

信用评级公告

联合〔2022〕5263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⁺，维持“20 恒泰 G1”的信用等级为 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：

二〇二二年六月二十四日

恒泰证券股份有限公司

公开发行公司债券2022年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
恒泰证券股份有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
中证信用增进股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 恒泰 G1	AAA	稳定	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：2022 年 6 月 24 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	V3.2.202204
证券公司主体信用评级模型（打分表）	V3.2.202204

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	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	3
			未来发展	2
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	5
			资本充足性	2
			杠杆水平	1
		流动性因素		1
		调整因素和理由		
天风证券综合实力较强，能够在公司治理和业务发展等方面为公司提供一定支持。				+1

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，各项业务排名行业中游，具备较强竞争力；公司资本实力较强，股东能在公司治理和业务发展等方面提供一定支持；2021 年，公司营业收入保持稳定，其中经纪业务与投资银行业务均有所增长；杠杆水平适中，资本充足性较好。

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；2021 年，受证券市场波动和自身投资策略影响，公司营业收入和净利润同比有所下滑；公司收到较多监管措施，分类评级降为 CCC 级，合规风控能力有待提升。

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。

本次跟踪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。中证信用股东背景强，资本实力很强，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. 股东能在公司治理和业务发展等方面提供一定支持。天风证券为公司第一大股东，其具备较强的综合实力，能够在公司治理和业务发展等方面提供一定支持。
2. 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。公司经纪业务在内蒙古地区具备较强的市场竞争力，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，多项业务收入保持行业中游水平。
3. 资本充足性较好，杠杆水平适中。2021 年，公司所有者权益小幅增长、稳定性尚可，资本充足性较好，杠杆水平适中。

分析师：张晨露 刘嘉

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

4. **中证信用股东背景强且多元，资本实力很强，整体代偿能力极强。**担保方中证信用战略目标清晰，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. **公司业务易受市场环境的影响，2021 年公司营业收入和净利润下降，整体盈利能力一般。**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等因素影响，2021 年公司营业收入和净利润不同幅度下滑，整体盈利能力一般。
2. **部分业务资质仍未恢复；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需继续关注；2021 年以来，公司收到监管措施情况较多，分类评级降为 CCC 级，合规风控能力有待提升。
3. **公司债务期限偏短。**公司债务兑付主要集中在一年内，面临一定短期集中偿付压力，需对偿债能力和流动性状况保持关注。
4. **市场环境变化或将对担保方投资资产及担保组合产生较大影响。**担保方持有较大规模的投资资产和担保组合，如果未来金融市场和宏观经济环境出现大幅波动，或将对公司财务状况产生不利影响，进而影响担保方的代偿能力。

发行人主要财务数据：

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
自有资产（亿元）	194.14	210.57	226.05
自有负债（亿元）	88.36	116.21	128.82
所有者权益（亿元）	105.78	94.36	97.24
优质流动性资产/总资产（%）	28.62	13.86	12.68
自有资产负债率（%）	45.51	55.19	56.99
营业收入（亿元）	32.02	27.32	27.14
利润总额（亿元）	9.75	5.99	3.76
营业利润率（%）	31.55	19.96	23.73
净资产收益率（%）	7.43	4.82	2.99
净资本（亿元）	55.06	71.21	72.84
风险覆盖率（%）	157.51	225.40	167.51
资本杠杆率（%）	31.10	30.34	30.45
短期债务（亿元）	50.66	72.34	82.33
全部债务（亿元）	79.86	109.12	119.62

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；2. 本报告中涉及净资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	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	97.44	99.50	122.71
所有者权益（亿元）	61.09	62.73	76.76
期末在保余额/净资产（倍）	7.15	11.35	8.27
营业收入（亿元）	11.37	11.49	15.41
净资产收益率（%）	3.61	6.24	8.17
期末在保余额（亿元）	436.77	712.25	635.05

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	2021/6/22	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恒泰证券股份有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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

恒泰证券股份有限公司

公开发行公司债券2022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“恒泰证券”或“公司”）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

恒泰证券前身为成立于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，证券简称：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；公司股权结构详见附件1-1。截至2021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。

公司经营范围：许可经营项目：无；一般经营项目：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；代销金融产品。

截至2021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2021年末，公司合并口径员工总数2985人。截至2021年末，公司组织架构图详见附件1-2。

截至2021年末，公司合并资产总额372.43亿元，其中客户资金存款109.95亿元；负债总额275.19亿元，其中代理买卖证券款138.67亿元；所有者权益（含少数股东权益）97.24亿元，其中归属于母公司所有者权益93.19亿元；合并口径净资产72.84亿元。2021年，公司实现营业收入27.14亿元，利润总额3.76亿元，净利润2.87亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.79亿元；经营活动产生的现金流量净额22.02亿元，期末现金及现金等价物净增加额16.52亿元。

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、本次跟踪债券概况

本次跟踪债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。“20 恒泰 G1”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。

表 1 跟踪评级债券概况

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回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增

加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；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

¹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。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，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 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入

5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短

期内或将持续, 制约消费的进一步复苏; 在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下, 叠加上年基数攀升的影响, 出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此, IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大, 实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

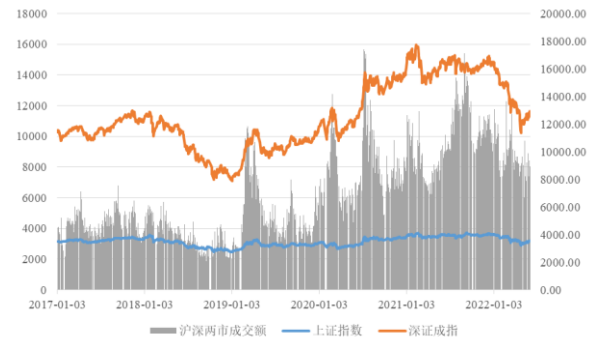
公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等, 核心业务属证券行业。

1. 证券行业概况

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。

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。

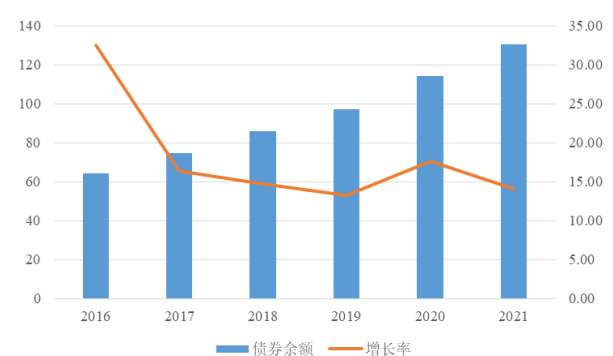
图 1 股票市场指数及成交额情况 (单位: 点、亿元)



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%。

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家境内外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。

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911.19亿元，分别同比增长12.03%和21.32%，经营业绩同比实现较好增长。

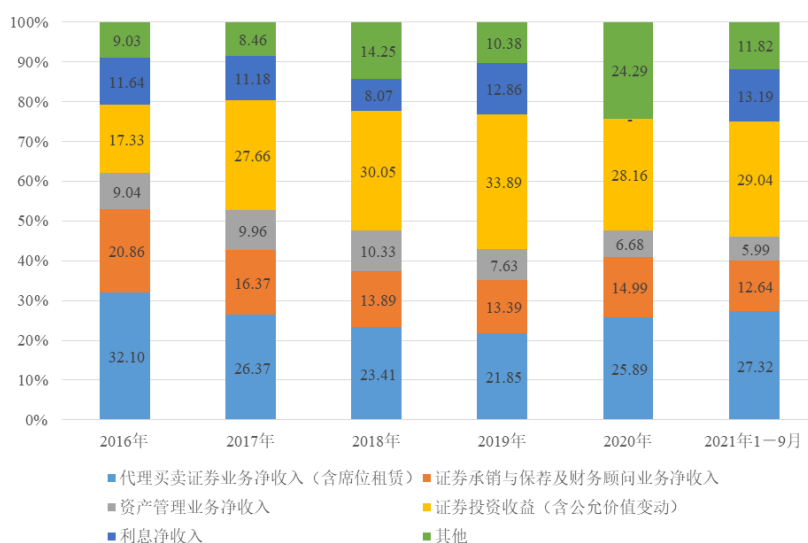
从收入结构来看，2021年，证券公司收入仍主要来源于经纪业务和自营业务。2021年，证券行业实现经纪业务收入1534.18亿元，同比增长33.08%，占比行业营业收入的30.54%，较上年有所提升，其中代理销售金融产品净收入206.90亿元，同比增长53.96%；实现投资银行净收入699.83亿元，同比增长4.12%；实现资产管理业务净收入317.86亿元，同比增长6.10%。截至2021年末，证券行业资产管理业务规模为10.88万亿元，较上年末增长3.53%，其中集合资产管理规模大幅增长112.52%至3.28万亿元，资产管理业务主动管理转型成效显著。

表3 证券行业概况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
证券公司家数（家）	131	131	133	139	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
净利润（亿元）	1129.95	666.20	1230.95	1575.34	1911.19
总资产（万亿元）	6.14	6.26	7.26	8.90	10.59
净资产（万亿元）	1.85	1.89	2.02	2.31	2.57
净资本（万亿元）	1.58	1.57	1.62	1.82	2.00

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 2 月	《证券市场资信评级业务管理办法》发布	取消证券评级业务行政许可，改为备案管理；取消公开发行公司债券强制评级，降低第三方评级依赖的基础上，完善证券评级业务规则，规范评级执业行为；增加独立性要求；提高证券评级业务违法违规成本
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》	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
	《证券期货违法行为行政处罚办法》	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	《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

资料来源：证监会网站，联合资信整理

3. 未来动向

分层竞争格局持续，中小券商竞争压力大。
 随着政策红利持续向优质券商倾斜以及前

期资源、业务投入积累效应的显现，大型券商综合实力持续提升。头部券商业务综合多元，收入结构相对均衡，在业绩稳定性方面更具优势，同

时,随着其持续发力创新业务,综合实力优势突出,有利于大型券商在轻、重资本业务转型上构建核心优势。行业逐步孕育分层竞争格局,中小券商也将结合市场环境、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。同时,若行业景气度下行,中小券商将面临更大竞争压力。

严监管基调持续,利于行业规范发展。

2022年,证监会将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、强化中介机构责任、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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年末,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,整体行业竞争力较强。

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2021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,公司主要业务排名处于行业中游水平。截至2021年末,公司合并资产总额372.43亿元,专项合并口径净资产72.84亿元,资本实力处于行业中游水平。

表6 公司主要指标排名(单位:名)

项目	2019年	2020年	2021年
净资产	67	61	65
营业收入	36	44	50
证券经纪业务收入	30	36	36
投资银行业务收入	60	46	47
融资类业务收入	56	54	53
证券投资收入	34	42	54

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. 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2022年6月8日,公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

截至2022年5月末,联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公开可查询信息,联合资信未查询到公司有违约记录,公司过往履约情况良好。

截至2021年末,公司金融机构授信总额达148.30亿元,已使用额度35.00亿元,尚存未使用授信额度113.30亿元,公司间接融资渠道畅通。

七、管理分析

2021年以来,公司董事、监事和高级管理人员未发生变动;公司受到监管处罚较多,内控及风险管理水平有待提高。

2021年以来,公司组织架构及主要制度未发生重大变化,董事、监事和高级管理人员未发生变动,目前董事长仍为缺位状态,由吴谊刚代行董事长职务。

公司按照《企业内部控制基本规范》《企业内部控制配套指引》《证券公司内部控制指引》等相关法律法规规定,不断建立健全内部控制,按照健全、合理、制衡、独立等原则,设立了合规管理部、风险管理部与稽核审计部三个独立的内部控制部门,公司还建立了各部门协调互动的工作机制,以确保内部控制的有效性。

受到监管措施方面,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;2021年8月,重庆证监局对新华基金采取责令改正并暂停受理公募基金产品注册申请三个月的监管措施。目前公司正在根据监管要求有序开展整改和报送工作。2021年11月,上海证监局对公司上海九江路证券营业部下发行行政监管措施决定书,采取责令改正措施,要求该营业部在3个月内对合规管理和内部控制方面完成整改,目前公司和营业部已就相关问题整改完毕。

在2018—2021年券商分类评级中,公司分别被评为BB级、CCC级、A级和CCC级,公司2020年收到监管函或行政处罚决定书较多,2021年分类评级降幅较大,反映了公司内控管理水平仍有待提高。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自经纪业务(含信用交易业务)、投资管理业务、投资银行业务和自营交易业务。2021年,公司营业收入结构有所

变动,营业收入微幅下降,净利润有所下滑。

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。2021年,公司实现营业收入27.14亿元,同比下降0.66%,变动不大;实现净利润2.87亿元,同比大幅下降40.58%,主要系公司对未决诉讼计提预计负债使营业外支出增长所致。

从收入结构上来看,2021年以来,公司收入结构有一定变动;经纪业务(含信用交易业务,本段下同)仍为公司第一大收入来源。2021年,公司经纪业务收入为15.87亿元,同比增长16.68%,由于投资管理和自营交易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,占比为58.47%。2021年,公司投资管理业务收入为3.92亿元,同比下降14.80%,主要系公司资产管理业务规模下降和恒泰资本营业收入为负所致,占比下降为14.45%。2021年,公司自营交易业务实现收入3.33亿元,同比下降37.76%,对公司整体收入贡献有所下降。2021年公司投资银行业务实现收入3.46亿元,同比增长5.95%,占比提升至12.75%。

表7 公司营业收入结构(单位:亿元、%)

业务类型	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪业务(含信用交易业务)	10.96	34.23	13.60	49.78	15.87	58.47
投资管理业务	8.49	26.51	4.60	16.85	3.92	14.45
自营交易业务	8.50	26.55	5.35	19.60	3.33	12.27
投资银行业务	3.30	10.31	3.27	11.97	3.46	12.75
其他及抵销	0.77	2.40	0.49	1.80	0.56	2.06
合计	32.02	100.00	27.32	100.00	27.14	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
资料来源:公司提供,联合资信整理

2. 业务运营

(1) 证券经纪业务

2021年,公司证券经纪业务稳步开展,代理买卖证券业务规模同比有所增长,平均佣金率有所下降。

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。2021年,公司经纪业务净收入为11.70亿

元,同比增长25.27%,主要系市场环境持续活跃导致代理买卖交易额增长所致。2021年,公司证券经纪业务收入行业排名为第36位,排名保持稳定。

代理买卖证券业务方面,公司代理买卖股票、债券、基金交易额均持续增长,2021年公司代理买卖各类证券的交易总额增至34112.43亿元,各类交易品种市场份额均有所下降。2021年以来,公司平均佣金率水平有所下降,为

0.28%，处于市场平均水平。

代销金融产品方面，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。2021 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 158.81 亿元，同比增长 43.58%。

表 8 公司代理买卖证券业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	15891.72	0.62	19694.54	0.48	22522.44	0.44
债券	9239.39	0.19	9689.71	0.16	11002.33	0.14
基金	138.78	0.08	546.81	0.20	587.66	0.16
合计	25269.88	0.33	29931.05	0.28	34112.43	0.26
平均佣金率	0.030		0.032		0.028	

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）信用交易业务

2021 年，公司融资融券业务规模有所增长，股票质押式回购业务不再新增，整体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，同时公司股票质押业务存续项目均为历史风险项目，规模较大，需关注其后续风险处置回收情况。

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。2021 年以来，得益于市场交易环境保持活跃，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 2021 年末，公司融资融券余额 52.52 亿元，较上年末增长 10.34%，主要系证券市场活跃所致。2021 年，公司实现融资融券利息收入 3.86 亿元，较上年有所增长。

股票质押式回购业务方面，2021 年，公司无新增相关业务。截至 2021 年末，股票质押规模同比有所下降，期末规模为 4.97 亿元。2021 年，公司股票质押式回购利息收入为 0.14 亿元，同比略有下降，主要系相关股票质押客户已经违约，公司对其持续计提减值，同时利息按照摊余成本计算所致。

截至 2021 年末，公司信用业务杠杆率为 60.34%，较上年末变动不大，仍处于适中水平。

截至 2021 年末，股票质押业务存续项目全部为历史违约项目，共 5 笔，标的为摩登大道项目，金额总计 4.97 亿元，截至 2021 年末已计提减值损失 1.68 亿元，需关注后续资产处置回收及损失计提对利润的影响。

截至 2021 年末，融资融券业务违约项目金额很小且相对分散，整体风险较为可控。

表 9 信用交易业务情况表（单位：万户、亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
期末融资融券账户数目	5.98	6.10	6.20
期末融资融券余额	39.90	47.60	52.52
融资融券利息收入	3.24	3.45	3.86
股票质押式回购业务规模	5.59	5.59	4.97
股票质押式回购业务利息收入	0.38	0.19	0.14

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。2021 年业务开展情况较好，业务收入有所上升。

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。

2021 年，公司实现投资银行业务收入 3.46 亿元，较上年增长 5.95%，投资银行业务收入排名 47 名，同比变动不大。截至 2021 年末，公司投资银行业务团队共有 173 人，其中保荐代表人 11 人、准保荐代表人 7 人。

2021 年，公司完成 IPO 项目 1 个，实现收入 0.85 亿元；债券承销金额 208.31 亿元，同比增长 7.49%，债券承销收入同步增长，为 1.85

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。2021 年，公司完成挂牌项目 1 个，推荐挂牌业务市场排名第 7 位；完成新三板定向增发项目 9 个、并购重组项目 3 个，持续督导挂牌公司 133 家。

储备项目方面，截至 2021 年末，公司已报会待审批或已通过中国证监会审核项目 1 个，为 IPO 项目；尚无未报会项目，公司项目资源储备一般。

表 10 公司投资银行业务情况表（单位：亿元）

项目	2019 年		2020 年		2021 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	193.54	2.84	193.79	1.74	208.31	1.85
股票承销	--	--	--	--	8.68	0.85
合计	193.54	2.84	193.79	1.74	216.99	2.70

资料来源：公司提供，联合资信整理

（4）自营投资业务

公司自营投资业务以债券为主，2021 年，自营投资规模有所上升，但受股票投资回撤较大的影响，公司自营业务收入有所下降。

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。截至 2021 年末，公司自营业务投资规模有所上升，但由于公司自营股票投资回撤较大，自营业务收入同比下降 37.76%至 3.33 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，2021 年以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 2021 年末，公司自营投资规模 100.44 亿元，较上年末增长 32.12%，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，截至 2021 年末，债券投资仍保持为自营业务第一大投资品种，占比为 79.48%，债券投资以 AA+ 以上的信用债、利率债为主；股票持仓由于回撤较大，规模和占比均较上年末有所下降。截至 2021 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 18.53%，较上年末下降 3.60 个百分点，主要系股票投资规模下降所致；自营非权益类类证券及其衍生品/净资本指标为 123.34%，较上年末提升 21.67 个百分点，主要

系债券投资规模上升所致；两项指标均优于监管标准。

截至2021年末，公司债券自营投资业务发生违约项目共3例，分别是“16环保债”“16凯迪

01”“16凯迪03”项目，涉及投资本金1.67亿元，预计将造成实质损失涉及金额为1.67亿元，3个违约项目分别已按照82.00%、84.00%和84.00%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	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	47.50	71.86	56.30	74.06	79.83	79.48
股票	18.11	27.40	14.80	19.46	11.66	11.61
资产管理计划	0.43	0.65	1.44	1.90	4.31	4.29
基金	0.06	0.09	3.32	4.37	4.59	4.57
信托产品	0.00	0.00	0.16	0.21	0.05	0.05
合计	66.10	100.00	76.02	100.00	100.44	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

（5）资产管理业务

受资管新规和公司资产证券化业务被暂停的影响，2021年公司资产管理业务规模继续下降，主动管理产品规模占比仍较低，整体资产管理业务收入规模较小。

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。

2021年，公司资产管理业务手续费净收入为0.26亿元，较上年末下降45.06%，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。

截至2021年末，公司资产管理规模231.93亿元，较上年末下降16.51%，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9.29亿元，较上年末下降69.84%，集合资产管理规模和专项理财规模较上年末均小幅下降。截至2021年末，公司资产管理规模主要构成为专项理财，占比为86.74%。截至2021年末，公司资管业务主动管理产品业务规模23.37亿元，较上年末下降22.05%，主动管理产品规模占比10.08%，较上年末下降0.71个百分点，占比仍较低，主动管理能力仍需持续提升。

表 12 公司资产管理业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
集合理财	21.77	6.51	32.28	11.62	21.46	9.25
定向理财	75.76	22.67	31.28	11.26	9.29	4.01
专项理财	236.69	70.82	214.24	77.12	201.18	86.74
合计	334.23	100.00	277.80	100.00	231.93	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

（6）子公司业务

2021年，各类子公司整体发展较为稳定，但部分子公司未实现盈利，子公司对公司利润贡献有限。

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2021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。2021年，恒泰期

货新增客户数 8642 户，恒泰期货的资管子公司共计发行资管产品 7 只，发行规模 2.00 亿元。截至 2021 年末，恒泰期货合并口径总资产 27.79 亿元，净资产 2.22 亿元，2021 年实现营业收入 2.60 亿元，净利润 0.21 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 2021 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。2021 年，恒泰资本两家下设子公司完成了对外转让，有 10 个直投项目完成了对外转让，5 只私募基金完成了清算或对外转让。截至 2021 年末，恒泰资本符合监管要求的存续私募基金 3 只，基金规模为 92.36 亿元；恒泰资本合并口径总资产 10.95 亿元，净资产 10.54 亿元，2021 年实现营业收入-1.48 亿元，净利润-1.28 亿元，主要系所投项目公允价值降幅较大所致。2021 年，恒泰资本无新增设立私募基金。截至 2021 年末，恒泰资本拥有储备项目 31 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，截至 2021 年末，恒泰先锋注册资本 1.00 亿元。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 2021 年末，恒泰先锋合并口径总资产 8.57 亿元，净资产 1.49 亿元，2020 年实现营业收入 0.06 亿元，净利润 0.00 亿元。

新华基金为公司的控股子公司，截至 2021 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 2021

年末，新华基金合并口径总资产 11.19 亿元，净资产 8.42 亿元；2021 年，新华基金实现营业收入 4.39 亿元，净利润 0.16 亿元。截至 2021 年末，新华基金旗下共运营 54 只公募基金，管理规模 717.34 亿元，较上年末增长 32.34%，专户管理规模为 50.24 亿元，较上年末下降 71.65%。

3. 未来发展

公司制定了自身发展路径，但考虑公司将作为天风证券发展战略组成部分，战略定位存在一定不确定性。

未来，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 2019—2021 年的合并财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对 2019—2021 年财务报表进行了审计，均出具了无保留意见的审计报告。从合并范围来看，2019—2021 年公司合并范围无较大变化；财务数据的可比性强。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 372.43 亿元，其中客户资金存款 109.95 亿元；负债总额 275.19 亿元，其中代理买卖证券款 138.67 亿元；所有者权益（含少数股东权益）97.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益 93.19 亿元；合并口径净资产 72.84 亿元。2021 年，公司实现营业收入 27.14 亿元，利润总额 3.76 亿元，净利

润 2.87 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.79 亿元；经营活动产生的现金流量净额 22.02 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 16.52 亿元。

2. 资金来源与流动性

公司负债主要来源于债券质押回购和发行债券，2021 年，公司债务规模有所增长，杠杆水平适中，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 2021 年末，公司负债总额 275.19 亿元，较年初增长 13.90%，主要系代理买卖证券款和卖出回购金融资产款增长所致。截至 2021 年末，公司自有负债 128.82 亿元，较年初增长 10.85%，主要系公司卖出回购金融资产款增长所致；其中，应付短期融资款占资产比重为 7.91%，卖出回购金融资产款占比为 18.37%，应付债券占比为 12.88%。

截至 2021 年末，公司卖出回购金融资产款为 50.54 亿元，较年初大幅增长 22.28%，主要系公司债券质押回购规模增长所致。

截至 2021 年末，公司应付短期融资款 21.77 亿元，较年初增长 3.75%，变动不大，全部为公司发行的收益凭证，收益凭证票面利率在 4.20%~4.65%。

截至 2021 年末，公司应付债券合计 35.44 亿元，较年初变动不大，为公司发行的公司债券和次级债券。公司债券利率在 4.39%~5.40%，次级债券利率在 5.80%~5.90%。

截至 2021 年末，公司代理买卖证券款 138.67 亿元，较年初增长 21.72%，主要系市场交易环境持续活跃所致。

截至 2021 年末，公司净资产/负债和净资产/负债指标分别为 58.04%和 69.78%，均高于行业监管标准；自有资产负债率为 56.99%，较年初上升 1.80 个百分点，公司杠杆水平适中。

表 13 公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
负债总额	189.49	100.00	241.60	100.00	275.19	100.00
自有负债	88.36	46.63	116.21	48.10	128.82	46.81
其中：拆入资金	15.05	7.94	10.03	4.15	10.02	3.64
卖出回购金融资产款	31.90	16.84	41.33	17.11	50.54	18.37
应付短期融资款	3.71	1.96	20.98	8.68	21.77	7.91
应付债券	27.65	14.59	35.33	14.62	35.44	12.88
非自有负债	101.13	53.37	125.39	51.90	146.38	53.19
其中：代理买卖证券款	90.72	47.88	113.93	47.16	138.67	50.39
全部债务	79.86	100.00	109.12	100.00	119.62	100.00
其中：短期债务	50.66	63.44	72.34	66.29	82.33	68.82
长期债务	29.20	36.56	36.78	33.71	37.29	31.18
自有资产负债率	45.51		55.19		56.99	
净资产/负债（专项合并口径）	67.67		63.12		58.04	
净资产/负债（专项合并口径）	115.87		74.37		69.78	

注：负债科目占比的分母为负债总额，债务占比的分母为全部债务

资料来源：公司定期报告、风险控制指标报表、公司提供，联合资信整理

有息债务方面，截至 2021 年末，公司全部债务规模 119.62 亿元，较上年末增长 9.62%，主要系短期债务增长所致；全部债务到期期限主要集中在 2022 年，需关注公司流动性管理。

表 14 截至 2021 年末公司全部债务到期分布情况

到期日年份	金额（亿元）	占比（%）
2022 年	84.08	70.20
2023 年	34.98	29.21
2024 年及以后	0.71	0.59
合计	119.77	100.00

注：表中全部债务合计包含租赁负债利息

资料来源：公司提供，联合资信整理

2021年，受融出资金和交易性金融资产增长等因素影响，公司资产总额和自有资产规模均有所上升；公司优质流动性资产规模略有下降，资产流动性尚可。

截至 2021 年末，公司资产总额 372.43 亿元，较年初增长 10.86%，主要系融出资金和交易性金融资产增长所致；公司自有资产规模为 226.05 亿元，较年初增长 7.35%，自有资产在总

资产中占比为 60.70%，同比略有下降。截至 2021 年末，公司自有资产主要由自有货币资金、融出资金、交易性金融资产和其他债权投资组成，占资产总额比重分别为 4.03%、14.54%、27.94%和 4.35%。截至 2021 年末，公司优质流动性资产 27.01 亿元，较年初略有下降，在总资产占比 12.68%，下降 1.18 个百分点，变动不大，资产流动性尚可。

表 15 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自有资产	194.14	65.75	210.57	62.68	226.05	60.70
其中：自有货币资金	20.97	7.10	16.97	5.05	15.01	4.03
自有结算备付金	7.87	2.67	6.54	1.95	5.77	1.55
融出资金	40.26	13.63	51.50	15.33	54.15	14.54
买入返售金融资产	7.64	2.59	10.11	3.01	11.85	3.18
交易性金融资产	108.66	36.80	98.73	29.39	104.07	27.94
其他债权投资	0.00	0.00	15.60	4.64	16.21	4.35
资产总额	295.27	100.00	335.96	100.00	372.43	100.00
优质流动资产/总资产	28.62		13.86		12.68	

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、风险控制指标报表，联合资信整理

截至 2021 年末，公司货币资金为 124.96 亿元，较年初增长 17.28%，主要系市场交易活跃使客户资金存款增长所致；自有货币资金 15.01 亿元，较年初下降 11.56%。货币资金中使用受限的银行存款共计 10.00 亿元，规模较大，主要为子公司恒泰长财定期存款 5.80 亿元、子公司新华基金和恒泰资本的风险准备金 3.65 亿元。

截至 2021 年末，公司融出资金 54.15 亿元，较年初增长 5.15%，主要系市场行情活跃使融资业务需求增长所致。截至 2021 年末，公司融出资金计提减值余额 0.30 亿元，计提比例为 0.56%，融资融券业务担保物共计 169.76 亿元，对融出资金的覆盖倍数为 3.16 倍，覆盖程度较好。

截至 2021 年末，公司交易性金融资产 104.07 亿元，较年初增长 5.41%；交易性金融资产以债券和股票为主，占比分别为 61.72%和 16.96%。

截至 2021 年末，公司其他债权投资 16.21 亿元，较年初增长 3.92%。公司其他债权投资全部为债券，截至 2021 年末，公司对其他债权投

资计提减值合计 0.03 亿元。

3. 资本充足性

2021 年，公司所有者权益稳定性尚可，各项风险控制指标均符合监管标准，资本充足性较好。

截至 2021 年末，公司所有者权益合计 97.24 亿元，较年初增长 3.05%，主要系利润留存所致，其中归属于母公司的所有者权益为 93.19 亿元。归属于母公司的所有者权益中，股本 26.05 亿元（占比为 27.95%），资本公积 16.68 亿元（占比为 17.90%），一般风险准备 17.26 亿元（占比为 18.52%），未分配利润 26.86 亿元（占比为 28.82%），公司所有者权益稳定性尚可。2021 年公司对少数股东分配股利 0.07 亿元，规模很小，利润留存对所有者权益补充效果较好。

截至 2021 年末，公司净资本规模为 72.84 亿元，较年初增长 2.28%，其中核心净资本 65.34 亿元，附属净资本 7.50 亿元。截至 2021 年末，公司净资产规模为 87.57 亿元，较年初上升

4.37%。

各项指标均高于行业监管标准。

公司各项风险控制指标处于安全范围内，

表 16 专项合并口径风险控制指标表（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	55.06	60.21	65.34	--	--
附属净资本	0.00	11.00	7.50	--	--
净资本	55.06	71.21	72.84	--	--
净资产	94.29	83.90	87.57	--	--
各项风险资本准备之和	34.96	31.59	43.48	--	--
风险覆盖率	157.51	225.40	167.51	≥100	≥120
资本杠杆率	31.10	30.34	30.45	≥8	≥9.6
净资本/净资产	58.40	84.88	83.18	≥20	≥24
流动性覆盖率	771.08	1181.45	971.75	≥100	≥120
净稳定资金率	176.37	194.63	182.79	≥100	≥120

资料来源：公司风险控制指标监管报表

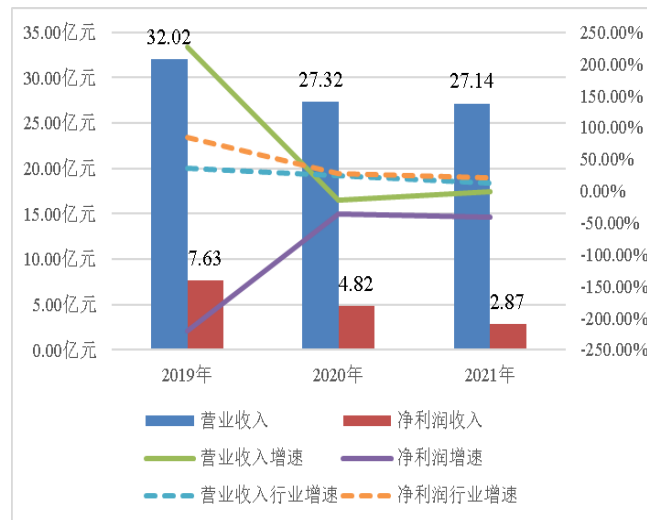
4. 盈利能力

力稳定性较弱，整体盈利能力一般。

2021 年，公司营业收入和净利润均有所下降，计提预计负债对净利润影响较大，盈利能

2021 年实现营业收入 27.14 亿元，同比下降 0.66%，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，2021 年公司营业支出 20.70 亿元，同比下降 5.34%，主要系公司买入返售金融资产信用减值损失转回所致。从支出构成来看，主要为业务及管理费。2021 年，公司营业费用率和薪酬收入比分别为 78.64% 和 43.56%，分别同比变动 6.13 个百分点和 -0.24 个百分点，营业费用率有所上升。

2021 年，公司对未决诉讼计提预计负债，

营业外支出为 2.69 亿元，同比大幅增长，带动公司净利润大幅下降。2021 年，公司实现净利润 2.87 亿元，同比下降 40.58%。2021 年，公司营业利润率、净资产收益率和自有资产收益率分别为 23.73%、2.99% 和 1.31%，同比分别提升 3.77 个百分点、下降 1.83 个百分点、下降 1.07 个百分点，整体盈利水平有所下降，盈利能力一般。

表 17 公司盈利指标情况（单位：%、名）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业费用率	57.28	72.50	78.64
薪酬收入比	34.06	43.80	43.56
营业利润率	31.55	19.96	23.73
自有资产收益率	3.77	2.38	1.31
净资产收益率	7.43	4.82	2.99
净资产收益率排名	19	/	/

注：对于净资产收益率排名，证券业协会仅公布“净利润”位于行业中位数以上的公司排名，2020 和 2021 年公司净利润未达到行业中位数
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，公司整体盈利能力低于样本平均水平，盈利稳定性一般，杠杆水

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	8.28	3.22	45.75	16.45	60.05
万联证券	5.91	2.00	50.29	24.63	65.95
国联证券	6.59	1.96	58.56	23.76	69.83
上述样本企业平均值	6.93	2.39	51.53	21.61	65.28
恒泰证券	2.99	1.31	78.64	38.01	56.99

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，并计提了较大规模预计负债。

截至 2021 年末，公司无对外担保情况。

截至 2021 年末，公司作为被告的未决诉讼包括 3 起，均为公司管理的庆汇租赁资产支持专项计划纠纷案，法院判决公司赔偿原告本金合计 3.85 亿元及收益损失。公司分别于 2021 年 3 月和 2022 年 2 月向法院提请上诉，截至 2021 年末，法院已开庭审理了公司的部分案件。截至 2021 年末，公司对其计提预计负债合计 2.86 亿元。

十、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发展等方面为公司提供一定支持。

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 2021 年末，注册资本为 86.66 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 2021 年末，天风证券资产总额 965.59 亿元，所有者权益 258.23 亿元；2021 年，天风证券实现营业总收入和净利润分别为 44.06 亿元和 5.98 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，向公司派驻董事、监事和高级管理人员，并在证券经纪业务和投资银行业务等方面与公司形成一定业务协同，因而天风证券能够在公司治理和业务发展等方面给予公司一定支持。

表 19 天风证券主要指标排名（单位：名）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
净资本	48	40	28
营业收入	30	31	32
证券经纪业务收入	38	40	37
资产管理业务收入	13	13	11
投资银行业务收入	20	22	22
融资类业务收入	47	50	57
证券投资收入	30	29	24

注：2019 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

十一、跟踪债券偿还能力分析

公司主要指标对全部债务的覆盖程度尚可；考虑到公司资本实力较强、资产质量较好且融资渠道较为通畅以及债券属性等因素，公司对本次跟踪债券偿还能力很强。

截至2022年5月末，公司存续期普通债券合计金额20.50亿元，存续次级债券15.00亿元，其中次级债的清偿顺序位于公司的普通债之后。

截至2021年末，公司全部债务为119.62亿元，所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额未能对公司全部债务完全覆盖，整体看，公司各项指标对全部债务的覆盖程度尚可。

表 19 公司债券偿还能力指标

项目	2021 年
全部债务（亿元）	119.62
所有者权益/全部债务（倍）	0.81
营业收入/全部债务（倍）	0.23
经营活动现金流入额/全部债务（倍）	0.56

资料来源：审计报告，联合资信整理

十二、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

中证信用成立于 2015 年 5 月，经中国证监会同意、深圳市地方金融监督管理局批准，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 家股东向中证信用增资扩股 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企业（普通合伙）向中证信用增资 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 4.45 亿元，中证信用注册资本增至 45.86 亿元。2018 年 3 月，深圳天图兴卓投资企业（有限合伙）将其所持 8000.00 万股转让至深圳天图兴鹏大消费产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）；2018 年 12 月，深圳市涇禾资本投资企业（有限合伙）将其所持 1000.00 万股转让至深圳市新涇资本投资企业（有限合伙）；2018 年 12 月，深圳市新涇资本投资企业（有限合伙）将其所持 1000.00 万股转让至深圳市君达瑞投资合伙企业（有限合伙）；2020 年 7 月，深圳市涇禾资本投资企业（有限合伙）将其所持 2280.00 万股转让至深圳市新涇资本投资企业（有限合伙）。截至 2021 年 3 月末，中证信用注册资本及实收资本均为 45.86 亿元，中证信用股权分散，无控股股东和实际控制人。

截至 2020 年末，中证信用资产总额 122.71 亿元，负债总额 45.95 亿元，其中风险准备金 2.24 亿元；所有者权益合计 76.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益 73.57 亿元。2020 年，中证信用实现营业收入 15.41 亿元，其中担保业务收入 4.53 亿元；实现利润总额 7.14 亿元；经营活动现金流净额 0.30 亿元，期末现金及现金等价物余额 21.05 亿元。

3. 经营分析

近年来，中证信用业务实现较快发展，2018—2020 年，中证信用营业收入波动增长，利润水平持续增长；营业收入主要来源于增信业务、投资业务和评级业务。

自 2015 年成立以来，中证信用围绕全信用价值链进行布局，形成了信用风险管理、信用增进和信用资产交易管理服务三大业务板块。同时，中证信用各项业务近年来均实现了较好发展，业务规模的增长带动了收入、利润水平的提高。2018—2020 年，中证信用营业收入波动增长，年均复合增长 16.38%，其中，2020 年实现营业收入 15.41 亿元，同比增长 34.09%，主要系担保

业务收入、评级业务收入以及投资收益的增加所致。2018—2020年，中证信用利润总额持续增长，年均复合增长28.97%，其中，2020年利润总额为7.14亿元，同比增长54.84%。

从收入结构看，中证信用营业收入主要来源于主营业务收入、投资收益和利息收入。中证信用主营业务收入主要来源于担保业务和评级业务，2018—2020年，中证信用主营业务收入持续增长，年均复合增长20.38%，其中，2020年实现收入8.67亿元，同比增长41.66%；担保业务收

入年均复合增长18.61%，其中，2020年实现收入4.53亿元，同比增长36.59%；评级业务收入年均复合增长31.07%，其中，2020年实现收入2.49亿元，同比增长42.13%。2020年，中证信用分别实现投资收益和利息收入3.88亿元和2.95亿元，分别同比增长45.37%和35.88%，主要系证券市场行情回暖及中证信用投资规模的增长。其他包括公允价值变动收益、汇兑损益、其他业务收入、资产处置收益和其他收益五个科目，上述科目占营业收入比例均较小。

表20 中证信用营业收入结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	5.98	51.78	6.12	53.25	8.67	56.26
其中：担保业务收入	3.22	28.31	3.32	28.87	4.53	29.40
评级业务收入	1.45	12.76	1.75	15.27	2.49	16.19
咨询顾问收入	0.77	6.79	0.45	3.96	0.66	4.30
受托资产管理收入	0.20	1.78	0.16	1.42	0.18	1.17
信用管理收入	0.19	1.66	0.21	1.86	0.34	2.21
数据服务收入	0.15	1.28	0.21	1.87	0.35	2.25
保理业务收入	--	--	0.001	0.004	0.11	0.73
投资收益	4.99	43.83	2.86	24.87	3.88	25.20
利息收入	1.07	9.40	2.03	17.65	2.95	19.14
其他	-0.66	-5.82	0.49	4.23	-0.09	-0.60
营业收入合计	11.37	100.00	11.49	100.00	15.41	100.00

资料来源：中证信用审计报告，联合资信整理

2018 年以来，中证信用担保业务实现较快发展，债券类担保在保余额持续增长，借款类担保和其他类担保业务在保余额因消费金融类信托产品担保业务的重分类有较大波动。截至 2020 年末，中证信用担保业务无代偿损失，风险整体可控。

中证信用担保业务主要由基础增信事业部、创新增信事业部和互联网信用事业部负责开展。根据相关监管要求，中证信用目前业务增量都由子公司中证融担承继。中证融担作为中证信用的全资专业担保子公司，在高管团队、风险管理、业务策略等方面均沿袭母公司。截至 2020 年末，中证融担所有员工均沿用中证信用人员。

2018—2020 年，中证信用担保业务实现较快发展，在保余额先增后减，年均复合增长

20.58%。2019 年中证信用加大了包括个人消费金融在内的普惠金融项目开发力度，其他类担保业务中信托计划担保余额较 2018 年实现了较大幅度增长。2020 年，受疫情和监管政策等因素影响，中证信用主动压降了消费金融类信托产品担保业务规模。截至 2020 年末，中证信用担保业务余额 635.05 亿元，较年初下降 10.84%。

从担保业务类型看，中证信用担保业务可分为债券类担保、借款类担保和其他类担保。

中证信用债券类担保业务的担保产品类型主要为企业债和公司债，其中公司债担保单笔在保金额相对较大；被担保主体主要为公用事业类企业，金融机构和产业类企业的占比相对较小；采取的风险缓释措施包括应收账款质押、集团反担保等。2018—2020 年末，中证信用债

券类担保业务在保余额先减后增、波动增长，年均复合增长 8.87%。截至 2020 年末，中证信用债券类担保业务余额 457.49 亿元，较上年末增长 21.90%，占中证信用期末在保余额的 72.04%，主要系中证信用成立专业子公司中证融担，进一步大力拓展了债券类担保业务，同时业务丰富了债券类担保的业务品种，新增定向债务融资工具、中期票据等品种的担保业务。

中证信用借款类担保包括个人信用贷款担保和小微企业贷款担保等，2020 年中证信用将与消费金融相关的信托计划担保重分类至借款类担保业务。其他类担保包括信托计划担保和资产证券化产品担保，截至 2020 年末，中证信

用其他类担保业务在保余额 29.34 亿元，较上年末大幅下降，其中资产证券化产品担保在保余额 27.34 亿元，占比 93.18%；借款类担保业务在保余额 148.22 亿元，其中个人信用贷和小微企业贷款担保在保余额合计占比 11.48%，消费金融类信托计划担保在保余额占比 84.71%。

从项目来源看，中证信用项目主要来源于证券公司、信托公司、资产管理公司、消费金融公司等合作金融机构，中证信用多元的股东背景能够在业务渠道上为其提供支持。

自成立以来，中证信用担保业务仅在 2019 年发生一笔代偿，且于该年全部回收。截至 2020 年末，中证信用无代偿损失。

表21 中证信用担保业务情况(单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
债券类担保	386.00	375.30	457.49
其中：企业债	236.00	212.30	192.20
公司债	138.00	142.00	181.79
中期票据	--	--	28.00
次级债	12.00	12.00	12.00
定向债务融资工具	--	--	40.50
短期融资券	--	9.00	3.00
其他类担保	44.46	320.60	29.34
其中：资产支持证券	19.69	30.91	27.34
信托计划	20.26	285.91	2.00
其他产品	4.52	3.79	--
借款类担保	6.31	16.35	148.22
其中：个人信用贷	6.02	11.05	13.61
小微企业贷款	0.28	5.30	3.40
信托计划	--	--	125.56
在保余额合计	436.77	712.25	635.05

注：2020 年中证信用遵从监管精神，将消费金融相关信托计划担保从其他类担保业务重分类至借款类担保业务
资料来源：中证信用提供，联合资信整理

2018 年以来，中证信用投资业务发展情况良好，投资资产以基金、债券和资管及信托计划为主，实现了较好的投资收益。

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、证券投资基金、金融衍生品、货币市场工具等金融产品；投资管理事业部主要投资授权范围内的权益类资产，包括直接投资一级市场（未上市公司股权）和二级市场股票，以及固定收益类的私募基金、信托及资产管理计划；资产管理部主要负责发行、投

资和管理不良资产的投资和处置变现等问题。资金财务部利用中证信用闲置资金投资银行理财、货币基金等高流动性产品，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。2018—2020 年，中

证信用投资业务收入（投资收益+利息收入+公允价值变动损益）分别为 5.26 亿元、5.31 亿元和 6.59 亿元，年均复合增长 11.97%。

从投资结构看，投资资产主要分布在基金、债券、资管及信托计划。截至 2020 年末，中证信用投资资产 95.09 亿元，较上年末增长 23.36%，主要系债券、资管及信托计划投资规模的扩大。

基金投资方面，截至 2020 年末，中证信用基金投资金额较上年末增长 5.36%，占投资资产比例下降 6.31 个百分点；投资品种方面，以

房地产和不良资产/不良资产处置为底层的私募基金占比较高。债券投资方面，截至 2020 年末，中证信用债券投资余额 21.89 亿元，较上年末增长 45.15%，投资品种则以 AAA 级企业债为主。资管及信托计划方面，中证信用主要将资金投向了底层资产为大型产业类企业贷款的信托计划，截至 2020 年末，资管及信托计划投资余额 29.90 亿元，较上年末增长 50.46%。其他投资占比均较小。截至 2020 年末，中证信用已无委托贷款项目存续。

表 22 中证信用投资资产分布（单位：亿元、%）

投资品种	2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比
基金	33.34	43.25	35.13	36.94
债券	15.08	19.57	21.89	23.02
资管及信托计划	19.87	25.78	29.90	31.44
理财产品	7.08	9.18	6.45	6.78
国债逆回购	0.11	0.15	0.33	0.35
股权投资	1.40	1.82	1.23	1.29
国债期货	0.02	0.03	0.03	0.03
应收债权	0.17	0.22	0.13	0.14
委托贷款	--	--	--	--
合计	77.09	100.00	95.09	100.00

资料来源：中证信用审计报告，联合资信整理

4. 财务分析

中证信用提供了 2018—2020 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。2019 年，中证信用新增 2 家纳入合并范围一级子公司，系中证融担与中证科技。2020 年，中证信用无新纳入合并范围的一级子公司。

根据深圳证券交易所于 2018 年 8 月 21 日发布的《关于新金融工具、收入准则执行时间的通知》以及参考财政部会计司实施新租赁准则的相关回复（编号：7894-3430559）：“深市创业板上市公司且其母公司、子公司均未在境外上市并按照国际财务报告准则或企业会计准则编制其境外财务报表的，不允许提前执行《企业会计准则第 21 号——租赁》（财会〔2018〕35 号）”，中证信用在申报财务报表中未提前适用上述准则。为了使中证信用的财务报表提供的财务信息与其他中国境内上市公司的财务报表更具相

关性及可比性，并保持本财务报表与上述申报财务报表的一致，中证信用对原 2019 年 1 月 1 日开始采用的新租赁准则进行变更，并于 2019 年度及 2020 年度执行财政部于 2006 年 2 月 15 日印发的《企业会计准则第 21 号——租赁》（财会〔2006〕3 号）（以下简称“旧租赁准则”）。同时中证信用发现以前年度增信业务收入存在截止性差异，并按照服务期间分摊确认相应调整年初未分配利润、主营业务收入和提取风险准备金。

综上，中证信用 2018—2020 年财务数据可比性较好。

截至 2020 年末，中证信用资产总额 122.71 亿元，负债总额 45.95 亿元，其中风险准备金 2.24 亿元；所有者权益合计 76.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益 73.57 亿元。2020 年，中证信用实现营业收入 15.41 亿元，其中担保业务收入 4.53 亿元；实现利润总额 7.14 亿元；经

营活动现金流净额 0.30 亿元，期末现金及现金等价物余额 21.05 亿元。

2018年以来，中证信用所有者权益规模持续增长；2020年，中证信用发行永续期公司债券后，资本实力进一步增强，中证信用所有者权益稳定性较好。

2018—2020年末，中证信用所有者权益持续增长，年均复合增长12.10%。截至2020年末，中证信用所有者权益76.76亿元，较上年末增长22.37%，主要系中证信用于2020年6月发行10亿元永续期公司债券“20中证Y1”所致。截至2020年末，归属于母公司所有者权益合计73.57亿元，其中股本、资本公积、其他权益工具以及未分配利润分别占比62.33%、10.53%、13.57%和8.01%。2018—2020年，中证信用分别向股东分红1.83亿元、1.83亿元和2.29亿元，分别占上年归属于母公司所有者净利润的68.90%、48.91%和58.37%，利润分配力度较大。总体看，中证信用所有者权益稳定性较好。

2018年以来，中证信用负债规模持续增长。2020年，中证信用发行公司债券，应付债券余额有所增长，整体负债水平一般。

2018—2020年末，中证信用短期借款年均复合增长115.46%，其中2019年末较年初增幅较大，主要系信用借款的增长；2020年末短期借款较年初基本持平。

2018—2020年末，中证信用应付债券余额波动增长。2019年，“17中证01”和“17中证02”的部分投资者行使回售选择权，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。2020年，“17中证01”和“17中证02”均到期兑付，中证信用新发行5年期“20中证01”和“20中证02”，发行面值合计22.00亿元。截至2020年末，中证信用应付债券余额22.75亿元，较上年末增长33.55%。

2018—2020年末，中证信用递延收益先减后增、波动增长，年均复合增长8.52%，主要系中证信用担保项目的到期期限波动所致。截至2020年末，中证信用递延收益8.35亿元，较上年末增长51.68%。

2018—2020年末，中证信用实际资产负债率波动下降，三年分别36.70%、35.55%和35.62%，负债水平一般。

2018—2020年末，中证信用资产总额持续增长。以投资资产为主，2020年，中证信用加大了对固定收益类资产的投资，整体资产质量较高。

2018—2020年末，中证信用资产总额持续增长，年均复合增长12.22%。截至2020年末，中证信用资产总额122.71亿元，较上年末增长23.32%，主要系债权投资的增长。中证信用资产主要由货币资金、交易性金融资产和债权投资构成，截至2020年末，上述科目分别占比11.30%、48.38%和28.82%。

截至2020年末，中证信用货币资金13.87亿元，较上年末下降7.27%。截至2020年末，中证信用受限货币资金0.66亿元，主要为增信业务保证金。

截至2020年末，中证信用交易性金融资产59.37亿元，较2019年末规模基本持平，其中债券、基金、银行理财产品、资管及信托计划分别占比17.39%、59.16%、10.86%和10.51%。

截至2020年末，中证信用债权投资35.36亿元，较上年末增长103.12%，随着中证信用发行债券规模的扩大，账面资金增多，债权投资规模随之扩大；中证信用债权投资以债券和信托计划投资为主，两者分别占比32.72%和66.92%；计提减值准备0.64亿元，占比债权投资账面余额的1.78%。截至2020年末，中证信用被用于质押的债权投资金额0.25亿元。

2018年以来，中证信用各项业务均实现较好发展，营业收入持续增长，盈利能力持续增强，处于行业较好水平。

中证信用营业收入主要来自担保业务收入、评级业务收入和投资业务收入。2018—2020年，中证信用实现的营业收入持续增长。2020年，中证信用实现营业收入15.41亿元，同比增长34.09%；担保业务、评级业务和投资业务均实现较好发展，三项业务收入分别同比增长46.59%、42.13%和24.10%。

中证信用营业支出主要由提取风险准备金、业务及管理费以及利息支出构成。2018—2020年，中证信用业务及管理费支出持续增长，主要系人力成本的增长。中证信用利息支出主要为短期借款、应付债券等有息债务利息支出，受有息债务规模影响较大，2019年，中证信用部分债券到期回购导致该年的利息支出有所下降。2020年，中证信用提取风险准备金0.84亿元，计提规模较2019年有所上升。

2018—2020年，中证信用盈利水平持续提升，净利润和利润总额均呈持续增长态势，分别年均复合增长25.68%和28.97%。2018—2020年，中证信用盈利指标持续向好，营业利润率、净资产收益率和资产收益率均随利润水平的增长呈现持续增长的态势。虽然业务及管理费持续增长，但受益于营业收入的快速增长，2020年，中证信用营业费用率同比下降6.18个百分点。总体看，中证信用盈利能力较好。

表 23 中证信用盈利能力指标（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	11.37	11.49	15.41

表 24 中证信用资本充足性指标（单位：亿元、倍、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
在保余额	436.77	712.25	635.05
净资产	61.09	62.73	76.76
净资本	40.31	43.67	38.48
在保余额/净资产	7.15	11.35	8.27
净资本/净资产比率	67.54	71.98	61.35
净资本覆盖率	112.10	68.54	70.80
代偿准备金比率	0.00	1.67	0.00

资料来源：中证信用财务报告及提供资料，联合资信整理

根据中证信用 2020 年末的资产情况，估算出中证信用 2020 年末的净资本为 38.48 亿元，较 2019 年末有所下降；净资本/净资产比率为 61.35%。截至 2020 年末，在保余额/净资产为 8.27 倍。

联合资信根据增信业务的风险特性，对中证信用的客户信用情况、行业及地区分布、增信

营业支出	7.08	6.88	8.24
其中：提取风险准备金	0.46	0.57	0.84
业务及管理费	4.63	5.07	5.84
利息支出	1.53	1.05	1.19
利润总额	4.29	4.61	7.17
净利润	3.61	3.85	5.70
营业利润率	37.71	40.15	46.51
营业费用率	40.69	44.10	37.92
资产收益率	3.47	3.91	5.13
净资产收益率	5.99	6.22	8.17

资料来源：中证信用提供，联合资信整理

中证信用资本实力很强，资本充足性较好；同时中证信用资产质量较好，整体代偿能力极强。

中证信用面临风险主要来源于担保业务的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，中证信用将以自有资本承担相应的损失。中证信用实际代偿能力主要受其增信业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估中证信用可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了中证信用的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

项目期限分布以及反担保措施等因素进行综合评估，估算中证信用增信业务的组合风险价值，并估算了净资本对增信业务组合潜在风险价值的覆盖程度。经估算，中证信用 2020 年末的净资本覆盖率为 70.80%，净资本对担保业务组合风险价值形成较好覆盖。截至 2020 年末，担保业务代偿余额及应收代偿款均为零。

5. 债权保护效果

以 2020 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 7.74%，占所有者权益的 12.38%，占比较低；中证信用 2020 年净利润对本次债券额度的覆盖倍数为 0.60 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，代偿能力极强等因素，其提供的担保对本次债券信用状况具有显著的积极影响。

十三、结论

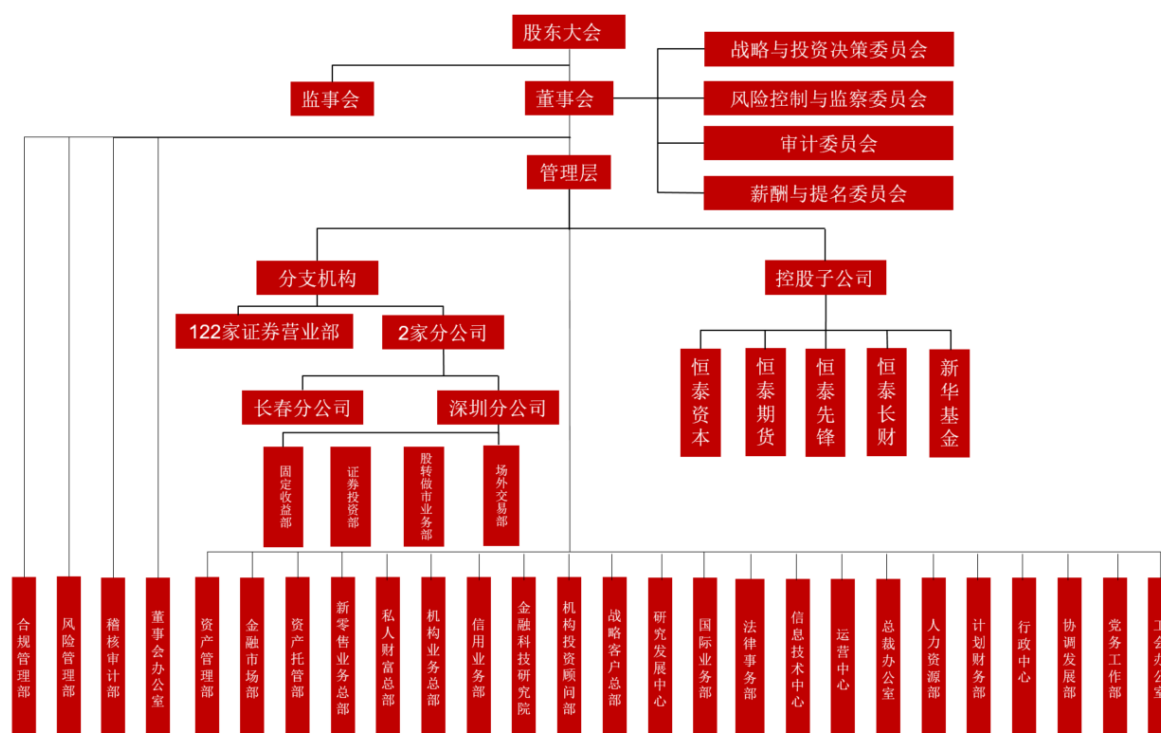
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持、债项条款和担保方等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 恒泰 G1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年末恒泰证券股份有限公司股权结构表

股东	持股数量（万股）	持股比例（%）
天风证券股份有限公司	69001.54	26.49
香港中央结算（代理人）有限公司	45078.28	17.31
包头华资实业股份有限公司	30800.00	11.83
北京金融街西环置业有限公司	21147.23	8.12
北京金融街投资（集团）有限公司	16541.83	6.35
北京华融基础设施投资有限责任公司	15507.97	5.95
浙江自贸区汇发科技有限公司	15400.00	5.91
北京鸿智慧通实业有限公司	12350.00	4.74
济南博杰纳荣信息科技有限公司	6898.00	2.65
腾业控股集团有限公司	5900.00	2.27
总计	238624.85	91.62

资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 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	2019 年	2020 年	2021 年
自有资产（亿元）	194.14	210.57	226.05
自有负债（亿元）	88.36	116.21	128.82
所有者权益（亿元）	105.78	94.36	97.24
优质流动性资产/总资产（%）	28.62	13.86	12.68
自有资产负债率（%）	45.51	55.19	56.99
营业收入（亿元）	32.02	27.32	27.14
利润总额（亿元）	9.75	5.99	3.76
营业利润率（%）	31.55	19.96	23.73
营业费用率（%）	57.28	72.50	78.64
薪酬收入比（%）	34.06	43.80	43.56
自有资产收益率（%）	3.77	2.38	1.31
净资产收益率（%）	7.43	4.82	2.99
盈利稳定性（%）	219.82	307.96	38.01
净资本（亿元）	55.06	71.21	72.84
风险覆盖率（%）	157.51	225.40	167.51
资本杠杆率（%）	31.10	30.34	30.45
流动性覆盖率（%）	771.08	1181.45	971.75
净稳定资金率（%）	176.37	194.63	182.79
信用业务杠杆率（%）	43.00	60.13	60.34
短期债务（亿元）	50.66	72.34	82.33
长期债务（亿元）	29.20	36.78	37.29
全部债务（亿元）	79.86	109.12	119.62

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财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务及业务数据			
资产总额（亿元）	97.44	99.50	122.71
所有者权益（亿元）	61.09	62.73	76.76
净资本（亿元）	40.31	43.67	38.48
营业收入（亿元）	11.37	11.49	15.41
利润总额（亿元）	4.29	4.61	7.14
期末在保余额（亿元）	436.77	712.25	635.05
财务及业务指标			
实际资产负债率（%）	36.70	35.55	35.62
资产收益率（%）	3.47	3.91	5.13
净资产收益率（%）	5.99	6.24	8.17
期末在保余额/净资产（倍）	7.15	11.35	8.27
净资本/净资产比率（%）	67.54	71.98	61.35
净资本覆盖率（%）	112.10	68.54	70.80
代偿准备金率（%）	0.00	1.67	0.00
当期担保代偿率（%）	0.00	7.56	0.00
累计担保代偿率（%）	0.00	1.84	0.67

附件 3-1 主要财务指标的计算公式

指标	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 担保方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%
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额 ×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额 ×100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额 ×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额 ×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额 ×100%
费用收入比	业务及管理费/营业总收入 ×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%
净资本	经调整的资产—经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资性担保责任余额/ (净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)
净资产担保倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保倍数	期末担保责任余额/净资本
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金) /资产总额 ×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产 ×100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值 ×100%
代偿准备金率	当期代偿额/期末各项风险准备金之和 ×100%

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信金融机构、非金融企业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。联合资信评级展望含义如下：

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