

信用评级公告

联合〔2021〕4803号

联合资信评估股份有限公司通过对恒泰证券股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持恒泰证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“20 恒泰 G1”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:

二〇二一年六月二十二日

恒泰证券股份有限公司 公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	上次 级别	展望 级别	评级 展望
恒泰证券股份有限公司	AA	AA	AA	稳定
中证信用增进股份有限公司	AAA	AAA	AAA	稳定
20 恒泰 G1	AAA	AAA	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
20 恒泰 G1	9.5 亿元	9.5 亿元	2023/09/18

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 22 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均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	aa+	评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素
经营风险	B	经营环境	宏观经济
			行业风险
		自身竞争力	公司治理
			风险管理
			业务经营分析
财务风险	F1	偿付能力	未来展望
			盈利能力
			资本充足性
		流动性因素	杠杆水平
			调整子级

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”）对恒泰证券股份有限公司（以下简称“公司”或“恒泰证券”）的跟踪评级反映了公司作为国内综合性港股上市券商之一，2020 年，整体业务经营尚可，保持较强竞争力和资本实力，所有者权益稳定性较好，杠杆水平适中，资本充足性良好。

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；受证券市场波动和自身投资策略影响，2020 年公司盈利波动较大，盈利稳定性弱；同时，公司受到较多行政处罚，合规风控能力需进一步提升。

未来随着资本市场的持续发展、公司股权变更以及各项业务的稳步推进，公司整体竞争实力有望增强。

本次债券由中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中证信用作为由大中型券商、保险公司、上市公司以及金融控股平台等多家股东共同出资设立的信用增进机构，股东背景强，资本实力雄厚，其提供的担保对本次跟踪债券信用状况具有显著的积极影响。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 恒泰 G1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 业务资质齐全，综合运营能力较强，多项业务排名行业中游。公司作为全国性综合类证券公司之一，业务牌照齐全，布局了期货、基金、另类投资等多类板块，可提供多元化的综合金融服务；2020 年，公司经纪业务在内蒙古地区仍具有较强市场竞争力，同时进一步加强全国的网点布局，公司业务保持较强竞争力。
2. 所有者权益稳定性较好，杠杆水平适中。2020 年，公司分红规模低，所有者权益稳定性较好，资本充足性较好，公司杠杆水平适中。
3. 担保方股东背景强且多元，资本实力雄厚，整体代偿能力极强。担保方中证信用战略清晰，作为立足资本市场的全国专业化信用增进和风险管理机构，随着债券市场的发展，未来拥有较大的市场发展空间；而且，中证信用由

分析师：董日新 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

大中型券商、保险公司、上市公司以及金融控股平台等多家股东共同出资设立，股东背景强大，资本实力雄厚，整体代偿能力极强。

关注

1. **业务收入及盈利能力波动较大。**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；受证券市场波动和公司持仓结构影响，2020年，公司营业收入和净利润均下降，盈利指标波动较大，整体盈利能力一般。
2. **业务资质仍未恢复，合规风控能力需提升。**公司资产证券化业务2017年暂停，至今仍未恢复，对公司业务带来的负面影响值得关注；2020年，公司受到监管处罚情况较多，合规风控能力需进一步提升。
3. **担保方投资收益占比较高，面临一定投资风险。**担保方投资收益占比较高，虽然投资资产流动性较好，但如果未来宏观经济下行，或投资资产价格发生大幅变化，将会影响中证信用的投资收益，进而影响担保方盈利水平和代偿能力。

主要财务数据：

项 目	合并口径		
	2018 年	2019 年	2020 年
自有资产（亿元）	210.27	194.14	210.57
自有负债（亿元）	110.82	88.36	116.21
所有者权益（亿元）	99.45	105.78	94.36
优质流动性资产/总资产（%）	36.93	28.62	13.86
自有资产负债率（%）	52.70	45.51	55.19
营业收入（亿元）	9.81	32.02	27.32
利润总额（亿元）	-8.20	9.75	5.99
营业利润率（%）	-82.73	31.55	19.96
净资产收益率（%）	-6.09	7.43	4.82
净资本（亿元）	57.38	55.06	71.21
风险覆盖率（%）	244.18	157.51	225.40
资本杠杆率（%）	21.63	31.10	30.34
短期债务（亿元）	65.16	50.66	73.79
全部债务（亿元）	104.89	78.31	109.12

注：本报告中涉及净资本等风险控制指标均为专项合并口径

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

担保方主要财务数据：

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	110.91	97.31	100.00
所有者权益（亿元）	59.68	60.80	62.72
可快速变现资产/期末增信余额（%）	17.42	14.43	10.86
营业收入（亿元）	7.96	11.54	11.14
净资产收益率（%）	5.70	5.50	6.06

期末增信余额（亿元）	479.00	436.77	712.25
------------	--------	--------	--------

资料来源：中证信用财务报告，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	2021/5/31	董日新 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
AA ⁺	稳定	2016/5/23	钟月光 刘克东	（原联合信用评级有限公司）证券公司资信评级方法	阅读全文
AA	稳定	2014/5/14	田兵 温丽伟 刘睿	证券公司资信评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由恒泰证券股份有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

黄明新

李朝红

联合资信评估股份有限公司



恒泰证券股份有限公司

公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于恒泰证券股份有限公司（以下简称“公司”或“恒泰证券”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司前身为成立于1992年的内蒙古自治区证券公司；1998年改制组建为有限责任公司，改制后注册资本为0.94亿元，名称为“内蒙古证券有限责任公司”；2002年进行增资扩股，注册资本由0.94亿元增至6.56亿元，并于同年9月变更名称为恒泰证券有限责任公司。2008年，公司整体改制为股份制公司并更为现名，注册资本由6.56亿元增至20.06亿元。2009年，公司以定向发行股份的方式收购长财证券经纪有限责任公司（现已更名为恒泰长财证券有限责任公司，以下简称“恒泰长财”）全部股权，注册资本由20.06亿元增加至21.95亿元。2015年10月，公司在香港联交所主板挂牌上市（证券代码：1476.HK，证券名称：恒投证券），累计发行H股股票规模为4.51亿股，扣除发行费用后共募集资金12.60亿元，公司注册资本增加至26.05亿元。2019年6月，公司九名股东与天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”）签订股权转让协议书，天风证券将以每股5.76元价格收购九名股东持有公司合计约29.99%的股权。2020年3月，天风证券收购恒泰证券20.43%股权事项获得中国证监会批复，截至2021年3月末，天风证券累计受让公司26.49%股权已办理完毕过户手续，剩余3.50%股权收购将有序完成过户，需持续关注进展情况。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为26.05亿元，公司股权结构较为分散，天风证券为公司第

一大股东，持股比例为26.49%，公司无控股股东和实际控制人。公司股权结构表见附件1-1。截至2020年末，持有公司5%以上股份的股东不存在质押所持公司股份的情况。

2020年，公司经营范围较上年无变化。

截至2020年末，公司设有证券营业部122家，分布在内蒙古、广东、北京、上海等20个省、市、自治区，其中27家在内蒙古自治区内，在深圳和长春设有2家分公司；拥有5家控股子公司——恒泰长财、恒泰期货股份有限公司（以下简称“恒泰期货”）、恒泰资本投资有限责任公司（以下简称“恒泰资本”）、恒泰先锋投资有限公司（以下简称“恒泰先锋”）和新华基金管理股份有限公司（以下简称“新华基金”）；截至2020年末，公司合并口径员工总数2674人。公司组织架构图详见附件1-2。

截至2020年末，公司资产总额335.96亿元，其中客户资金存款89.58亿元、客户备付金20.17亿元；负债总额241.60亿元，其中代理买卖证券款113.93亿元；所有者权益94.36亿元，其中归属于母公司的所有者权益90.31亿元；合并口径净资产71.21亿元。2020年，公司实现营业收入27.32亿元，利润总额5.99亿元，净利润4.82亿元，其中归属母公司所有者净利润4.74亿元；经营活动产生的现金流量净额7.80亿元，现金及现金等价物净增加额14.47亿元。

公司注册地址：内蒙古自治区呼和浩特市新城区海拉尔东街满世尚都办公商业综合楼；法定代表人：庞介民。

三、债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券“20恒泰G1”情况详见下表，本次跟踪债券募集资金已按募集说明书的约定在扣除发行费用后，用于补充流动资金并使用完毕，且尚未到首次付息日。中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”）为本次跟踪

债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

表 1 截至 2021 年 3 月末公司由联合资信评级的债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 恒泰 G1	9.50	9.50	2020/09/18	3 年

资料来源：联合资信整理

四、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

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升,成为拉动经济的主引擎;投资拉动垫底;净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看,2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%,延续了上年逐季恢复的趋势,与疫情前水平的差距进一步缩小;消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎,疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正,但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元,同比增长 25.60%,两年平均增长 2.90%,与疫情前正常水平差距较大,固定资产投资仍处在修复过程中;资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱,疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红,贸易顺差 7592.90 亿元,较上年同期扩大 690.60%,净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势,达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强,经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳,生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度,全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0,较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点,处于低位。2021 年一季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨 2.10%,呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格,带动 PPI 持续上行,加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末,社融存量同比增速为 12.30%,较上年末下降 1 个百分点,信用扩张放缓;2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元,虽同比少增 0.84 万亿元,但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值,反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看,信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素,企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面,截至 2021 年一季度末,M2 余额 227.65 万亿元,同比增长 9.40%,较上年末增速

(10.10%)有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元,同比增长 7.10%,较上年末增速(8.60%)也有所下降,说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正,收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元,同比增长 24.20%,是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元,占一般公共预算收入的 85.31%,同比增长 24.80%,同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动,反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元,同比增长 6.20%,其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域,债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元,缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄,可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元,同比增长 47.90%,主要是由于国有土地出让收入保持高速增长;政府性基金支出 1.73 万亿元,同比减少 12.20%,主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解,但依然存在结构性矛盾,居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响,加上年初局部性疫情的影响,失业率有所上升;而 3 月随着疫情形势好转,企业复工复产进度加快,用工需求增加,就业压力有所缓解。2021 年一季度,全国居民人均可支配收入 9730.00 元,扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%,延续了上年一季度以来逐季走高的趋势,且与消费支出增速的差值进一步缩小,居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本

培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、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

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020年，股指全年表现强势，交易

活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，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；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。根据交易所公布的数据，截至2020年末，上交所和深交所上市的公司合计4154家；股票市场总市值为79.72万亿元，较2019年末增长34.46%；平均市盈率为25.64倍，较2019年增长5.29个倍数。2020年全部A股成交额为206.02万亿元，日均成交额为0.85万亿元，同比增长63.05%。截至2020年末，市场融资融券余额为1.62万亿元，较2019年末增长58.84%，其中融资余额占比为91.54%，融券余额占比为8.46%。股票一级市场发行方面，2020年，上交所和深交所共实际募集资金1.67万亿元，同比增长8.20%，共完成IPO为396家、增发362家、配股18家、优先股8家，可转债和可交债分别为206家和41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。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，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，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，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。根据Wind统计，截至2020年末，债券余额为114.30万亿元，较2019年末增长17.72%。债券发行方面，2020年境内共发行各类债券5.03万只，发行额

达 56.89 万亿元，同比增长 25.90%。2020 年境内债券交易总金额为 1282.19 万亿元。其中，现券交易成交金额为 241.09 万亿元，回购交易成交金额为 893.97 万亿元，同业拆借 147.13 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020 年全国期货市场累计成交额为 437.53 万亿元，同比增长 50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 115.44 万亿元，同比增长 65.80%，占全国市场份额 26.38%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

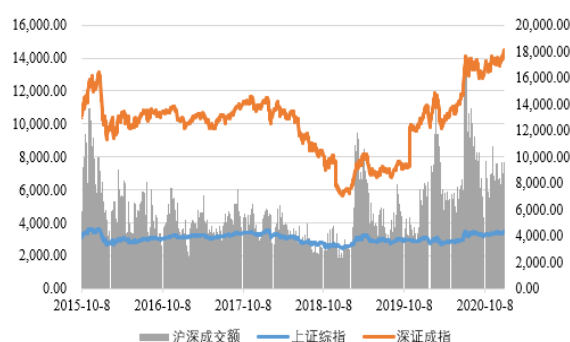
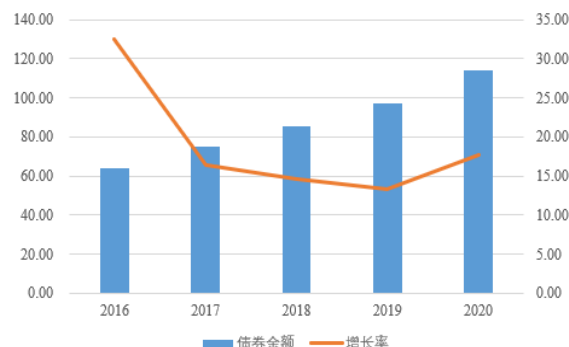


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 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。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020 年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020 年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019 年以来增幅较大；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 年和 2020 年，受市场行情和利好政策等因素影响，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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34

总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

数据来源：中国证券业协会

2020年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020年以来涉及证券公司的罚单超过150张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较2019年有所提升。截至2020年末，135家证券公司总资产为8.90万亿元，较2019年末增长22.50%；净资产为2.31万亿元，较2019年末增长14.10%，净资本为1.82万亿元，较2019年末增长12.35%。2020年，139家证券公司实现营业收入4484.79亿元，实现净利润1575.34亿元，分别同比增长24.41%和27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有127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。

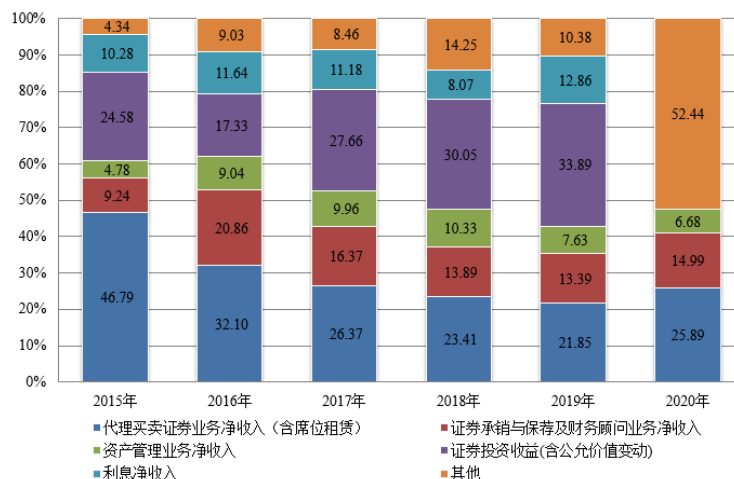
2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

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；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

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。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，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露2020年全行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入
资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同

时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。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，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10亿元，同比增长47.42%。

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、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策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。2020年以来，A股IPO审核家数及过会率明显提升，2020年，发审委审核IPO家数634家，其中605家通过审核，过会率达95.43%，远高于2019年

全年277家审核家数、247家通过家数及89.17%的通过率。2020年，IPO发行规模合计4699.63亿元，发行家数396家，分别同比增长85.57%和95.07%。受再融资新规利好政策影响，2020年，再融资规模8854.34亿元，同比增长26.10%，扭转下降趋势。科创板方面，2020年共有229家科创类公司提交上交所上市委审核，218家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模2262.60亿元。债券市场方面，2020年，证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资，2020年证券公司承销各类债券金额10.05万亿元，同比增长32.09%。基于上述因素，2020年，全行业实现投资银行业务净收入672.11亿元，同比增长39.26%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2020年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为52.83%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时，创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；新证券法等纲领性文件出台，强化中介机构“开门人”的责任，促使证券公司提升专业服务能力，投行业务快速发展的背景下，合规风控成为证券公司核心竞争力。

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。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。2020 年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨 36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。2019 年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020 年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63 亿元，同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动

管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2020 年末，证券公司资产管理业务规模为 10.51 万亿元，较 2019 年末下降 14.48%；2020 年，证券公司实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。

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；2020 年融资融券业务大幅增长且风险可控，股票质押业务规模继续压缩，风险继续化解。

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 2020 年末，融资融券余额 1.62 万亿元，较 2019 年末增长 58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。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。截至 2020 年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为 5.42%，较年初下降 0.79 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。但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。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 31.72%。

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。2019 年 11 月，证监会明确提出要推动打造航母级证券公司，推

动证券行业做大做强。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。

近年来，证券公司扎堆补充净资本，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、财达证券已实现 A 股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券等证券公司已处于 IPO 辅导期或已过会阶段。2020 年，共计 16 家上市证券公司完成增发和配股，其中海通证券和国信证券分别增发募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，招商证券完成配股募资 126.83 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。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，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

2019 年 11 月，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司，也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2020 年末证券公司所有者权益排序，2020 年前十大证券公司实现营业收入合计 2994.25 亿元，净利润 995.85 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.76%和 63.21%。截至 2020 年底，前十大证券公司资产总额为 5.85 万亿元，占全行业总资产的 65.70%。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 2020 年末/2020 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	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37
4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04

6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

资料来源：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 年以来，债券市场违约常态化，2020 年部分国企违约超预期，债券市场分化加剧，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规

模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

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

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。

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，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

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，并希望借助金融科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于 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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

2020 年以来，公司产权结构发生变化，2020 年 3 月，天风证券收购恒泰证券 20.43% 股权事项获得中国证监会批复。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 26.05 亿元，天风证券为公司第一大股东，持股比例为 26.49%，公司无控股股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是国内综合类港股上市券商，各主要业务行业排名中游，具有较强的行业竞争力。

公司是全国性综合类证券公司之一，并于 2015 年在港股上市，业务牌照齐全；截至 2020 年末，公司设有 122 家营业部、2 家分公司，分布在内蒙古、广东、北京、上海等 20 个省、市、自治区，基本实现全国发达区域覆盖且在部分地区具备较强优势；公司控股恒泰长财、恒泰期货、恒泰先锋、恒泰资本和新华基金 5 家子公司，具备多元化的综合金融服务能力。依据中国证券业协会发布的证券公司经营业绩排名，公司整体处于行业中游水平。截至 2020 年末，公司合并资产总额 335.96 亿元，专项合并口径净资产 71.21 亿元。

表 5 公司主要指标排名（单位：名）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
净资本 (专项合并口径)	62	67	61
营业收入	63	36	44
证券经纪业务收入	30	30	36
投资银行业务收入	56	60	46
融资类业务收入	51	56	54
证券投资收入	93	34	42

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名，联合资信整理

3. 外部支持

公司第一大股东为天风证券，天风证券综合实力较强，能够在公司治理和业务协同等方面为公司发展提供一定支持。

公司第一大股东天风证券持有公司 26.49% 的股权。天风证券为 A 股上市的证券公司，截至 2020 年末，注册资本为 66.66 亿元。天风证券业

务品种齐全,包括证券经纪业务、证券自营业务、投资银行业务、资产管理业务、期货经纪业务和私募基金业务等,营业网点覆盖全国主要城市,同时控股和参股多家金融机构,综合实力较强。截至2020年末,天风证券资产总额814.05亿元,所有者权益222.43亿元;2020年,天风证券实现营业总收入和净利润分别为43.60亿元和6.88亿元。天风证券作为全牌照的综合类券商,业务范围广,综合实力较强,能够在公司治理和业务协同等方面给予公司一定支持。

表 6 天风证券主要业绩排名

项目	2018 年	2019 年	2020 年
净资本	39	48	40
营业收入	26	30	31
证券经纪业务收入	28	38	40
资产管理业务收入	10	13	13
投资银行业务收入	20	20	22
融资类业务收入	49	47	50
证券投资收入	36	30	29

注:2019 年和 2020 年“客户资产管理业务收入”排名为“资产管理业务收入排名”,公式为“资产管理业务净收入-资产管理业务月均受托资产总净值*万分之 3”

资料来源:证券业协会证券公司经营业绩排名情况,联合资信整理

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码:91150000701463155D),截至2021年5月10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 年末,公司金融机构授信总额达 135 亿元,尚存未使用授信额度 100.50 亿元,公司间接融资渠道畅通。

七、管理分析

跟踪期内,公司主要管理制度未发生重大变化,高级管理层人员发生一定变动,但公司治理和日常运营仍为正常状态。

2020年,公司董事长届满辞任,目前董事长

暂缺,1位独立董事变更,1位股东监事变更,公司新增5位高级管理人员。

公司治理方面,2020年,公司召开了3次股东大会,审议了董事会工作报告、监事会工作报告、公司年度报告和公司财务决算等议案。2020年,公司召开董事会17次,召开监事会4次,公司治理情况良好。公司制定了《恒泰证券股份有限公司风险限额管理办法》《恒泰证券股份有限公司风险管理文化手册》等制度,并修订了《恒泰证券股份有限公司信用风险管理规定》《恒泰证券股份有限公司客户交易行为管理规定》《恒泰证券股份有限公司压力测试管理规定》等制度,完善公司风险管理和内部控制制度体系。

受到监管措施方面,2020年4月,北京证监局对公司1名证券经纪业务违规员工出具监管函;2020年6月,广东证监局因公司1家营业部相关员工存在代客交易行为对公司及相关员工出具监管函;2020年6月,中国证监会因公司在开展融资融券业务中存在违规行为对公司及相关员工出具监管函,并于2020年8月出具行政处罚决定书;2020年9月,重庆证监局因子公司新华基金管理的3只公募基金产品存在收益分配相关信息披露不及时的问题,对新华基金出具警示函。公司在接到上述监管处置措施后积极开展整改,目前整改工作均已完成。2020年12月,内蒙古证监局因公司未及时报备公司董事对外兼职(任职)情况、资产托管业务的内部治理不完善、客户交易结算资金管理方面存在不足,对公司出具监管函,责令增加内部合规检查次数;2021年3月,重庆证监局因子公司新华基金1只私募资管产品季度报告披露不完整,对新华基金出具警示函。目前公司正在根据监管要求有序开展整改和报送工作。

2020年,公司监管分类评级由CCC级大幅上升为A级,公司内控管理水平有所提高。

八、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来自经纪业务、投资管理业务和自营交易业务。2020 年,经纪业务作为公

司第一大业务，业务和收入规模持续增长，其他业务收入规模有不同程度收缩，业务收入结构仍有待调整，整体业务受国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响大，收入和利润波动性大。

公司主营业务板块包括经纪业务、自营交易业务、投资银行业务、投资管理业务、信用交易业务等。2020年，公司实现营业收入27.32亿元，同比下降14.70%，主要系公司通道类业务规模压降及自营业务收入下降所致，实现净利润4.82亿元，同比下降36.77%，营业收入和净利润变化与行业整体变化趋势相反。

从收入结构上来看，公司收入结构变动较大。2020年，公司经纪业务收入为13.60亿元，同比增长24.09%，由于其他业务收入规模均有所下降，公司经纪业务收入占比大幅提升，2020年收入占比为49.78%。2020年，受资管新规影响，公司进一步压降通道业务，减少非主动管理类产品规模，投资管理业务收入为4.60亿元，同比下降45.82%。2020年，公司实现自营业务收入5.35亿元，对公司整体收入贡献有所下降。投资银行业务方面，2020年公司实现收入3.27亿元，同比微幅下降，业务稳定开展。

表7 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

业务类型	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪业务（含信用交易业务）	9.37	95.61	10.96	34.23	13.60	49.78
投资管理业务	4.76	48.57	8.49	26.51	4.60	16.85
自营交易业务	-6.73	-68.67	8.50	26.55	5.35	19.60
投资银行业务	1.65	16.84	3.30	10.31	3.27	11.97
其他及抵销	0.75	7.65	0.77	2.40	0.49	1.80
合计	9.80	100.00	32.02	100.00	27.32	100.00

注：投资管理业务收入包括母公司资产管理业务收入和子公司新华基金、恒泰资本、恒泰先锋的业务收入

2. 业务运营

（1）证券经纪业务

2020年，公司经纪业务市场份额有所下滑，佣金率水平稳中有升，经纪业务收入持续增长，经纪业务受证券市场行情影响较大，未来收入增长存在一定不确定性。

公司经纪业务资格齐全，主要包括向客户提供股票、基金、权证、债券等代理交易买卖业务、代销金融产品以及期货中间介绍等多种服务。2020年，公司经纪业务净收入同比有所增长，主要系市场行情回暖导致代理买卖交易额增长所致。

代理买卖证券业务方面，2020年公司代理买卖各类证券的交易总额同比增长18.45%至29931.05亿元，市场份额有所下降；其中股票

和债券市场份额均有所下降。2020年，公司代理买卖证券业务平均佣金率有所上升，主要系公司证券经纪业务在内蒙古地区存在一定区域竞争优势且公司通过提供增值服务提升客户粘性所致。

代销金融产品方面，2020年，公司不断提升财富管理水平和资产配置能力：一是持续优化金融产品销售结构，在保持公募基金销售稳定的同时，大力发展私募基金销售业务；二是加强在第三方平台上的投顾活动管理，组织产品销售活动，推出新的投顾产品，满足客户需求。2020年，公司代销金融产品主要包括基金和银行理财产品，销售总金额110.61亿元，同比增长72.56%。

表8 公司代理买卖证券业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	11945.95	0.66	15891.72	0.62	19694.54	0.48

债券	10215.63	0.22	9239.39	0.19	9689.71	0.16
基金	170.38	0.08	138.78	0.08	546.81	0.20
合计	22331.96	0.33	25269.88	0.33	29931.05	0.28
平均佣金率	0.027		0.030		0.032	

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）信用交易业务

得益于市场行情回暖，2020 年公司信用交易业务规模有所上升；信用交易业务受市场行情波动影响较大，同时公司目前股票质押业务风险项目规模较大，需关注其后续风险处置情况。

公司信用交易类业务主要为融资融券业务和股票质押回购业务。2020 年，得益于证券市场行情转暖，融资融券业务规模增长带动公司信用业务规模呈上升趋势；公司在提升客户服务质量的同时，注重开发优质客户，合理控制资金使用效率，加强业务风险控制。

融资融券业务方面，截至 2020 年末，公司融资融券余额 47.60 亿元，较上年末增长 19.30%，主要系证券市场回暖所致。2020 年，公司实现

融资融券利息收入同比略有上升。

股票质押式回购业务方面，公司业务规模较小，截至 2020 年末，股票质押规模同比持平，日均规模 5.59 亿元。2020 年，公司股票质押利息收入为 0.19 亿元，同比有所下降。

2020 年末，公司信用业务杠杆率为 60.50%，较年初增长 17.16 个百分点，主要是融资融券规模增长所致，但仍处于较低水平。

截至 2020 年末，股票质押业务超过 1000 万元规模业务中，发生违约或者延期支付等非正常合约共 6 笔，标的为摩登大道项目，金额总计 5.59 亿元，截至 2020 年末已计提减值损失 2.97 亿元，需关注后续损失计提对利润的影响。

表 9 信用交易业务情况表（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
期末融资融券账户数目	5.87	5.98	6.10
期末融资融券余额	31.25	39.90	47.60
融资融券利息收入	3.93	3.24	3.45
股票质押式回购业务规模	7.53	5.59	5.59
股票质押式回购业务利息收入	0.50	0.38	0.19

资料来源：公司提供，联合资信整理

（3）投资银行业务

公司投资银行业务整体竞争力一般，主要以债券承销业务为主，2020 年收入同比有所下降。

公司的投资银行业务主要由全资子公司恒泰长财负责。公司投资银行业务主要包括股票承销保荐业务、债券承销业务、并购重组业务以及其他创新业务。近年来，受市场行情和监管政策影响，中小型券商投行业务受到较强冲击，恒泰长财股票承销业务和债券承销业务受影响较大。2020 年，公司实现投资银行业务收入 3.27 亿元，同比变化不大。截至 2020 年末，公司投

资银行业务团队共有 128 人，其中保荐代表人 10 人、准保荐代表人 9 人。

2020 年，公司无新增股票承销业务。2020 年，公司债券承销金额 193.79 亿元，同比基本持平，但受市场竞争加剧等因素影响，承销收入同比下降 38.73%，2020 年为 1.74 亿元。

新三板业务方面，近年来，新三板市场新的政策法规出台，行业保持严格监管态势，业务规范要求继续提高，行业竞争持续加剧。新三板挂牌业务部门努力提高团队执业水准，严格把控推荐挂牌标准与执业质量，完善内控体系，积极防范风险，不断推进业务的协同与合作，保持了

稳健发展的态势。2020 年，公司完成挂牌项目 8 个，推荐挂牌业务市场排名第 5 位；完成新三板定向增发项目及并购重组项目 18 个。

储备项目方面，截至 2020 年末，公司已报会待审批或已通过中国证监会审核项目 6 个，

包括 IPO 项目 1 个，再融资项目 4 个，新三板项目 1 个；尚未报会项目 4 个。公司具有一定的项目资源储备，为投行业务发展提供了一定基础。

表 10 公司债券承销情况表（单位：亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	承销金额	承销收入	承销金额	承销收入	承销金额	承销收入
债券承销	103.40	1.30	193.54	2.84	193.79	1.74
合计	103.40	1.30	193.54	2.84	193.79	1.74

资料来源：公司提供，联合资信整理

（4）自营投资业务

公司自营投资以债券为主，2020 年整体规模略有上升，仍以债券投资为主但业务收入有所下滑；但自营收入受证券市场行情走势和债券信用风险影响较大，波动性较高。

公司自营业务以权益类证券投资、固定收益类证券投资和衍生品投资为主。2020 年，公司自营业务投资规模有所上升，但在市场行情较好的背景下，公司股票投资规模收缩使自营证券投资收入同比下降 37.09%至 5.35 亿元。

债券投资方面，公司努力推进国债期货、交易所报价式回购、利率互换及结构化产品等四项创新业务的开展进度，近年来公司进行了国债期货套利、套保操作、同时也积极推进利率互换、质押式报价回购等创新业务。股票投资方面，公司按照稳健经营、严控风险的投资思路，采取总体额度控制与过程风险控制相结合的方式，在严格控制风险的基础上，选择具有估值优势和流动性溢价的蓝筹企业作为组合的基石，同时积极拓宽其他盈利渠道，推进 ETF 做市、量化对冲、港股通等创新型业务。新三板做市业务方面，近年来，新三板受众多不利因素的影响，

行情较差，为防范风险，达到在不利的市场环境下减少损失的目的，公司逐步缩减做市业务的持仓规模，2018 年以来已无新增项目。

截至2020年末，公司自营投资规模76.02亿元，较上年末增长15.01%，除股票投资外，其他各类主要资产持仓均有所增长。从投资结构来看，2020年末，债券持仓占比74.06%，较年初略有上升，保持为自营业务第一大投资品种；股票持仓占比19.46%，规模和占比有所下降。截至2020年末，公司合并口径自营权益类及证券衍生品/净资本指标为22.13%，同比下降10.91个百分点，主要系投资规模下降所致；自营非权益类证券及其衍生品/净资本指标为101.67%，较上年末下降6.53个百分点，主要系净资本规模上升所致；两项指标均优于监管标准。

截至2020年末，公司债券自营投资业务发生违约主体5例，分别是“16亿阳06”“16环保债”“16凯迪01”“16凯迪03”和“16配投02”项目，涉及投资本金2.77亿元；公司预计将造成实质损失项目涉及金额1.67亿元，分别为“16环保债”“16凯迪01”“16凯迪03”，已分别按照91.93%、97.25%和97.25%比例计提减值损失。

表 11 公司自营证券投资结构表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	52.45	64.71	47.50	71.86	56.30	74.06
股票	23.88	29.45	18.11	27.40	14.80	19.46
定向产品	1.06	1.31	0.00	0.00	0.00	0.00
资产管理计划	2.18	2.69	0.43	0.65	1.44	1.90

基金	1.49	1.84	0.06	0.09	3.32	4.37
信托产品	0.00	0.00	0.00	0.00	0.16	0.21
合计	81.06	100.00	66.10	100.00	76.02	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

（5）资产管理业务

2020年，受资管新规和公司资产证券化业务被暂停的影响，公司资产管理业务规模继续下降，其中主动管理规模相对稳定，整体收入规模一般。

公司资产管理业务主要包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。2017年，公司受到监管处罚，资产支持专项计划备案暂停，截至目前尚未恢复业务，对公司2017年以来资产证券化业务产生很大负面影响。2018年以来无新发行项目。

2020年，公司资产管理业务手续费净收入同比保持稳定，但处于较低水平，主要系受资管新规和资产证券化业务被暂停影响，公司资管

业务规模下降所致。

2020年，公司资产管理规模有所下降，截至2020年末，公司资产管理规模265.05亿元，较上年末下降20.70%，主要是公司通道业务逐步清理和机构委托投资资金大幅下降使定向资产管理规模下降所致，定向资产管理规模30.80亿元，较上年末下降59.35%，集合资产管理规模20.35亿元，较上年末下降6.52%，专项理财规模213.90亿元，较上年末下降9.63%。截至2020年末，公司资产管理规模主要构成为专项理财，其在资产管理规模中占比分别为80.70%。截至2020年末，公司资管业务主动管理产品业务规模29.98亿元，较上年末小幅下降。

表12 公司资产管理业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2018年末		2019年末		2020年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
集合理财	18.34	3.16	21.77	6.51	20.35	7.68
定向理财	282.31	48.63	75.76	22.67	30.80	11.62
专项理财	281.19	48.43	236.69	70.82	213.90	80.70
合计	580.56	100.00	334.23	100.00	265.05	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

（6）子公司业务

公司在开展证券主业经营的同时，积极推动期货、私募基金、另类投资等业务，2020年，各类子公司整体发展较为稳定，对公司营业收入有一定补充。

公司通过全资子公司恒泰期货开展期货经纪、期货投资咨询和资产管理业务。截至2020年末，恒泰期货注册资本1.25亿元。近年来，恒泰期货的期货经纪业务进入转型加速阶段，不断丰富业务条线，抓住市场机遇，成为上海国际能源交易中心第一批会员。2018年，恒泰期货获得第十六届财经风云榜年度成长性期货公司和年度金牌产业研究奖。2019年，恒泰期货新增客户数5947户，恒泰期货的资管子公司共

计发行资管产品8只，发行规模3.02亿元，同比增长726.00%。截至2020年末，恒泰期货合并口径总资产19.71亿元，净资产2.01亿元，2020年实现营业收入1.42亿元，净利润0.17亿元。

公司全资子公司恒泰资本为公司的私募基金子公司，截至2020年末，恒泰资本注册资本为8.00亿元。2017年，恒泰资本根据中国证券业协会发布的《证券公司私募投资基金子公司管理规范》的要求，不再从事直投业务，原有项目逐步退出，强化存量业务的投后管理工作，全力开展私募投资基金业务。截至2020年末，恒泰资本合并口径总资产13.05亿元，净资产11.73亿元，2020年实现营业收入-0.66亿元，

净利润-0.60 亿元，主要系所投项目公允价值降幅较大所致。2020 年，恒泰资本无新增设立私募基金。截至 2020 年末，恒泰资本拥有储备项目 41 个，项目储备情况较好。

公司全资子公司恒泰先锋为公司负责另类业务的子公司，2017 年，恒泰先锋根据中国证券业协会发布的《证券公司另类投资子公司管理规范》的要求，对部分已投项目完成退出，加强对存续项目的投后管理工作，并按照监管要求，专注于自有资金投资中国证监会规定的《证券公司证券自营投资品种清单》以外的股权、金融产品，积极拓展新的业务。同时，恒泰先锋相应修订、完善制度建设，规范岗位设置和业务投资运作条线，加强内部控制与风险管理。截至 2020 年末，恒泰先锋合并口径总资产 1.54 亿元，净资产 1.49 亿元，2020 年实现营业收入 0.19 亿元，净利润 0.08 亿元。

新华基金为公司的控股子公司，截至 2020 年末，新华基金注册资本 2.18 亿元，公司持股有其 58.62% 的股权。新华基金主要经营业务为基金募集、基金销售、资产管理等。截至 2020 年末，新华基金合并口径总资产 10.24 亿元，净资产 8.33 亿元，旗下共运营 50 只公募基金，管理规模 542.04 亿元，同比增长 131.09%，专户管理规模为 177.21 亿元，较上年末下降 56.30%。2020 年，新华基金实现营业收入 3.93 亿元，净利润 0.18 亿元。

3. 未来发展

公司制定了自身发展路径，未来公司将作为天风证券发展战略组成部分，战略定位有待确定。

2021 年，面对国内证券行业日益加剧的竞争格局，公司将在客观评估行业竞争环境的基础上，强化自身风险管理能力和战略执行能力，坚持合规风控导向，继续走特色化、差异化的发展道路。在继续坚持合规经营，增强风险防范意识基础上，公司将加速推进业务转型，确保各项经营工作平稳发展，提高后台支持服务保障专业水平。

天风证券将持续增持公司股份至 29.99%，未来公司将作为天风证券发展战略的组成部分，天风证券以成为国内头部券商为发展目标，公司未来具体发展路径和战略实现或将因此受到一定影响。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年的合并财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对 2020 年财务报表进行了审计，出具了无保留意见的审计报告。从合并范围来看，2020 年公司合并范围无较大变化，财务数据的可比性强。

截至 2020 年末，公司资产总额 335.96 亿元，其中客户资金存款 89.58 亿元、客户备付金 20.17 亿元；负债总额 241.60 亿元，其中代理买卖证券款 113.93 亿元；所有者权益 94.36 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 90.31 亿元；合并口径净资产 71.21 亿元。2019 年，公司实现营业收入 27.32 亿元，利润总额 5.99 亿元，净利润 4.82 亿元，其中归属母公司所有者净利润 4.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 14.47 亿元。

2. 资金来源与流动性

2020 年，公司资金主要来源于债券质押回购和发行债券，债务规模有所增长，杠杆水平有所上升，仍处于行业适中水平；但一年内到期债务占比较高，需关注公司流动性管理情况。

截至 2020 年末，公司负债总额 241.60 亿元，较年初增长 27.50%，主要系代理买卖证券款、应付短期融资款增长所致。截至 2020 年末，公司自有负债 116.21 亿元，较年初增长 44.49%，主要系公司应付短期融资款、卖出回购金融资产款和应付债券规模增长所致；其中，应付短期融资款占负债总额比例为 8.68%，卖出回购金融资产款占比为 17.11%，应付债券占比为 14.62%。

截至 2020 年末，公司卖出回购金融资产款为 41.33 亿元，较年初大幅增长 29.55%，主要系公司债券质押回购规模增长所致。

截至 2020 年末,公司应付短期融资款 20.98 亿元,较年初大幅增长,主要系新增发行收益凭证所致,收益凭证票面利率在 4.00%~5.30%。

截至 2020 年末,公司应付债券合计 35.33 亿元,较年初增长 27.78%,主要系公司新发行

公司债规模增加所致。公司债券利率在 4.39%~5.40%,次级债券利率在 5.80%~5.90%。

截至 2020 年末,公司代理买卖证券款 113.93 亿元,较年初增长 25.59%,主要系市场回暖所致。

表 13 公司负债情况表(单位:亿元、%)

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
负债总额	199.70	100.00	189.49	100.00	241.60	100.00
自有负债	110.82	55.49	88.36	46.63	116.21	48.10
其中:拆入资金	5.01	2.51	15.05	7.94	10.03	4.15
卖出回购金融资产款	37.87	18.96	31.90	16.84	41.33	17.11
应付短期融资款	22.28	11.16	3.71	1.96	20.98	8.68
应付债券	39.73	19.89	27.65	14.59	35.33	14.62
非自有负债	88.88	44.51	101.13	53.37	125.39	51.90
其中:代理买卖证券款	76.91	38.51	90.72	47.88	113.93	47.16
全部债务	104.89	100.00	78.31	100.00	109.12	100.00
其中:短期债务	65.16	62.12	50.66	64.70	73.79	67.63
长期债务	39.73	37.88	27.65	35.30	35.33	32.37
自有资产负债率		52.70		45.51		55.19
净资本/负债(专项合并口径)		54.49		67.67		63.12
净资产/负债(专项合并口径)		84.18		115.87		74.37

资料来源:公司定期报告,联合资信整理

截至 2020 年末,公司净资本/负债和净资产/负债指标分别为 63.12%和 74.37%,均高于行业监管标准;自有资产负债率为 55.19%,较年初增加 9.68 个百分点,公司杠杆水平仍处于行业适中水平。有息债务方面,截至 2020 年末,公司总债务规模 109.12 亿元,较年初增长 39.34%,债务到期期限主要集中在 2021 年,需关注公司流动性管理。

表 14 截至 2020 年末公司全部债务到期期限情况
(单位:亿元、%)

到期日年份	金额	占比
2021 年	72.92	66.80
2022 年	1.37	1.30
2023 年及以后	34.83	31.90
合计	109.12	100.00

资料来源:公司提供,联合资信整理

2020 年,受融出资金和其他债权投资增长的影响,公司资产总额和自有资产规模均有所上升;优质流动性资产规模有所下降,资产流动性尚可。

截至 2020 年末,公司资产总额 335.96 亿元,较年初增长 13.78%,主要系融出资金和其他债权投资增长所致;公司自有资产规模为 222.03 亿元,较年初增长 14.36%,自有资产在总资产中占比为 66.09%,同比上升 0.34 个百分点。截至 2020 年末,公司自有资产主要由货币资金、融出资金和交易性金融资产组成,占资产总额比重分别为 8.06%、24.46%和 46.89%。截至 2020 年末,公司优质流动性资产 27.26 亿元,较年初下降 39.32%,在总资产占比 13.86%,下降 14.76 个百分点,主要系货币资金、结算备付金和货币基金大幅减少所致,资产流动性尚可。

表 15 公司资产情况表 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自有货币资金	31.11	14.79	20.97	10.80	16.97	8.06
自有结算备付金	9.64	4.59	7.87	4.05	6.54	3.10
融出资金	32.83	15.61	40.26	20.74	51.50	24.46
买入返售金融资产	11.64	5.54	7.64	3.93	10.11	4.80
交易性金融资产	119.92	57.03	108.66	55.97	98.73	46.89
其他债权投资	0.55	0.26	0.00	0.00	15.60	7.41
资产总额	299.15	100.00	295.27	100.00	335.96	100.00
自有资产	210.27	70.29	194.14	65.75	222.03	66.09
优质流动资产/总资产	36.93		28.62		13.86	

注:“优质流动资产/总资产”中的“优质流动资产”和“总资产”为专项合并口径

资料来源:公司定期报告,联合资信整理

截至 2020 年末,公司货币资金为 106.55 亿元,较年初增长 15.65%,主要系市场行情回暖客户资金存款增长所致;自有货币资金 16.97 亿元,较年初下降 19.07%。货币资金中使用受限的银行存款共计 8.21 亿元,规模较大。

截至 2020 年末,公司融出资金 51.50 亿元,较年初增长 27.91%,主要系市场行情回暖影响两融业务规模增长所致。截至 2020 年末,公司对融出资金提减值余额 0.28 亿元,计提比例为 0.54%,融资融券业务担保物共计 156.22 亿元,担保较充分。

截至 2020 年末,公司交易性金融资产 98.73 亿元,较年初下降 9.14%,主要系自营投资规模下降所致;交易性金融资产以债券为主,占比为 50.81%。

3. 资本充足性

2020 年末,公司所有者权益保持较好稳定性,各项风险控制指标均符合监管标准,资本充足性较好。

截至 2020 年末,公司所有者权益合计 94.36 亿元,较年初下降 10.80%,主要系偿还 15.00 亿元永续次级债券所致,其中归属于母公司的所有者权益为 90.31 亿元。在归属于母公司的所有者权益中,股本 26.05 亿元(占比 28.84%),资本公积 16.68 亿元(占比 18.47%),盈余公积 6.11 亿元(占比 6.76%),一般风险准备 16.26 亿元(18.01%),未分配利润 25.37 亿元(28.10%),公司所有者权益稳定性较好。2019 年和 2020 年公司均未进行利润分配,利润留存对所有者权益补充效果较好。

截至 2020 年末,公司净资本规模为 71.21 亿元,较年初增长 29.32%,主要系 2020 年公司次级债发行规模增加所致,其中核心净资本 60.21 亿元,附属净资本 11.00 亿元。截至 2020 年末,公司净资产规模为 83.90 亿元,较年初下降 11.02%,主要系偿还永续次级债券所致。公司各项风险控制指标处于安全范围内,各项指标均高于行业监管标准。

表 16 专项合并口径风险控制指标表 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	监管标准	预警指标
核心净资本	42.38	55.06	60.21	--	--
附属净资本	15.00	0.00	11.00	--	--
净资本	57.38	55.06	71.21	--	--
净资产	88.64	94.29	83.90	--	--
各项风险资本准备之和	23.50	34.96	31.59	--	--
风险覆盖率	64.73	157.51	225.40	≥100	≥120
资本杠杆率	244.18	31.10	30.34	≥8	≥9.6

净资本/净资产	21.63	58.40	84.88	≥20	≥24
---------	-------	-------	-------	-----	-----

资料来源：公司风险控制指标监管报表

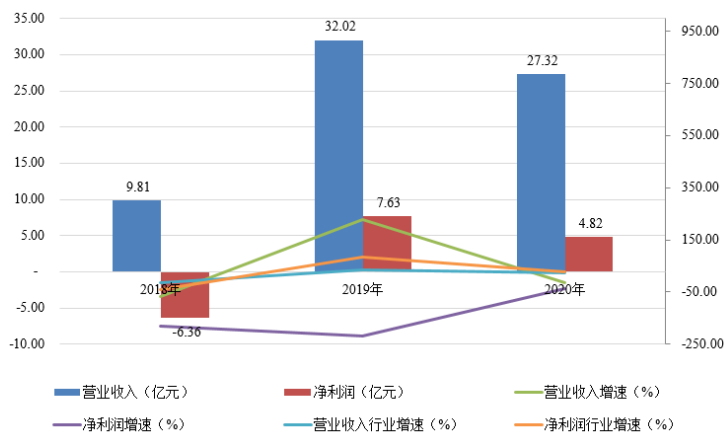
4. 盈利能力

整体盈利能力一般。

2020 年，公司营业收入和净利润均同比下降，盈利指标波动较大，盈利能力稳定性较弱，

2020 年公司实现营业收入 27.32 亿元，同比下降 14.70%，营业收入变化趋势与行业相反。

图 5 公司盈利情况图



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从营业支出来看，2020 年公司营业支出 21.86 亿元，同比下降 0.24%，主要系公司信用减值损失下降所致。从支出构成来看，主要是业务及管理费和信用减值损失，2020 年公司业务及管理费和信用减值损失占比分别为 90.58% 和 8.47%。2020 年，公司营业费用率和薪酬收入比分别为 72.50% 和 43.80%，同比分别上升 15.22

个百分点和 9.74 个百分点，人力成本有所上升。

综合上述因素影响，2020 年公司实现净利润 4.82 亿元，同比下降 36.77%。2020 年，公司营业利润率、净资产收益率和自有资金收益率分别为 19.96%、4.82% 和 2.38%，同比分别下降 11.59 个百分点、2.61 个百分点和 1.39 个百分点，盈利水平有所下降。

表 17 公司盈利指标情况（单位：亿元、%、名）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业费用率	165.50	57.28	72.50
薪酬收入比	88.08	34.06	43.80
营业利润率	-82.73	31.55	19.96
自有资金收益率	-2.88	3.77	2.38
净资产收益率	-6.09	7.43	4.82
净资产收益率排名	89	19	/

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从同行业企业对比来看，公司整体盈利水平处于平均水平，盈利稳定性较弱，杠杆水平较

低。

表 18 同行业企业 2020 年财务指标比较（单位：%）

企业名称	净资产收益率	自有资金收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
国都证券	8.85	3.38	42.13	107.92	62.13
德邦证券	1.11	0.62	62.26	63.95	52.36

国联证券	6.30	2.13	56.52	61.41	70.82
上述样本企业平均值	5.42	2.04	53.64	77.76	61.77
恒泰证券	4.82	2.38	72.50	377.17	55.19

资料来源：公司审计报告、财务报表、公开资料，联合资信整理

5. 或有事项

公司存在一定或有负债风险。

截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保情况。

截至 2020 年末，公司作为被告的未决诉讼包括 2 起，均为公司管理的庆汇租赁资产支持专项计划纠纷案，要求公司赔偿本金合计 3.85 亿元及利息和相关费用。2021 年 2 月 26 日，法院判决公司赔偿其中 2.90 亿元本金及相关收益损失，涉及本金 0.95 亿元案件尚未判决。公司针对涉及 2.90 亿元本金案件已向法院提起上诉，目前该案尚未判决，公司尚未对其计提预计负债。

十、跟踪债券偿还能力分析

截至 2020 年末，公司无一年内到期债券；EBITDA 对待偿债券本金峰值保障能力一般，面临一定集中兑付压力，但考虑到公司资本实力持续增强、资产质量尚好且融资渠道通畅，对存续债券的保障能力很强。

截至 2020 年末，公司存续债券余额共 98.00 亿元。无一年内到期债券，未来待偿债券本金峰值为 34.50 亿元。2020 年 EBITDA 为 11.60 亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的 0.34 倍，保障能力一般。公司对存续债券保障情况如下表：

表 19 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	34.50
优质流动资产/一年内到期债券余额	*
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.34

资料来源：联合资信整理

十一、担保方信用分析

1. 担保条款

本次跟踪债券由中证信用提供全额无条件

不可撤销连带责任保证担保，担保范围为本次债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，担保期限为本次债券的存续期及债券到期之日起两年。

2. 中证信用概况

中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”）成立于 2015 年 5 月，经中国证监会同意，由安信证券股份有限公司、中国人保资产管理有限公司、前海金融控股有限公司、东方财富信息股份有限公司等 20 家股东共同发起设立，初始注册资本 33.00 亿元，均为货币出资；2015 年 7 月，中国人民保险集团股份有限公司、恒生电子股份有限公司等 5 家股东向公司增资扩股 8 亿股股份，中证信用注册资本增至 41.00 亿元；2017 年 8 月，深圳市承信管理咨询合伙（普通合伙）向中证信用增资，新增注册资本 0.41 亿元，中证信用注册资本增至 41.41 亿元；2017 年 10 月，东吴证券股份有限公司、深圳天图兴卓投资企业（有限合伙）等 7 家股东向中证信用增资，新增注册资本 4.45 亿元，中证信用注册资本增至 45.86 亿元。截至 2019 年末，中证信用注册资本为 45.86 亿元，股东包括大中型券商、保险公司、互联网上市公司以及深圳前海金融控股平台等，股权结构分散，无实际控制人。

截至 2019 年末，中证信用资产总额 100.00 亿元，所有者权益 62.72 亿元，归属于母公司所有者权益 60.12 亿元。2019 年，中证信用实现营业收入 11.14 亿元，实现净利润 3.74 亿元，归属于母公司所有者净利润 3.82 亿元；经营活动现金流净额-1.41 亿元，期末现金及现金等价物余额 37.01 亿元。

3. 经营分析

近年来，中证信用业务处于较快发展期，收入和利润整体呈较快增长趋势；收入主要来

自增信业务、投资业务和评级业务。

目前,中证信用业务包括信用增进、投资、财务顾问、资产管理等。自 2015 年成立以来,中证信用增信业务和投资业务发展较快,业务规模迅速增长带动收入水平大幅提高,2017—2019 年,中证信用营业收入年均复合增长 18.32%,主要为 2018 年增幅较大,但 2019 年中证信用营业收入同比下降 3.45%,主要系增信业务收入下滑所致,其他业务收入基本稳定;实现净利润 3.74 亿元,三年年均复合增长 12.35%。

从营业收入结构来看,中证信用营业收入主要来自主营业务收入和投资收益;中证信用投资收益主要来自持有基金、理财产品、信托及资产管理计划期间获得的投资收益,多为固定收益类产品,近三年,中证信用投资收益较稳定,投资收益年均复合增长 2.48%,2019 年实现投资收益 4.46 亿元,占营业收入比重 39.99%,为重要收入来源。中证信用主营业务收入包括增信业务、评级业务、财务顾问、资产管理、信用

管理和数据服务等收入,近三年,在增信业务快速发展和评级业务收入的带动下,主营业务收入三年复合增长 31.07%,2019 年为 5.77 亿元,同比下降 3.41%,占营业收入比重 51.80%,为第一大收入来源;主营业务收入中 51.46%来自增信业务、30.40%来自评级业务、7.88%来自财务顾问收入;2017 年 8 月中证信用对子公司中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)的持股增加至 51.01%,中证鹏元纳入合并范围,因此 2017 年新增评级业务收入 0.71 亿元,系中证鹏元 9—12 月收入,2018 年和 2019 年,评级业务收入为中证鹏元全年收入。利息收入主要系中证信用发放的委托贷款和买入返售金融资产形成的收入,三年复合增长 3.54%,2019 年收入为 0.43 亿元,同比下降 63.07%,占比为 3.86%,2019 年中证信用委托贷款项目到期,利息收入随之下降。其他类收入主要包括公允价值变动损益、汇兑损益、资产处置收益等,近年来规模较小。

表 20 中证信用营业收入结构(单位:亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	3.36	42.21	5.98	51.78	5.77	51.80
增信业务收入	1.94	24.37	3.21	27.85	2.97	26.65
评级业务收入	0.71	8.90	1.45	12.58	1.75	15.75
财务顾问收入	0.48	6.09	0.77	6.70	0.45	4.08
受托资产管理收入	0.11	1.41	0.20	1.76	0.16	1.47
数据服务收入	0.05	0.60	0.15	1.26	0.21	1.92
信用管理收入	0.07	0.84	0.19	1.64	0.21	1.93
投资收益	4.24	53.30	4.92	42.64	4.46	39.99
利息收入	0.40	5.04	1.16	10.08	0.43	3.86
其他类	-0.04	-0.54	-0.52	-4.49	0.49	4.36
营业收入合计	7.96	100.00	11.54	100.00	11.14	100.00

资料来源:中证信用审计报告,联合资信整理

中证信用自成立以来各项业务快速发展,增信主要集中于债券增信;投资业务主要投资于固定收益类资产,实现了较好投资收益;但同时联合评级也关注到增信业务行业具有代偿风险,投资业务易受市场波动及信用风险的影响。

中证信用增信业务主要由基础增信事业部、创新增信事业部负责、互联网信用事业部负责开展,包括公司债券、企业债券、金融债券、项目收益债券、项目收益票据等公(私)募产品以及信托计划、资产支持证券、资产管理计划等金融产品的增信业务。2019 年 12 月,中证信用设

立全资子公司中证信用融资担保有限公司（以下简称“中证融担”），注册资本 40.00 亿元，未来将逐步承接中证信用增信业务。

根据增信业务类型的划分，增信品种可分为债券类增信、金融产品类增信、借款类增信和保本基金增信。其中，债券类增信业务包括企业债增信、公司债增信及证券公司次级债增信等；金融产品类增信业务主要包括信托计划增信、资产证券化产品增信、资产管理计划增信、理财计划增信等；借款类增信包括银行个人信用贷款增信及银行企业贷款增信。

从项目来源来看，项目主要来源于证券公司、信托公司、资产管理公司、消费金融公司等金融机构。股东能够在业务信息、客户渠道等方面为中证信用提供支持，引入业务机会，有助于迅速开拓市场渠道。

依托较好的发展战略和股东的优势资源，中证

信用业务规模增速较快，近三年，期末增信余额三年复合增长 21.94%；截至 2019 年末，期末增信责任余额 712.25 亿元，较 2018 年末大幅增长 63.07%，主要归因于金融产品类增信业务规模的大幅增长；其中债券增信责任余额为 375.30 亿元，金融产品增信余额为 320.60 亿元，占比分别为 52.69%和 45.01%，增信业务以债券增信为主；债券类增信业务期限主要集中在 5~7 年，金融产品类增信业务期限主要为 1~3 年。从业务到期分布来看，增信业务在 2020 年和 2021 年到期规模占比分别为 59.03%和 19.40%，2 年内到期业务占比较高。截至 2019 年底，增信业务代偿余额及应收代偿款均为零。2017—2019 年末，中证信用增信放大倍数分别为 8.03 倍、7.18 倍和 11.36 倍，2019 年随着金融产品类增信业务规模增大，增信放大倍数出现较大增幅，处于较高水平。

表 21 中证信用尚在责任期内增信业务余额（单位：亿元、%）

项目种类	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	增信余额	占比	增信余额	占比	增信余额	占比
债券类增信业务	359.00	74.95	386.00	88.38	375.30	52.69
金融产品类增信业务	99.86	20.85	44.46	10.18	320.60	45.01
借款类增信业务	8.55	1.78	6.31	1.44	16.35	2.30
保本基金增信业务	11.59	2.42	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	479.00	100.00	436.77	100.00	712.25	100.00

资料来源：中证信用提供资料，联合资信整理

中证信用投资业务主要由固定收益事业部、投资管理事业部和资产管理事业部开展；其中，固定收益事业部主要投资债券、信托计划、委托贷款等固定收益类产品，投资管理事业部主要投资股票等权益类产品，资产管理部主要发行、投资和管理债务重组、不良资产等方面的私募基金。此外，资金财务部利用闲置资金投资理财、货币基金等产品，保持流动性的同时实现资金的有效利用。

近年来，各投资团队积极把握各类机会，审慎稳健地开展投资业务。在投资策略上，针对固定收益类业务，遵循“低风险、低波动”的原则，寻找利率债的阶段性机会，同时挖掘具有超额收益的信用债投资机会，把控信用风险。针对股

权投资和基金管理业务，坚持绝对收益的投资理念，及时调整投资策略。2017—2019 年，中证信用实现投资收益分别为 4.24 亿元、4.92 亿元和 4.46 亿元，三年复合增长 2.48%。

从投资结构来看，投资资产主要分布在基金、债券、资产管理计划、理财产品等资产。近年来，投资规模持续下降，三年复合下降 12.04%，截至 2019 年底，投资规模为 77.09 亿元，较年初减少 12.09%。截至 2019 年底，中证信用持有基金 33.34 亿元，占投资资产比重为 43.25%，其中，货币基金 21.79 亿元，占基金的比重约为 65.36%，投资风险很低，此外，债券基金占基金比重约 20%左右；中证信用委托贷款项目均到期，余额为零，主要是收回为对龙头房地产企业

的贷款；公司债券投资规模 15.08 亿元，占比 19.57%，债券级别主要为 AAA 债券；信托、资管及理财计划规模为 27.12 亿元，占比为 35.19%；其余主要为国债期货、国债逆回购等，规模和占

比均不高。截至 2019 年末，中证信用债权类投资（包括债券、信托计划、委托贷款等）未发生逾期。

表 22 中证信用投资资产分布（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
基金	42.07	42.23	33.26	37.93	33.34	43.25
委托贷款	7.00	7.03	7.97	9.09	0.00	0.00
债券	8.39	8.42	14.94	17.04	15.08	19.57
资管及信托计划	35.14	35.27	24.46	27.89	20.04	26.01
理财产品	4.87	4.89	1.08	1.23	7.08	9.18
国债逆回购	0.78	0.78	5.06	5.77	0.11	0.15
股权投资	1.37	1.38	0.89	1.01	1.40	1.82
国债期货	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03
合计	99.63	100.00	87.69	100.00	77.09	100.00

资料来源：中证信用提供资料，联合资信整理

4. 财务分析

中证信用提供了 2017—2019 年度财务报告，均经安永华明会计师事务所审计，并出具了无保留意见的审计报告。2017 年，中证信用新增 2 家纳入合并报表范围的子公司；2018 年，新增 1 家纳入合并范围子公司；2019 年，中证信用新增 3 家纳入合并范围子公司，分别是鹏元资信评估（新加坡）有限公司、中证信用科技有限公司和中证融担。

2017 年，财政部颁布了修订的《企业会计准则第 14 号——收入》（简称“新收入准则”）、

《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》

《企业会计准则第 24 号——套期保值》以及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（统称“新金融工具准则”）。中证信用自 2018 年 1 月 1 日开始按照新金融工具准则进行会计处理，根据衔接规定，对可比期间信息不予调整，首日执行新准则与现行准则的差异追溯调整本报告期期初未分配利润或其他综合收益。中证信用自 2018 年 1 月 1 日按照新收入准则进行会计处理，根据衔接规定，对可比期间信息不予调整。2018 年，财政部颁布了修订的《企业会计准则第 21

号——租赁》，（简称“新租赁准则”），新租赁准则采用与现行融资租赁会计处理类似的单一模型，要求承租人对除短期租赁和低价值资产租赁以外的所有租赁确认使用权资产和租赁负债，并分别确认折旧和利息费用。中证信用自 2019 年 1 月 1 日开始按照新修订的租赁准则进行会计处理，根据衔接规定，对可比期间信息不予调整。

整体看，财务报表数据可比性较好。

中证信用资本实力雄厚，资本来源以资本金为主，负债水平较低。

中证信用目前资本来源以资本金和利润留存为主。2017—2019 年，所有者权益规模呈持续增长趋势，年均复合增长 2.51%，主要系利润留存所致；截至 2019 年末，所有者权益合计 62.72 亿元，较年初增长 3.16%。截至 2019 年末，所有者权益中，归属于母公司权益 60.12 亿元，较上年末增长 3.50%，其中股本占比 76.28%、资本公积占比 11.53%、未分配利润占比 7.08%，所有者权益稳定性好。2017—2019 年，中证信用分别向股东分红 2.46 亿元、1.83 亿元、1.83 亿元，分别占上年净利润的 111.82%、61.88%和 55.39%，分红力度大。

2017—2019 年，中证信用的负债规模波动下降，年均复合减少 14.68%，其中 2018 年末较年初下降 28.72%，主要系卖出回购金融资产款和应付债券减少所致；截至 2019 年末，负债总额 37.29 亿元，较上年末增长 2.13%，变化不大；负债主要由短期借款、卖出回购金融资产款、应付债券以及递延收益构成，分别占比 17.79%、5.19%、45.68%和 14.76%。

截至 2019 年末，短期借款 6.63 亿元，较上年末增长 341.52%，其中信用借款 6.62 亿元；卖出回购金融资产款 1.93 亿元，较上年末增长 444.96%，主要系债券回购规模扩大；应付债券 17.03 亿元，较上年末下降 17.70%，主要系投资人行使回售选择权，分别于 2019 年 1 月和 6 月向中证信用回售了两笔合计 3.50 亿元的非公开发行公司债券；递延收益主要系增信业务形成，截至 2019 年末，递延收益合计 5.50 亿元，较上年末下降 18.37%。截至 2019 年末，中证信用实际资产负债率为 35.89%，较上年末下降 0.59 个百分点，负债水平适中。

2017—2019 年，中证信用投资规模有所下降，资产规模呈波动向下趋势；资产以投资资产为主，投资资产主要系固定收益类产品，涉及品种包括基金、债券和银行理财产品等，但联合评级关注到所投资的产品易受市场环境影

响，收益及资产质量存在一定的波动性。

2017—2019 年，中证信用资产波动下降，年均复合下降 5.04%；其中 2018 年末较年初下降 12.26%，主要系投资资产规模下降所致；截至 2019 年末，资产总额 100.00 亿元，较上年末增长 2.77%，整体来看变化不大；资产主要由货币资金（占比 14.95%）、交易性金融资产（占比 54.83%）、债权投资（占比 17.41%）和应收账款（占比 4.02%）构成。

截至 2019 年末，货币资金 14.96 亿元，较上年末增长 720.47%，主要系银行存款的大幅增长；交易性金融资产 59.54 亿元，主要以债务投资工具为主，较上年末增长 11.59%；其中债券、基金、银行理财计划和资产管理计划分别占

比 15.30%、55.99%、11.89%和 14.46%；债权投资 17.41 亿元，较上年末下降 40.48%，主要系根据监管要求控制委托贷款业务，债权投资科目以债券和信托计划为主，分别占比 34.31%和 64.70%，计提减值准备 0.56 亿元，计提比例 3.12%；应收账款主要系增信项目应收未来存续期间增信费，随着中证信用金融产品增信项目规模增长且金融产品增信项目到期期限较短，截至 2019 年末，应收账款 4.02 亿元，较上年末下降 26.72%。

2017—2019 年，随着各项业务的发展，中证信用收入及利润呈增长趋势，收入结构也更趋多元化，整体看，中证信用盈利能力良好。

2017—2019 年，随着业务的快速发展，营业收入波动增长，年均复合增长 18.32%；2019 年，中证信用实现营业收入 11.14 亿元，同比下降 3.45%。其中，中证信用实现增信业务收入 2.97 亿元、评级业务收入 1.75 亿元、财务顾问收入 0.45 亿元、信用管理业务 0.21 亿元、数据服务业务 0.21 亿元以及投资收益 4.46 亿元。

2017—2019 年，随着业务规模的扩大，营业支出呈波动增长趋势，年均复合增长 21.11%，主要是业务及管理费增长所致；2019 年，营业支出 6.68 亿元，同比下降 11.82%，其中业务及管理费 5.03 亿元，同比增长 9.31%，主要系人力成本的升高以及使用权资产的折旧；利息支出 1.08 亿元，同比下降 29.83%，主要系 2018 年债务到期所致；2019 年，中证信用计提风险准备金 0.39 亿元，计提规模有所下降。

2017—2019 年，中证信用净利润呈持续增长趋势，三年年均复合增长 12.35%，2019 年净利润 3.74 亿元。盈利指标方面，2017—2019 年，营业利润率分别为 42.78%、34.36%和 40.05%，2018 年营业利润率有所下降，主要系推动信用科技战略，科技人力的投入增加，业务及管理费支出增多。随着净利润的持续增长，中证信用的净资产收益率波动上升，2017—2019 年分别为 5.70%、5.50%和 6.06%。

表 23 中证信用盈利能力指标（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	7.96	11.54	11.14
资产减值损失	0.00	0.05	0.00
信用减值损失	0.00	0.39	0.05
业务及管理费	2.95	4.60	5.03
净利润	2.96	3.31	3.74
营业利润率	42.78	34.36	40.05
总资产收益率	3.40	3.18	3.79
净资产收益率	5.70	5.50	6.06

资料来源：中证信用审计报告，联合资信整理。

截至 2019 年末，中证信用无代偿情况，同时持有较大规模的流动性资产，资产流动性较好，考虑到中证信用股东背景强且多元化，整体代偿能力极强。

2017—2019 年，中证信用所有者权益持续增长，年均复合增长 2.51%。截至 2019 年末，所有者权益合计 62.72 亿元，较上年末增长

3.16%；可快速变现资产 77.33 亿元，可快速变现资产/期末增信余额 10.86%，可快速变现资产/2020 年到期解保规模为 18.39%，资产流动性较好。从代偿指标来看，2017—2019 年末，中证信用期末担保代偿余额为零，拨备覆盖率无意义。考虑到中证信用资产流动性好，整体代偿能力极强。

表 24 中证信用资本充足性指标（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
所有者权益	59.68	60.80	62.72
可快速变现资产	83.42	63.03	77.33
可快速变现资产/期末增信余额	17.42	14.43	10.86
拨备覆盖率	*	*	*

注：1. 2017 年可快速变现资产公式为货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供出售金融资产-受限资产；2018 年和 2019 年可快速变现资产公式为货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+债券-受限资产

2. 中证信用期末担保代偿余额为零，拨备覆盖率无意义
资料来源：中证信用审计报告及提供资料，联合资信整理

5. 债权保护效果

以 2019 年末财务数据测算，本次跟踪债券发行规模（9.50 亿元）占中证信用资产总额的 9.50%，占所有者权益的 15.15%，占比较低；中证信用 2019 年净利润对本次债券额度的覆盖倍数为 0.39 倍。考虑到中证信用资产规模较大、资产质量较好，同时股东背景强，资本实力雄厚，代偿能力强，其提供的担保对本次债券信用状况具有显著的积极影响。

十二、 结论

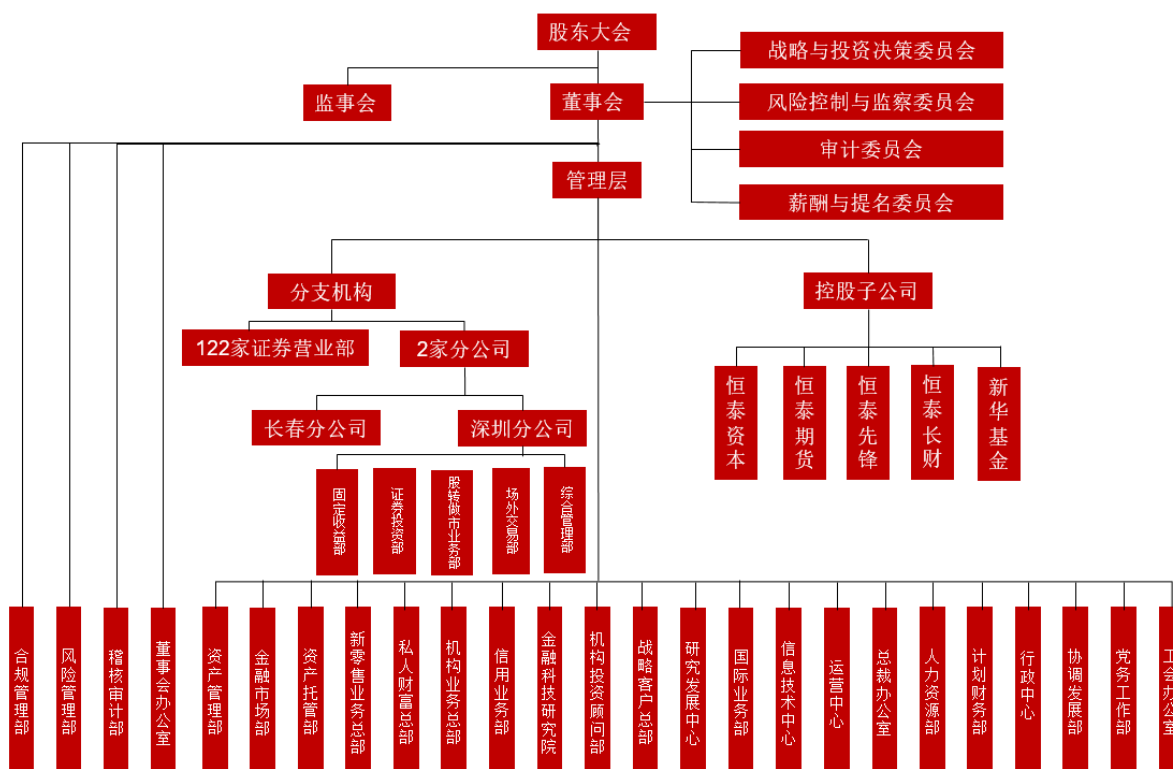
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 恒泰 G1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末恒泰证券股份有限公司股权结构表

股东	持股数量（股）	持股比例（%）
天风证券股份有限公司	690015375	26.49
包头华资实业股份有限公司	308000000	11.83
北京金融街西环置业有限公司	211472315	8.12
北京金融街投资（集团）有限公司	165418345	6.35
北京华融基础设施投资有限责任公司	155079698	5.95
西藏达孜汇发投资有限公司	154000000	5.91
北京鸿智慧通实业有限公司	123500000	4.74
济南博杰纳荣信息科技有限公司	68980000	2.65
腾业控股集团有限公司	59000000	2.27
新疆鼎新华域股权投资有限公司	46485600	1.78
华宸信托有限责任公司	45812232	1.76
北京泰海金阶置业有限责任公司	31000000	1.19
潍坊科虞科技有限公司	24700000	0.95
内蒙古蒙吉利经济技术开发股份有限公司	17500000	0.67
内蒙古凯德伦泰投资有限公司	17500000	0.67
哈尔滨市香坊区财政局	16447847	0.63
北京庆云洲际科技有限公司	13560000	0.52
包头市申银产业集团有限公司	3500000	0.13
内蒙古祥嵘投资管理有限责任公司	1750000	0.07
其他 H 股股东	450846000	17.31
总计	2604567412	100.00

资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年末恒泰证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 恒泰证券股份有限公司主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
自有资产（亿元）	210.27	194.14	210.57
所有者权益（亿元）	99.45	105.78	94.36
自有负债（亿元）	110.82	88.36	116.21
自有资产负债率（%）	52.70	45.51	55.19
优质流动资产/总资产（%）	36.93	28.62	13.86
营业收入（亿元）	9.81	32.02	27.32
净利润（亿元）	-6.36	7.63	4.82
营业利润率（%）	-82.73	31.55	19.96
营业费用率（%）	165.50	57.28	72.50
薪酬收入比（%）	88.08	34.06	43.80
自有资产收益率（%）	-2.88	3.77	2.38
净资产收益率（%）	-6.09	7.43	4.82
盈利稳定性（%）	348.27	269.23	377.17
净资本（亿元）	57.38	55.06	71.21
风险覆盖率（%）	244.18	157.51	225.40
资本杠杆率（%）	21.63	31.10	30.34
流动性覆盖率（%）	228.15	771.08	1181.45
净稳定资金率（%）	155.51	176.37	194.63
信用业务杠杆率（%）	40.59	43.34	60.50
短期债务（亿元）	65.16	50.66	73.79
长期债务（亿元）	39.73	27.65	35.33
全部债务（亿元）	104.89	78.31	109.12

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 中证信用增进股份有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	110.91	97.31	100.00
可快速变现资产（亿元）	83.42	63.03	77.33
可快速变现资产/期末增信余额（%）	17.42	14.43	10.86
实际资产负债率（%）	46.07	36.48	35.89
所有者权益（亿元）	59.68	60.80	62.72
负债合计（亿元）	51.23	36.51	37.29
营业收入（亿元）	7.96	11.54	11.14
投资收益（亿元）	4.24	4.92	4.46
净利润（亿元）	2.96	3.31	3.74
营业利润率（%）	42.78	34.36	40.05
营业费用率（%）	37.02	39.89	45.16
总资产收益率（%）	3.40	3.18	3.79
净资产收益率（%）	5.70	5.50	6.06
期末增信余额（亿元）	479.00	436.77	712.25
增信放大倍数（倍）	8.03	7.18	11.36
拨备覆盖率（%）	0.20	0.51	0.43

注：实际资产负债率=（负债总额-风险准备金）/资产总额×100%；2017 年可快速变现资产公式为货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供出售金融资产-受限资产；2018 年可快速变现资产公式为货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+债券-受限资产

附件 3-1 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动资产/总资产	优质流动资产/总资产×100%; 优质流动资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

注: 短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+融入资金+交易性金融负债+卖出回购金融资产+其他负债科目中的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3-2 担保方财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
年均增长率或变动率	(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%
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产×100%
增信放大倍数	期末增信责任余额/净资产
各项风险准备金之和	期末未到期责任准备金+期末增信赔偿准备金+期末一般风险准备金
可快速变现资产	货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供出售金融资产-受限资产
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+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债
长期债务	长期借款+应付债券
全部债务	短期债务+长期债务
代偿准备金率	当期代偿额/期末各项风险准备金之和×100%
增信赔付率	当期代偿额/当期增信业务收入× 100%
拨备覆盖率	各项风险准备金之和/期末担保代偿余额× 100%
可快速变现资产/增信责任余额	期末可快速变现资产余额/期末增信责任余额× 100%
当期增信代偿率	当期增信代偿额/当期解保额× 100%
累计增信代偿率	累计增信代偿额/累计解保额× 100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计增信代偿额× 100%
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-增信赔偿准备金) / 资产总额× 100%
增信业务收入贡献度	增信业务收入/营业收入× 100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入× 100%
营业利润率	营业利润/营业收入× 100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) / 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%

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 中长期债券信用等级设置及其含义

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。