

信用等级公告

联合〔2020〕345号

民生证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对民生证券股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）进行综合分析和评估，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拟发行的 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二〇二〇年二月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 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

2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） （疫情防控债）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+
发行人主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
本期发行规模：基础发行规模 5 亿元，可超额配售不超过 6 亿元（含）
债券期限：3 年
还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

评级时间：2020 年 2 月 27 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
自有资产（亿元）	240.91	285.27	338.39	384.94
自有负债（亿元）	130.58	170.98	229.29	272.51
所有者权益（亿元）	110.33	114.29	109.10	112.43
优质流动性资产/总资产（%）	8.12	10.62	17.84	--
自有资产负债率（%）	54.20	59.94	67.76	70.79
营业收入（亿元）	15.29	17.24	14.58	21.05
净利润（亿元）	1.58	3.88	0.94	4.51
营业利润率（%）	13.91	29.94	10.76	27.50
净资产收益率（%）	1.39	3.45	0.84	4.07
净资本（亿元）	103.43	102.38	80.75	72.86
风险覆盖率（%）	266.24	344.69	213.53	197.74
资本杠杆率（%）	38.29	29.47	16.07	14.66
短期债务（亿元）	86.19	126.03	118.57	112.01
全部债务（亿元）	121.99	161.08	218.43	225.16
EBITDA（亿元）	6.53	11.58	11.71	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.69	1.95	1.18	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.07	0.05	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.59	1.05	1.06	--

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. 2019 年前三季度数据未经审计，相关指标未年化

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，研究能力较强，投行业务发展较好，具有较强行业竞争力。近年来，公司自有资产持续增长，其中，优质流动资产占比亦呈增长趋势，目前资产质量较高、流动性较好。

近年来，证券市场低迷行情对公司经纪业务和证券投资业务冲击较大，对公司盈利能力造成较大影响；同时，公司债务结构以短期为主，存在集中偿付压力，债务结构有待优化，且存在一定或有负债风险。

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”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为全国性综合类证券公司之一，业务牌照齐全，可为投资者提供综合性证券金融服务，公司控股股东是上市公司，资本实力雄厚，对公司支持力度较强。

2. 近年来，公司自有资产逐渐增长，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。

3. 近年来，公司强调基础竞争力的培育，投行业务和研究业务具有较强竞争力；2017年公司投资业务收入有所提升，盈利水平有所提高，2018年证券投资业务增长很快，成为主要收

入来源。

关注

1. 公司业务结构周期性很强，易受宏观系统性影响。近年来，公司经纪业务和证券投资业务受市场行情冲击较大，对公司盈利能力造成一定影响，2018 年，公司各项盈利指标下滑明显，2019 年以来盈利能力有所回升。

2. 近年来公司业务规模增长较快，同时被监管采取了一定监管措施，对公司内在风险管理控制水平提出了更高要求。

3. 公司杠杆水平提升较快，债务结构以短期为主，存在集中偿付压力，需关注其流动性风险；同时，公司存在一定或有债务风险。

分析师

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本期信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本期（期）债券到期兑付日有效；本期（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2019年9月末，公司注册资本为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，自然人卢志强先生通过直接和间接方式持有泛海控股77.14%股权，系公司实际控制人。截至2019年9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%。

表1 截至2019年9月底公司股权结构（单位：%）

股东	持股比例
泛海控股股份有限公司	87.65
山东省高新技术创业投资有限公司	4.54
山东省鲁信投资控股集团有限公司	3.54
新乡白鹭化纤集团有限责任公司	1.75
山东省国际信托股份有限公司	1.38
山东鲁信实业集团有限公司	1.16
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2019年9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2019年9月末，公司拥有46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“民生投资基金”）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2,281名。

截至2018年底，公司合并资产总额398.79亿元，其中客户资金存款41.13亿元；负债总额289.69亿元，其中代理买卖证券款55.35亿元；所有者权益109.10亿元，其中归属于母公司的所有者权益108.91亿元，母公司口径下净资产80.75亿元。2018年，公司实现营业收入14.58亿元，净利润0.94亿元，归属于母公司的净利润0.95亿元；经营活动产生的现金流净额为-37.90亿元，现金及现金等价物净增加额为-12.21亿元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额466.23亿元，其中客户资金存款63.26亿元；负债总额

353.80 亿元，其中代理买卖证券款 77.73 亿元；所有者权益 112.43 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 112.24 亿元，母公司口径下净资产 72.86 亿元。2019 年 1-9 月，公司实现营业收入 21.05 亿元，净利润 4.51 亿元，归属于母公司的净利润 4.51 亿元；经营活动产生的现金流净额为 42.03 亿元，现金及现金等价物净增加额为 23.33 亿元。

公司注册地址：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 16~18 层；法人代表：冯鹤年。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“民生证券股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）”，本期债券发行总额为不超过人民币 11.00 亿元，其中基础发行规模 5 亿元，可超额配售不超过 6 亿元（含）。本期债券面值 100 元，按面值平价发行；本期债券期限为 3 年，票面利率及其支付方式由公司根据发行情况协商确定；本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金将用于补充公司营运资金，其中不低于 10% 用于支持疫情防护防控相关业务，包括但不限于补充为疫区或因疫情受损的客户提供股权质押业务的资金；为疫区或因疫情受损的客户提供两融业务的资金；利用股权质押或者两融等业务为参与疫情防控的企业，如医药研发、医疗器械制造、物资运输仓储、疫区建设施工等提供相应的资金支持；补充投资疫区或因疫情受损或参与疫情防控的企业发行的疫情防控类金融产品等业务的资金；补充发行人自身受疫情影响的业务板块的营运资金。具体用于补充支持疫情防护防控相关业务的资金规模，将根据疫情发展情况进行适当调整。公司将根据本期债券募集资金的实际到位情况及资金使用需要，进一步安排具体的补充营运资金明细，可能对拟定的金额进行适当调整。

三、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

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。我国证券市场经过逾 20 年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。

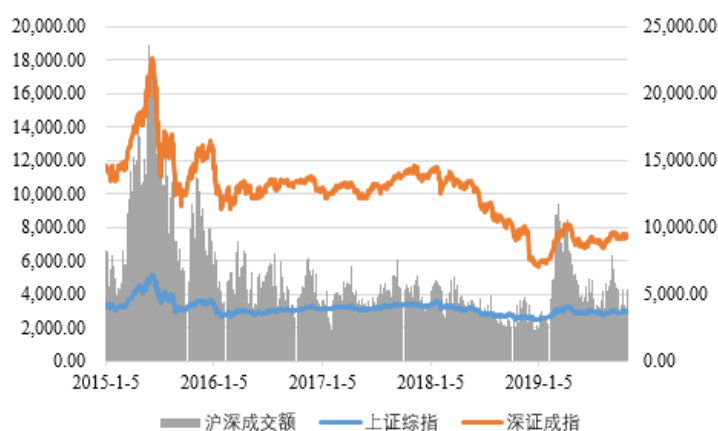
（1）证券市场发展概况

股票市场规模和交易活跃度下降，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生

近年来，股票市场震荡下行，2016 年股票市场价量齐跌；2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；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。根据交易所公布的数据，截至 2018 年底，上交所和深交所上市的公

司合计 3,584 家；股票市场总市值为 43.49 万亿元，较 2017 年底下降 31.16%；平均市盈率为 16.22 倍，较 2017 年减少 3.29 个倍数。2018 年全部 A 股成交额为 90.11 万亿元，日均成交额为 0.36 万亿元，同比减少均为 19.37%。截至 2018 年底，市场融资融券余额为 0.76 万亿元，较 2017 年底下降 26.21%。其中融资余额占比为 99.11%，融券余额占比为 0.89%。股票一级市场发行方面，2018 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.21 万亿元，同比减少 21.43%，共完成 IPO 为 105 家、增发 267 家、配股 15 家、优先股 7 家。截至 2019 年 9 月末，沪深两市股票市场总市值为 54.58 万亿元，较年初增长 25.50%；市场融资融券余额为 0.95 万亿元，较年初增长 25.57%。2019 年前三季度，全部 A 股成交额 99.52 万亿元；上交所和深交所共完成 IPO 129 家、增发 176 家、配股 9 家、优先股 4 家，共募集资金 1.08 万亿元。

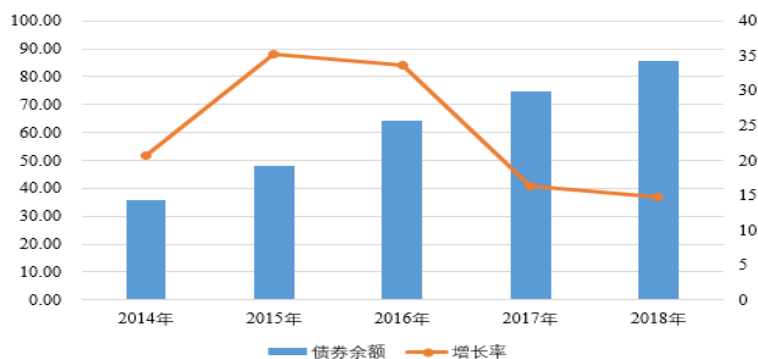
图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）



资料来源：WIND，联合评级整理

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。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；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。根据 WIND 统计数据，截至 2018 年底，债券余额为 85.75 万亿元，较 2017 年底增加 14.69%。债券发行方面，2018 年境内共发行各类债券 3.92 万只，发行额达 43.85 万亿元，同比增长 7.22%。2018 年境内债券交易总金额为 1,240.98 万亿元。其中，现券交易成交金额为 149.94 万亿元，回购交易成交金额为 951.78 万亿元，同业拆借 139.27 万亿元。2019 年前三季度，境内共发行各类债券 3.14 万只，发行额达 33.81 万亿元；截至 2019 年 9 月末，债券余额为 94.10 万亿元，较年初增长 9.73%。

图2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：WIND，联合评级整理

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2018年全国期货市场累计成交额为210.82万亿元，同比增长12.20%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为26.12万亿元，同比增长6.22%，占全国市场份额12.39%。

多层次资本市场已初步建立并不断完善

中小板和创业板分别于2004年和2009年设立。新三板自2012年开始启动扩容并于2013年扩大至全国，截至2018年底，挂牌企业数量达10,691家，较2017年底减少8.07%。区域性股权交易市场建设持续推进中。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（以下简称《建议》）也对构建多层次资本市场提出了新的要求。《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。国家主席习近平于2018年11月在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立科创板并试点注册制；2019年1月，证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，3月，证监会发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》。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。

金融创新产品和服务不断推出

在证券市场持续发展和监管政策推动下，金融创新产品和服务不断推出。在债券市场方面，推出了如非公开发行公司债、中小企业可交换债、绿色债券、永续期债和熊猫债等品种，丰富了债券种类，提升了审批效率；在股票市场方面，优先股、融资融券、约定购回式证券交易、股权激励行权融资、股票质押式回购、RQFII等相继推出，进一步丰富了投资工具；在衍生品市场方面，近年来推出了股指期货、国债期货、上证50ETF期权和原油期货等投资品种，为投资者提供了更加多元化的风险对冲工具。

（2）证券公司发展概况

近年来，随着资本市场建设力度的加大以及证券市场规模的逐步扩大，证券公司的数量呈稳步增长态势。2014-2018年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，增长幅度于2015年后趋于平稳；盈利能力呈现倒U型走势，2014-2015年盈利水平快速提升，2016年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2018年盈利水平进一步大幅下降。一方面，证券市场资本中介业务规模的扩张和监管政策的推动使证券公司资本规模不断得到补充，这也在一定程度上提升了证券公司的抗风险能力；另一方面，创新类业务的发展进一步丰富了证券公司的收入来源。随着证券公司

创新类业务的重视和推进，逐步形成了传统业务和创新业务相互促进的格局。但从目前收入结构来看，仍以传统的经纪业务、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 2 证券行业概况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
证券公司家数（家）	120	125	129	131	131
盈利家数（家）	119	124	124	120	106
盈利家数占比（%）	99.17	99.20	96.12	91.60	80.92
营业收入（亿元）	2,602.84	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87
净利润（亿元）	965.54	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20
总资产（万亿元）	4.09	6.42	5.79	6.14	6.26
净资产（万亿元）	0.92	1.45	1.64	1.85	1.89
净资本（万亿元）	0.68	1.25	1.47	1.58	1.57

数据来源：中国证券业协会

2018 年，受国内外经济环境变化的影响，证券市场悲观情绪弥漫，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；同时，2018 年，证券行业延续严监管趋势。截至 2018 年底，证监会及其派出机构已对 40 家券商开出 58 份行政监管措施或行政处罚书，较 2017 年全年 4 张的证监会罚单大幅增加。58 张罚单中，29 张罚单涉及合规风控问题，内控不健全问题密集暴露；另有 9 张罚单涉及债券承销业务，8 张涉及并购重组类处罚且罚没款金额较大，投行业务为重点监管范畴。从业务表现看，2018 年证券公司收入水平延续下降趋势，业绩降幅增大，盈利能力下滑明显；业务结构同质化较为严重，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，自营业务超过经纪业务成为第一大业务收入来源。截至 2018 年底，131 家证券公司总资产为 6.26 万亿元，较 2017 年底增加 1.95%；净资产为 1.89 万亿元，较 2017 年底增加 2.16%，净资本为 1.57 万亿元，较 2017 年底变动不大，资本实力保持稳定。2018 年，131 家证券公司中，106 家公司实现盈利，全年实现营业收入 2,662.87 亿元，全年实现净利润 666.20 亿元，分别同比减少 14.47%和 41.04%，降幅较 2017 年分别扩大 9.39 和 32.57 个百分点，经营业绩大幅下滑。

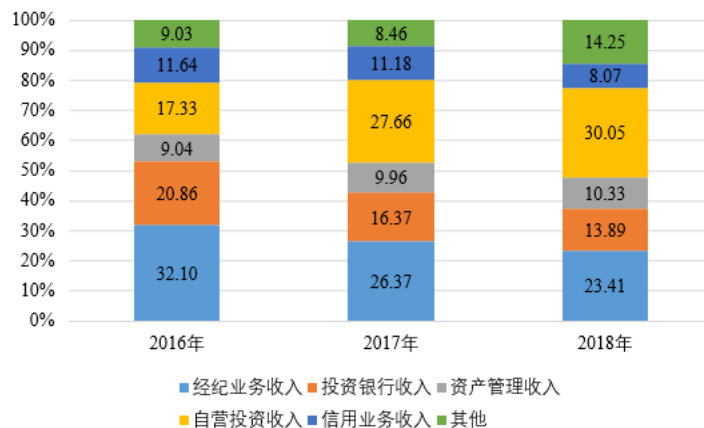
2019 年前三季度，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场进入平稳期；其中上证综指涨幅 16.49%，深成综指涨幅 26.93%，创业板涨幅 32.45%。截至 2019 年 9 月底，131 家证券公司总资产为 7.02 万亿元，较 2018 年底增加 12.14%；净资产为 1.99 万亿元，较 2018 年底增加 5.29%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年增加 3.18%。2019 年前三季度，131 家证券公司中，119 家公司实现盈利，实现营业收入 2,611.95 亿元，实现净利润 931.05 亿元，分别同比增长 37.96%和 87.50%，经营业绩大幅改善。

2. 业务分析

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。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，近年来受证券市场交投活跃度低迷影响，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持在 20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2016 年，股票市场整体行情较为低迷，经纪业务和自营业务收入下滑较大，但受益于债券市场的繁荣，来自投行业务的承销与保荐业务收入增长较快，占比有所提升；2017 年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；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，前三大收入来源仍为自营、经纪和投行业务，自营业务收入占比进一步增加至 30% 以上，投行和经纪业务收入占比下降。

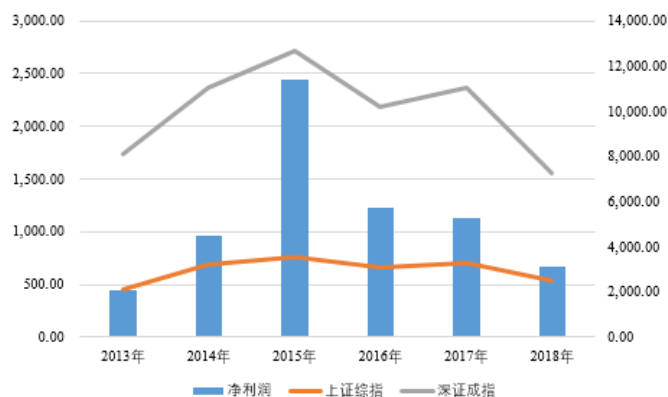
图 3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



资料来源：中国证券业协会网站

证券公司的收益水平与证券市场交易量及市场指数正相关，2016 年我国证券行业净利润随着市场指数回落而大幅下降；2017 年，市场指数小幅上升，但中小创跌幅较大，证券公司净利润水平仍小幅下降；2018 年，股票市场大幅下跌，证券公司盈利水平下滑显著。

图 4 证券行业净利润情况图（单位：亿元、%）



资料来源：中国证券业协会网站

（1）经纪业务

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。2012 年 11 月，证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定》，意味着证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”，经纪业务迎来新的发展机遇。但 2015 年以来，股票市场交易量持续萎缩，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，证券公司的经纪业务即将进入转型期，轻型营业部应运而生。2017 年以来，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，未来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。2016 年，股票市场行情景气度不高，同时，受市场竞争加剧、互联网金融的兴起等因素影响，经纪业务市场平均佣金率不断下滑，证券公司实现代理买卖证券业务净收入 1,052.95 亿元，仅为 2015 年收入的 39.13%。2017 年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 820.92 亿元，同比下降 22.04%。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 年前三季度，证券市场有所回暖，全行业实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）625.33 亿元，同比增长 26.17%。

（2）投资银行业务

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，2018 年基本延续了 2017 年低迷的市场走势。全年 IPO 发行规模合计 1,378.15 亿元，发行家数 105 家，分别较 2017 年下降 40.11%和 76.03%。2017 年 10 月以来，IPO 审核趋严、过会率一直保持在较低水平，2018 年至今发审委累计审核 180 多家拟 IPO 企业事项，其中超过 105 家企业首发获通过，平均过会率在 59%左右；同期，受再融资新规的影响，增发规模仅为 0.75 万亿元，同比下降 40.78%；证券公司债券承销较 2017 年有所好转，承销规模大幅增加，2018 年，证券公司承销各类债券金额 5.68 万亿元，同比增长 25.48%。2018 年，131 家证券公司全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 369.96 亿元，同比下降 27.40%，占全行业营业收入的 13.89%，较 2017 年基本稳定。2019 年前三季度，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 249.69 亿元，同比增长 44.52%，投行业务有所回暖。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2018 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额由 2017 年的 46.50%提升至 57.66%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额由 39.33%提升至 44.07%。可见，无论股市还是债市，大证券公司市场地位均进一步巩固。

但值得注意的是，在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司资金的流动性。股票承销业务受监管审批政策的影响较大，IPO 政策的变化对承销与保荐业务具有较大影响；同时，2018 年以来监管罚单集中于投行业务，未来仍面临严监管的合规风险。

（3）自营业务

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。2012 年来，自营业务在各家券商业务中发展较快，但 2016 年以后，随着证券市场波动加剧，自营业务收入不确定性增加。2014 及 2015 年股票市场大幅上涨，各证券公司加大了股票、基金和其它证券产品的投资比重。2016 年以来，随着股票市场趋冷，权益类资产占比有所下降，目前以固定收益投资类资产为主。2016 年，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）568.47 亿元，同比减少 59.78%。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，131 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）860.98 亿元，同比增长 51.46%，成为证券公司第一大收入来源。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，而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 9 家大幅增加，违约金额达 1,154.50 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。2018 年，131 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）800.27 亿元，同比减少 7.05%。自营业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险，收入存在一定不确定性；且债券市场违约频发，需关注相关投资风险。2019 年前三季度，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）878.71 亿元，同比大幅增长 66.97%，主要系股票市场回暖所致。

（4）资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小，但却是各券商未来业务发展的一大重点。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。近年来，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》要求证券公司存量集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。截至 2018 年末，证券公司资产管理业务规模为 14.11 万亿元，较 2017 年末下降 18.25%；2018 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.00 亿元，同比下降 11.35%。截至 2019 年 9 月末，证券公司资产管理业务规模为 12.71 万亿元，较 2018 年末下降 9.92%；2019 年前三季度，证券公司实现资产管理业务净收入 190.64 亿元，同比下降 6.09%。

（5）其他业务

2012 年以来，证券公司其他业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的其他业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务、股票质押式回购业务等。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，融资融券业务发展迅速，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，2015 年以来出现下降并逐步趋稳。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2018 年底，两融余额 0.76 万亿元，较 2017 年底减少 26.21%，截至 2019 年 9 月末，融资融券余额 0.95 万亿元，较 2018 年末增长 25.57%，系股票市场回暖所致；股票质押市值方面，根据中国证券登记结算公司披露的质押股份数量与各自股价乘积后合计计算，截至 2018 年底，市场质押市值约 4.23 万亿元，较 2018 年初最高点 6.49 万亿元大幅下降；截至 2018 年底，市场质押股数占总股本比约 9.83%，较 2018 年初约 9.60% 水平略有提升，截至 2019 年 9 月末，市场质押股数 6,012.22 亿股，市场质押股数占总股本 9.02%，较 2018 年末占比有所下降。2018 年 1 月，中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，要求分类评价结果为 A 类的证券公司，自有资金参与股票质押回购交易余额不得超过公司净资本的 150%；分类评价结果为 B 类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 100%；分类评价结果为 C 类及以下的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 50%，同时要求证券公司对坏账计提减值准备。同期，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》，对融入方资格、初始交易金额、质押集中度以及资金用途都做出了限制，同时增加了融入方担保物范围。上述规定将引导股票质押业务聚焦实体经济，降低融资风险，也对证券

公司风险控制能力提出了更高的要求；但在一定程度上影响了证券公司参与股票质押式回购交易规模，尤其是对中小证券公司影响较大。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2018 年，国内股市出现较大跌幅，证券公司股票质押业务面临较大市场风险和信用风险，对证券公司资产和盈利造成不利影响；同时，需考虑到股票质押规模仍然较大，未来联合评级仍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。

3. 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、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。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2018 年以来，国内有天风证券、长城证券、南京证券、华西证券、华林证券、湘财证券等 6 家证券公司实现上市，同时中泰证券、华龙证券、德邦证券等多家中小型券商正处于辅导期或已提交了上市申请。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向 A 股的雄心。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。

CEPA 协议（内地与香港和澳门关于建立更紧密经贸关系的安排）下合资券商设立进程加速。2018 年 4 月，中国证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司，将外资持有证券公司的股权比例限制放宽至 51%，同时外商投资证券公司经营业务范围有所扩大。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。

同时，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 2018 年末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计 1,688.34 亿元，净利润 486.53 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 63.40%和 73.03%。截至 2018 年底，前十大证券公司资产总额为 3.74 万亿元，占全行业总资产的 59.75%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 55%，行业集中度较高。

表 3 截至 2018 年末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	1,568.31	6,531.33	372.21	98.76
2	国泰君安	1,336.73	4,367.29	227.19	70.70
3	海通证券	1,301.86	5,746.24	237.65	57.71
4	华泰证券	1,047.50	3,686.66	161.08	51.61
5	广发证券	886.29	3,891.06	152.70	46.32
6	招商证券	807.92	3,049.31	113.22	44.46
7	申万宏源	684.25	3,229.19	121.70	40.53
8	银河证券	663.38	2,513.63	99.25	29.32
9	国信证券	525.27	2,118.14	100.31	34.31

10	东方证券	522.72	2,268.70	103.03	12.81
合计		9,344.23	37,401.55	1,688.34	486.53

数据来源：WIND

证券公司业务收入来源集中和盈利模式单一雷同，导致证券公司间竞争激烈的同时伴有不正当竞争现象。如 IB 业务市场资源有限，个别券商在投资者合规方面违规并因此被证监会立案调查。同时，为大力开展业务，多数券商在创新业务的风险控制上都滞后于产品设计。随着监管的日益加强，行业发展分化也日益明显，违规者将受到监管层的严肃处理，规范且竞争力强的公司则会取得相应发展。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验、业务规范 and 专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势，行业集中度将进一步上升。

4. 风险因素

证券业务与市场呈强周期关系，具体风险主要体现如下：

（1）市场风险

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。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。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。2015 年以来，股票市场走势波动较大，市场风险加剧，对自营业务和信用业务影响较大，但也对证券公司应对市场风险的策略和技术提出了更高要求。

（2）信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。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。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。目前，宏观经济下行，实体经济经营困难，企业信用风险逐渐暴露，在一定程度上增加了债券投资类业务风险。同时，2017 年以来，债券市场违约事件频发；2018 年，股票质押业务风险不断集聚，证券公司固定收益投资类业务和股票质押业务面临信用风险加大。

（3）流动性风险

在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。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。近年来，随着创新业务的发展和深化，证券公司经营和资产负债结构日趋复杂化，流动性风险体现三种新趋势：一是资产流动性下降和负债杠杆率提高；二是表外业务膨胀发展隐含着表外负债的增长，未来以结构性投

融资、资产证券化、部分资管产品为载体的表外业务在创新活动中也将迅速增长；三是资本性承诺的潜在冲击，新股发行市场化定价使得投行业务的包销风险不断加大，单个项目包销金额明显上升，低等级债券市场的扩大也将对证券公司以包销模式发展债券销售业务提供操作空间。

（4）操作风险

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人为失误；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。近年来，证券公司在制度和内控上不断加强和完善业务合规性，控制人为失误。2017年以来，我国实施金融“严监管”；2018年证券公司罚单激增，内部控制体系和投资银行业务成为重点监管范畴。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。

（5）法律政策风险

法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。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。

从我国实际情况看，证券公司在风险管理方面普遍面临着一些问题和挑战：第一，我国证券公司开展风险管理的时间还不长，由于产品和业务种类并不完善，风险复杂程度与国际同行业相比仍然较低，全面风险管理的理念未在行业内得到普遍重视；第二，随着全面风险管理理念的提出，证券公司面临着将已有的证券交易、结算、财务管理等不同信息系统进行整合的重要任务，基础数据和信息系统框架的整合成为制约证券公司风险管理水平提升的瓶颈；第三，受国内金融市场成熟度的限制，证券公司普遍缺乏风险对冲的工具，市场创设对冲产品的机制不足，市场风险管理工具的应用仍然有限；第四，证券公司对于操作风险基本处于定性管理阶段，缺乏量化管理的工具和手段；第五，由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，证券公司在创新活动中可能面临因管理水平、技术水平、风险控制能力、配套设施和相关制度等方面不能与创新业务相适应而导致的经营风险。

5. 未来动向

（1）风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续

目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

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。2019年7月，证监会发布了2019年证券公司分类结果，在参选的98家券商中，51家分类评级结果与上年持平，28家券商被下调评级，19家证券公司上调评级。从各级别券商分布来看，38家券商被评为A类，数量比上年少2家；38家A类券商中，共有10家券商评为A类AA级，较上年

少了 2 家；B 类券商共有 50 家，相较上年多 1 家；其中 BBB 级券商有 28 家，比上年少 1 家，BB 级券商有 12 家，比上年少 3 家，B 级券商有 10 家，比上年多 5 家；8 家券商被评为 C 类；2 家被评为 D 级。整体来看，A 类券商数量较 2018 年有所下降，下调级别券商数量有所增多且包括 4 家 AA 级券商，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2018 年 1 月，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》，中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，从股票质押业务的交易和结算环节进一步规范，使股票质押市场回归理性；通过严控风控指标和强化业务流程管理，引导证券公司加强信用风险和流动性风险管理能力，有效控制系统性风险。

2018 年 3 月，证监会正式发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，督促证券公司强化主体意识、完善自我约束机制，提升投行类业务内部控制水平，防范和化解投行类业务风险。

2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019 年 7 月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

证监会调整风控指标、修订分类监管规定、严处罚、对股权的规定等举措体现出监管层对证券公司风险管理能力提出了更高要求，对证券公司保持了较强的监管力度，同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

（2）资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司业务转型加速，行业集中度提升，证券行业“强者恒强”的局面凸显，需对中小券商保持关注

2018 年以来，证券公司经营业绩受市场和政策影响呈现较大下滑态势，但行业整体信用水平保持平稳。资管新规的落地、佣金率的探底、业务同质化竞争的加剧以及传统业务牌照红利的渐失将倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点。随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力和金融科技运用，证券行业集中度将加速提升。而《证券公司分类监管规定》也进一步突出监管导向，加分指标方面有利于大型综合券商通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力以及跨境业务能力等获得加分优势。由此，证券公司行业格局会进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面将进一步凸显，中小证券公司面临的竞争将更加激烈。

从企业个体层面来看，业务结构较为单一的中小券商业绩稳定性较差，抵御市场和政策风险的能力较弱，在市场环境恶化的条件下，经营业绩下滑更为明显；加之其本身资本实力、股东支持及背景和应对市场周期性的内部控制能力偏弱，如经营环境持续恶化，此类证券公司盈利和资产质量将继续恶化，将对其信用水平造成较大影响。

总体看，未来一段时间，随着资本市场改革和行业监管的持续推进，证券公司将加速转型，行业集中度有所提升，大中型证券公司资本实力保持平稳，行业整体信用水平稳定，但投资者需对中

小券商保持关注。

四、规模与竞争力

1. 公司是全国性综合类证券公司，投行业务具有较强竞争力

公司作为全国性综合类证券公司之一，业务牌照齐全；截至 2019 年 9 月末，公司注册资本 96.19 亿元，资本实力较强；公司设有 46 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 2018 年证券公司经营业绩排名，公司证券经纪业务收入行业排名第 47 名；投资银行业务收入行业排名第 25 名；证券投资收入行业排名第 46 名，总体处于行业中等水平。

公司投行业务实力较强，人才储备充足，截至 2019 年 9 月底，公司投资银行业务团队共有 469 人，其中保荐代表人 118 人、准保荐代表人 137 人。2018 年，公司股票主承销总规模位居行业第 22 位，股票主承销家数排名第 13 位，总体居于行业中上水平；公司投行于 2017 年获证券时报评选的“2017 中国区突破投行君鼎奖”，国际金融报评选的“2017 高成长先锋投资银行”和“2017TMT 行业 IPO 先锋投行”奖项，由中国经济网、价值线杂志、新华网、第一财经日报等联合评选的“2017 A 股最佳投行”奖项，2018 年，公司投行获得“2018 中国区新锐投行君鼎奖”。2019 年中国资本年会发布了 2019 “十佳投行”、“十佳投资银行家”，民生证券等 10 家证券公司荣获十佳投行，副总裁杨卫东等 2 人问鼎最佳投资银行领袖，董事总经理王学春等 10 人入选十佳投资银行家。

2. 公司控股股东为上市公司，实力雄厚，对公司支持力度较大

公司的控股股东是泛海控股，是一家在深圳证券交易所挂牌上市（股票代码 000046.SZ）的以房地产、金融、能源、综合投资、资本经营为核心业务的大型民营企业，资本实力雄厚，截至 2018 年末，泛海控股总资产为 2,120.97 亿元，净资产为 284.30 亿元。2018 年，泛海控股入围“2017 年度中国上市公司品牌百强”，在由中国房地产报主办的“2015 年中国房地产企业品牌价值排行榜”评选中在所有房地产企业中排名第 18 位。2015 年 12 月，泛海控股对公司增资 68.49 亿元，使得公司资本实力进一步增强，体现了股东的支持。2018 年 7 月，公司完成资本公积转增股本，截至 2019 年 9 月末，泛海控股持有公司 87.65% 股份。

3. 研究能力出色，为公司发展提供了强力支持

公司研究院覆盖了全球宏观经济研究、金融市场、策略分析、行业研究、公司研究、债券研究、基金研究、新三板研究等 30 多个领域，具有较强的研究实力。

2016 年，公司研究院轻工制造行业分析师获“天眼”年度明星分析师称号、采掘行业分析师获“天眼”最佳选股分析师称号、新三板分析师获新三板峰会“2016 金牌研究员”奖等荣誉。2017 年今日投资“天眼”最佳分析师评选中，化工、银行、汽车、计算机分析师获最佳选股分析师，采掘分析师获盈利预测最准确分析师。2018 年，公司研究院全年共对外发布研究报告近 2600 篇，开展联合调研活动 80 余场，举办电话会议、专家路演近百场，并组织了多次投资策略及专题会议。公司良好的研究能力为资管业务、自营业务、投行业务等其他业务发展提供了有力支持。

总体看，作为全国性综合类券商，公司综合实力较强，资本规模处于行业中上水平，投行业务具备较强竞争力；控股股东实力雄厚，在资金、业务等方面给予公司一定支持；同时，研究院较强的研究能力在市场上具有一定认可度，能够为公司多项业务的发展提供有力支持，发挥业务协同效应。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

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，构建了由股东大会、董事会、监事会及高管层组成的法人治理结构，并制定了相关议事规则。

股东大会是公司的权力机构，主要负责决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会报告，对发行公司债券做出决议，审议年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案等。近年来，公司根据《公司章程》《股东大会议事规则》的要求召集和召开年度股东大会和临时股东大会，确保了股东的知情权、参与权和决策权。

公司设有董事会，由 10 名董事组成，其中董事长 1 名、副董事长 1 名，独立董事 2 名。董事会下设合规管理与风险控制委员会、审计委员会、薪酬与提名委员会、战略与投资委员会，各专门委员会严格按照议事规则履行职责，为董事会决策提供支持。公司还建立了高级管理人员与部分中层管理人员组成的执行委员会，执行委员会是公司为贯彻执行董事会确定的发展战略、中长期规划、年度规划、规章制度及董事会决议而设立的公司经营层议事决策机构。该机制一定程度上简化了董事会工作流程，提高了董事会工作效率。近年来，公司董事会及下设专门委员会依据相关议事规则开展工作，有效发挥了各自专业职能。同时，公司设董事会秘书一名，由董事长提名，经董事会聘任或解聘。公司董事会秘书在按照法定程序筹备公司股东大会和董事会、协调公司与投资者之间的关系、处理公司相关信息披露等事务方面发挥了积极有效的作用。

公司监事会由 9 名监事组成，其中职工监事 3 名。监事会主要负责审议年度工作报告等议案，并通过列席董事会和管理层会议对董事及高级管理人员的履职情况进行监督。

公司经营层高级管理人员 9 人，设总裁 1 人，执行副总裁 1 人。高级管理人员均具备丰富的金融监管或金融行业经营管理经验，负责公司的日常经营管理活动。

总体看，公司搭建了较为完善的公司治理架构，运行情况良好。

2. 内控与合规

为促进公司规范经营，有效防范和管理风险，保障公司持续、稳定、健康发展，根据《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》《证券公司治理准则》等法律、法规、行政规章及《公司章程》等公司内部规章制度，结合自身实际，公司构建了由董事会、董事会合规管理与风险控制委员会、公司执行委员会、首席风险官、合规总监、风险管理总部、合规管理总部、审计监察总部、各部门、分支机构及子公司组成的风险管理组织体系，履行公司风险管理的决策、组织、执行、报告、监督、处置等职能。公司执行委员会还审议通过了《民生证券股份有限公司投资银行业务风险管理实施细则》《民生证券股份有限公司经纪业务风险管理实施细则》《民生证券股份有限公司信用业务风险管理实施细则》等风险管理实施细则，全面覆盖公司各项主要业务及重要管理部门的各个风险环节。同时，公司建立了风险报告和预警制度。风险管理总部通过定期或不定期风险评估、压力测试、实时监控、业务风险审核等方式，及时发现异常情况并向相关部门、首席风险官、总裁、董事长报告。通过有效的沟通和反馈，使公司领导和有关业务部门及时了解公司业务和资产的风险状况，相应调整风险管理政策和管理措施。

合规管理方面，公司根据《证券法》《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》《证券公司合规管理实施指引》等法律法规的规定和中国证监会的要求建立了合规管理体系，制定并推行合规管理制度，培育、塑造公司合规管理文化，定期组织有关部门对公司合规管理有效性进行全面

评估。公司合规管理实行董事会领导下的合规总监负责制，建立了由公司董事会、董事会合规管理与风险控制委员会、合规总监、合规管理总部、各部门与分支机构合规主管组成的分级管理、各司其职的组织架构，贯穿决策、执行、监督、反馈等各个环节，明确了合规管理总部与其它风险管理部门以及业务部门之间的分工、协作关系。在此基础上，建立起了一整套合规管理制度。

为了保障创新业务合规开展，公司要求各业务部门在开展创新业务前制定切实可行的业务创新方案，从业务创新开始阶段进行风险点控制并及时提供相关风险控制建议。创新方案应提交产品风险评审专业委员会进行审查批准后方可实施。公司对创新业务开展过程持续跟踪关注，分别从事前、事中和事后全过程控制创新业务的风险。

公司实行全面预算管理，所有经营与管理活动均纳入预算之中。公司按照“集中统一管理”的原则，通过集中支付、各分支机构公章收缴总部统一保管、向各分支机构派驻财务主管掌管预留银行印鉴等措施对财务风险进行有效控制。总部通过企业集团网银监控各营业部的资金划拨，各分支机构及营业部资金交由总部统一支配，总部按需向各机构核发备用金，提高资金利用效率，减少资金风险。

收到的行政监管措施方面，2015年11月，公司因研究院撰写的两篇文章文风失当，于2016年2月收到中国证券监督管理委员会北京监管局签发的《关于对民生证券股份有限公司采取责令增加内部合规检查次数监管措施的决定》（2016）11号，指出公司质量控制不到位、合规性审查方面把关不严，要求增加内部合规检查次数。自此事件后，公司采取相关整改措施，强化研究报告审核责任，在现有研究方向负责人、研究院合规人员、研究院负责人构成的三级质量控制，以及公司合规管理总部合规审核体系的基础上，增加研究报告审核标准范围，从严审核。

2017年10月，因公司上海分公司未按要求及时提交换领许可证申请事件，公司收到中国证券监督管理委员会上海监管局下发的《关于对民生证券股份有限公司上海分公司采取出具警示函措施的决定》（沪证监决〔2017〕93号）行政监管措施决定书，公司以该起行政监管措施事件为鉴，要求公司各分支机构认真汲取教训，并按照监管要求对机构的证照管理情况进行了自查。

2018年7月，因发布“保千里”（股票代码600074）相关研究报告质量控制和合规审查不严，公司收到中国证券监督管理委员会北京监管局下发的《关于对民生证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（2018）53号。公司将强化内部管理，提升业务人员执业素质，防范类似事件再次发生。

公司2016年券商分类评价为C类CC级，主要系受2015年11月和2016年2月两次监管处罚影响；2017年，公司被评为A类证券公司，较上年C类CC级有大幅提升，2018年，公司分类评级下滑至BBB，2019年维持BBB，处于行业中上游水平。

总体看，公司内控管理和应对措施较为完备，对各项业务的发展形成了支撑，但公司内部仍存在一定控制不到位的问题，相关管控水平仍需提高。

六、经营分析

1. 经营概况

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。2016年以来，我国证券市场整体较为低迷，股基成交量呈下降趋势，行业佣金率持续下滑，对公司经纪业务和自营业务收入造成较大影响，但受益于投行及信用业务的较好发展，2017年，公司经营业绩逆势增长，实现营业收入17.20亿元，同比上升12.79%，实现净利润3.88亿元，同

比上升144.62%；2018年，公司业务受市场行情影响较大，各项业务均出现下滑，实现营业收入14.58亿元，同比下降15.42%，降幅高于行业平均降幅0.95个百分点；净利润0.94亿元，同比下降75.68%，降幅高于行业平均降幅34.64个百分点，主要系营业收入下滑，同时业务及管理费等刚性支出增加所致。

2016-2018年，从收入结构上来看，公司收入主要来源为信用交易业务、经纪业务和投资银行业务，其他板块占比较小；其中，信用交易业务逐步成为公司第一大业务，2016-2018年，信用交易业务占比分别为28.80%、33.32%和35.67%，逐年上升；证券经纪和投资银行业务收入占比均呈逐年下降趋势，2016年以来，随着股票市场交投活跃度降低以及近年来的严监管态势，传统业务规模降幅较大，2016-2018年，公司经纪业务占比分别为48.70%、33.08%和30.08%，投资银行业务占比分别为41.05%、37.73%和32.02%；公司资产管理业务收入稳步有升，2016-2018年收入占比分别为3.08%、3.14%和4.64%，占比较低；受2016年股票市场行情震荡下行和2017年债券市场低迷的影响，公司自营业务于2016年出现亏损，2017年虽扭亏为盈但收入规模仍很小，收入为0.07亿元，占比为0.42%，2018年，受益于债券投资收益规模较大，公司证券自营收入有所回升，占比提升8.84个百分点至9.26%；2016-2018年，公司期货业务收入占比分别为2.72%、3.48%和3.80%，占比较低。整体看，公司业务结构有所调整。

表4 公司营业收入及占比情况（单位：亿元、%）

业务类别	2016年		2017年		2018年		2019年1-9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	7.44	48.70	5.69	33.08	4.39	30.08	3.75	17.80
投资银行业务	6.27	41.05	6.49	37.73	4.67	32.02	4.54	21.55
资产管理业务	0.47	3.08	0.54	3.14	0.68	4.64	0.48	2.26
证券自营业务	-2.64	-17.27	0.07	0.42	1.35	9.26	7.45	35.38
信用交易业务	4.40	28.80	5.73	33.32	5.20	35.67	3.31	15.70
期货业务	0.42	2.72	0.60	3.48	0.55	3.80	1.62	7.69
其他业务	-1.08	-7.09	-1.92	-11.16	-2.26	-15.47	-0.08	-0.40
合计	15.29	100.00	17.20	100.00	14.58	100.00	21.05	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

2019年1-9月，公司实现营业收入21.05亿元，同比增长163.78%，实现净利润4.51亿元，较上年同期亏损0.33亿元大幅改善，主要系公允价值变动收益大幅增加所致；2019年1-9月，公司公允价值变动收益5.82亿元，较上年同期-1.86亿元大幅增长，主要系股票市场回暖，公司股票持仓市值提升所致。收入结构方面，公司业务仍由经纪业务、投行业务、自营投资和信用交易业务构成，其中，受自营投资收入增加影响，公司证券自营业务占比大幅提升26.12个百分点至35.38%，成为公司第一大收入来源；经纪、投行和信用交易业务占比较年初大幅下滑，分别占比17.80%、21.55%和15.70%。

总体看，公司营业收入以投资银行业务、信用交易及证券经纪业务为主；近年来，受市场行情低迷和行业竞争加剧影响，公司业务结构有所调整，经纪业务和投资银行业务持续下滑，信用交易业务增长较快，证券自营业务波动较大。联合评级注意到经济周期变化、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的不确定性。

2. 业务运营

（1）经纪业务

公司经纪业务主要由经纪业务事业部负责开展。近年来，公司经纪业务事业部持续推进经纪业

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，同时经纪业务管理服务职能逐步实现前移，向中台推动型转型，推动营业部业务创新和转型，主动协调开展非通道业务。财富管理业务不断扩大业务范围，投顾服务能力逐步提高。2017年，公司新设营业部13家、新设分公司16家，经纪业务进一步推进全国化布局；2018年，公司新增营业部1家，新增分公司1家，并将12家营业部转为分公司；截至2019年9月底，公司共有分公司38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；经纪业务从业团队中客户经理628人，营业部投资顾问人数174人，基本满足了经纪业务的发展需求。

表5 公司经纪业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1-9月	
	交易额	市场份额	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	10,975.88	0.40	8,642.41	0.35	6,484.35	0.32	7,145.91	0.34
债券	6,580.66	--	10,932.78	--	11,072.35	--	8,570.11	--
合计	17,556.54	--	19,575.19	--	17,556.70	--	15,716.02	--

资料来源：公司提供

经纪业务是公司营业收入的主要来源，2016-2018年，公司经纪业务分别实现收入7.44亿元、5.69亿元和4.39亿元，呈明显下降趋势，年均减少23.19%，主要系股票市场交投活跃度不高及公司佣金率下降等因素导致；公司代理买卖证券交易额分别为17,556.54亿元、19,575.19亿元和17,556.70亿元，2017年增幅为11.50%，主要来自债券交易额的增长，2018年下降10.31%，主要系股基交易额减少所致；具体来看，2017年公司股票、基金交易额较2016年下滑21.26%至8,642.41亿元，市场份额下降至0.35%，债券交易额有较大规模增长，为10,932.78亿元，较2016年增长66.14%，但由于债券交易佣金率极低未能带动公司收入增长；2018年，证券市场震荡下行，股票市场交易量大幅减少，公司股票、基金交易额较2017年下滑24.97%至6,484.35亿元，债券交易额略有提升。2016-2018年，公司经纪业务平均佣金率分别为0.44‰、0.39‰和0.37‰，逐年下降但降幅趋窄，仍略高于行业平均水平，未来仍有一定下降的空间。

2019年1-9月，公司证券经纪业务实现收入3.75亿元，公司代理买卖证券交易额为15,716.02亿元，其中股票基金交易额7,145.91亿元，债券交易额8,570.11亿元；公司股基市场份额0.34%，较2018年小幅上升，经纪业务综合佣金率水平为0.35‰，较上年小幅下降。

总体看，公司经纪业务的营业网点布局已趋向全国化，近年受市场行情低迷以及佣金率下降等因素的影响，公司经纪业务收入呈现下降趋势，但仍是公司主要的收入来源之一。同时，联合评级也关注到经纪业务受市场行情和佣金率水平影响较大，未来经纪业务的收入增长面临一定压力。

（2）投资银行业务

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，由投资银行事业部和债权融资事业部运营。

从业务团队来看，为满足公司投资银行业务的快速发展，公司通过外部引进人才和内部人员培养的方式，打造了一支较为成熟的投资银行业务团队。截至2019年9月底，公司投资银行业务团队共有469人，其中保荐代表人118人、准保荐代表人137人，基本能够满足公司投资银行业务的发展需要。

从项目立项流程来看，承揽人接洽项目并进行初步尽职调查后，将相关信息报项目立项委员会

审核通过后予以立项，对项目质量从源头上进行控制。公司申报材料同时报部门业务管理部 and 公司质量管理总部，实行“双质控”措施。“双质控”审核通过后报送公司内核会核准，内核会通过后方可予以申报，以确保公司申报项目质量。

近年来，公司投资银行业务侧重于 IPO、再融资和企业债券项目，推进客户服务部建设，积极把握市场机会。2016-2018 年，公司股权类主承销家数分别为 20 家、21 家和 3 家，主承销金额分别为 167.23 亿元、84.42 亿元和 25.51 亿元，2017 年主承销金额减少 83.42%，主要是受“再融资新规”影响，再融资承销金额大幅减少所致，2018 年同比大幅下降 69.78%，主要系受 IPO 审核趋严以及再融资新规影响所致；公司债权类发行家数分别为 14 家、11 家和 14 家，主承销金额分别为 191.32 亿元、85.83 亿元和 117.23 亿元，2017 年主承销金额减少 55.14%，主要系受当年债券市场低迷影响所致，2018 年承销金额同比增加 36.58%，受益于 2018 年下半年较好的市场行情以及公司的项目储备。2016-2018 年，公司投资银行业务收入年均减少 13.70%，2017 年受益于公司 IPO 项目承销金额增长，公司投资银行业务收入规模小幅增长，2018 年，公司实现投资银行业务收入 4.67 亿元，同比下降 28.04%，主要是股权类项目金额大幅减少所致。2018 年，公司投资银行股票主承销总规模位居行业第 22 位，债券主承销总规模位居行业第 46 位，总体居于行业中上水平。

表 6 公司投资银行业务情况表（单位：家、亿元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-9 月	
	家数	金额	家数	金额	家数	金额	家数	金额
股权类	20	167.23	21	84.42	3	25.51	7	65.26
IPO	4	18.88	16	48.94	2	8.35	4	24.68
再融资	16	148.35	5	35.47	1	17.16	3	40.59
债权类	14	191.32	11	85.83	14	117.23	8	97.73

资料来源：公司提供

2019 年 1-9 月，公司投行业务收入 4.54 亿元；公司完成股权类项目 7 家，其中 IPO 项目 4 家，承销金额 24.68 亿元，再融资项目 3 家，承销金额 40.59 亿元；完成债权类项目 8 家，承销金额共计 97.73 亿元，公司投行业务有所回升。

从项目储备来看，截至 2019 年 9 月末，公司已报会待审批或已通过中国证监会审核项目 47 个，包括 IPO 项目 26 个，再融资项目 8 个，并购重组类项目 4 个，债券类项目 9 个。公司的项目资源储备较为丰富，有助于投资银行业务的持续发展。

总体看，近年来，公司投资银行业务发展良好，2018 年受证券市场和政策影响较大，股权类业务下滑明显，2019 年以来有所回升，但未来收入增长存在一定不稳定性。

（3）自营业务

公司自营业务以权益类证券投资、固定收益类证券投资和债券撮合交易为主。公司设立权益类产品投资专业委员会和固定收益专业委员会作为公司自营投资业务管理的常设机构，成员包括固定收益事业部、研究院、投资交易事业部、合规管理总部、风险管理总部分管领导及部门负责人。公司制定了自营业务相关管理制度，明确了投资决策、操作规程、业务授权等风险控制措施，并通过风险管理总部、审计监察总部、合规管理总部对自营业务运营进行监督审核，公司自营业务风险控制较好。

公司权益类证券投资采取自上而下与自下而上相结合的投资策略，注重挖掘价值和成长性投资品种，持仓以低估值蓝筹品种为主。公司权益类证券投资注重组合投资与重点投资相结合，并采取最大回撤控制、个股止盈止损控制、借助外部研究力量修正自身投资盲点等措施，在风险可控的原

则下获取可靠的稳定收益。截至 2018 年末，公司权益类证券投资持仓规模基本控制在公司给予投资额度的 80% 以下。公司固定收益类证券投资着力于寻求结构化行情的波段机会，投资研究主要借助于公司研究院的研究力量，同时对外部评级结果较为依赖。

2016 年，公司自营业务亏损 2.64 亿元，主要是股票市场下行使得公司持有金融资产出现亏损所致；2017 年，公司自营业务虽扭亏为盈但收入仍较小，为 0.07 亿元；2018 年，自营收入同比大幅增长 18.29 倍，主要系债券投资收益增长所致。从投资结构来看，2016-2018 年，公司自营业务规模持续增长，年均复合增长 37.37%；截至 2018 年末，公司自营证券持仓账面价值合计 219.34 亿元，较 2017 年末增长 55.94%，债务工具和权益工具投资均有增加，权益工具投资大幅增加 2.63 倍，主要系可供出售金融资产科目下权益工具规模增加所致，2018 年民生证券投资受让 1 家合伙企业 24.57 亿元股权，使该科目金额大幅增长；其他类投资主要系公司购买资管产品、基金和信托产品，2018 年公司信托产品投资规模较年初增加较多，其他投资较 2017 年末增长 64.18%。从投资品种来看，2016-2018 年，公司债务工具投资占比波动下降，截至 2018 年末，债务工具投资余额占比 61.81%，占比下降 17.62 个百分点，权益工具投资余额占比 29.98%，占比上升 17.16 个百分点，其他投资占比提升 0.46 个百分点。截至 2018 年末，公司自营债券持仓 135.57 亿元，其中利率债占比 52.43%，信用债中 AAA 债券占比 10.95%，AA+ 占比 22.14%，AA 及以下占比 14.48%，利率债和高等级债券占比很高；行业分布方面，2018 年来，公司加大利率债做市业务，政策性金融债持仓增加使公司投资金融业占比大幅增加 19.11 个百分点；公司债券投资以金融、制造业、房地产等行业为主。2018 年，公司自营业务收入为 1.35 亿元，较 2017 年 0.07 亿元收入大幅增长，主要公司将高风险的投资交易业务向做市交易业务转型，同时债券投资收益较高所致。

表 7 公司自营证券投资结构（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	102.96	102.51	151.37
其中：债务工具	86.47	95.05	134.23
权益工具	16.29	7.46	17.13
其他	0.20	--	--
可供出售金融资产	13.96	38.97	67.97
其中：债务工具	1.50	17.32	1.34
权益工具	10.04	10.68	48.63
其他	2.42	10.97	18.01
合计	116.92	141.48	219.34

资料来源：公司提供

表 8 公司自营业务债券投资品种以及其行业占比（单位：%）

行业	2017 年末	行业	2018 年末	行业	2019 年 9 月末
金融	31.27	金融	50.38	金融	57.27
材料	14.62	制造	11.29	国债和地方政府债	16.04
房地产	7.31	房地产	8.98	制造	8.73
工业	25.50	综合	6.89	房地产	4.80
能源	3.48	采矿业	5.60	综合	3.90
消费	7.83	建筑业	4.91	交通运输	3.63
公共事业	1.35	交通运输	3.21	采矿业	1.99
其他	8.64	其他	8.74	其他	3.64
合计	100.00	合计	100.00	合计	100.00

资料来源：公司提供

根据证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，截至 2018 年末，公司自营权益类证券及衍生品/净资本为 20.57%，较 2017 年末增加 8.13 个百分点，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 239.26%，较 2017 年末上升了 101.40 个百分点，主要系公司当期债券投资规模大幅增长使得自营非权益类证券及其衍生品规模增长所致。

2019 年，公司按照新的会计准则，投资资产全部用交易性金融资产科目核算。截至 2019 年 9 月末，公司交易性金融资产规模 262.10 亿元，其中债券规模 165.07 亿元，占比 62.98%，基金 46.81 亿元，占比 17.86%，股票规模 12.72 亿元，占比 4.85%，公司投资类型仍以债券和基金为主。自营债券投资行业分布方面，仍以金融行业、制造业等行业为主，国债和地方政府债占比大幅提升，单一最大行业占比由上年末 50.38% 增加至 57.27%，行业集中度有所提升。2019 年 1-9 月，公司证券自营业务收入 7.45 亿元，较 2018 年全年的 1.35 亿元大幅改善，主要系股票投资市值增加所致。

截至 2019 年 9 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。

总体看，近年来，受市场大幅波动的影响，公司自营业务有所波动，2016 年，自营业务出现亏损，2017 年虽扭亏但收入规模很小。2018 年以来，公司自营业务收入显著增长，2019 年前三季度增幅显著，但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。

（4）资产管理业务

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。

公司于 2002 年获得资管业务资格，近年来，通过自主开拓及业务协同，进一步夯实定向资管业务基础，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，在主动管理业务及产品上取得突破。公司资产管理事业部业务发展定位于整合公司优质资源，通过自主开拓及业务协同，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。近年来，公司主动管理类业务有所发展，但其占比仍属较低，2017 年公司主动类管理业务占比为 38.33%，较 2016 年增长 23.67 个百分点；2018 年，公司月均主动管理规模同比增长 77.04%。

表 9 母公司口径资产管理业务情况表（单位：亿元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-9 月	
	规模	收入	规模	收入	规模	收入	规模	收入
集合理财	32.25	0.15	77.16	0.15	68.36	0.26	39.37	0.11
定向理财	511.33	0.19	241.49	0.23	182.78	0.25	201.93	0.22
专项理财	54.83	0.01	72.92	0.01	64.20	0.01	46.63	0.01
合计	598.41	0.35	391.56	0.39	315.35	0.53	287.94	0.34

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

2016-2018 年末，公司受托资产管理规模分别为 598.41 亿元、391.56 亿元和 315.35 亿元，资产管理业务规模快速减少，主要系受资管业务“去通道”影响，公司主动减少定向理财业务规模。截至 2017 年底，公司集合理财产品规模为 77.16 亿元，较年初增长 139.26%，占资管业务比重由 2016 年的 5.39% 提升至 19.71%；同期，公司定向理财规模为 241.49 亿元，受资管业务“去通道”影响，其规模较 2016 年末大幅减少 52.77%，占资管业务比重由 2016 年的 85.45% 下降至 61.67%；公司专项理财规模为 72.92 亿元，较 2016 年末增长 32.99%，占比为 18.62%。截至 2018 年末，公司资产管

理业务规模 315.35 亿元，较年初进一步减少 19.46%，主要系定向资管计划规模减少所致；其中，定向资产管理规模 182.78 亿元，集合资产管理规模 68.36 亿元，专项资产管理规模 64.20 亿元。受上述因素影响，近年来，公司资管业务管理费收入分别为 0.35 亿元、0.39 亿元和 0.53 亿元，2017 年略有增长，2018 年同比增长 35.90%，主要系公司主动管理规模增长所致。截至 2018 年末，公司资管业务主动管理产品业务规模 157.44 亿元，较年初增长 1.00%，变动较小；公司持有资管产品劣后级或提供增信措施的规模为 0.65 亿元，目前未造成损失。

截至 2019 年 9 月末，公司资管业务规模 287.94 亿元，较上年末下降 8.69%，其中集合理财 39.37 亿元，较上年末减少 42.41%，定向理财规模 201.93 亿元，较上年末增加 10.48%，专项理财规模 46.63 亿元，较上年末减少 27.37%；公司主动管理产品业务规模 167.34 亿元，同比下降 11.79%；公司持有资管产品劣后级或提供增信措施的规模为 0.35 亿元，目前未造成损失。2019 年 1-9 月，公司资管业务收入 0.48 亿元（包含投资收益）。

总体看，近年来，受资管业务“去通道”影响，公司资产管理业务规模快速下降，资产管理业务收入规模较小，同时主动管理能力仍需提升。

（5）信用交易业务

公司于 2012 年 7 月取得开展融资融券业务资格并正式开展业务。目前，公司融资融券业务由经纪业务事业部下的机构客户部具体管理。

为加强公司融资融券业务管理，公司严格按照监管要求及业务指引推动业务发展，按各营业部客户培育情况分批开展业务，对满足条件的客户结合其年龄、收入、学历、职业、个人征信报告等自然属性和交易记录、盈亏状态、资产状态等交易属性给予一定额度授信，并定期（半个月）或不定期根据客户资信、交易状况调整授信额度，在风险可控的前提下推动公司融资融券业务实现较快发展。公司建立了多层次的风险控制防线，对融资业务采取较为有力的抵押措施，通过日常监控、担保品管理、客户资产账户监控、每日日终风险分析、提前预警等机制对融出资金和证券做到实时监控，在触发风险点时可以做到及时平仓或追加担保物。总体看，公司的融资融券业务风险管理水平较好。

近年来，公司两融业务规模系受市场行情影响，股票质押业务为防控风险策略有所调整，严控项目筛选标准，同时向公司战略客户倾斜。公司融资融券业务规模有所下降，2016-2018 年融资融券账户余额分别为 42.53 亿元、39.89 亿元和 29.15 亿元；融资融券账户数小幅增加，截至 2018 年底，公司融资融券账户达 18,934 个，较 2017 年底增加 3.16%。2016-2018 年，公司融资融券业务实现利息收入分别为 3.52 亿元、3.27 亿元和 2.71 亿元，2018 年同比减少 17.13%，收入规模持续下降，主要系业务规模和费率下降所致。

股票质押回购业务方面，2016-2018 年，公司股票质押回购利息收入分别为 0.88 亿元、2.47 亿元和 2.49 亿元，2017 年同步增幅为 180.68%，呈快速增长趋势，主要系公司加大股票质押回购业务规模所致，2018 年，同比增加 0.81%，主要系利息水平上升所致。2016-2018 年末，股票质押待回购交易金额分别为 38.03 亿元、45.74 亿元和 24.18 亿元，呈波动下降趋势，2018 年末规模较 2017 年末减少 47.14%，系股票质押业务为防控风险策略有所调整。

表 10 公司信用交易规模及收入情况（单位：户、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
融资融券账户数目	16,388	18,354	18,934	20,041
融资融券账户余额	42.53	39.89	29.15	40.51
融资融券利息收入	3.52	3.27	2.71	2.14

股票质押待回购金额	38.03	45.74	24.18	21.66
股票质押回购利息收入	0.88	2.47	2.49	1.15

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月末，公司融资融券余额 40.51 亿元，股票质押待回购金额 21.66 亿元；2019 年 1-9 月，公司融资融券利息收入 2.14 亿元，股票质押利息收入 1.15 亿元。

截至 2018 年底，公司信用业务杠杆率为 52.73%，较 2017 年下降 22.23 个百分点。截至 2019 年 9 月末，公司信用业务杠杆率为 57.31%，较上年末增加 4.58 个百分点，但杠杆率水平仍较低。

截至 2019 年 9 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 22 笔，金额共计 11.76 亿元，前三大项目金额分别为 2.40 亿元、1.85 亿元和 1.58 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，截至 2019 年 9 月末，公司对股票质押业务计提减值准备 588.04 万元，减值计提比例较低。

总体看，近年来，受市场行情低迷影响，公司信用业务在大幅增长后规模逐步下降，两融业务风险可控，股票质押业务计提减值准备较低，存在进一步减值风险，需进一步关注。

（6）子公司业务

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。截至 2018 年末，民生期货总资产 8.77 亿元，较年初减少 4.58%；所有者权益合计 5.08 亿元，较年初增加 0.20 亿元。2018 年，民生期货实现营业收入 0.55 亿元，同比减少 8.33%；净利润 -0.14 亿元，由正转负。截至 2019 年 9 月末，民生期货总资产 10.38 亿元，所有者权益 4.98 亿元，2019 年前三季度实现营业收入 1.62 亿元，净利润 -0.10 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 2018 年末，民生证券投资总资产 41.48 亿元，较年初增长 234.61%；所有者权益合计 37.62 亿元，较年初增加 25.48 亿元。2018 年，民生证券投资实现营业收入 0.89 亿元；净利润 0.59 亿元。截至 2019 年 9 月末，民生证券投资总资产 42.73 亿元，所有者权益 39.00 亿元，2019 年前三季度实现营业收入 2.32 亿元，净利润 1.51 亿元。

民生投资基金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投资基金。截至 2018 年末，民生投资基金总资产 6.52 亿元，较年初增长 10.30%；所有者权益合计 6.17 亿元，较年初增加 0.99 亿元。2018 年，民生投资基金实现营业收入 0.42 亿元；净利润 0.05 亿元。截至 2019 年 9 月末，民生投资基金总资产 7.63 亿元，所有者权益 6.89 亿元，2019 年前三季度实现营业收入 2.27 亿元，净利润 1.55 亿元。

总体看，各类子公司整体发展较为稳定，对公司收入规模形成较好补充。

3. 未来发展

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；投资银行业务抓住境内外业务机会，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，在各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。

总体看，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。公司重视创新型业务发展，同时也对公司的内部控制和风险管理提出了更高要求。

七、风险管理分析

公司在日常经营活动中面临的风险主要包括市场风险、流动性风险、信用风险和操作风险等。

公司建立健全了完备、有效的公司治理结构体系，形成了各业务部门及分支机构作为第一道风险防线，风险管理总部、审计监察总部、合规管理总部作为公司第二道风险防线，公司董事会合规管理与风险控制委员会作为最后一道风险防线的三级风险管控体系，分工明确、各司其职，实现了对风险的有效防范和控制。

1. 市场风险管理

公司根据资金配置情况，由公司董事会确定公司证券投资业务（自营）、资产管理业务（自有资金投入）、固定收益业务、证券承销业务、做市业务、衍生品投资业务的规模，公司执行委员会根据面临的的市场风险以及各项业务发展现状确定运作规模。各业务线在运作规模内，根据不同的投资组合、投资策略做好风险对冲的同时获取投资收益。通过投资管理系统，基本实现投资业务关键风险指标的控制和自动预警，建立了止盈止损等市场风险管理机制。公司建立健全了以包括风险价值（VaR）在内的各类风险指标为核心的量化指标体系，结合情景分析、压力测试、敏感性分析等手段，持续对市场风险进行识别、评估、测量和管理。同时，公司建立了风险管理信息系统，实现了与业务系统的对接，能够有效结合业务开展情况对市场风险进行实时、动态监控。此外，公司针对新产品新业务及时制定了符合监管要求、满足公司需要的风险管理指标，结合现有风险管理指标对新产品新业务的市场风险进行有效识别和评估，进一步建立健全了公司关于市场风险管理的指标体系。

2. 信用风险管理

公司信用风险主要涵盖融资融券业务、股票质押业务、约定购回业务、固定收益投资业务、投资银行业务（债权融资）等。公司面临的信用风险主要来自四个方面：一是代理客户买卖证券交易业务中，公司若没有提前要求客户依法缴足交易保证金，在结算当日客户的资金不足以支付交易所需的情况下，或客户资金由于其他原因出现缺口，公司有责任代客户进行结算而造成损失的风险；二是债券投资过程中，所投资债券的发行人出现违约、拒绝支付到期本息，造成损失的风险；三是融资融券或约定购回业务中，因客户履约能力不足或恶意不履约的行为导致客户未能按照约定按期足额偿还负债所形成的风险；四是债券撮合交易中，一方交易对手未按合同履行，导致公司持有证券或无法对另一方交易对手履约情形的风险。

公司建立健全了业务部门与风险管理部门的双重信用风险管理机制，在充分了解交易对手经营状况、历史履约情况等资信信息的基础上，通过对投资标的、交易对手进行信用评级、合理授信、加强合同管理等手段，实现对信用风险的识别与评估。同时，公司加快推进内部信用评级体系建设，

进一步完善信用风险管理机制。

3. 流动性风险管理

公司对流动性风险管理的措施主要包括：公司执行委员会在董事会批准的总规模内制定各项业务的运作规模，在确保公司流动性安全的前提下，实现公司综合效益最大化；对资金实行集中管理与调控，确保流动性管理覆盖全部业务；建立流动性管理指标体系，对关键指标进行测算，一旦指标达到预警标准，及时采取措施；动态监控资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，有效管理支付风险；制定流动性应急操作规程，确保公司可以应对紧急情况下的流动性需求，每年进行不少于一次流动性应急演练，评估流动性风险应急处理能力；定期不定期根据公司资金及业务规模的变化及时进行流动性压力测试，根据测试结果对资金和业务进行动态调整，以确保流动性两项指标控制在公司可承受范围内；每年进行不少于两次流动性专项压力测试，评估公司承受短期和中长期压力情景的能力；积极拓展融资渠道、探索创新融资方式，提高公司融资来源的多元化和稳定程度。

截至 2019 年 9 月末，公司净稳定资金率和流动性覆盖率分别为 125.78% 和 161.96%，均符合监管要求。

4. 操作风险管理

公司通过严格权限管理、实行前、中、后台相互制衡，重要岗位双人、双职、双责等方法，从源头上防范操作风险。同时，公司通过采取风险自我评估、关键风险指标、风险归因等多种方法，注重对业务开展过程中所面临的各类操作风险进行识别。此外，公司能够在日常经营中将风险管理和内部控制工作重心前移，充分发挥风险管理总部、合规管理总部等内部控制部门的操作风险控制职能。例如，公司内部控制部门在新产品新业务开发初期即参与制度流程设计，充分识别和全面评估操作风险，通过规范业务运作、加强合同管理等，落实关键风险点的内部控制措施，有效避免由于操作不规范、不标准、部门间缺乏协调机制等引起的操作风险。

总体看，公司建立了较为完善的风险监控体系和全面的风险管理制度，有效支撑了各项业务稳步运行。但业务规模的快速增长及创新业务的深入开展要求公司进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016-2018 年的合并财务报表和 2019 年前三季度财务报表，2016-2017 年经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留的审计意见，2019 年前三季度报表未经审计，2018 年公司主要会计政策变更为根据财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对企业财务报表格式进行相应调整。2017 年，纳入财务报表合并范围的主体共 4 户，包括民生期货、民生通海、民生证券投资和民生惠富达创新精选集合资产管理计划，合并范围较 2016 年减少 1 户资产管理计划，2018 年和 2019 年前三季度无变动，合并范围变动较小，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 398.79 亿元，其中客户资金存款 41.13 亿元；负债总额 289.69 亿元，其中代理买卖证券款 55.35 亿元；所有者权益 109.10 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 108.91 亿元，母公司口径下净资产 80.75 亿元。2018 年，公司实现营业收入 14.58 亿元，净利润 0.94

亿元，归属于母公司的净利润 0.95 亿元；经营活动产生的现金流净额为-37.90 亿元，现金及现金等价物净增加额为-12.21 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 466.23 亿元，其中客户资金存款 63.26 亿元；负债总额 353.80 亿元，其中代理买卖证券款 77.73 亿元；所有者权益 112.43 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 112.24 亿元，母公司口径下净资产 72.86 亿元。2019 年 1-9 月，公司实现营业收入 21.05 亿元，净利润 4.51 亿元，归属于母公司的净利润 4.51 亿元；经营活动产生的现金流净额为 42.03 亿元，现金及现金等价物净增加额为 23.33 亿元。

2. 资产质量与流动性

2016-2018 年，随着业务规模不断增长，公司资产规模也有较大的增长，年均增长 9.03%，截至 2018 年末，公司资产总额 398.79 亿元，较年初增长 14.10%，系公司自营业务规模上升，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和可供出售金融资产较年初增加所致。其中自有资产快速增长，2016-2018 年，年均增长 18.52%；截至 2018 年末，自有资产 338.39 亿元，较年初增长 18.62%，主要系自营投资规模增加所致，占总资产比重为 84.86%，较年初上升 3.23 个百分点。

截至 2018 年末，公司自有资产以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、买入返售金融资产和可供出售金融资产为主，在自有资产中占比分别为 44.73%、14.87% 和 20.09%。根据风控监管报表中数据，公司优质流动资产 69.38 亿元，较年初大幅增长 89.89%，在总资产中占比提升 7.22 个百分点至 17.84%，公司资产流动性进一步提升。

2016-2018 年，公司货币资金年均减少 19.26%；截至 2018 年底，公司货币资金 56.07 亿元，较年初减少 17.21%，主要系客户资金存款减少所致，其中自有资金为 14.95 亿元，自有货币资金中无使用受限的货币资金。2016-2018 年，融出资金年均下降 16.94%；截至 2018 年末，公司融出资金 29.04 亿元，较年初减少 26.85%，主要是公司融资融券业务规模下降所致，公司融出资金按 0.20% 计提减值准备。2016-2018 年，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产年均增长 21.25%；截至 2018 年末，以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 151.37 亿元，较 2017 年大幅增长 47.66%，其中债券金额 124.50 亿元（占比 82.25%）、股票金额 8.61 亿元（占比 5.69%），公司持有债券中 67.68 亿元用于债券回购和债券借贷业务质押，占全部债券持仓的 54.36%。2016-2018 年，公司买入返售金融资产年均增长 3.74%；截至 2018 年末，买入返售金融资产余额 50.33 亿元，较年初减少 22.93%，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 21.85 亿元（占比 43.42%）、买入返售股票金额 28.60 亿元（占比 56.82%），质押回购融出资金按剩余期限分类 1 个月以内占比 9.65%，3 个月到 1 年以内占比 46.68%，1 年以上期限占比 43.67%，期限以 3 个月到 1 年内为主，公司共计提减值准备 0.12 亿元，占业务规模 0.24%，计提比例较低，需对该项资产质量持续关注。2016-2018 年，公司可供出售金融资产年均增长 120.68%；截至 2018 年末，可供出售金融资产余额 67.97 亿元，较年初增加 75.09%，主要是投资债券规模增加所致。

表 11 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
资产总额	335.48	349.49	398.79	466.23
其中：自有货币资金	11.10	16.32	14.95	17.89
自有结算备付金	7.02	3.91	1.55	2.82
融出资金	42.09	39.70	29.04	42.77
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	102.96	102.51	151.37	--

买入返售金融资产	46.77	65.31	50.33	41.28
可供出售金融资产	13.96	38.82	67.97	--
交易性金融资产	--	--	--	262.10
自有资产	240.91	285.27	338.39	384.94
优质流动性资产	26.86	36.53	69.38	--
优质流动性资产/总资产	12.16	15.80	24.80	--

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

截至2019年9月末，公司资产规模466.23亿元，较上年末增长16.91%，其中自有资产384.94亿元，较上年末增长13.76%，主要系公司投资资产规模增长所致；公司资产主要由货币资金（占比17.41%）、融出资金（占比9.17%）、交易性金融资产（占比56.22%）和买入返售金融资产（占比8.85%）构成。

总体看，近年来，公司自有资产规模快速增长，优质流动资产占比逐年提升，资产流动性较好、质量较高。

3. 负债及杠杆水平

近年来，随着公司业务的发展，负债规模不断增大。2016-2018 年末公司负债总额分别为 225.15 亿元、235.20 亿元和 289.69 亿元，年均增长 13.43%。截至 2018 年末，公司负债总额 289.69 亿元，较年初增加 23.17%，系公司应付短期融资款和应付债券增加所致。2018 年，公司发行债券以及增加卖出回购金融资产的规模，使得自有负债的规模大幅增长，同时，非自有负债大幅下降，自有负债在负债合计中的占比由年初的 72.69% 上升至年底的 79.15%。截至 2018 年底，公司自有负债 229.29 亿元，较年初增长 34.11%，主要系发行债券及债券回购和债券借贷业务大幅增长所致；公司自有负债主要由卖出回购金融资产款、应付债券、应付短期融资款和以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债组成，占自有负债的比例分别为 27.28%、43.55%、11.34% 和 6.11%。截至 2018 年底，公司卖出回购金融资产款 62.55 亿元，较年初减少 37.76%，主要系债券买断式回购业务规模减少所致。截至 2018 年末，公司应付债券为 99.86 亿元，较 2017 年增加 121.67%，主要是公司新增发行“18 民生 C1”、“18 民生 C2”次级债所致。截至 2018 年末，公司应付短期融资券为 26.00 亿元，较 2017 年末增长 68.40%，主要系公司发行期限小于一年的收益凭证（票面利率 2.50%~6.50%）所致。截至 2018 年末，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债 14.01 亿元，较 2017 年末 0.08 亿元大幅增长，主要系回购业务和债券借贷业务融资规模增加所致。2016-2018 年，公司全部债务年均增长 33.81%；截至 2018 年末，公司全部债务 218.43 亿元，较年初增长 35.61%，其中短期债务占比 54.28%，同比下降 23.96 个百分点，长期债务占比 45.72%，同比增长 23.96 个百分点，期限结构有所改善。2016-2018 年，自有资产负债率分别为 54.20%、59.94% 和 67.76%，2017 年同比增长 5.73 个百分点，2018 年提高 7.82 个百分点，公司债务规模增长较快。

表 12 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
自有负债	130.58	170.98	229.29	272.51
其中：卖出回购金融资产款	70.34	100.51	62.55	75.23
应付债券	35.80	45.05	99.86	113.15
应付短期融资款	15.65	15.44	26.00	3.75
非自有负债	94.57	64.22	60.40	81.29
其中：代理买卖证券款	94.36	64.14	55.35	77.73

负债总额	225.15	235.20	289.69	353.80
全部债务	121.99	161.08	218.43	225.16
其中：短期债务	86.19	126.03	118.57	112.01
长期债务	35.80	35.05	99.86	113.15
净资本/负债	81.81	61.26	36.20	27.37
净资产/负债	86.83	67.43	48.92	41.49
自有资产负债率	54.20	59.94	67.76	70.79

资料来源：公司财务报表和监管报表，联合评级整理

截至 2019 年 9 月末，公司负债规模 353.80 亿元，较上年末增长 22.13%，其中自有负债 272.51 亿元，较上年末增长 18.85%，主要系卖出回购金融资产款和应付债券规模增加所致；公司全部债务规模 225.16 亿元，较上年末小幅增加 3.08%，公司债务水平变动不大。截至 2019 年 9 月末，公司净资本/负债和净资产/负债分别为 27.37%和 41.49%，自有资产负债率为 70.79%，较上年末增长 3.03 个百分点，公司杠杆水平小幅提升。

从有息债务偿还期限结构来看，截至 2019 年 9 月末，按照公司口径计算的有息债务合计 196.34 亿元，其中 1 年内到期的占比 65.01%，面临一定的集中偿付压力，需要公司较好的流动性管理。

表 13 截至 2019 年 9 月末公司到期债务占比情况（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
1 年以内	127.64	65.01
1-2 年	68.09	34.68
2-3 年	0.61	0.31
合计	196.34	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

总体看，近年来，随着公司业务规模的扩大，公司自有负债规模有所增加，杠杆水平亦小幅上升，但仍处于行业正常水平，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。

4. 资本充足性

近年来，公司主要通过股东增资、发行次级债券及利润留存的等途径补充资本。2016-2018 年底，公司股东权益分别为 110.33 亿元、114.29 亿元和 109.10 亿元，变动不大；截至 2018 年底，股东权益较年初减少 4.55%，主要系当期公司留存收益和一般风险准备减少所致；其中股本 96.19 亿元、资本公积 1.83 亿元、未分配利润 4.57 亿元和一般风险准备 3.32 亿元，分别占归属于母公司所有者权益比重 88.32%、1.68%、4.20%和 3.05%，公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，股东权益稳定性较好。2017 年，公司对股东进行了利润分配，合计分配 7.85 亿元，分配规模较大；2018 年，公司合计分配利润 4.12 亿元。

证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施新的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，改进净资本、风险资本准备计算公式。2016-2018 年底，母公司口径（下同）的净资本规模分别为 103.43 亿元、102.38 亿元和 80.75 亿元。截至 2018 年末，公司净资本 80.75 亿元，较年初下降 21.13%，主要系对子公司民生证券投资增资 25.00 亿元所致；核心净资本 54.46 亿元，较年初下降 35.54%；附属净资本 26.10 亿元，较年初增长 45.81%，主要系发行次级债所致。

从主要风控指标来看，截至 2018 年末，公司母公司口径的净资产/总资产指标为 74.01%，较 2017 年末下降 16.85 个百分点；资本杠杆率指标由 2017 年末的 29.47%下降至 16.07%，主要系核心净资产下降和表内外资产总额增加所致；各项风险资本准备之和由 2017 年末的 29.70 亿元上升至 37.82 亿元，主要系公司加大自营投资规模所致；受各项风险资本准备大幅上升和净资产下降影响，风险覆盖率指标由 2017 年末的 344.69%下降至 2018 年末的 213.53%。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。

表 14 母公司口径风险控制指标表（单位：亿元、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末	监管标准	预警指标
核心净资产	93.07	84.48	54.46	56.06	--	--
附属净资产	10.36	17.90	26.10	16.80	--	--
净资产	103.43	102.38	80.75	72.86	--	--
总资产	109.78	112.68	109.12	110.45	--	--
各项风险资本准备之和	38.85	29.70	37.82	36.85	--	--
风险覆盖率	266.24	344.69	213.53	197.74	≥100	≥120
资本杠杆率	38.29	29.47	16.07	14.66	≥8	≥9.6
净资产/总资产	94.22	90.86	74.01	65.97	≥20	≥24
净稳定资金率	151.16	142.89	133.27	125.78	≥100	≥120
流动性覆盖率	298.08	402.07	255.19	161.96	≥100	≥120

资料来源：公司风险控制指标监管报表

截至 2019 年 9 月末，公司净资产规模 72.86 亿元，较上年末下降 9.77%，主要系次级债规模下降以及期限降低所致，其中核心净资产 56.06 亿元，较上年末增长 2.94%，附属净资产 16.80 亿元，较上年末下降 35.63%；主要风控指标来看，风险覆盖率和资本杠杆率分别为 197.74%和 14.66%，分别较上年末下降 15.79 和 1.41 个百分点，主要系净资产规模下降所致，但仍远高于监管标准。

总体看，近年来，公司发行次级债券对净资产补充明显，但随着对子公司增资及自营规模增大，虽然公司各项风险控制指标均符合监管要求，但 2018 年以来净资产指标下滑较快，需进一步提升资本充足性水平。

5. 盈利能力

近年来，受市场行情有所回暖的影响，公司 2017 年实现营业收入 17.20 亿元，同比增长 12.47%，主要系公司固定收益投资业务带来的投资收益、公允价值变动收益增长以及信用交易业务和投行业务发展较好所致。2018 年，公司实现营业收入 14.58 亿元，同比下降 15.42%，系受市场环境影响，公司投资银行业务收入和证券经纪业务同比减少所致，2018 年公司处置一处房产取得资产处置收益 2.43 亿元，同时自营投资业务收入增加减缓了营业收入降幅。

从公司营业收入来看，公司手续费及佣金净收入为公司的主要收入来源，2016-2018 年，公司手续费净收入为 12.77 亿元、11.50 亿元和 8.56 亿元，占营业收入分别为 83.53%、66.69%和 58.72%，占比持续降低；利息净收入主要来自信用业务利息收入与客户保证金利息收入，2018 年融资规模增加，外部融资利息支出增大使利息净收入为负值；投资收益主要来自金融工具持有期间取得的收益以及处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

从营业支出来看，公司营业支出呈波动下降的态势。2017 年，公司营业支出为 12.08 亿元，同比下降 8.20%，主要系业务及管理费中投资者保护基金和职工工资减少所致。2018 年，公司营业支出 13.02 亿元，同比增加 7.73%，主要系资产减值损失增加。从构成来看，2018 年，公司营业支出中业务

及管理费占92.28%；公司的薪酬收入比由2017年的46.13%上升至54.63%。2016-2018年，公司的营业费用率分别为82.21%、68.59%和82.35%，呈大幅波动态势，2018年随着营业收入下降，营业费用率上升至2016年水平，费用控制能力仍需加强。

表 15 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
营业收入	15.29	17.24	14.58	21.05
其中：手续费及佣金净收入	12.77	11.50	8.56	8.12
利息净收入	3.57	2.70	-1.50	-2.53
投资收益	-0.001	1.66	6.22	8.05
公允价值变动损益	-1.18	1.22	-1.59	5.82
营业支出	13.16	12.08	13.02	15.26
其中：业务及管理费	12.57	11.83	12.01	13.78
营业利润	2.13	5.16	1.57	5.79
利润总额	2.19	5.15	1.27	5.78
净利润	1.58	3.88	0.94	4.51
营业费用率	82.21	68.59	82.35	65.48
薪酬收入比	55.22	46.13	54.63	--
营业利润率	13.91	29.94	10.76	27.50
自有资产收益率	0.72	1.47	0.30	1.25
净资产收益率	1.39	3.45	0.84	4.07

资料来源：2016-2018 年公司审计报告、2019 年前三季度财务报表，联合评级整理

从盈利指标来看，2017 年，公司净利润大幅提升至 3.88 亿元，同比增加 2.29 亿元，主要系投资业务收益增长和业务管理费下降所致；2018 年，公司实现净利润 0.94 亿元，同比大幅减少 75.68%，主要系营业收入下降同时业务及管理费等刚性支出小幅增长所致。2018 年，公司营业利润率由 2017 年的 29.94%下降至 10.76%。受公司净利润大幅下降的影响，2018 年公司自有资产收益率和净资产收益率均较上年有所下降，分别达 0.30%和 0.84%，盈利水平较弱，其盈利能力仍有待提升。

2019 年 1-9 月，公司实现营业收入 21.05 亿元，同比增长 163.78%，实现净利润 4.51 亿元，盈利规模较上年同期亏损 0.33 亿元大幅改善，主要系公允价值变动收益大幅增加所致；公司公允价值变动收益 5.82 亿元，上年同期为-1.86 亿元，主要系股票持仓市值回升。2019 年 1-9 月，公司利息净收入-2.53 亿元，较上年利息支出增加，主要系应付债券和拆入资金利息支出增长所致。2019 年 1-9 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 27.50%、1.25%和 4.07%，均较上年全年水平大幅回升。

总体看，近年来，公司盈利水平一般，受自营投资收益变动影响，利润规模波动较大，未来盈利能力仍有待提升。

6. 现金流分析

从现金流来看，经营性现金流方面，2016-2018 年公司经营性净现金流均为净流出状态但流出额波动减少，2016 年，公司经营性现金净流出 69.81 亿元，主要系公司处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产获得现金大幅减少所致；2017 年，公司经营性现金净流出 10.54 亿元，净流出金额较 2016 年大幅减少，主要系经营性现金流入大幅增加所致，其中现金流入 36.05 亿元，同比增长 61.12 亿元；现金流出 46.59 亿元，同比增长 1.85 亿元；2018 年，公司经营性现金净流出 37.90

亿元，较 2017 年净流出额大幅增长，主要系证券投资规模增长所致。投资性现金流方面，2016 年公司投资性现金流为净流入状态，净流入 11.66 亿元，主要系由于公司 2015 年 12 月增资后暂时申购了 22.00 亿元理财产品，之后于 2016 年初赎回所致；2017 年公司投资性现金流转为净流出，净流出规模为 23.62 亿元，主要系公司收回投资收到的现金大幅减少致使投资活动现金流入减少所致；2018 年，投资性现金流净流出 32.43 亿元，主要是加大自营投资规模所致。筹资活动方面，2016 年，由于公司进行了 7.85 亿元的利润分配，筹资性现金流为净流出状态，净流出为 3.48 亿元；2017 年，受发行债券和收益凭证规模增加，公司筹资性现金流转为净流入，净流入规模为 6.31 亿元；2018 年筹资性现金流净流入 58.11 亿元，较 2017 年大幅增长，主要系公司债券融资规模增长所致；2018 年，公司现金及现金等价物净增加额-12.31 亿元。

表 16 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
经营性现金流量净额	-69.81	-10.54	-37.90	42.03
投资性现金流量净额	11.66	-23.62	-32.43	-0.28
筹资性现金流量净额	-3.48	6.31	58.11	-18.45
现金及现金等价物净增加额	-61.62	-27.85	-12.31	23.33
期末现金及现金等价物余额	114.67	86.81	74.60	97.93

资料来源：2016-2018 年公司审计报告、2019 年前三季度财务报表

2019 年 1-9 月，公司经营性现金流量净额 42.03 亿元，投资性现金流量净额 -0.28 亿元，筹资性现金流量净额 -18.45 亿元。

总体看，近年来，公司各项现金流波动较大；公司融资渠道较为畅通，整体现金流状况处于正常水平。

7. 偿债能力

近年来，受利润总额及利息支出大幅增加的影响，公司 EBITDA 亦大幅增加；截至 2018 年末，公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 10.82%）、利息支出（占比 84.51%）和折旧摊销（占比 4.67%）组成。2017 年，公司 EBITDA 为 11.58 亿元，较 2016 年大幅增长 77.30%，主要是利润规模大幅上升所致；2018 年，公司 EBITDA 为 11.71 亿元，较 2017 年变动不大。2016-2018 年，公司 EBITDA 全部债务比有所波动，分别为 0.05 倍、0.07 倍和 0.05 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力较弱；2018 年受利润总额减少和利息支出增加的影响，公司 EBITDA 利息倍数由 2017 年的 1.95 倍下降至 1.18 倍，EBITDA 对利息的保护能力有所下降，但仍可以覆盖利息支出。

表 17 公司偿债能力指标情况（单位：亿元、倍、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA	6.53	11.58	11.71
EBITDA 利息倍数	1.69	1.95	1.18
EBITDA 全部债务比	0.05	0.07	0.05

资料来源：2016-2018 年公司审计报告，联合评级整理

截至 2019 年 9 月末，公司共获银行综合授信 206.20 亿元，已使用额度 27.80 亿元，公司融资渠道较为畅通。

截至 2019 年 9 月末，公司无对外担保情况。

截至 2019 年 9 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2019年9月末，本案尚未判决。

许静案

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2019年11月20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。

总体看，近年来，公司债务规模增长较快，债务负担有所上升，盈利对负债的保障程度较弱，同时公司存在一定或有负债；但考虑到公司资本实力较强、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。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至 2018 年底，公司全部债务规模 218.43 亿元。本期拟发行债券规模不超过 11.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度较大，将进一步加重公司债务负担。由于公司目前一年内到期债务规模占比较高，若本期债券发行成功，有利于公司改善债务结构。

以 2018 年底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 11.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率增加 1.02 个百分点，至 68.77%，债务负担水平将有所上升，结合所处的证券行业来看，整体仍处于正常水平。

总体看，相对于公司目前的债务规模，本期债券发行后，公司债务负担有所增加，但整体处于正常水平。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，EBITDA 为本期债券发行额度（不超过 11.00 亿元）的 1.06 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度尚可。公司 2018 年的母公司口径净资产为 109.09 亿元，为本期债券发行额度（不超过 11.00 亿元）的 9.92 倍，对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为全国性综合类证券公司，经营实力较强，财务较为稳健，资本较为充足等因素，公司对本期债券的偿还能力很强。

十、综合评价

公司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，研究

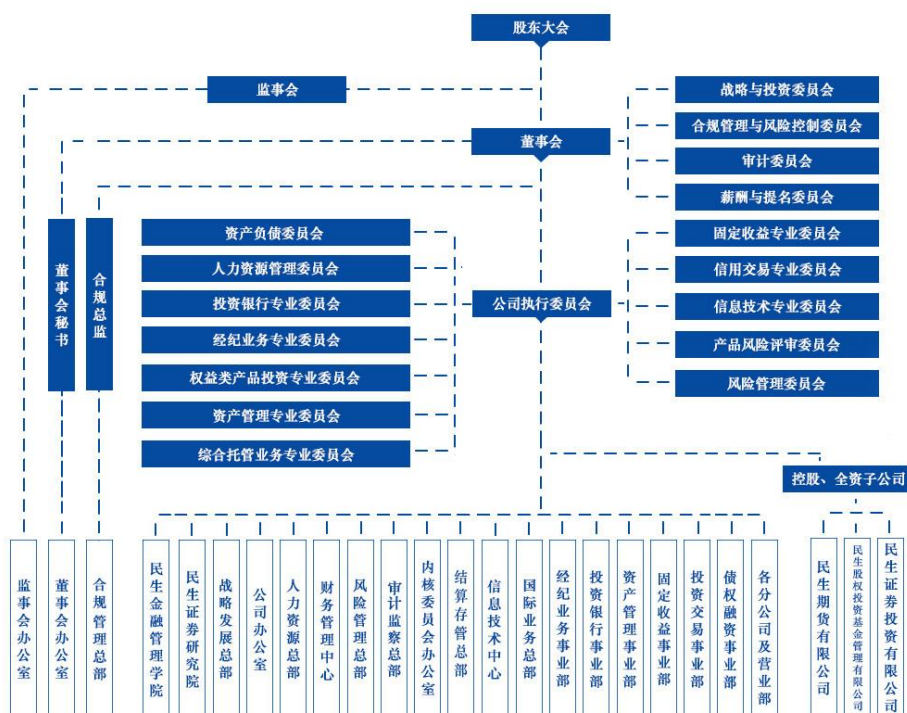
能力较强，投行业务发展较好，具有较强行业竞争力。近年来，公司自有资产持续增长，其中，优质流动资产占比亦呈增长趋势，目前资产质量较高、流动性较好。

近年来，证券市场低迷行情对公司经纪业务和证券投资业务冲击较大，对公司盈利能力造成较大影响；同时，公司债务结构以短期为主，存在集中偿付压力，债务结构有待优化，且存在一定或有负债风险。

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”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 民生证券股份有限公司 组织结构图（截至 2019 年末）



附件 2 民生证券股份有限公司

主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
自有资产（亿元）	240.91	285.27	338.39	384.94
所有者权益（亿元）	110.33	114.29	109.10	112.43
自有负债（亿元）	130.58	170.98	229.29	272.51
自有资产负债率（%）	54.20	59.94	67.76	70.79
优质流动资产/总资产（%）	8.12	10.62	17.84	--
营业收入（亿元）	15.29	17.24	14.58	21.05
净利润（亿元）	1.58	3.88	0.94	4.51
营业利润率（%）	13.91	29.94	10.76	27.50
营业费用率（%）	82.21	68.78	82.35	65.48
薪酬收入比（%）	55.22	46.13	54.63	--
自有资产收益率（%）	0.72	1.47	0.30	1.25
净资产收益率（%）	1.39	3.45	0.84	4.07
净资本（亿元）	103.43	102.38	80.75	72.86
风险覆盖率（%）	266.24	344.69	213.53	197.74
资本杠杆率（%）	38.29	29.47	16.07	14.66
流动性覆盖率（%）	298.08	402.07	255.19	161.96
净稳定资金率（%）	151.16	142.89	133.27	125.78
信用业务杠杆率（%）	72.80	74.96	52.73	57.31
短期债务（亿元）	86.19	126.03	118.57	112.01
长期债务（亿元）	35.80	35.05	99.86	113.15
全部债务（亿元）	121.99	161.08	218.43	225.16
EBITDA（亿元）	6.53	11.58	11.71	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.69	1.95	1.18	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.07	0.05	--
EBITDA/本期债券金额（倍）	0.59	1.05	1.06	--

注：2017 年应付债券中 10 亿元公司债期限为短期，因此调整至短期债务

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
年均增长率	$[(\text{本期/前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
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 $\times 100\%$
营业利润率	营业利润/营业收入 $\times 100\%$
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入 $\times 100\%$
营业费用率	业务及管理费/营业收入 $\times 100\%$
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产 $\times 100\%$
平均净资产收益率	净利润/平均净资产 $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
优质流动资产/总资产	优质流动资产/总资产 $\times 100\%$ ；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+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债

长期债务=长期借款+应付债券

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。

联合信用评级有限公司关于 民生证券股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） （疫情防控债）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年民生证券股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

民生证券股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。民生证券股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注民生证券股份有限公司的相关状况，如发现民生证券股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如民生证券股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至民生证券股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送民生证券股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年二月二十七日