

跟踪评级公告

联合〔2020〕1699号

民生证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

民生证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

民生证券股份有限公司公开发行的“19 民生 G1”“20 民生 G1”债项信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

民生证券股份有限公司公开发行 公司债券 2020 年跟踪评级报告

发行人主体信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	期限 (年)	债券规模 (亿元)	上次评 级结果	跟踪评 级结果	上次评 级时间
19 民生 G1	3	9.00	AA+	AA+	2019.11.7
20 民生 G1	3	6.50	AA+	AA+	2020.3.25

跟踪评级时间：2020 年 6 月 17 日

主要财务数据

项 目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
自有资产（亿元）	338.39	362.60	357.50
自有负债（亿元）	229.29	249.36	242.57
所有者权益（亿元）	109.10	113.25	114.91
优质流动性资产/总资产（%）	17.84	21.83	/
自有资产负债率（%）	67.76	68.77	67.85
营业收入（亿元）	14.58	26.88	7.38
净利润（亿元）	0.94	5.32	1.66
营业利润率（%）	10.76	24.35	28.81
净资产收益率（%）	0.84	4.79	1.46
净资本（亿元）	80.75	72.26	74.11
风险覆盖率（%）	213.53	202.03	206.78
资本杠杆率（%）	16.07	16.21	16.93
短期债务（亿元）	118.57	95.61	81.44
全部债务（亿元）	218.43	219.04	196.94
EBITDA（亿元）	11.71	17.52	/
EBITDA 利息倍数（倍）	1.18	1.68	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.08	/
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.76	1.13	/

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；2. 优质流动性资产/总资产指标中分子分母和涉及净资本等风险控制指标均取自母公司口径风控指标监管报表；3. 2020 年一季度数据未经审计，相关指标未经年化；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对民生证券股份有限公司（以下简称“公司”或“民生证券”）的跟踪评级反映了其作为全国性综合类证券公司之一，资本实力很强，整体业务规模处于行业中等水平，2019 年，公司投资银行和自营投资业务收入增长较快，业务结构更加均衡。截至 2019 年末，公司资产质量较高、流动性较好。2020 年 4 月，公司增资 25.00 亿元，资本实力进一步增强。

随着证券市场波动，公司盈利稳定性较低，公司证券投资收入占比较高，未来收入存在一定不确定性；同时，公司债务中 2020 年到期规模占比较高，存在一定集中偿付压力。

未来随着资本市场的持续发展以及公司各项业务的协同发展，公司收入结构有望进一步优化，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“19 民生 G1”“20 民生 G1”的债项信用等级为 AA+。

优势

1. 公司业务资质齐全，网点全国性布局，资本实力很强。公司作为全国性综合类证券公司之一，业务牌照齐全并实现网点全国性布局，可为投资者提供综合性证券金融服务。2020 年 4 月，公司引入战略投资者对其增资 25.00 亿元，公司资本实力进一步增强。

2. 业务结构均衡，投资银行业务具有较强竞争力。2019 年，公司投行业务排名处于行业上游，目前公司投行业务人员素质高，项目储备充足；2019 年证券投资业务增长很快，公司盈利能力大幅提升，收入结构更均衡。

3. 资产规模不断增长，资产质量较高。2019 年，公司自有资产进一步增长，其中，优

质流动资产规模和占比均大幅增长，资产质量整体较高。

关注

1. **公司业务周期性很强，易受宏观经济和市场波动影响。**公司经纪业务和证券投资业务受市场行情冲击较大，对公司盈利稳定性造成一定影响。

2. **债务偏短期，在一年内到期规模较集中。**公司债务结构以短期为主，全部债务中2020年内到期规模占比较高，存在集中偿付压力，需关注其流动性风险。

分析师

张 玮 登记编号（R0040216070001）

姚 雷 登记编号（R0040220010007）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-8517 2818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

民生证券股份有限公司（以下简称“公司”或“民生证券”）的前身是1986年11月设立的郑州市证券公司，后于1991年重新注册登记，注册资本为1,000万元。1996年，经中国人民银行批准，郑州市证券公司更名为黄河证券有限责任公司（以下简称“黄河证券”）并完成增资扩股，注册资本变更为1.00亿元。2002年7月，黄河证券正式更名为民生证券有限责任公司，并将注册地迁至北京。2010年4月，泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”）、山东省国际信托股份有限公司和山东省鲁信投资控股集团有限公司采用溢价的方式对公司进行增资，变更后的注册资本为21.77亿元。2012年6月，民生证券有限责任公司完成股份制改革，正式更名为民生证券股份有限公司。经过多次增资扩股，截至2017年末，公司股本45.81亿元。2018年7月，公司进行资本公积转增股本，转增后股本为96.19亿元。

截至2020年3月末，公司注册资本和股本均为96.19亿元，其中泛海控股持股比例为87.65%，为公司第一大股东，卢志强系公司实际控制人。截至2020年3月末，公司控股股东泛海控股持有公司843,077.24万股，其中已办理股权质押总股数843,066.67万股，占其持有公司股份的99.99%，占公司总股本的87.64%。根据泛海控股2020年3月30日发布公告，民生证券将其注册地由北京市东城区迁至上海市浦东新区；具有上海国资背景的企业入股民生证券事宜正在磋商中，定价拟为1.361元/股，涉及金额不超过40亿元，具体引入主体、交易方式等各要素尚在洽谈中。2020年4月，公司引入15家战略投资者合计增资25.00亿元，本次增资后，泛海控股持股比例下降至73.59%，仍为公司控股股东，本次增资尚需监管部门备案/审批。

表1 截至2020年4月末公司股权结构（单位：%）

股东	持股比例
泛海控股股份有限公司	73.59
山东省高新技术创业投资有限公司	3.81
山东省鲁信投资控股集团有限公司	2.97
深圳索菲亚投资管理有限公司	2.57
杭州东恒石油有限公司	2.53
大众交通（集团）股份有限公司	1.92
青岛金源民福股权投资合伙企业（有限合伙）	1.83
新乡白鹭化纤集团有限责任公司	1.47
洛阳利尔耐火材料有限公司	1.28
山东省国际信托股份有限公司	1.16
其他股东	6.87
合计	100.00

资料来源：公司提供

公司主要经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；融资融券业务；代销金融产品业务；保险兼业代理业务。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动）

截至2020年3月末，公司设有民生证券研究院、投资银行事业部、固定收益事业部、资产管理事业部等20个一级部门，总部设于北京；截至2020年3月末，公司拥有46家营业部，37家分公

司；此外，公司拥有 1 家控股子公司民生期货有限公司（以下简称“民生期货”），拥有 2 家全资子公司民生股权投资基金管理有限公司（以下简称“民生股权投资”）和民生证券投资有限公司（以下简称“民生证券投资”），母公司口径员工人数 2,217 名。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 444.58 亿元，其中客户资金存款 63.27 亿元；负债总额 331.34 亿元，其中代理买卖证券款 79.24 亿元；所有者权益 113.25 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 113.06 亿元，母公司口径下净资产 72.26 亿元。2019 年，公司实现营业收入 26.88 亿元，净利润 5.32 亿元，归属于母公司的净利润 5.32 亿元；经营活动产生的现金流净额为 40.15 亿元，现金及现金等价物净增加额为 26.23 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 444.56 亿元，其中客户资金存款 70.71 亿元；负债总额 329.66 亿元，其中代理买卖证券款 84.41 亿元；所有者权益 114.91 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 114.70 亿元，母公司口径下净资产 74.11 亿元。2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 7.38 亿元，净利润 1.66 亿元，归属于母公司的净利润 1.66 亿元；经营活动产生的现金流净额为 17.21 亿元，现金及现金等价物净增加额为 7.35 亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1168 号 B 座 2101、2104A 室；法人代表：冯鹤年。

二、债券概况

“19 民生 G1”

2019 年 11 月 19 日，公司公开发行 9.00 亿元公司债券，债券票面利率为 5.00%，期限为 3 年。本期债券的付息日为 2020 年至 2022 年每年的 11 月 19 日，到期日为 2022 年 11 月 19 日。本期债券已于 2019 年 11 月 26 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“19 民生 G1”，证券代码“155597.SH”。截至本报告出具日，尚未到付息日。本期债券所募集的资金扣除发行等相关费用后，均用于补充公司营运资金、偿还公司债务和改善财务结构，与募集说明书承诺的用途一致。

“20 民生 G1”

2020 年 3 月 18 日，公司公开发行 6.50 亿元公司债券，债券票面利率为 6.50%，期限为 3 年。本期债券的付息日为 2021 年至 2023 年每年的 3 月 18 日，到期日为 2023 年 3 月 18 日。本期债券已于 2020 年 3 月 25 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“20 民生 G1”，证券代码“163232.SH”。截至本报告出具日，尚未到付息日。本期债券所募集的资金扣除发行等相关费用后，均用于偿还到期债务融资工具，与募集说明书承诺的用途一致。

三、行业分析

2019 年监管层继续强化对证券公司的监管并多维度完善监管框架；2019 年受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善，自营投资和信用业务占比明显提升，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；股票质押业务规模收缩，业务风险得以缓释。

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。2019年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少42家证券公司领超过200份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力。据不完全统计，截至12月13日，年内至少有42家证券公司因存在各种违规行为遭处罚，涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理问题等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。监管层多维度完善监管框架，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

2019年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。从业务表现看，2019年，证券公司业绩大幅改善，但收入水平较易受到市场行情的影响。从目前收入结构来看，证券公司前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。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。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；A股IPO过会率明显提升，2019年过会率达88.21%，远高于2018年57.51%过会率，IPO发行规模合计2,532.48亿元，较2018年增长83.76%；再融资市场依然低迷；债券市场方面，2019年证券公司承销各类债券金额7.78万亿元，同比增长31.92%。股票质押业务方面，2019年，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至2019年11月末，沪深两市股票质押回购融资余额9,429亿元，较2018年末下降20.94%；截至2020年2月末，市场质押总股数5,705.83亿股，市场质押股数占总股本的8.41%，分别较2019年末进一步下降1.73%和0.17个百分点，股票质押风险有所化解。

截至2019年底，133家证券公司总资产为7.26万亿元，较2018年底增加15.97%；净资产为2.02万亿元，较2018年底增加6.88%，净资本为1.62万亿元，较2018年底增加3.18%，资本实力保持稳定。2019年，133家证券公司中，120家公司实现盈利，全年实现营业收入3,604.83亿元和净利润1,230.95亿元，分别同比增长35.37%和84.77%，经营业绩大幅改善。

2020年一季度，受新冠疫情全球化扩散影响，各国经济均出现滑坡，国家出台流动性宽松政策修复市场恐慌情绪，A股指数振幅加大，沪深交易额稳中有升，债券市场利率持续下行；其中上证综指跌幅9.83%，深成指跌幅4.49%，沪深交易额同比增长47.61%。截至2020年3月底，133家证券公司总资产为7.89万亿元，较2019年底增加8.68%；净资产为2.09万亿元，较2019年底增加3.47%，净资本为1.67万亿元，较2019年增加3.09%。2020年一季度，133家证券公司中，118家公司实现盈利，实现营业收入983.30亿元，实现净利润388.72亿元，分别同比下降3.50%和11.69%，经营业绩同比有所下滑。

资本市场利好政策的不断推出将改善证券公司经营环境，证券市场预计将保持长期回暖趋势；但疫情全球蔓延背景下，证券市场短期内承压。未来证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向。

2019年12月，中央经济工作会议指出“今年以来，金融风险有效防控；我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力”；“实现明年预期目标，要坚持稳字当头”。预计随着金融监管制度进一步完善，资本市场将保持平稳运行。证券市场稳中向好、两融标的扩容将助力自营、经纪及信用业务的发展；资本市场利好政策将为投行业务带来增量，加之证券公司持续推进资管业务向主动管

理转型，预计证券公司 2020 年业务发展将稳中向好。但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。

受新冠疫情影响，一季度经济数据惨淡，资本市场避险情绪上升，为稳定市场预期、提振市场信心，国家推出一系列流动性宽松政策，疫情短期内未对股市造成较大影响。随着疫情全球化蔓延，国际资本市场走弱使我国证券市场承压。长期来看，A 股回暖趋势不改，疫情对证券行业中长期基本面影响不大，监管层面逆周期调控及资本市场改革政策的出台，有利于驱动证券公司全年业绩的提升。

近年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，未来业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。2020 年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，2019 年 11 月证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向。

四、管理与内控分析

公司管理团队变化较大；组织架构保持稳定，风控制度进一步完善。

2019 年以来，公司董事、监事和高管人员变动较大。公司 3 名董事发生变更，5 名监事变更，为正常换届；3 名高管发生变更，包括 1 名总裁和 2 名副总裁，其中公司总裁于 2020 年 5 月离任，目前尚缺位。公司新聘任人员均具有多年金融从业及管理经验。2019 年以来，公司设立债权融资事业部，除此之外，组织架构无变动；公司风控部和合规部分别对 17 项和 23 项制度文件进行修订，风控合规制度进一步完善。

行政监管措施方面，2019 年以来，公司未受到行政处罚和监管措施。在 2019 年券商分类评级中，公司分类评级为 BBB 级，处于行业中游水平。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司营业收入和净利润均大幅增长，高于行业平均增速；随着证券自营业务收入增长，其他业务板块收入占比均有所下降，公司收入结构更加均衡。

公司证券经营的主要业务板块包括经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、证券自营业务和期货业务等。近年来公司按照战略规划要求，着力于促进各业务条线协同发展，重点培育公司的综合服务能力。2019 年，公司营业收入 26.88 亿元，同比增长 84.28%，净利润 5.32 亿元，同比增长 4.64 倍，增幅均高于行业平均增幅，公司盈利规模大幅提升。

2019 年，从收入结构上来看，公司收入主要来源为证券自营业务、信用交易业务、经纪业务和投资银行业务，其中期货业务收入占比增长较快，主要为现货贸易收入，对公司净利润贡献很小，

除此之外其他板块占比较小。2019年，随着证券自营收入增长，其他业务板块收入占比均有所下降，公司收入结构更加均衡。公司自营投资规模有所增加且获得较好收益，2019年自营收入占比30.02%，成为第一大收入来源。2019年信用业务收入和占比均有所下滑，占比为16.75%，主要是股票质押业务规模下降所致；证券经纪业务收入规模稳定，2019年占比为20.56%。2019年投资银行业务收入7.63亿元，同比增长63.38%，在营业收入中占比28.37%。公司资产管理业务收入稳中有升，但收入规模仍较小，占比较低。

2020年1—3月，公司实现营业收入7.38亿元，同比下降14.73%，实现净利润1.66亿元，同比下降19.97%，主要系新冠疫情下股票市场行情波动所致。收入结构方面变动较小，证券自营业务、投资银行业务、证券经纪业务和信用交易业务占比分别为38.36%、25.38%、24.17%和16.75%。

表2 公司营业收入及占比情况（单位：亿元、%）

业务类别	2018年		2019年		2020年1—3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	4.39	30.08	5.53	20.56	1.78	24.17
投资银行业务	4.67	32.02	7.63	28.37	1.87	25.38
资产管理业务	0.68	4.64	0.69	2.58	0.18	2.43
证券自营业务	1.35	9.26	8.07	30.02	2.83	38.36
信用交易业务	5.20	35.67	4.45	16.55	1.24	16.75
期货业务	0.55	3.80	2.04	7.58	0.35	4.78
其他业务	-2.26	-15.47	-1.52	-5.66	-0.88	-11.86
合计	14.58	100.00	26.88	100.00	7.38	100.00

注：其他业务为投资咨询、合并抵消等

资料来源：公司提供

2. 业务运营

公司经纪业务的营业网点实现全国性布局，2019年公司经纪业务收入有所增长，仍为公司主要的收入来源。同时，联合评级也关注到经纪业务受市场行情影响较大，未来经纪业务的收入增长面临一定压力。

公司经纪业务资格齐全，包括向客户提供股票、基金、债券等代理交易买卖业务。2019年，经纪业务收入5.53亿元，同比增长25.97%，在营业收入中占比下降9.52个百分点至20.56%。2019年，公司分公司增加1家，营业部减少4家，公司拟新设浙江分公司，并新设2家营业部，目前已经报备。截至2020年3月底，公司共有分公司37家、证券营业部46家，证券营业部已基本覆盖直辖市和省会城市。

2019年，受证券市场回暖影响，公司代理买卖证券交易额20,578.75亿元，同比增长17.21%，主要为股票及基金交易额同比增长39.22%所致。

2020年1—3月，公司证券经纪业务实现收入1.78亿元，公司代理买卖证券交易额为6,360.39亿元，其中股票基金交易额3,435.96亿元，债券交易额2,924.43亿元；公司股基市场份额0.32%，变动不大。

表3 公司经纪业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年1—3月	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票及基金	6,484.35	0.32	9,027.59	0.33	3,435.96	0.32
债券	11,072.35	/	11,551.16	0.23	2,924.43	0.22

合计	17,556.70	/	20,578.75	/	6,360.39	/
----	-----------	---	-----------	---	----------	---

资料来源：公司提供

公司投资银行业务保持较强竞争力，2019 年股权类项目有所回升，2020 年以来债权类项目增幅显著，公司业务储备良好，利于公司保持较强竞争力。

投资银行业务主要开展股权承销、债权承销、资产支持证券承销、兼并收购、私募交易、结构性融资以及其他各类财务顾问业务等业务。截至 2020 年 3 月底，公司投资银行业务团队共有 537 人，其中保荐代表人 133 人、准保荐代表人 131 人，基本能够满足公司投资银行业务的发展需要。2019 年公司实现投资银行业务收入 7.63 亿元，同比增长 63.38%，占比为 28.37%。

股权承销方面，2019 年，随着 IPO 审核常态化及再融资新规的逐步松绑，公司股权类项目大幅增长，承销金额 114.42 亿元，同比增长 3.49 倍，其中 IPO 完成 7 家，承销金额 48.88 亿元，同比增长 4.85 倍，再融资 5 家，承销金额 65.64 亿元，同比增长 2.83 倍。

从债券承销来看，2019 年，债权类承销金额 94.61 亿元，同比下降 19.30%。2019 年，公司成立债权融资事业部，将在债券项目上有所发力。

2020 年 1—3 月，公司投资银行业务收入 1.87 亿元；完成股权类项目 3 家，均为 IPO 项目，债权类项目 7 家，承销金额 111.77 亿元，超过 2019 年全年水平。

从项目储备来看，截至 2020 年 3 月末，公司已报会待审批和已通过中国证监会审核尚未发行项目 35 个，包括 IPO 项目 23 个，再融资项目 8 个，公司债项目 1 个，可转债项目 3 个；尚未报会项目 132 个。公司的项目资源储备丰富，有助于投资银行业务的持续发展。

表 4 公司投资银行业务情况表（单位：家、亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	家数	金额	家数	金额	家数	金额
股权类	3	25.51	12	114.42	3	12.48
IPO	2	8.35	7	48.88	3	12.48
再融资	1	17.16	5	65.64	0	0.00
债权类	14	117.23	11	94.61	7	111.77

资料来源：公司提供

2019 年，公司证券投资业务收入大幅增长，证券投资以债券持仓为主，且利率债和高等级信用债占比较高；近年来证券市场持续波动，未来自营业务投资收益的实现受市场环境的影响仍存在一定的不确定性。

公司自营业务由权益类投资、固定收益类投资以及衍生品投资组成。2019 年实现证券自营收入 8.07 亿元，同比增长 4.98 倍，主要系债券市场行情较好所致。

从投资结构来看，公司以债券投资为主，但占比持续下降。截至 2019 年末，公司投资规模 208.13 亿元，较上年末增长 47.04%，主要为债券和基金增长，股票占比较低；其中债券持仓较上年末增长 23.82%，债券持仓占比 74.07%；基金增长 97.98%，基金持仓占比 7.53%。其他类投资主要系公司购买资管产品、基金和信托产品。截至 2019 年末，公司（母公司口径）自营非权益类证券及其衍生品/净资本指标为 284.46%，自营权益类及证券衍生品/净资本指标为 12.20%，均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

截至 2020 年 3 月末，公司投资规模和投资结构较上年末变动较小，投资规模 197.80 亿元，较上年末下降 4.96%，仍以债券持仓为主，占比为 75.44%。截至 2020 年 3 月末，公司债券持仓 149.21

亿元，其中利率债占比 65.08%，AAA 信用债占比 13.19%，AA+信用债占比 8.94%，债券持仓以利率债和高等级信用债为主。从行业分布来看，由于公司利率债中政策性金融债和地方政府债持仓规模较大，2019 年以来金融和国债、地方政府债为公司前两大投资行业，除此之外，债券持仓在制造业、公用事业和采矿业占比较高，2019 年以来债券行业分布变动较小。

截至 2020 年 3 月末，公司债券自营投资业务发生违约情况 1 例，涉及投资金额 0.75 亿元，该债券已按当前市场交易价格（约票面金额的 42%）记账，损失已计入当期损益。

表 5 母公司口径自营证券投资结构（单位：亿元）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	124.50	87.95	154.16	74.07	149.21	75.44
股票	8.41	5.94	6.01	2.89	6.85	3.46
基金	7.91	5.59	15.66	7.53	9.45	4.78
其他	0.74	0.52	32.29	15.52	32.28	16.32
合计	141.55	100.00	208.13	100.00	197.80	100.00

资料来源：公司提供

表 6 公司自营业务债券投资品种以及其行业占比（单位：%）

行业	2018 年末	行业	2019 年末	行业	2020 年 3 月末
金融	50.38	金融	47.66	金融	48.00
制造	11.29	国债和地方政府债	15.02	国债和地方政府债	16.41
房地产	8.98	制造	10.47	制造	10.78
综合	6.89	公用事业	5.26	交通运输	7.06
采矿业	5.60	房地产	4.86	公用事业	5.86
建筑业	4.91	采矿业	4.75	采矿业	4.53
交通运输	3.21	综合	4.32	建筑业	2.93
其他	8.74	其他	7.66	其他	4.43
合计	100.00	合计	100.00	合计	100.00

资料来源：公司提供

受资管业务“去通道”影响，2019 年以来公司资产管理业务规模持续下降，资产管理业务收入规模较小，同时主动管理能力仍需提升。

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、专项资产管理业务，由资产管理事业部具体运营。2018—2019 年，公司合并口径资产管理业务收入稳定，分别为 0.68 亿元和 0.69 亿元，变动较小但占比仍很低，2019 年在营业收入中占比 2.58%。

从管理规模和业务结构来看，母公司层面资产管理业务规模持续下降，主要为受资管新规影响，通道类业务规模下降。截至 2019 年末，资产管理规模 262.37 亿元，其中定向资管占比 71.19%，集合资管和专项资管分别占比 12.41%和 16.40%，定向资管仍为主要业务形式。公司在进一步夯实定向资管业务基础的情况下，积极拓展集合资管业务，引入结构化产品设计，丰富产品类型，推进“主动管理”类业务发展。2019 年末，主动管理规模提升至 60.00%，公司主动管理能力有所提升。

2020 年 1—3 月，合并口径资产管理业务收入 0.18 亿元，占比 2.43%。截至 2020 年 3 月末，公司母公司口径资管业务规模 255.27 亿元，较上年末下降 2.71%，其中集合理财 27.62 亿元，较上年末减少 15.17%，定向理财规模 184.58 亿元，较上年末下降 1.18%，专项理财规模 43.07 亿元，较上年末基本无变动。截至 2020 年 3 月末，公司资管业务主动管理产品业务规模 162.68 亿元，同比增

长 18.91%，主动管理规模占比 63.73%，较上年末进一步上升，主动管理能力逐步增强；公司持有资管产品劣后级或提供增信措施的规模为 0.22 亿元，规模很小且目前未造成损失。

表 7 母公司口径资产管理业务情况表（单位：亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	规模	收入	规模	收入	规模	收入
集合理财	68.36	0.26	32.56	0.15	27.62	0.03
定向理财	182.78	0.25	186.79	0.33	184.58	0.08
专项理财	64.20	0.01	43.03	0.01	43.07	0.00
合计	315.35	0.53	262.37	0.49	255.27	0.11

注：上表中收入不含资管业务形成的投资收益

资料来源：公司提供

2019 年以来，受市场行情和政策影响，公司信用业务规模持续下降，融资融券业务风险可控，股票质押业务规模逐步收缩，同时计提减值准备较低，存在进一步减值风险，需进一步关注。

公司开展的信用交易业务包括融资融券、约定购回式证券交易产品和股票质押式回购。2019 年，随着股票质押规模大幅下降，公司信用交易业务收入实现 4.45 亿元，同比下降 14.42%。

融资融券业务方面，2018—2019 年末，融资融券账户余额分别为 29.15 亿元和 47.21 亿元，2019 年，公司融资融券业务余额较上年末增长 61.96%，实现利息收入 2.96 亿元，同比增长 9.23%。

股票质押回购业务方面，2018—2019 年末，股票质押待回购交易金额分别为 24.18 亿元和 18.27 亿元，减少 24.44%，系为防控风险控制股票质押业务规模。2019 年，股票质押回购利息收入实现 1.52 亿元，同比下降 38.96%。

截至 2020 年 3 月末，公司融资融券余额 46.53 亿元，股票质押待回购金额 16.69 亿元；2020 年 1—3 月，公司融资融券利息收入 0.97 亿元，股票质押利息收入 0.23 亿元。

2018—2019 年末，公司信用业务杠杆率分别为 52.73% 和 61.33%，2019 年随着融资融券规模上升，信用杠杆率上升 8.61 个百分点，但杠杆率水平仍较低。

截至 2020 年 3 月末，股票质押业务超过 1,000 万元规模业务中，发生违约或者延期支付等非正常合约共 9 笔，金额共计 3.18 亿元，前三大项目金额分别为 1.01 亿元、0.73 亿元和 0.73 亿元，目前项目皆处于协商阶段，公司预计发生实质性损失概率较小，对股票质押业务计提减值准备 2,842.35 万元，减值计提比例较低。

表 8 公司信用交易规模及收入情况（单位：户、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
融资融券账户数目	18,934	20,249	20,466
融资融券账户余额	29.15	47.21	46.53
融资融券利息收入	2.71	2.96	0.97
股票质押待回购金额	24.18	18.27	16.69
股票质押回购利息收入	2.49	1.52	0.23

资料来源：公司提供

子公司整体发展较为稳定，对公司收入规模形成较好补充。

公司期货业务由其控股 95.87% 的民生期货具体运营。民生期货成立于 1996 年，注册资本 4.36 亿元，经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询。目前，公司拟对民生期货减资，减资完成后，民生期货注册资本将变更为 3.61 亿元，公司持股比例降为 95.01%。截至 2020 年 3 月末，民

生期货总资产11.39亿元，所有者权益合计4.18亿元。2019年实现营业收入2.04亿元，净利润-0.07亿元。

民生证券投资为公司全资子公司，成立于2013年5月，经营范围包括项目投资和投资管理。2017年，公司对子公司民生证券投资增资10.90亿元，2018年，公司对民生证券投资增资25.00亿元，增资后注册资本为40.00亿元。截至2020年3月末，民生证券投资总资产42.76亿元，所有者权益合计39.15亿元。2019年实现营业收入2.34亿元，净利润1.07亿元。

民生股权投资原名为民生通海投资有限公司，成立于2012年3月，是经中国证监会批准由公司全资设立的直接股权投资子公司。2019年6月，民生通海投资有限公司更名为民生股权投资。截至2020年3月末，民生股权投资总资产7.13亿元；所有者权益合计6.57亿元。2019年实现营业收入2.43亿元，净利润1.65亿元。

3. 未来发展

公司战略目标清晰，定位明确，符合自身特点和未来发展需要；同时公司重视创新型业务发展，这将对公司的内部控制和风险管理提出了更高要求。

在综合考虑宏观经济形势、行业发展及自身资源等因素的基础上，公司制定了适合自身发展的战略目标，不断扩大深化服务中介业务，扎实推进资本中介业务，多元化开展资本投资业务；依托和挖掘服务客户需求，提升资本中介、资本投资业务广度和深度，实现三类业务相互促进，提高整体盈利水平；研究并适时布局国际业务，通过收购兼并，寻求外延式发展。

证券经纪业务力争通道业务与非通道业务并重，机构与零售业务同步推进，重点发展中高净值客户与机构客户，由通道业务向综合财富管理业务转型；投资银行业务向全方位、综合化的方向发展，发展并购和其他创新业务，加快债券产品创新，积极探索并购重组债券、市政公司债券、可交换债券等创新品种；公司研究业务明确重点研究领域，调整优化结构，研究业务、咨询业务、创新业务协同发展，打造特色高端研究咨询品牌；资产管理业务要加强创新和改进业务流程，提升产品销售、产品设计、投资运作、售后服务等环节专业水平；不断优化当前员工队伍，加大人才队伍建设，同时在全类业务不断发展的前提下，积极应对资本市场的快速发展和市场环境剧变，加强风险控制。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年的合并财务报表和2020年第一季度财务报表，2019年财务报表分别经大华会计师事务所（特殊普通合伙）、信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）和立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留的审计意见，2020年第一季度财务报表未经审计。公司自2019年1月1日起施行财政部于2017年修订的《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—套期会计》和《企业会计准则第37号—金融工具列报》（以下简称“新金融工具准则”）。近年来，公司合并范围变动较小，财务数据可比性很强。

2. 资金来源与流动性

随着业务规模的扩大，公司自有负债规模有所增加；另外，公司短期债务占比较高，面临一定程度的集中偿付压力，对流动性管理带来了一定的压力。

截至 2019 年末，公司负债总额 331.34 亿元，较上年末增加 14.38%，系公司代理买卖证券款和应付债券增加所致。2019 年，公司发行债券规模较大，使得自有负债的规模有所增长，同时，随着经纪业务回暖，公司代理买卖证券款规模大幅增长，非自有负债规模相应增长。截至 2019 年底，公司自有负债 249.36 亿元，较上年末增长 8.75%，公司自有负债主要由卖出回购金融资产款、应付债券、拆入资金和交易性金融负债组成，占负债的比例分别为 24.19%、37.25%、4.59%和 4.59%。截至 2019 年底，公司卖出回购金融资产款 80.16 亿元，较上年末增长 28.15%，主要系债券质押式回购业务规模增长所致。截至 2019 年末，公司应付债券为 123.43 亿元，较上年末增加 23.60%，主要是公司新增发行公司债和次级债所致。截至 2019 年末，公司交易性金融负债 15.19 亿元，较上年末以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债规模小幅增长，该科目主要为债券借贷和回购业务。截至 2019 年末，公司拆入资金 15.19 亿元，较上年末小幅下降 5.03%，其中银行间拆入资金 7.10 亿元，较上年末 13.00 亿元大幅减少，其他为转融通资金。

截至 2019 年末，公司全部债务 219.04 亿元，较上年末基本无变动，其中短期债务占比 43.65%，同比下降 10.63 个百分点，长期债务占比 56.35%，同比增长 10.63 个百分点，期限结构有所改善。2019 年末，自有资产负债率 68.77%，同比变动不大。

表 9 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
自有负债	229.29	249.36	242.57
其中：卖出回购金融资产款	62.55	80.16	63.34
应付债券	99.86	123.43	115.50
拆入资金	16.00	15.19	18.06
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	14.01	--	--
交易性金融负债	--	15.19	28.29
非自有负债	60.40	81.98	87.08
其中：代理买卖证券款	55.35	79.24	84.41
负债总额	289.69	331.34	329.66
全部债务	218.43	219.04	196.94
其中：短期债务	118.57	95.61	81.44
长期债务	99.86	123.43	115.50
净资本/负债（母公司口径）	36.20	29.90	31.73
净资产/负债（母公司口径）	48.92	46.17	48.34
自有资产负债率	67.76	68.77	67.85

资料来源：公司财务报表和监管报表，联合评级整理

截至 2020 年 3 月末，公司负债规模 329.66 亿元，较上年末下降 0.51%，变动较小；公司全部债务规模 196.94 亿元，较上年末下降 10.09%。截至 2020 年 3 月末，公司净资本/负债和净资产/负债分别为 31.73%和 48.34%，自有资产负债率为 67.85%，较上年末变动不大。

从有息债务偿还期限结构来看，截至 2020 年 3 月末，公司有息债务中 2020 年内到期的占比 72.22%，占比较高，但公司短期债务卖出回购金融资产款为业务端融资，有相应资产做质押；剔除此部分后，公司全部债务期限结构尚可。

表 10 截至 2020 年 3 月末公司到期债务占比情况（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
2020 年	135.76	72.22
2021 年	52.22	27.88

合计	187.98	100.00
----	--------	--------

注：上表有息债务规模系按公司口径统计，与报告公式计算的有息债务规模存在一定差异

数据来源：公司提供

公司自有资产规模有所增长，优质流动资产占比有所提升，资产流动性较好、质量较高。

截至 2019 年末，公司资产总额 444.58 亿元，较上年末增长 11.48%，系公司自营业务规模上升，持有金融资产增加所致，同时融出资金规模随着融资融券业务而增长。截至 2019 年末，自有资产 362.60 亿元，较上年末增长 7.15%，占总资产比重为 81.56%，较年初下降 3.30 个百分点。

截至 2019 年末，公司资产以货币资金、融出资金、交易性金融资产和买入返售金融资产为主，在资产中占比分别为 18.10%、11.18%、56.41% 和 5.74%。根据风控监管报表中数据，截至 2019 年末，公司优质流动资产 77.11 亿元，较上年末增长 11.14%，在总资产中占比提升 3.99 个百分点至 21.83%，公司资产流动性进一步提升，处于较好水平。

截至 2019 年底，公司货币资金 80.48 亿元，较上年末大幅增长 43.53%，主要系客户资金存款增长所致，其中自有资金为 17.21 亿元，自有货币资金中无使用受限的货币资金。截至 2019 年末，公司融出资金 49.69 亿元，较上年末大幅增长 71.11%，主要是公司融资融券业务规模上升所致。截至 2019 年末，公司交易性金融资产 250.78 亿元，主要为公司自营投资持有金融资产，其中债券金额 154.16 亿元（占比 61.47%）、基金金额 50.55 亿元（占比 20.16%）；截至 2019 年末，买入返售金融资产余额 25.53 亿元，较上年末减少 49.27%，主要是公司降低股票质押业务所致，其中买入返售债券金额 5.93 亿元（占比 23.23%）、买入返售股票金额 19.77 亿元（占比 77.43%），质押回购融出资金按剩余期限分类 1 个月以内占比 25.06%，1~3 个月占比 5.18%，3 个月到 1 年以内占比 69.30%，期限以 3 个月到 1 年内为主，公司共计提减值准备 0.19 亿元，占业务规模 0.74%，计提比例较低，需对该项资产质量持续关注。

截至 2020 年 3 月末，公司资产规模 444.56 亿元，较上年末基本无变动；公司资产主要由货币资金（占比 20.27%）、融出资金（占比 11.01%）、交易性金融资产（占比 54.66%）和买入返售金融资产（占比 5.55%）构成。

表 11 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
资产总额	398.79	444.58	444.56
其中：自有货币资金	14.95	17.21	19.40
自有结算备付金	1.55	2.68	3.07
融出资金	29.04	49.69	48.97
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	151.37	--	--
买入返售金融资产	50.33	25.53	24.67
可供出售金融资产	67.97	--	--
交易性金融资产	--	250.78	243.01
自有资产	338.39	362.60	357.50
自有资产/资产总额	84.86	81.56	80.41
优质流动性资产	69.38	77.11	/
优质流动性资产/总资产	17.84	21.83	/

注：优质流动性资产/总资产中分子分母均取自风控指标监管报表；该表中资产科目未剔除第三方在结构化主体中权益部分
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

3. 资本充足性

2019 年，公司股东权益稳定，2020 年 4 月公司完成增资，股东权益规模进一步增长。随着附属

净资本规模减少，公司净资本规模有所下降，但各项风险控制指标仍高于监管要求，资本充足性较好。

截至 2019 年末，股东权益 113.25 亿元，较上年末增长 3.80%，主要是当年留存收益增长所致；其中股本、资本公积、未分配利润和一般风险准备在归属于母公司所有者权益中比重分别为 85.08%、1.62%、5.16%和 6.05%，公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，股东权益稳定性很好。2019 年末进行利润分配。

截至 2019 年末，公司净资本 72.26 亿元，较上年末进一步下降 10.51%，其中核心净资本 57.96 亿元，较上年末增长 6.43%，主要为公司利润留存使净资产规模增长，附属净资本 14.30 亿元，较上年末下降 45.21%，主要为可计入附属资本的次级债券规模减少。

从主要风控指标来看，截至 2019 年末，公司母公司口径的净资本/净资产指标为 64.77%，较 2018 年末下降 9.24 个百分点；资本杠杆率指标由 2018 年末的 16.07%上升至 16.21%，变动较小；各项风险资本准备之和由 2018 年末的 37.82 亿元下降至 35.77 亿元；受净资本下降影响，风险覆盖率指标由 2018 年末的 213.53%下降至 2019 年末的 202.03%，公司各项风险控制指标处于安全范围内。

截至 2020 年 3 月末，公司股东权益 114.91 亿元，较上年末增长 3.80%；公司净资本规模 74.11 亿元，较上年末增长 2.56%，主要为公司留存收益使净资产增长，其中核心净资本 59.81 亿元，较上年末增长 3.19%，附属净资本 14.30 亿元，较上年末不变；主要风控指标来看，风险覆盖率和资本杠杆率分别为 206.78%和 16.93%，分别较上年末上升 4.75 和 0.72 个百分点，远高于监管标准。2020 年 4 月，股东对公司增资 25.00 亿元，公司净资本水平有所提升。

表 12 母公司口径风险控制指标表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末	监管标准	预警指标
核心净资本	54.46	57.96	59.81	--	--
附属净资本	26.10	14.30	14.30	--	--
净资本	80.75	72.26	74.11	--	--
净资产	109.12	111.56	112.91	--	--
各项风险资本准备之和	37.82	35.77	35.84	--	--
风险覆盖率	213.53	202.03	206.78	≥100	≥120
资本杠杆率	16.07	16.21	16.93	≥8	≥9.6
净资本/净资产	74.01	64.77	65.64	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

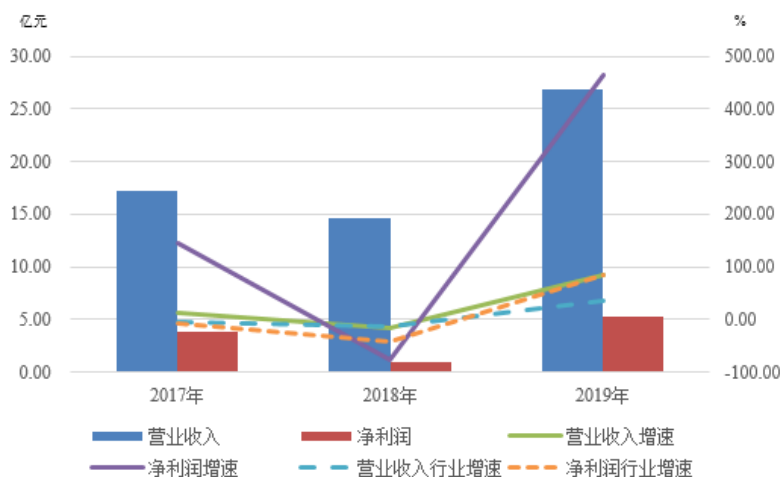
4. 盈利能力

2019 年受证券投资和投资银行收入增长影响，公司营业收入和盈利规模增幅较大，盈利水平大幅改善，但整体盈利能力仍属一般。

2019 年，受市场行情有所回暖的影响，公司证券自营和投资银行业务收入实现较好增长，公司实现营业收入 26.88 亿元，同比增长 84.28%。

2019 年，公司营业支出 20.33 亿元，同比增长 56.21%，其中业务及管理费 17.95 亿元，同比增长 49.43%。从构成来看，2019 年，公司营业支出中业务及管理费占 88.28%；公司的薪酬收入比由 2018 年的 58.47%下降至 53.26%。2018—2019 年，公司的营业费用率分别为 82.35%和 66.78%，2019 年营业费用率随着收入增长而大幅下降，但费用控制能力仍需加强。

图 1 公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从盈利指标来看，2019 年，公司净利润为 5.32 亿元，同比大幅增长 4.64 倍，公司营业收入大幅增长，净利润规模相应增长。2018—2019 年，公司自有资产收益率分别为 0.30%和 1.52%，净资产收益率 0.84%和 4.79%，2019 年盈利指标大幅提升。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 7.38 亿元，同比下降 14.73%，实现净利润 1.66 亿元，同比下降 19.97%，主要系新冠疫情下股票市场行情波动所致；2020 年 1—3 月，公司营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率分别为 28.81%、0.46%和 1.46%。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%、名）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
营业费用率	82.35	66.78	64.51
薪酬收入比	54.63	53.26	/
营业利润率	10.76	24.35	28.81
自有资产收益率	0.30	1.52	0.46
净资产收益率	0.84	4.79	1.46

注：2020 年一季度相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

从同行业对标企业来看，公司各项指标仍具有提升空间，其中盈利能力指标和盈利稳定性均低于对标企业均值，营业费用率和杠杆率指标高于对标企业。

表 14 2019 年证券公司行业财务指标比较（单位：%）

项目	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
国联证券	6.63	3.10	57.65	61.01	57.82
红塔证券	6.74	2.53	37.80	41.56	67.60
万联证券	3.81	1.48	56.44	25.17	61.38
样本企业平均值	5.73	2.37	50.63	42.58	62.27
民生证券	4.79	1.52	66.78	63.20	68.77

资料来源：公司审计报告、财务报表、公开资料，联合评级整理

5. 偿债能力

公司流动性指标降幅较大，盈利对债务的保障程度较弱，对利息支出覆盖程度较好；考虑到公

司资本实力很强、资产质量较高，目前拥有大规模的未使用银行授信，且公司融资渠道多样，直接和间接融资能力强，公司整体偿债能力很强。

截至2019年末，流动性覆盖率和净稳定资金率分别为194.25%和123.26%，较上年末下降60.94和10.01个百分点，净稳定资金率小幅高于监管预警标准，需对此保持关注。

2019年，公司EBITDA主要由利润总额（占比37.22%）、利息支出（占比59.42%）和折旧摊销（占比3.36%）组成。2019年EBITDA为17.85亿元，同比增长49.63%。2019年，公司EBITDA全部债务比为0.08倍，EBITDA对全部债务的保护能力较弱；公司EBITDA利息倍数增长至1.68倍，EBITDA对利息的保护程度较好。

表 15 公司偿债能力指标情况（单位：亿元、倍、%）

项目	2018 年	2019 年
流动性覆盖率	255.19	194.25
净稳定资金率	133.27	123.26
EBITDA	11.71	17.85
EBITDA 利息倍数	1.18	1.68
EBITDA 全部债务比	0.05	0.08

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至2020年3月末，公司共获银行综合授信151.40亿元，已使用额度53.80亿元，公司融资渠道较为畅通。

截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保情况。

截至 2020 年 3 月末，公司作为被告的未决诉讼如下：

郑州银行股份有限公司案

2011年9月16日，郑州银行股份有限公司（以下简称“郑州银行”）以公司及公司河南分公司为被告，分三起案件向郑州市中级人民法院提出诉讼，三起案件累计请求判令公司十日内返还于1991年至1995年期间为郑州银行保管的1,767.00万元的债券，本息合计6,012.29万元。该案于2013年10月22日在郑州市中级人民法院开庭审理，截至目前，本案尚未判决。

那海斌、苏丽华诉公司及公司太原长风街证券营业部案

2018年4月28日，公司收到山西省高级人民法院送达的应诉材料，那海斌及配偶苏丽华依据许静假冒公司名义签订的合同，以公司及公司太原长风街证券营业部为被告、许静为第三人向山西省高级人民法院提起诉讼，请求法院判决公司及公司太原长风街证券营业部赔偿本金1.18亿元及其相应的利息损失。本案于2018年7月开庭审理，于2018年9月作出判决公司赔偿那海斌及配偶苏丽华0.83亿元，目前公司已上诉，案件处于二审阶段。

除上述诉讼事项之外，公司不存在其他作为被告的重大诉讼事项。

根据查询日期为2020年4月8日的人民银行征信报告，公司无不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

七、跟踪债券偿还能力分析

从资产保障情况来看，截至 2019 年底，公司优质流动性资产为 77.11 亿元，为公司“19 民生 G1”“20 民生 G1”合计本金（15.50 亿元）的 4.97 倍，公司优质流动性资产对债券的覆盖度较好；净资产（母公司口径）111.56 亿元，为债券本金合计（15.50 亿元）的 7.20 倍，公司较大规模的优质流动

性资产和净资产能够对“19 民生 G1”“20 民生 G1”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利保障情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 17.52 亿元，为债券本金合计（15.50 亿元）的 1.13 倍，公司 EBITDA 对“19 民生 G1”“20 民生 G1”的本金覆盖程度较好。

整体看，考虑到公司作为综合类证券公司，在资本实力较强、业务规模较大，公司对“19 民生 G1”“20 民生 G1”的偿还能力仍属很强。

八、综合评价

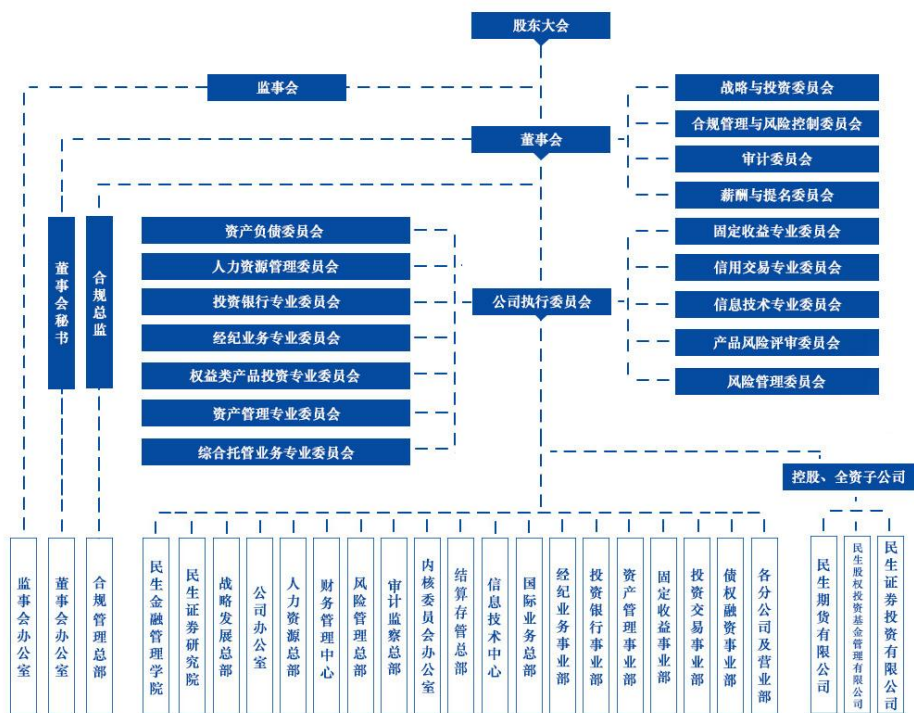
公司作为全国性综合类证券公司之一，资本实力很强，整体业务规模处于行业中等水平，其中投行业务发展较好，具有较强行业竞争力。2019 年，公司资产质量较高、流动性较好。2020 年 4 月，公司增资 25.00 亿元，资本实力进一步增强。

随着证券市场波动，公司盈利稳定性较低，公司证券投资收入占比较高，未来收入存在一定不确定性；同时，公司债务中 2020 年到期规模占比较高，存在一定集中偿付压力。

未来随着资本市场的持续发展以及公司各项业务的协同发展，公司收入结构有望进一步优化，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“19 民生 G1”“20 民生 G1”的债项信用等级为 AA+。

附件 1 民生证券股份有限公司 组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



附件 2 民生证券股份有限公司 主要财务指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
自有资产（亿元）	338.39	362.60	357.50
所有者权益（亿元）	109.10	113.25	245.24
自有负债（亿元）	229.29	249.36	242.57
自有资产负债率（%）	67.76	68.77	67.85
优质流动资产/总资产（%）	17.84	21.83	/
营业收入（亿元）	14.58	26.88	1.66
净利润（亿元）	0.94	5.32	28.81
营业利润率（%）	10.76	24.35	64.51
营业费用率（%）	82.35	66.78	/
薪酬收入比（%）	54.63	53.26	/
自有资产收益率（%）	0.30	1.52	0.46
净资产收益率（%）	0.84	4.79	1.46
盈利稳定性（%）	70.76	63.20	/
净资本（亿元）	80.75	72.26	74.11
风险覆盖率（%）	213.53	202.03	206.78
资本杠杆率（%）	16.07	16.21	16.93
流动性覆盖率（%）	255.19	194.25	163.22
净稳定资金率（%）	133.27	123.26	122.06
信用业务杠杆率（%）	52.73	61.33	42.61
短期债务（亿元）	118.57	95.61	81.44
长期债务（亿元）	99.86	123.43	115.50
全部债务（亿元）	218.43	219.04	196.94
EBITDA（亿元）	11.71	17.52	/
EBITDA 利息倍数（倍）	1.18	1.68	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.08	/
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.76	1.13	/

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
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%
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%
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
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)

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+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+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

EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。