

信用评级公告

联合〔2021〕2832号

联合资信评估股份有限公司通过对民生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，确定维持民生证券股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，“19民生G1”“20民生G1”信用等级为AA⁺，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日

民生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	本次评级	评级展望	上次评级	评级展望
民生证券股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
19 民生 G1	AA+	稳定	AA+	稳定
20 民生 G1	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模(亿元)	债券余额(亿元)	到期兑付日
19 民生 G1	6.50	6.50	2023/3/18
20 民生 G1	9.00	9.00	2022/11/19

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 25 日

本次评级使用的评级方法、模型

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

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果

指示评级	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	B	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	2
			业务经营分析	2
		未来发展	2	
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	3
			资本充足性	2
			杠杆水平	2
		流动性因素		2
调整因素和理由				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，资本实力较强，整体业务规模处于行业中等水平。2020 年，公司营业收入和净利润均大幅增长，投资银行业务继续保持很强市场竞争力；公司自有资产稳步增长，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。2020 年 8 月，泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”）向 22 家投资者转让公司 27.12% 股权，公司引入上海国资背景股东，股东背景更加多元。

联合资信也关注到，经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响；同时，公司债务结构以短期为主，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，公司整体竞争实力将进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级 AA+；维持“19 民生 G1”和“20 民生 G1”的债项信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司业务资质齐全，网点全国性布局，资本实力较强。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，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. 2020 年，营业收入大幅增长，盈利能力不断增强；投资银行业务具有很强竞争力。2020 年，公司营业收入和净利润均大幅增长，盈利能力不断增强。公司投资银行业务处于行业上游，项目储备充足。
3. 资产规模不断增长，资产质量较高。截至 2020 年末，公司资产规模稳步增长，自有资产规模稳步增长，资产流动性较好、质量较高。

关注

1. 公司业务周期性强，易受宏观经济和市场波动影响。公

分析师：姚 雷 张晨露

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

- 司主要业务与证券市场高度关联，经济周期变化、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响。
2. **公司存在控制权变更的可能。**2021年1月，泛海控股发布公告，拟向其他机构继续出售共计17.05%民生证券股份，泛海控股对公司持股比例将进一步降低。上述股权转让尚未具备交割条件，待上述股份转让完成后，泛海控股持股比例将不足30%，公司存在控制权变更的可能。目前，泛海控股持有的公司股份质押比例很高。
 3. **债务结构偏短期。**截至2020年末，公司债务规模有所增长且短期债务占比较高，债务结构有待优化，需对公司流动性状况保持关注。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
自有资产（亿元）	338.39	362.60	435.02	/
自有负债（亿元）	229.29	249.36	292.36	/
所有者权益（亿元）	109.10	113.25	142.66	145.27
优质流动性资产/总资产（%）	17.84	21.83	17.18	/
自有资产负债率（%）	67.76	68.77	67.21	/
营业收入（亿元）	14.58	26.88	36.32	8.16
利润总额（亿元）	1.27	6.52	12.30	3.49
营业利润率（%）	10.76	24.35	35.55	42.69
净资产收益率（%）	0.84	4.79	7.18	3.60
净资本（亿元）	80.75	72.26	82.49	83.34
风险覆盖率（%）	213.53	202.03	239.25	241.67
资本杠杆率（%）	16.07	16.28	19.43	21.19
短期债务（亿元）	11857	110.80	177.43	160.95
全部债务（亿元）	218.43	234.23	261.65	226.44

注：1. 公司2021年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+	稳定	2020/6/17	张祎、姚雷	（原联合信用评级有限公司）证券公司行业信用评级方法（2018年）	阅读全文
AA+	稳定	2016/7/11	冯磊、陈凝	（原联合信用评级有限公司）证券公司资信评级方法（2014年1月）	/

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民生证券股份有限公司（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：



联合资信评估股份有限公司

民生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”)关于民生证券股份有限公司(以下简称“公司”或“民生证券”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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1000万元。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2019年末,公司股本96.19亿元,泛海控股持有公司股份比例为87.65%,为公司控股股东。

2020年4月,公司引入15家战略投资者合计增资25.00亿元,股本增加至114.56亿元,本次增资后,泛海控股持股比例下降至73.59%。2020年7月,公司回购1.84亿元库存股,泛海控股持股比例降至71.64%。

2020年8月,泛海控股向上海张江(集团)有限公司(以下简称“张江集团”)、上海张江高科技园区开发股份有限公司(以下简称“张江高科”)等22家投资者转让公司股权27.12%,转让完成后,泛海控股持股比例下降至44.52%,仍为公司控股股东。

2021年1月,泛海控股发布公告,拟向上海沅泉峪企业管理有限公司,转让持有公司13.49%股份。此外,泛海控股与三家员工持股平台、珠海隆门中鸿股权投资基金(有限合伙)(以下简称“珠海隆门”)等投资者签订了股份转让协议,拟向三家员工持股平台转让共计2.85%民生证券股份,向珠海隆门转让民生证券0.71%股份,泛海控股对公司持股比例将进一步降低。上述股权转让尚未具备交割条件,待上述股份转让完成后,泛海控股持股比例将不足30%,公司存在控制权变更的可能。

截至2021年3月末,公司注册资本和股本均为114.56亿元,其中泛海控股持股比例为44.52%,为公司控股股东,自然人卢志强系公司实际控制人。截至2021年3月末,公司控股股东泛海控股持有公司51.00亿股,其中已办理股权质押总股数50.81亿股,占其持有公司股份的99.64%,占公司总股本的44.36%,质押比例很高。股权结构图见附件1-1。

表1 截至2021年3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	44.52
西藏腾云投资管理有限公司	4.87
杭州东恒石油有限公司	4.49
山东省高新技术创业投资有限公司	3.81

上海张江（集团）有限公司	3.21
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
大众交通（集团）股份有限公司	1.92
台州市国有资本运营集团有限公司	1.92
青岛金源民福股权投资合伙企业（有限合伙）	1.83
其他股东	27.89
合计	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

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 2021 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、资产管理事业部等一级部门；拥有 48 家营业部，38 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”），公司员工人数合计 2380 人。

截至 2020 年末，公司资产总额 524.20 亿元，其中客户资金存款 69.81 亿元；负债总额 381.55 亿元，其中代理买卖证券款 89.18 亿元；所有者权益 142.66 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 142.45 亿元，母公司口径下净资产 82.49 亿元。2020 年，公司实现营业收入 36.32 亿元，

利润总额 12.30 亿元，净利润 9.19 亿元，归属于母公司的净利润 9.19 亿元；经营活动产生的现金流净额为 57.06 亿元，现金及现金等价物净增加额为 37.05 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 495.28 亿元，其中客户资金存款 73.53 亿元；负债总额 350.01 亿元，其中代理买卖证券款 83.81 亿元；所有者权益 145.27 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 145.06 亿元，母公司口径下净资产 83.34 亿元。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.16 亿元，利润总额 3.49 亿元，净利润 2.61 亿元，归属于母公司的净利润 2.61 亿元；经营活动产生的现金流净额为 0.85 亿元，现金及现金等价物净增加额为 3.83 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券情况见下表，本次跟踪债券募集资金均已按指定用途使用完毕，且均在付息日正常付息。

表 2 本次跟踪债券概况（单位：亿元、年）

简称	债券代码	发行规模	债券余额	期限	起息日	到期兑付日
20 民生 G1	163232.SH	6.50	6.50	3	2020/3/18	2023/3/18
19 民生 G1	155597.SH	9.00	9.00	3	2019/11/19	2022/11/19

资料来源：Wind，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%，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%，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 3 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

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）

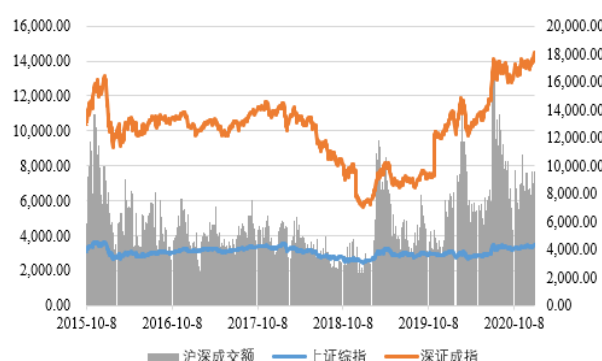
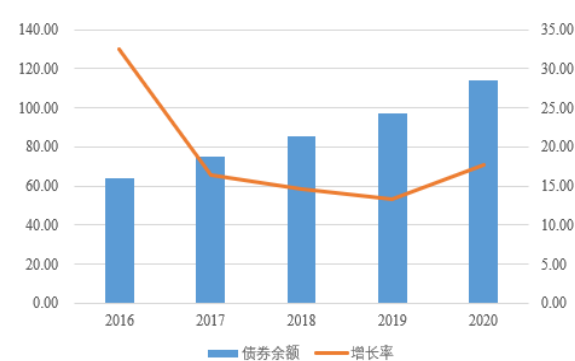


图2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



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4 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

资料来源：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，139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。

2021 年 3 月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

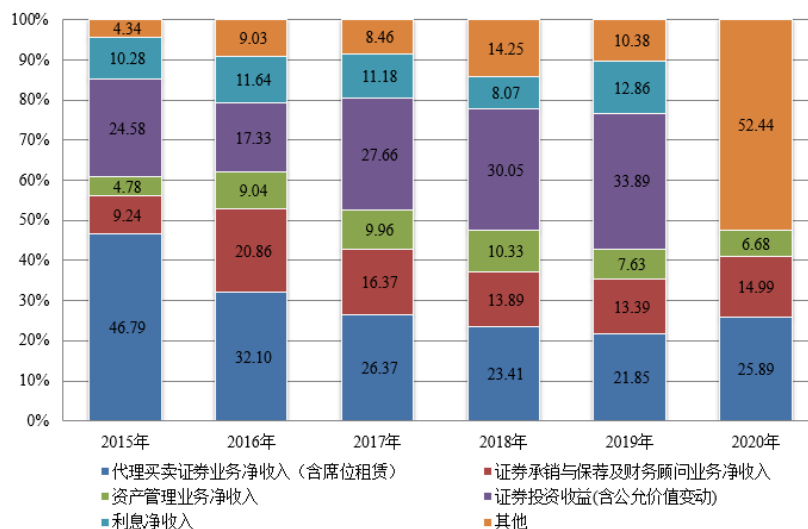
3. 业务分析

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（单位：%）



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，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，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“看门人”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》要求证券公司存量公募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、中金公司和财达证券已实现 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 5 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、规范业务操作流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对于证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

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

6. 未来动向

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

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，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于 2019 年明确表态要打造“航母级证券公司”，于 2020 年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”

的局面。2019 年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月末，公司注册资本和股本均为 114.56 亿元，其中泛海控股持股比例为 44.52%，为公司控股股东，自然人卢志强系公司实际控制人。2021年1月，泛海控股发布公告，拟向其他机构继续出售共计 17.05% 民生证券股份，泛海控股对公司持股比例将进一步降低。上述股权转让尚未具备交割条件，待上述股份转让完成后，泛海控股持股比例将不足 30%，公司存在控制权变更的可能。

2. 企业规模和竞争力

公司是全国性综合类证券公司，主要业务居行业中游水平，其中投资银行业务具有很强的竞争力。

公司作为全国性综合类证券公司之一，业务牌照齐全；截至 2021 年 3 月末，公司股本 114.56 亿元，资本实力较强；公司设有 48 家营业部、38 家分公司，基本实现全国网点布局。依据中国证券业协会发布的证券公司经营业绩排名，公司各项经营指标处于行业中上游水平，其中投资银行业务排名行业上游。

表 6 2018 - 2020 年公司主要指标行业排名（单位：名）

项目	2018年	2019年	2020年
净资本	50	54	52
营业收入	49	41	33
证券经纪业务收入	47	48	49
客户资产管理业务收入	/	/	/
投资银行业务收入	25	21	11
融资类业务收入	44	46	47
证券投资收入	46	29	36

注：1. “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”。

中国证券业协会仅公布客户资产管理业务收入行业中位数以上排名。2. “融资类业务收入”排名为“融资类业务利息收入”排名

资料来源：中国证券业协会，联合资信整理

公司投资银行业务具备很强行业竞争力，截至 2021 年 3 月末，公司投资银行业务团队共有 652 人，其中保荐代表人 268 人、准保荐代表人 35 人。2020 年，公司股票主承销佣金收入位居行业第 12 位，股票主承销家数排名第 31 位¹，总体居于行业上游水平。

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，截至 2021 年 5 月 21 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 2021 年 3 月末，公司共获银行综合授信 138.20 亿元，未使用额度 95.10 亿元，公司融资渠道较为畅通。

七、管理分析

跟踪期内，公司总裁离任，新任总裁由董事长兼任，部分高级管理人员发生变更，但整体管理团队保持稳定。公司内控体系逐步完善，但相关管控水平仍需提高。

跟踪期内，公司内部管理及主要制度未发生重大变化。公司根据《公司法》《证券法》《证券公司治理准则》等有关法律法规及公司章程，建立了股东大会、董事会、监事会和经营管理层“三会一层”相互分离、互相制衡的法人治理结构。

公司总裁于 2020 年 5 月离任，2020 年 12 月 1 日，公司董事长冯鹤年先生由代行公司总裁执行委员会主席职务变为兼任公司总裁、执行委员会主席职务。2020 年以来，公司部分董事、监事和高级管理人员发生变更，公司新聘任人员均具有多年金融从业及管理经验，公司整体组织架构保持稳定。

公司董事长冯鹤年先生，毕业于中国政法大学，硕士研究生。历任中国证监会法律部副主任、非上市公众公司部主任、创业板发行监

管部主任；中国证监会山东证监局局长兼党委书记。现任民生证券股份有限公司董事长、公司总裁、执行委员会主席。

收到的行政监管措施方面，2020 年 9 月，公司武汉分公司因合规管理人员资质不达标，收到湖北证监局《关于对民生证券股份有限公司武汉分公司采取出具警示函措施的决定》，公司及武汉分公司对上述行政监管措施无异议，并将按照上述决定的要求进一步关注经营风险，强化内部管理，提升业务人员执业素质，依法合规开展业务，采取有效措施严防类似情况再次发生。截至 2021 年 3 月末，武汉分公司对上述行政监管措施所提及的问题已完成整改。

2020 年，公司分类评价为级 BB 级，处于行业中下游水平。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年，受证券市场行情回暖及公司业务拓展的综合影响，公司营业收入和净利润均大幅增长；投资交易业务、财富管理业务和投资银行业务为公司的三大主要收入来源；但公司经营易受证券市场行情波动以及相关监管政策变化的影响，波动性较大。

公司证券经营的主要业务板块包括财富管理业务、投资银行业务、资产管理业务、投资交易业务和其他业务（主要为综合性融资成本）。2020 年，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；公司营业收入 36.32 亿元，同比增长 35.13%；净利润 9.19 亿元，同比增长 72.65%，增幅均高于行业平均增幅。

2020 年，从收入结构上来看，公司收入主要来源于财富管理业务、投资银行业务和投资交易业务，除此之外其他板块占比较小。2020 年，随着投资银行业务收入的增长，其他业务板块收入占比均有所下降，公司收入结构较为均衡。2020 年，公司财富管理业务占比下降至 33.83%，营业收入第一大来源由财富管理业务变更为投资银行业务。2020 年，投资银行业务

¹ 2020 年，公司股票主承销佣金收入及家数排名均来源于 wind

收入占比上升至45.86%，主要系受市场行情推动，投行业务快速发展所致。2020年，公司投资交易业务收入占比为31.06%，较2019年下降9.67个百分点，但对公司营业收入的贡献度仍较高。2020年，公司资产管理业务收入占比下降至4.87%，较2019年占比下降6.73个百分点，主要系受“资管新规”行业政策影响，公司压缩

资管计划规模致使公司资产管理业务收入下降所致。

2021年1—3月，公司实现营业收入8.16亿元，同比增长10.58%，实现利润总额3.49亿元，同比增长63.81%，主要系公允价值变动收益增加带动营业收入增长所致。

表7 公司营业收入及占比情况（单位：亿元、%）

业务类别	2018年（重述）		2019年（重述）		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财富管理业务	10.17	69.76	12.01	44.67	12.29	33.83
投资银行业务	4.46	30.61	7.63	28.37	16.65	45.86
资产管理业务	1.15	7.89	3.12	11.60	1.77	4.87
投资交易业务	1.82	12.47	10.95	40.73	11.28	31.06
其他业务	-3.02	-20.73	-6.82	-25.37	-5.67	-15.61
合计	14.58	100.00	26.88	100.00	36.32	100.00

注：1. 因业务分部划分调整，公司于2020年度起调整分部信息，将原经纪业务、信用业务、期货业务合并归类为财富管理业务；原自营业务、另类投资业务合并归类为投资交易业务；原资产管理业务、私募基金管理业务合并归类为资产管理业务；此外，其他业务板块与分部间抵消合并统计，不再设分部间抵消科目。2. 其他业务营业收入为负数，主要是公司债务融资利息支出、总部行政费用所形成。

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 业务运营

（1）财富管理业务

公司财富管理业务包括证券、期货经纪业务和信用业务。其中，证券及期货经纪业务主要包括证券经纪、金融产品销售和期货经纪业务，信用业务主要包括融资融券及股票质押业务。

公司营业网点基本实现全国性布局，受市场行情回暖影响，2020年，公司证券经纪业务交易规模有所增长，其中股票及基金业务增长较快。同时，证券经纪业务受市场行情影响较大，未来经纪业务的收入增长存在一定程度的不确定性。

公司证券经纪业务资格齐全，包括向客户提供股票、基金、债券等代理交易买卖业务。2020年，伴随整个市场经纪业务向财富管理转

型的趋势，公司证券经纪业务平均佣金率水平分别为0.315%，同比去年有所下降。2020年，公司推进经纪业务转型，创新业务发展模式，着力降低传统经纪业务收入占比。为了满足经纪业务转型需求，公司调整人员结构，增加中高端专业人才比重，组建财富管理团队和创新业务团队，不断扩大财富管理业务范围，投顾服务能力逐步提高。

2020年，公司代理买卖证券交易额27042.75亿元，同比增长31.41%，主要系公司推动财富管理转型，实施以创收为核心的考核管理，促进业务规模增长所致。

截至2021年3月底，公司证券经纪业务共80多家分支机构，分布在全国近30个省（市、直辖市及自治区）的重要中心城市，形成辐射全国的服务网络体系。

表8 公司经纪业务情况表（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
股票及基金	6484.35	0.32	9027.59	0.33	13057.55	/
债券	11072.35	/	11551.16	0.23	13985.20	/
合计	17556.70	/	20578.75	/	27042.75	/

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020年，受市场行情和政策影响，公司融资融券业务规模和利息收入同比增长；股票质押业务规模有所收缩。

目前，公司融资融券业务由经纪业务事业部的机构客户部具体管理。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。

融资融券业务方面，2020年，公司融资融券业务余额较上年末小幅增长3.34%，公司融资融券市场规模受行情影响较大；实现利息收入3.88亿元，同比增长31.08%，主要系业务规模增长及日均交易量上涨所致。

股票质押回购业务方面，2020年，股票质押待回购交易金额为7.66亿元，同比减少61.25%，主要系公司股票质押业务策略为防控

风险有所调整，严控项目筛选标准，同时向公司战略客户倾斜所致。2020年，股票质押回购利息收入亦呈下降趋势，同比下降49.13%，与公司压缩股票质押回购业务规模变化趋势一致。

截至2020年末，随着股票质押回购业务规模的大幅下降，公司信用业务杠杆率下降18.76个百分点至42.58%。整体来看，公司信用业务杠杆率水平较低。

截至2021年3月末，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3笔，涉及金额分别为0.73亿元、0.14亿元和0.23亿元，担保证券市值均大于融资本金。目前公司对股票质押业务计提减值准备87.68万元，存在进一步减值风险，需关注未来项目回收情况。

表9 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
融资融券账户数目	18934	20249	21544
融资融券账户余额	29.13	49.69	51.35
融资融券利息收入	2.71	2.96	3.88
股票质押待回购金额	28.49	19.77	7.66
股票质押回购利息收入	2.87	1.73	0.88

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）投资银行业务

2020年，公司投资银行业务发展良好，投资银行业务收入较快增长；受行业政策红利及市场行情影响，公司投资银行承销规模增长较快。目前，公司投资银行业务储备良好，有利于公司保持很强竞争力。

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2021年3月底，公司投资银行业务团队共有652人，其中保荐代表人268人、准保荐代表人35人，基本能够满足公司投资银行业务的发展需要。2020年，实现投资银行业务收入16.65亿元，同比增长118.41%，占营业收入的比重大幅提升至45.86%。

2020年，公司投资银行业务侧重于IPO、再

融资和企业债券项目。从股权承销来看，2020年，受科创板开板和注册制改革等利好政策影响，公司股权类项目大幅增长，承销金额201.37亿元，同比增长75.99%，其中IPO完成23家，承销金额125.55亿元，同比增长156.85%，再融资13家，承销金额75.82亿元，同比增长15.51%。

从债券承销来看，2020年，债券类承销家数和金额均大幅度增长，承销金融320.32亿元，同比增长238.57%，主要系受当年债券发行市场行情推动所致。

从项目储备来看，截至2021年3月末，IPO在会审核家数21家，过会待发行家数32家（21家IPO，11家再融资）；债券承销业务已获批文待发行项目共16个，其中公司债和企业债项目10个、ABS项目5个、其他类型1个。公司的项目资源储备丰富，有助于投资银行业务的发展。

表 10 公司投资银行业务情况表（单位：家、亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	家数	金额	家数	金额	家数	金额
股权类	3	25.51	12	114.42	39	201.37
IPO	2	8.35	7	48.88	23	125.55
再融资	1	17.16	5	65.64	13	75.82
债权类	14	117.23	11	94.61	44	320.32

资料来源：公司提供，联合资信整理

（3）投资交易业务

2020年，公司证券投资业务收入稳步增长，证券投资以债券持仓为主；同时，近年来证券市场持续波动且违约事件频发，未来公司自营业务投资收益的实现存在不确定性。

公司投资交易业务由权益类投资、固定收益类投资以及衍生品投资组成。2020年实现投资交易收入11.28亿元，同比增长3.04%，主要为市场行情较好，公司自营业务实现较好收入所致。

从投资结构来看，公司以债券投资为主。截至2020年末，公司投资规模较上年末增长19.83%，主要为债券投资的增长；其中债券投资较上年末增长31.03%，债券持仓占比为80.99%，股票占比虽有所上升但仍较低。债券

持仓中利率债占比整个投资结构的70%以上；截至2020年末，基金投资规模较上年末下降12.32%，基金持仓占比为5.51%。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2020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300.37%，自营权益类及证券衍生品/净资本指标为16.29%，虽较上年末分别上升15.91和4.09个百分点，但均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

截至2021年3月末，公司债券自营投资业务发生违约情况1例，为公司在二级市场上投资的红博会展信托受益权资产支持专项计划（第六期和第七期）项目，涉及投资金额9245.03万元，目前按市场估值计算公允价值，账面市值为3053.66万元，损失已计入当期损益。

表 11 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 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	124.50	87.95	154.16	74.07	201.99	80.99
股票	8.41	5.94	6.01	2.89	10.80	4.33
基金	7.91	5.59	15.66	7.53	13.73	5.51
其他	0.74	0.52	32.29	15.52	22.87	9.17
合计	141.55	100.00	208.13	100.00	249.40	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

（4）资产管理业务

受资管业务“去通道”影响，截至2020年末，公司资产管理业务规模有所下降；公司主动管理能力增强，但整体资产管理业务收入规模较小。

公司资产管理业务产品类型包括集合资产管理计划、定向资产管理计划和专项资产管理计划，业务范围覆盖权益投资（量化对冲、精

选股票等）、固定收益投资、股票质押、定增、员工持股计划、大股东增/减持和上市公司委托理财等领域。此外，2020年起公司因业务分板块调整，将原私募基金管理行业务划入资产管理业务分部。

资产管理业务收入在营业收入中占比较小，2020年公司合并口径资产管理业务收入为1.77亿元，在营业收入中占比为4.87%，同比减少

43.30%，主要系民生股权投资子公司投资业务收入较上年大幅下降所致。2020年，公司资产管理业务净收入为0.55亿元，同比增长12.24%。

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有所下降，主要为受资管新规影响，通道类业务规模下降所致。截至2020年末，资产管理规模225.37亿元，其中定向资管占比70.69%，集合资管和专项资管分别占比18.46%和10.85%，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。截至2020年末，公司资管业务主动管理产品业务规模207.00亿元，较年初增长31.49%，主动管理规模占比85.00%，较上年末上升25.00个百分点，公司主动管理能力逐步增强；目前公司不存在持有资管产品劣后级或提供增信措施的情况。

表12 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	
	规模	净收入	规模	净收入	规模	净收入
集合资管	68.36	0.26	32.56	0.15	41.61	0.21
定向资管	182.78	0.25	186.79	0.33	159.31	0.33
专项资管	64.20	0.01	43.03	0.01	24.45	0.01
合计	315.35	0.53	262.37	0.49	225.37	0.55

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，联合资信整理

3. 主要子公司情况

2020年，子公司整体发展较为稳定，对公司收入规模形成一定补充。

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。2020年5月，公司对民生期货减资，民生期货注册资本变更为3.61亿元。截至2020年末，民生期货总资产为16.84亿元，总负债为12.65亿元，所有者权益为4.19亿元。2020年实现营业收入0.83亿元，实现净利润245.71万元。截至2021年3月末，民生期货总资产为21.62亿元，总负债为17.41亿元，所有者权益为4.21亿元；2021年1—3月，民生期货实现营业收入0.35亿元，实现净利润258.61万元。

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。截至2020年末，民生证券投资总资产为43.45亿元，总负债为1.28亿元，所有者权益为42.16万元；2020年共实现营业总收入3.88亿元，实现净利润1.98亿元。截至2021年3月末，民生证券投资总资产为45.53亿元，总负债为1.94亿元，所有者权益为43.59亿元；2021年1—3月，民生证

券投资实现营业收入2.04亿元，实现净利润1.22亿元。

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年末，民生股权投资总资产为7.41亿元，总负债为0.46亿元，所有者权益为6.95亿元。2020年实现营业收入0.99亿元，实现净利润0.37亿元。截至2021年3月末，民生股权投资总资产为7.36亿元，总负债为0.45亿元，所有者权益为6.92亿元。2021年1—3月，民生股权投资实现营业收入261.68万元，实现净利润-373.44万元。

4. 未来发展

公司以“投行+投资+投研”战略为发动机，以实现盈利水平跨越式发展为目标，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。

未来，公司将依托上海国际金融中心，加快财富管理转型，推进战略客户协同服务；全面提升公司经营和管理能力，打造行业领先的

专业团队；以“投行+投资+投研”战略为发动机，全力实现盈利水平跨越式发展的目标。具体包括：

强长板，增强公司品牌影响力。

在强长板方面，公司投行业务将更加重视项目储备工作，增加项目数量的同时更加重视项目质量。2021年初证监会发布的注册制下《首发企业现场检查规定》，已经显示了监管对于项目质量把控的决心。未来公司的经纪、资管等其他重要业务条线将以协同业务的形式帮助投行补充项目储备，多层次地把控项目质量。随着注册制的逐步成熟，科创板和创业板的潜力愈发凸显，创业板更是公司投行的强势领域，预计能够为公司创收提供持续动力。加长板的另一个重点是固定收益业务，打造稳定盈利点。有别于其他券商以利率债红利和信用债价差的盈利模式，公司固收盈利主要集中在以交易和撮合为主的做市业务，风险小且收益稳健。固定收益业务将利用团队优势，加快完善业务资质牌照，提高固收投资、做市、销售交易规模及收益。

补短板，进一步优化收入结构调整。

补短板方面，公司对财富管理转型、资管主动管理转型确定了长期规划和目标。其一，近年来行业佣金率持续下滑，结合国外发展趋势，行业传统佣金业务不论在收入金额，还是收入占比都呈现下降趋势。公司经纪业务必然由传统型佣金业务，向高净值客户、财富管理业务转型。其二，信用业务风险转型。过去两年公司有效缩减高风险的股票质押业务，结合市场行情扩展低风险的两融业务。未来公司将继续重视信用风险控制，合理分配资金资源，综合考虑收益与风险。其三，公司资管业务由通道业务向主动管理业务转型。在资管新规和行业去通道趋势的影响下，行业资管业务规模呈下降趋势。公司资管业务已经在主动管理和投资顾问等领域布局，将充分利用公司营业部分布广的优势，与经济发达地区营业部合作开展业务协同，加速主动管理和财富管理转型，建设差异化竞争能力。

继续坚定落实“投行+投资+投研”战略，做强投行，辐射投资、投研。

为了进一步提高公司盈利能力，追赶头部券商ROE，未来公司会采取更大力度支持“投行+投资+投研”战略。投行更加重视为民生投资、民生股权提供优质项目，民生投资为投行科创板跟投提供充裕资金。形成良性闭环后，科创板项目上市即产生的良好收益，可以有效平滑民生投资参与早期项目收入实现的滞后性，民生投资可以借此实现财务表现的可持续发展。研究业务在自给自足以及合规前提下，为公司各业务进行导流，通过打造重点项目典型，实现品牌影响力的突破提升。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年的合并财务报表和2021年第一季度财务报表，2018年财务报表由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019—2020年财务报表均由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留的审计意见；2021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，财务数据可比性强。

截至2020年末，公司资产总额524.20亿元，其中客户资金存款69.81亿元；负债总额381.55亿元，其中代理买卖证券款89.18亿元；所有者权益142.66亿元，其中归属于母公司的所有者权益142.45亿元，母公司口径下净资产82.49亿元。2020年，公司实现营业收入36.32亿元，利润总额12.30亿元，净利润9.19亿元，归属于母公司的净利润9.19亿元；经营活动产生的现金流净额为57.06亿元，现金及现金等价物净增加额为37.05亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 495.28 亿元，其中客户资金存款 73.53 亿元；负债总额 350.01 亿元，其中代理买卖证券款 83.81 亿元；所有者权益 145.27 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 145.06 亿元，母公司口径下净资产 83.34 亿元。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.16 亿元，利润总额 3.49 亿元，净利润 2.61 亿元，归属于母公司的净利润 2.61 亿元；经营活动产生的现金流净额为 0.85 亿元，现金及现金等价物净增加额为 3.83 亿元。

2. 资金来源与流动性

截至 2020 年末，随着业务规模的扩大，公司自有负债规模有所增加，杠杆水平波动不大，仍处于行业正常水平；公司短期债务占比较高，面临一定程度的集中偿付压力。

2020 年，随着公司业务的发展，负债规模不断增大。截至 2020 年末，公司负债总额 381.55 亿元，较上年末增长 15.15%，系公司卖出回购金融资产款增加所致。2020 年，公司卖出回购金融资产款增长较快，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 2020 年底，公司自有负债 292.36 亿元，较上年末增长 17.25%，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，占自有负债的比例分别为 46.64%、28.66%、6.82%和 4.72%。截至 2020 年底，公司卖出回购金融资产款 136.37 亿元，较上年末增长 70.11%，主要系债券质押式回购业务规模增长所致。截至 2020 年末，公司应付债券为 83.78 亿元，较上年末减少 39.65%，主要系公司部分债券到期兑付所致。截至 2020 年末，公司交易性金融负债 13.81 亿元，较上年末减少 9.10%，主要系结构化主体中其他投资者享有份额大幅度减少所致。截至 2020 年末，公司拆入资金 19.94 亿元，较上年末增加 31.22%，其中转融通资金 13.00 亿元，较上年末 8.00 亿元大幅增加，其他为银行间拆入资金，变动不大。

截至 2020 年末，公司全部债务 261.65 亿元，较上年末增长 11.71%，其中短期债务占比 67.81%，较上年末上涨 20.51 个百分点，长期债务占比相应下降。截至 2020 年末，自有资产负债率为 67.21%，较上年末下降 1.56 个百分点，整体杠杆率变动不大，处于行业正常区间。

表 13 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
自有负债	229.29	249.36	292.36	/
其中：卖出回购金融资产款	62.55	80.16	136.37	88.31
应付债券	99.86	123.43	83.78	64.96
拆入资金	16.00	15.19	19.94	13.04
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	13.81	28.92
非自有负债	60.40	81.98	89.19	/
其中：代理买卖证券款	55.35	79.24	89.18	83.81
负债总额	289.69	331.34	381.55	350.01
全部债务	218.43	234.23	261.65	226.44
其中：短期债务	118.57	110.80	177.43	160.95
长期债务	99.86	123.43	84.22	65.49
净资产/负债（母公司口径）	36.20	29.90	29.69	33.97
净资产/负债（母公司口径）	48.92	46.17	50.01	57.22
自有资产负债率	67.76	68.77	67.21	/

资料来源：公司财务报表和监管报表，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，公司负债规模 350.01 亿元，较上年末下降 13.46%，主要系卖出回购

金融资产款和应付债券减少所致；公司全部债务规模 226.44 亿元，较上年末下降 5.95%，主

要系卖出回购金融资产款下降所致。

从有息债务偿还期限结构来看，截至 2020 年末，公司有息债务中 2021 年内到期的占比

91.30%，2022 年到期债务占比 6.06%，短期债务占比较高，存在一定的短期偿付压力。

表 14 截至 2020 年末公司到期债务占比情况（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
2021 年	224.04	91.30
2022 年	14.86	6.06
2023 年及以后	6.50	2.65
合计	245.40	100.00

注：1. 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。2. 上表 2021 年到期债务规模中包含 2021 年内到期的债券，分别为“18 民生 F2”“19 民生 01”“18 民生 C1”和“19 民生 C1”；截至 2021 年 5 月 25 日，该 4 笔债券均已经到期兑付完成，总计金额 48.22 亿元。

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2020 年末，公司自有资产规模有所增长，优质流动资产占比有所下降，资产流动性较好、质量较高。

截至 2020 年末，公司资产总额 524.20 亿元，较上年末增长 17.91%，主要系公司增资金额部分计入货币资金及交易性金融资产增长所致。截至 2020 年末，自有资产 435.02 亿元，较上年末增长 19.97%，占总资产比重为 82.99%，较上年末上升 1.43 个百分点。

截至 2020 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 21.19%、10.13%、56.50%和 2.81%。截至 2020 年末，公司优质流动资产 71.61 亿元，较上年末减少 7.13%，优质流动资产/总资产比率为 17.18%，整体仍处于较好水平。

截至 2020 年底，公司货币资金 111.06 亿元，较上年末大幅增长 37.99%，主要系银行存款增长所致，其中自有资金为 41.05 亿元，自有货币资金中无使用受限的货币资金。截至 2020 年末，公司融出资金 53.08 亿元，较上年末增长 6.82%，

主要是公司融资融券业务规模上升所致。截至 2020 年末，公司交易性金融资产 296.20 亿元，较上年末增长 18.11%，主要为公司自营投资持有金融资产，其中债券金额 202.02 亿元（占比 68.20%）、基金金额 45.51 亿元（占比 15.36%）。截至 2020 年末，买入返售金融资产余额 14.73 亿元，较上年末减少 42.29%，主要系公司控制风险主动压缩股票质押业务所致；其中买入返售债券金额 7.10 亿元（占比 48.09%）、买入返售股票金额 7.66 亿元（占比 51.91%），质押回购融出资金按剩余期限分类 1 个月以内占比 13.65%，无 1~3 个月到期，3 个月到 1 年以内占比 71.56%，期限以 3 个月到 1 年内为主，公司共计提减值准备 0.04 亿元，占业务规模 0.27%，计提比例一般。

截至 2021 年 3 月末，公司资产规模 495.28 亿元，较上年末减少 5.52%，主要交易性金融资产减少所致；公司资产主要由货币资金（占比 23.60%）、结算备付金（占比 5.03%）、融出证券（占比 10.40%）和交易性金融资产（占比 50.37%）构成。

表 15 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
资产总额	398.79	444.58	524.20	495.28
其中：自有货币资金	14.95	17.21	41.25	43.34
自有结算备付金	1.55	2.68	3.20	4.87
融出资金	29.04	49.69	53.08	0.00
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	14.73	22.83
可供出售金融资产	67.97	--	--	--
交易性金融资产	--	250.78	296.20	249.49
自有资产	338.39	362.60	435.02	/
自有资产/资产总额	84.86	81.56	82.99	/
优质流动性资产	69.38	77.11	71.76	/
优质流动性资产/总资产	17.84	21.83	17.18	/

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，联合资信整理

3. 资本充足性

截至 2020 年末，公司股东权益有所增长，且稳定性较好；公司各项风险控制指标均高于监管要求，资本充足性较好。

截至 2020 年末，股东权益较上年末增长 25.97%，主要系利润留存和股东增资 25.00 亿元所致；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 80.42%、6.31%、6.42%和 5.81%，公司所有者权益中股本占比较高，股东权益稳定性较好。2020 年，公司进行利润分配 2.52 亿元，占上一年度归母净利润的 47.33%，分红比例较高。

截至 2020 年末，公司净资本 82.49 亿元，较上年末增长 14.16%，增幅小于净资产增幅，主要系附属净资本降幅较大，同时对子公司增资后，公司持有股权投资对应的净资本扣除比例较高所致，公司净资本均为核心净资本。截至 2020 年末，附属净资本由上年的 14.30 亿元

下降为 0，主要为可计入附属资本的次级债券减少所致。

从主要风控指标来看，截至 2020 年末，公司母公司口径的净资本/净资产指标为 59.37%，较 2019 年末下降 5.40 个百分点；资本杠杆率指标由 2019 年末的 16.28%上升至 19.43%；各项风险资本准备之和由 2019 年末的 35.77 亿元小幅下降至 34.48 亿元；受净资本上升影响，风险覆盖率指标由 2019 年末的 202.03%上升至 2020 年末的 239.25%。公司各项风险控制指标处于安全范围内，绝大多数指标远高于行业监管标准。

截至 2021 年 3 月末，公司股东权益 145.27 亿元，较上年末小幅增长 1.83%，主要系利润留存所致；公司净资本规模 83.34 亿元，较上年末增长 1.03%，变动不大；主要风控指标来看，风险覆盖率和资本杠杆率分别为 241.67%和 21.19%，分别较上年末上升 2.42 和 1.76 个百分点，高于监管标准。

表 16 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 年末	2021 年 3 月末	监管标准	预警指标
核心净资本	54.46	57.96	82.49	/	--	--
附属净资本	26.10	14.30	0.00	/	--	--
净资本	80.75	72.26	82.49	83.34	--	--
净资产	109.12	111.56	138.95	145.27	--	--
各项风险资本准备之和	37.82	35.77	34.48	140.36	--	--
风险覆盖率	213.53	202.03	239.25	241.67	≥100	≥120
资本杠杆率	16.07	16.28	19.43	21.19	≥8	≥9.6
净资本/净资产	74.01	64.77	59.37	59.38	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表，联合资信整理

4. 盈利能力

2020 年，受市场行情回暖影响，公司营业收入和净利润均大幅增长；公司盈利能力指标

持续向好，但盈利稳定性一般，整体盈利能力较强。

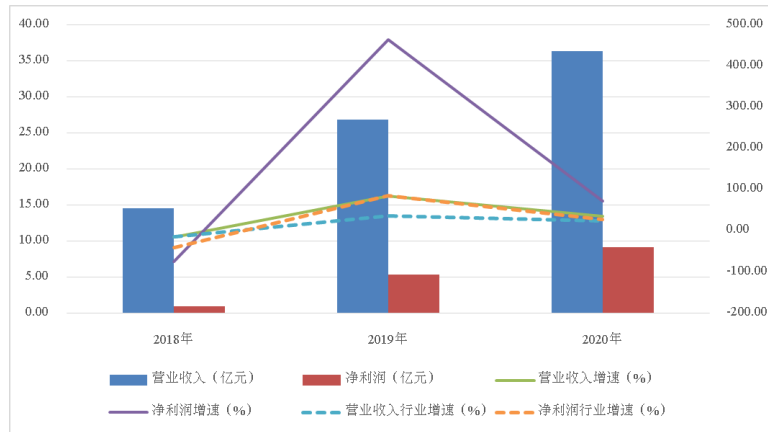
2020 年，受市场行情有所回暖的影响，公

司投资交易业务和投资银行业务收入实现较好增长,公司实现营业收入 36.32 亿元,同比增长 35.13%。

从营业支出来看,2020 年,公司营业支出 23.41 亿元,同比增长 15.13%,其中业务及管理费 21.37 亿元,同比增长 19.08%。从构成来

看,2020 年,公司营业支出中业务及管理费占 91.30%;公司的薪酬收入比由 2019 年的 53.26%下降至 47.83%。2020 年,公司营业费用率随着收入增长而大幅下降 7.93 个百分点至 58.85%,但费用控制能力仍需加强。

图 5 公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司审计报告，wind，联合资信整理

从盈利指标来看,2020 年公司净利润为 9.19 亿元,同比增长 72.65%,主要系受市场行情回暖影响、投资银行业务及投资交易收入增加所致。公司盈利指标呈较快提升趋势,2020 年公司自有资产收益率为 2.30%,净资产收益率为 7.18%,分别上升 0.78 个百分点和 2.39 个百分点。

2021 年 1—3 月,公司实现营业收入 8.16 亿元,同比增长 10.58%,实现利润总额 3.49 亿元,同比增长 63.81%,主要系资产管理业务手续费净收入增长及公允价值变动收益增加带动营业收入增长所致;2021 年 1—3 月,公司营业利润率和净资产收益率分别为 42.69%和 3.60%。

表 17 公司盈利情况(单位:亿元、%、名)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业费用率	82.35	66.78	58.85	52.32
薪酬收入比	54.63	53.26	47.83	/
营业利润率	10.76	24.35	35.55	42.69
自有资产收益率	0.30	1.52	2.30	/
净资产收益率	0.84	4.79	7.18	3.60
净资产收益率行业排名	68	39	35	/

注:2021 年第一季度相关指标未年化

资料来源:公司财务报表,联合资信整理

从同行业对标企业来看,公司各项指标均具有提升空间,其中自有资产收益率和盈利稳

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 18 2020 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	6.30	2.12	56.52	61.41	70.82

恒泰证券	4.82	2.38	72.50	108.77	55.19
国都证券	8.85	3.38	42.13	107.92	62.13
样本企业平均值	6.66	2.63	57.05	92.70	62.71
民生证券	7.18	2.30	58.85	82.41	67.21

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

公司或有负债风险较低。

截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保事项。

2020 年以来，公司作为被告的未决诉讼进展情况为：

李霞诉公司及太原营业部侵权纠纷案。李霞依据其与案外人假冒公司名义签订的合同，以公司及公司太原长治路证券营业部为被告、张瑞祥为第三人向太原市中级人民法院起诉，主张公司及公司太原长治路证券营业部赔偿本金 7400.00 万元及固定收益 600.00 万元，共计 8000.00 万元。太原市中院于 2020 年 9 月受理本案，目前正在等待一审开庭。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年5月末，公司存续债券的短期偿债压力较小，公司良好的资产质量和盈利能力能够对存续债券形成较好保障。

截至2021年5月末，公司存续债券余额合计 15.50 亿元。其中本年度剩余应到期债券本金为 0 亿元，2022 年达到存续债券待偿本金峰值。截至 2020 年末，公司优质流动资产和 EBITDA 分别为 71.61 亿元、21.39 亿元，EBITDA/未来待偿债券本金峰值 2.38 倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 19 截至 2021 年 5 月末公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

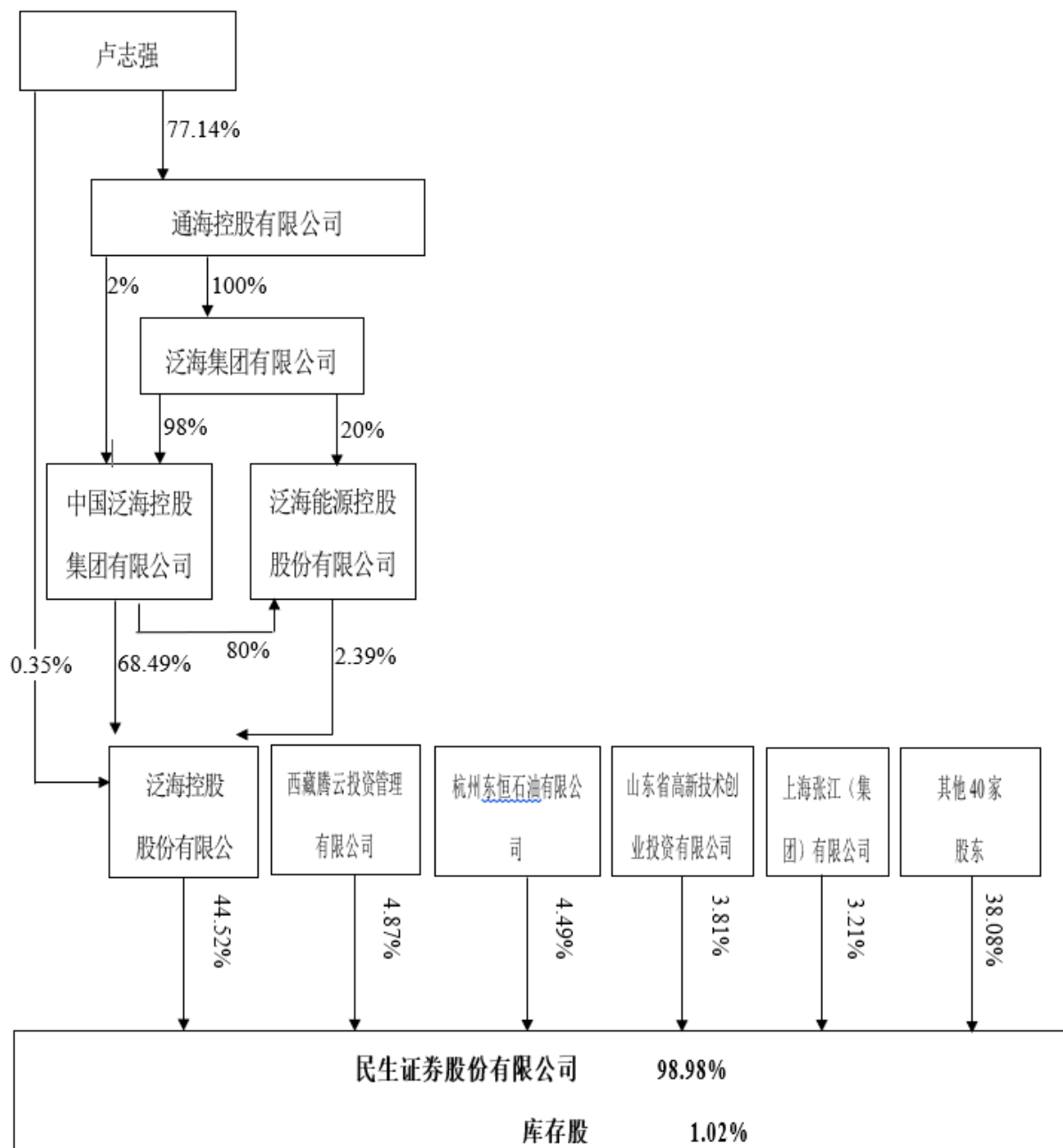
项 目	指标值
本年度剩余应到期债券本金	0.00
未来待偿债券本金峰值	9.00
优质流动性资产/本年度剩余应到期债券本金	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.38

注：1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用 2020 年末财务数据，已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级 AA⁺；维持“19 民生 G1”和“20 民生 G1”的债项信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末民生证券股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

```

graph TD
    A[股东大会] --> B[董事会]
    A --> C[监事会]
    B --> D[战略与投资委员会]
    B --> E[合规管理与风险控制委员会]
    B --> F[审计委员会]
    B --> G[薪酬与提名委员会]
    B --> H[固定收益专业委员会]
    B --> I[信用交易专业委员会]
    B --> J[信息技术专业委员会]
    B --> K[产品风险评审委员会]
    B --> L[风险管理委员会]
    B --> M[公司执行委员会]
    C --> N[资产负债委员会]
    C --> O[人力资源管理委员会]
    C --> P[投资银行专业委员会]
    C --> Q[经纪业务专业委员会]
    C --> R[权益类产品投资专业委员会]
    C --> S[资产管理专业委员会]
    C --> T[综合托管业务专业委员会]
    M --> U[董事会秘书]
    M --> V[合规总监]
    M --> W[民生金融管理学院]
    M --> X[民生证券研究院]
    M --> Y[战略发展总部]
    M --> Z[公司办公室]
    M --> AA[人力资源总部]
    M --> AB[财务管理中心]
    M --> AC[风险管理总部]
    M --> AD[审计监察总部]
    M --> AE[内核委员会办公室]
    M --> AF[结算存管总部]
    M --> AG[信息技术中心]
    M --> AH[国际业务总部]
    M --> AI[经纪业务事业部]
    M --> AJ[投资银行事业部]
    M --> AK[资产管理事业部]
    M --> AL[固定收益事业部]
    M --> AM[投资交易事业部]
    M --> AN[债权融资事业部]
    M --> AO[各分公司及营业部]
    M --> AP[民生期货有限公司]
    M --> AQ[民生股权投资基金管理有限公司]
    M --> AR[民生证券投资有限公司]
  
```

The organizational chart of Minsheng Securities Co., Ltd. is structured as follows:

- 股东大会 (Shareholders' Meeting)**
 - 董事会 (Board of Directors)**
 - 战略与投资委员会 (Strategy and Investment Committee)
 - 合规管理与风险控制委员会 (Compliance and Risk Control Committee)
 - 审计委员会 (Audit Committee)
 - 薪酬与提名委员会 (Compensation and Nomination Committee)
 - 固定收益专业委员会 (Fixed Income Special Committee)
 - 信用交易专业委员会 (Credit Transaction Special Committee)
 - 信息技术专业委员会 (Information Technology Special Committee)
 - 产品风险评审委员会 (Product Risk Review Committee)
 - 风险管理委员会 (Risk Management Committee)
 - 公司执行委员会 (Company Executive Committee)**
 - 董事会秘书 (Company Secretary)
 - 合规总监 (Compliance Director)
 - 民生金融管理学院 (Minsheng Financial Management Academy)
 - 民生证券研究院 (Minsheng Securities Research Institute)
 - 战略发展总部 (Strategy Development Headquarter)
 - 公司办公室 (Company Office)
 - 人力资源总部 (Human Resources Headquarter)
 - 财务管理中心 (Financial Management Center)
 - 风险管理总部 (Risk Management Headquarter)
 - 审计监察总部 (Audit and Supervision Headquarter)
 - 内核委员会办公室 (Internal Control Committee Office)
 - 结算存管总部 (Settlement and Custody Headquarter)
 - 信息技术中心 (Information Technology Center)
 - 国际业务总部 (International Business Headquarter)
 - 经纪业务事业部 (Brokerage Business Business Unit)
 - 投资银行事业部 (Investment Banking Business Unit)
 - 资产管理事业部 (Asset Management Business Unit)
 - 固定收益事业部 (Fixed Income Business Unit)
 - 投资交易事业部 (Investment and Trading Business Unit)
 - 债权融资事业部 (Debt Financing Business Unit)
 - 各分公司及营业部 (All Branches and Business Units)
 - 民生期货有限公司 (Minsheng Futures Co., Ltd.)
 - 民生股权投资基金管理有限公司 (Minsheng Equity Investment Fund Management Co., Ltd.)
 - 民生证券投资有限公司 (Minsheng Securities Investment Co., Ltd.)
 - 监事会 (Board of Supervisors)**
 - 资产负债委员会 (Assets and Liabilities Committee)
 - 人力资源管理委员会 (Human Resource Management Committee)
 - 投资银行专业委员会 (Investment Banking Special Committee)
 - 经纪业务专业委员会 (Brokerage Business Special Committee)
 - 权益类产品投资专业委员会 (Equity Product Investment Special Committee)
 - 资产管理专业委员会 (Asset Management Special Committee)
 - 综合托管业务专业委员会 (Comprehensive Custody Business Special Committee)

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
自有资产（亿元）	338.39	362.60	435.02	/
所有者权益（亿元）	109.10	113.25	142.66	145.27
自有负债（亿元）	229.29	249.36	292.36	/
自有资产负债率（%）	67.76	68.77	67.21	/
优质流动资产/总资产（%）	17.84	21.83	17.18	/
营业收入（亿元）	14.58	26.88	36.32	8.16
利润总额（亿元）	1.27	6.52	12.30	3.49
营业利润率（%）	10.76	24.35	35.55	42.69
营业费用率（%）	82.35	66.78	58.85	52.32
薪酬收入比（%）	54.63	53.26	47.83	/
自有资产收益率（%）	0.30	1.52	2.30	/
净资产收益率（%）	0.84	4.79	7.18	3.60
盈利稳定性（%）	70.76	63.20	82.41	/
净资本（亿元）	80.75	72.26	82.49	83.34
风险覆盖率（%）	213.53	202.03	239.25	241.67
资本杠杆率（%）	16.07	16.28	19.43	21.19
流动性覆盖率（%）	255.19	194.25	201.09	136.66
净稳定资金率（%）	133.27	123.26	129.85	131.40
信用业务杠杆率（%）	52.73	61.33	42.58	/
短期债务（亿元）	118.57	110.80	177.43	160.95
长期债务（亿元）	99.86	123.43	84.22	65.49
全部债务（亿元）	218.43	234.23	261.65	226.44

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
资产总额年复合增长率	(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 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. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果,不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 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。
3. 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; 并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 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。
5. 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。
6. 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。