87	118630.25	96.28	127300.85	96.04
其中: 短期借款	93.77	0.09	131.14	0.12	102.39	0.08	119.79	0.09
应付账款	363.52	0.36	342.97	0.31	367.01	0.30	367.68	0.28
预收款项	295.64	0.30	82.47	0.07	25.91	0.02	24.50	0.02
其他应付款	341.81	0.31	357.15	0.32	546.90	0.44	426.81	0.32
其他流动负债	536.89	0.54	404.90	0.37	420.56	0.34	254.27	0.19
吸收存款及同业存放	93496.24	93.77	104295.32	94.14	114972.18	93.31	123300.88	93.02
拆入资金	265.96	0.27	311.13	0.28	433.16	0.35	532.21	0.40
卖出回购金融资产款	1010.65	1.01	278.58	0.25	717.58	0.58	1229.24	0.93
非流动负债	2763.61	1.17	3468.75	3.13	4584.78	3.72	5254.96	3.96
其中: 保险合同准备金	1612.05	1.62	2352.22	2.12	2992.01	2.43	3442.67	2.60
长期借款	2.90	0.003	42.90	0.04	72.98	0.06	63.68	0.05
应付债券	863.58	0.87	713.97	0.64	1105.35	0.90	1323.19	1.00
预计负债	103.89	0.10	121.62	0.11	157.51	0.13	158.98	0.12
负债总额	99711.98	100.00	110792.34	100.00	123215.03	100.00	132555.81	100.00

资料来源: 邮政集团财务报告, 联合资信整理

2019—2021年末, 流动负债持续增长, 年均复合增长10.62%。截至2021年末, 流动负债118630.25亿元, 较年初增长10.54%。流动负债以吸收存款及同业存放为主。

2019—2021年末, 吸收存款及同业存放规模持续增长, 年均复合增长10.89%。截至2021年末, 吸收存款及同业存放104295.32亿元, 较年初增长11.55%, 主要系子公司邮储银行吸收个人和公司存款及同业存放增长所致。

2019—2021年末, 非流动负债持续增长, 年均复合增长28.80%。截至2021年末, 非流动负债4584.78亿元, 较年初增长32.17%。非流动负债以保险合同准备金及应付债券为主。

2019—2021年末, 随着中邮保险业务规模的扩大, 保险合同准备金规模持续增长, 年均复合增长36.24%。截至2021年末, 保险合同准备金2992.01亿元, 较年初增长27.20%, 主要为寿险责任准备金增加所致; 从期限结构来看, 保险合同准备金未到期期限以1年以上为主。

应付债券包括邮政集团发行的公司债券、邮储银行发行的二级资本债券和中邮保险发行的次级债及资本补充债务。2019—2021年末, 应付债券波动增长, 年均复合增长13.14%。截至2021年末, 应付债券1105.35亿元, 较年初增长54.82%。

债务方面, 2019—2021年末, 邮政集团全部债务规模波动上升, 年均复合增长0.71%。截至2021年末, 全部债务1702.56亿元, 较年初增长13.72%, 主要系长期借款、应付债券规模增长所致; 债务结构方面, 长期债务占比为78.29%, 债务结构较为合理。

从债务指标来看, 由于合并范围内邮储银行的业务特点对邮政集团合并财务报表的影响, 2019—2021年末, 邮政集团资产负债率很高; 截至2021年末, 资产负债率较年初下降0.11个百分点; 全部债务资本化比率略有下降、长期债务资本化比率有所增长, 考虑到邮政集团并表子公司邮储银行的经营特性, 邮政集团负债水平合理。

表 30 邮政集团债务和杠杆情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 9 月末
全部债务	1678.57	1497.15	1702.56	2034.15
其中: 短期债务	735.14	596.22	369.68	/
长期债务	943.43	900.93	1332.88	/
资产负债率	94.25	93.68	93.57	93.61
全部债务资本化比率	22.66	17.23	16.73	/
长期债务资本化比率	13.43	10.76	13.59	/

注: 短期债务包含短期借款、应付票据、一年内一年内到期的非流动负债、其他应付款、其他流动负债, 2019年度、2020年度未获得邮政集团其他应付款中短期债务规模

资料来源: 邮政集团财务报告、公开资料, 联合资信整理

截至2022年9月末, 邮政集团负债总额132555.81亿元, 较上年末增长7.58%, 负债仍以流动负债为主, 负债构成较年初变化不大, 资产负债率为93.61%, 较上年末基本保持稳定。

盈利能力

2019-2021年, 邮政集团营业总收入、净利润规模持续上升, 其中, 信用减值损失对盈利侵蚀较大, 邮政集团整体盈利能力较好。2022年前三季度, 邮政集团营业总收入同比有所增长。

2019-2021年, 邮政集团营业总收入持续增长, 年均复合增长6.57%。2021年, 邮政集团实现营业总收入7009.51亿元, 同比增长7.83%; 营业总成本方面, 邮政集团的营业总成本主要由各业务板块营业成本和期间费用构成, 2019-2021年, 营业总成本年均复合增长3.37%。

从期间费用看, 2019-2021年, 期间费用总额规模持续增长, 年均复合增长7.86%, 期间费用以管理费用为主。2021年, 期间费用为1296.67亿元, 同比增长13.84%, 主要系管理费用增长所致。

2019-2021年, 邮政集团计提信用减值损失分别为554.08亿元、504.59亿元和467.80亿元, 持续下降, 但规模仍较大, 对盈利规模造成较大侵蚀。

2019-2021年, 邮政集团实现投资收益持续上升, 2021年, 邮政集团投资收益同比增长18.40%至261.83亿元, 主要系持有及处置交易性金融资产所致。

综合上述因素影响, 2019-2021年, 邮政集团营业利润及净利润呈持续增长趋势, 2021年,

邮政集团实现营业利润和净利润同比分别增长18.74%和19.97%; 盈利指标变现整体较好。

表 31 邮政集团盈利指标 (单位: %)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业利润率	8.63	9.32	10.26
总资产收益率	0.50	0.50	0.54
净资产收益率	8.93	8.32	8.49
归母净资产收益率	8.36	7.93	8.55

注: 本报告中营业利润率指标按营业利润/营业总收入×100%计算; 归母净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属于母公司所有者权益+期末归属于母公司所有者权益) /2]×100%;

资料来源: 邮政集团财务报告, 联合资信整理

2022年1-9月, 邮政集团实现营业总收入5798.90亿元, 同比增长3.96%; 实现利润总额754.49亿元, 同比下降3.63%, 主要系营业总收入同比增长的同时期间费用亦有所增长等综合所致。

现金流

2019-2022年9月, 经营净现金流净额均为正流入状态, 但投资活动净流出规模较高, 筹资活动持续净流入; 期末现金及现金等价物充足。

2019-2021年, 邮政集团经营活动现金流量规模波动较大, 均为净流入状态, 邮政集团经营活动现金流受并表邮储银行影响较大。

投资活动方面, 2019-2021年, 投资活动产生的现金流量净额均为净流出状态, 保持较大规模。投资支出主要是邮储银行对债券、信托计划以及商业银行理财产品的投资。

筹资活动方面, 2019-2021年, 筹资活动产生的现金流量净额有所波动, 2020年为570.31亿元, 较上年进一步增长, 主要受邮储银行、中邮

保险筹资规模增加影响，当期筹资活动净现金流量有所扩大；2021年筹资活动现金流量净额较上年有所回落，主要受子公司筹资规模下降的影响。

2019—2021年，期末现金及现金等价物余额波动减少；截至2021年末，期末现金及现金等价物较年初下降11.66%，主要系投资活动现金

净流出所致，期末现金充裕。

2021年1—9月，经营活动产生的现金流量净额规模保持稳定；投资活动产生的现金流呈净流出状态，主要系投资支付的现金规模较大所致；当期现金及现金等价物净增加-1462.06亿元，期末现金充裕。

表 32 邮政集团现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—9月
经营活动现金流量净额	746.50	2227.79	1958.61	1622.24
投资活动现金流量净额	-2267.75	-2017.37	-2835.88	-2787.60
筹资活动前净现金流	-1521.25	210.42	-877.27	-1165.37
筹资活动现金流量净额	315.59	570.31	444.90	-309.03
现金及现金等价物净增加额	-1192.32	768.09	-438.98	-1462.06
期末现金及现金等价物余额	2998.06	3766.15	3327.17	1821.19

资料来源：邮政集团财务报告，联合资信整理

（3）母公司报表分析

邮政集团业务发展及运营采取集团化运作方式，邮务业务主要通过分公司及下属涉及邮务业务板块的子公司开展，金融业务基本依托下属全资及控股子公司来开展，母公司主要承担管理职能。

2019—2021年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长8.64%。截至2021年末，母公司资产总额3100.34亿元，较年初增长5.15%，主要系长期股权投资增长所致；其中，流动资产548.54亿元（占比为17.69%），非流动资产2551.79亿元（占比为82.31%）。

2019—2021年末，母公司负债总额持续增长，年均复合增长8.55%。截至2021年末，母公司负债总额1422.60亿元，较年初小幅增长4.01%；母公司流动负债1107.29亿元（占比为77.84%），非流动负债315.31亿元（占比为22.16%），资产负债率为45.89%，较年初小幅下降0.50个百分点。

2019—2021年末，母公司所有者权益持续增长，年均复合增长8.72%，主要系实收资本、其他权益工具和未分配利润增长所致。截至2021年末，母公司所有者权益为1677.74亿元，较上年末增长6.14%；其中实收资本占比为83.07%、其他权益工具占比为10.31%、未分配

利润占比为4.55%，母公司所有者权益稳定性较好。

邮务业务主要通过31家省分公司及下属涉及邮务业务板块的子公司开展。2019—2021年，母公司营业总收入持续增长，年均复合增长4.33%；2021年，母公司营业收入实现同比增长7.74%。

母公司营业总成本持续增长，2021年母公司营业成本同比增长7.12%，主要由营业成本及管理费用构成；投资收益持续增长，年均复合增长9.66%，2021年，母公司实现投资收益133.90亿元（主要来自子公司分红产生的投资收益），同比增长7.13%，占母公司当期净利润89.74%，投资收益对母公司利润总额贡献度较高。2019—2021年，母公司利润总额持续增长，2021年，母公司利润总额同比增长28.53%。

2019—2021年，母公司经营活动现金流量净额波动较大，2021年经营活动现金流量净额-31.64亿元。2019—2021年，母公司投资活动现金流量净额波动较大，2020年转为净流出状态；2021年，母公司投资活动现金流量净额-251.27亿元，流出额进一步扩大。2019—2021年，母公司筹资活动现金流主要为取得借款产生的现金流入。

截至2022年9月末，母公司资产总额3082.66亿元，较上年末下降0.57%；所有者权益为1904.57亿元，较上年末增长13.52%；负债总额1178.09亿元，较上年末下降17.19%，主要系合同负债和其他流动负债下降所致；母公司资产负债率38.22%，较年初下降7.67个百分点。2022年1—9月，母公司实现营业总收入1662.57亿元，实现利润总额226.98亿元，投资收益156.03亿元。

(4) 邮政集团偿债指标分析

2019—2021年，邮政集团短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标表现很好。

从短期偿债能力指标看，2019—2021年，邮政集团合并口径流动比率持续上升，母公司

口径流动比率有所波动，合并口径期末现金及现金等价物余额/短期债务波动上升，邮政集团短期偿债能力指标整体表现一般。

长期偿债指标方面，2019—2021年，合并口径 EBITDA 呈持续波动趋势，2021年，合并口径 EBITDA 同比增长 28.01%至 985.37 亿元；EBITDA 以利润总额为主，2021 年利润总额占 EBITDA 的 73.77 %、利息支出占 EBITDA 的 1.62 %。2019—2021 年，合并口径 EBITDA 利息倍数呈波动上升趋势，能对利息保持很好的覆盖程度；全部债务/EBITDA 波动下降，对全部债务的覆盖程度很好，邮政集团长期偿债能力指标表现很好。

表 33 邮政集团偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

项目	合并			母公司		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
流动比率	20.65	22.84	24.37	49.72	65.43	49.54
期末现金及现金等价物余额/短期债务	2.03	4.83	2.51	/	/	/
EBITDA	708.38	769.75	985.37	/	/	/
EBITDA 利息倍数	47.98	69.77	61.63	/	/	/
全部债务/EBITDA	3.41	2.18	2.70	/	/	/

注：因财务报表无母公司现金流量表补充表，故母公司 EBITDA 及相关数据无法获取
资料来源：邮政集团财务报告，联合资信整理

截至 2022 年 6 月末，邮政集团在各金融机构授信总额度为 2,752.32 亿元，其中已使用额度为 278.39 亿元，尚未使用额度为 2473.93 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2022 年 6 月末，邮政集团子公司邮储银行作为被告或仲裁被申请人，且标的金额在 1000 万元以上的尚未审结的重大诉讼或仲裁案件涉及的标的总金额约为 57.63 亿元，相关事项已计提预计负债。

截至 2022 年 6 月末，邮政集团无对外担保情况。

6. 增信效果分析

以邮政集团2022年9月末财务数据进行测算，假设本期债券发行规模为15.00亿元，邮政集团资产总额（141604.44亿元）和所有者权益（8914.77亿元）对本期债券发行规模的覆盖倍数分别为9440.30倍和594.32倍，能够形成很好

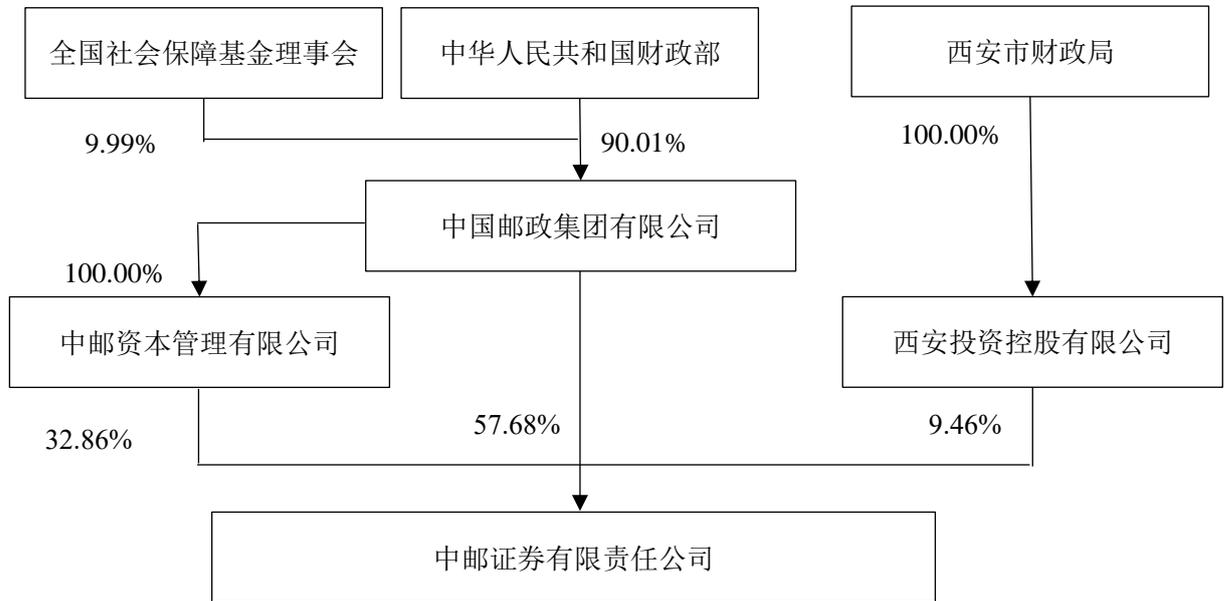
覆盖。

同时，考虑到邮政集团作为大型中央直属企业，拥有领先的行业地位和非常强的政府支持，具有很强的综合竞争力，邮政集团提供的担保对本期债券的增信作用显著。

十二、 结论

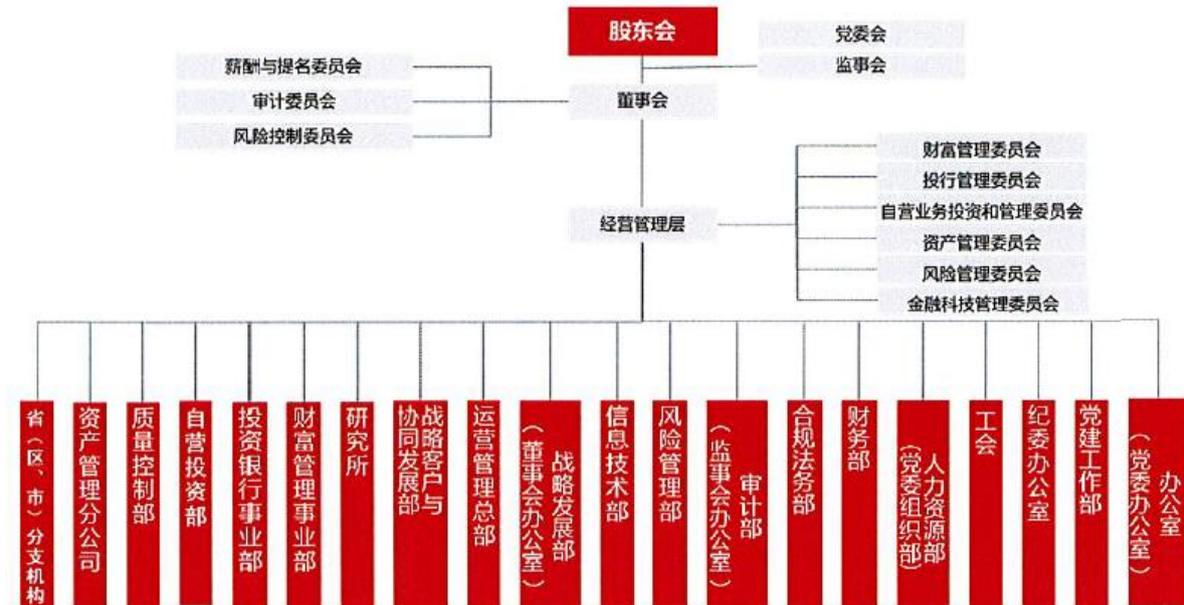
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月末中邮证券有限责任公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 9 月末中邮证券有限责任公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 中邮证券有限责任公司主要财务数据及指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
自有资产 (亿元)	92.87	94.12	150.79	/
自有负债 (亿元)	34.51	34.49	89.31	/
所有者权益 (亿元)	58.36	59.62	61.48	62.13
优质流动性资产/总资产 (%)	31.33	14.08	18.42	/
自有资产负债率 (%)	37.16	36.65	59.23	/
营业收入 (亿元)	6.08	7.01	6.63	4.04
利润总额 (亿元)	2.36	2.29	1.84	0.59
营业利润率 (%)	37.78	29.63	27.90	14.29
营业费用率 (%)	57.98	64.12	73.44	86.03
薪酬收入比 (%)	41.69	51.83	57.23	/
自有资产收益率 (%)	1.98	1.72	1.39	/
净资产收益率 (%)	2.96	2.73	2.81	0.90
盈利稳定性 (%)	31.12	18.99	10.52	/
净资本 (亿元)	57.09	58.93	59.76	/
风险覆盖率 (%)	325.47	325.52	236.34	/
资本杠杆率 (%)	59.40	60.21	39.26	/
流动性覆盖率 (%)	128.84	152.61	157.48	/
净稳定资金率 (%)	237.34	227.21	201.48	/
信用业务杠杆率 (%)	43.39	49.01	44.55	/
短期债务 (亿元)	32.08	32.34	86.54	88.41
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.28	10.61
全部债务 (亿元)	32.08	32.34	86.82	99.02

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 担保方中国邮政集团有限公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额 (亿元)	105794.95	118267.52	131687.00	141604.44
所有者权益 (亿元)	6082.96	7475.17	8471.97	8914.77
短期债务 (亿元)	735.14	596.22	369.68	/
长期债务 (亿元)	943.43	900.93	1332.88	/
全部债务 (亿元)	1678.57	1497.15	1702.56	2034.15
营业总收入 (亿元)	6171.46	6500.56	7009.51	5798.90
利润总额 (亿元)	538.70	602.99	726.91	754.49
EBITDA (亿元)	708.38	769.75	985.37	/
经营性净现金流 (亿元)	746.50	2227.79	1958.61	1622.24
营业利润率 (%)	8.63	9.32	10.26	/
总资产收益率 (%)	0.50	0.50	0.54	0.72
净资产收益率 (%)	8.93	8.32	8.49	9.98
全部债务资本化比率 (%)	21.63	16.69	16.73	18.58
长期债务资本化比率 (%)	13.43	10.76	13.59	/
资产负债率 (%)	94.25	93.68	93.57	93.61
流动比率 (%)	20.65	22.84	24.37	22.92
经营现金流流动负债比 (%)	0.77	2.08	1.65	1.27
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	4.08	6.32	9.00	3.74
EBITDA 利息倍数 (倍)	47.98	69.77	61.63	/
全部债务/EBITDA (倍)	2.37	1.94	1.73	/

资料来源: 邮政集团财务报表, 联合资信整理

附件 2-3 担保方中国邮政集团有限公司主要财务数据及指标 (母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 (亿元)	2626.77	2948.45	3100.34
所有者权益 (亿元)	1419.50	1580.73	1677.74
营业总收入 (亿元)	1771.22	153.04	114.29
利润总额 (亿元)	32.85	49.53	63.66
经营性净现金流 (亿元)	1.56	-18.59	-31.64
营业利润率 (%)	6.52	6.68	7.86
总资产收益率 (%)	1.23	1.83	2.05
净资产收益率 (%)	2.27	3.30	3.91
资产负债率 (%)	45.96	46.39	45.89
流动比率 (%)	49.72	65.43	49.54
筹资前净现金流流动负债比 (%)	0.03	-0.02	-0.26

资料来源: 邮政集团财务报表, 联合资信整理

附件 3-1 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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/利润总额均值的绝对值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动性资产/总资产	优质流动性资产/总资产×100%; 优质流动性资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
短期债务	短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+交易性金融负债+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+租赁负债+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

附件 3-2 主要财务指标的计算公式

（中国邮政集团有限公司）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+计入其他科目的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+计入其他科目的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

利息支出=计入成本的利息支出+费用化利息支出

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

风险资产按总资产减去现金、银行存款和国债后的剩余资产确定(监管口径)

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 中邮证券有限责任公司 2023 年面向专业机构投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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。

中邮证券有限责任公司（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。