

信用评级公告

联合〔2021〕11663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及其拟发行的2022年面向专业投资者公开发行次级债券（第一期）的信用状况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⁺，民生证券股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行次级债券（第一期）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：

二〇二一年十二月二十七日

民生证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行次级债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 10 亿元(含)

本期债券期限：3 年

偿还方式：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

偿付顺序：本期债券本金和利息的清偿顺序排在公司的普通债之后、股权资本之前

募集资金用途：扣除发行费用后，用于补充公司营运资金

评级时间：2021 年 12 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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，其中投资银行业务发展较好，具有很强行业竞争力。近年来，公司营业收入和净利润持续大幅增长，自有资产持续增长，目前公司资产质量较高、流动性较好。

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。此外，公司原控股股东泛海控股已失去了公司的控制权，由控股股东变为公司第一大股东，未来公司控制权的归属存在不确定性；泛海控股及其附属公司发行的多个债项均已违约，其所持公司股份被质押和冻结的比例很高，需关注相关风险。

本期拟发行债券规模不大。以 2020 年的财务数据为基础，EBITDA 和母公司口径净资产对本期债券的覆盖程度较好。

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。联合资信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，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

- 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。
- 营业收入持续增长，盈利能力不断增强；投资银行业务具有很强竞争力。**近年来，公司营业收入和净利润持续增长，盈利能力不断增强。公司投资银行业务处于行业上游，市场竞争力不断增强，项目储备充足。
- 资产质量较高，资本充足性较好。**公司资产流动性较好，

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	
---				---

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

分析师：陈凝 刘嘉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

资产质量较高；各项风险控制指标均高于监管要求，资本充足性较好。

关注

1. 公司业务周期性较强，易受宏观经济和市场波动影响。公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. 原控股股东泛海控股失去了对公司的控制权，变为第一大股东，未来公司控制权的归属存在不确定性；泛海控股及其附属公司发行的多个债项已违约，公司股权被其质押和冻结的比例很高，需关注相关风险。公司已不再纳入原控股股东泛海控股2021年三季报合并范围，且泛海控股对公司由能够实施控制转为具有重大影响，从公司的控股股东变为第一大股东，未来公司控制权的归属存在不确定性；泛海控股2021年三季度亏损扩大，其自身及其附属公司发行的多个债项均已违约，且其持有的公司股份质押和冻结比例均很高，需关注相关风险。
3. 债务结构偏短期。公司短期债务占比较高，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：

项 目	合并口径			
	2018年	2019年	2020年	2021年1-6月
自有资产（亿元）	338.39	362.60	435.02	398.60
自有负债（亿元）	229.29	249.36	292.36	251.83
所有者权益（亿元）	109.10	113.25	142.66	146.77
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	63.18
营业收入（亿元）	14.58	26.88	36.32	25.22
利润总额（亿元）	1.27	6.52	12.30	8.24
营业利润率（%）	10.76	24.35	35.55	33.53
净资产收益率（%）	0.84	4.79	7.18	4.28
净资本（亿元）	80.75	72.26	82.49	79.20
风险覆盖率（%）	213.53	202.03	239.25	227.49
资本杠杆率（%）	16.07	16.28	19.43	21.00
短期债务（亿元）	118.57	110.80	177.43	172.50
全部债务（亿元）	218.43	234.23	261.65	207.59
EBITDA/本期债券金额（倍）	1.17	1.75	2.14	/

注：1. 公司2021年1-6月财务报表未经审计，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	2021/8/5	姚雷 陈凝	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	--
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：2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号；非公开发行债券的评级报告无报告链接

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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（期）债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

陈 颖



联合资信评估股份有限公司

民生证券股份有限公司2022年面向专业投资者 公开发行次级债券（第一期）信用评级报告

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%。

2021年7月，泛海控股向上海沅泉峪企业管理有限公司转让民生证券13.49%股份，转让完成后，泛海控股对民生证券持股比例进一步下降至31.03%。泛海控股公告称，本次股份转让完成后，民生证券仍为泛海控股合并财务报表内企业，本次股份转让不会导致泛海控股失去对民生证券的控制权。故本次股权转让后，公司的控股股东和实际控制人未发生变动。

泛海控股发布的2021年第三季度报告称，鉴于泛海控股对民生证券持股比例下降且泛海控股在民生证券董事会中的席位已低于半数，不能继续控制民生证券董事会相关决策，泛海控股对民生证券由能够实施控制转为具有重大影响，自2021年8月起不再将民生证券纳入合并财务报表的合并范围，并履行重大资产重组程序。根据泛海控股2021年季报中的上述内容，泛海控股自2021年8月起，由公司控股股东转变为公司第一大股东；公司董事会人员构成发生变动导致泛海控股失去对民生证券的控制权，公司自2021年8月起处于无实际控制人状态。

截至2021年9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31.03%，为公司第一大股东，根据泛海控股2021年季报披露信息来看，公司目前无实际控制人。截至2021年9月末，泛海控股持有公司35.55亿股，其中已办理股权质押总股数占公司总股本的30.87%，占其持有公司股份的99.48%；2021年10月，泛海控股发布公告，因其与中山证券有限责任公司发生债券交易纠纷，其持有的公司31.03%的股权被冻结（详情请参见本报告重大事项部分），占其持有公司股份的100.00%；公司股份被质押和被冻结比例很高，需关注相关情况对公司的不利影响。股权结构图见附件1-1。

表1 截至2021年9月末公司前十大股东持股情况（单位：%）

股东	持股比例
泛海控股股份有限公司	31.03
上海沅泉峪企业管理有限公司	13.49
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
合计	70.28

资料来源：Wind，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6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

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6月末，公司资产总额478.94亿元，其中客户资金存款70.74亿元；负债总额332.17亿元，其中代理买卖证券款79.64亿元；所有者权益146.77亿元，其中归属于母公司的所有者权益146.55亿元，母公司口径下净资产79.20亿元。2021年1—6月，公司实现营业收入25.22亿元，利润总额8.24亿元，净利润6.19亿元，归属于母公司的净利润6.19亿元；经营活动产生的现金流净额为4.42亿元，现金及现金等价物净增加额为-26.29亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区浦明路8号；法人代表：冯鹤年。

二、本期发行债券概况

本期债券名称为“民生证券股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行次级债券（第一期）”，本期债券发行总额为不超过10.00亿元（含），本期债券面值100元，按面值平价发行；本期债券期限为3年期；本期债券票面利率为固定利率，具体利率将由公司和主承销商根据市场询价情况和簿记建档结果确定；本期债券采用单利按年计息，不计复利，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。

本期债券本金和利息的清偿顺序排在公司的普通债券之后、股权资本之前，本期债券与公司已发行、未来可能发行的与本期债券偿还顺序相同的其他次级债务处于同一清偿顺序。

本期债券无担保。

本期债券募集资金在扣除发行费用后，将用于补充公司营运资金。

三、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，新冠肺炎疫情的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。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；GDP首次突破百万亿大关，投资超越消

费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021年前三季度，我国国内生产总值82.31万亿元，累计同比增长9.80%，两年平均增速25.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓2.90和0.16个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，**第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为4.82%和5.64%，均高于疫情前2019年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为4.85%，远未达到2019年同期7.30%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表2 中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年前三季度 (括号内为两年 平均增速)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	9.80(5.15)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	11.80(6.37)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	7.30(3.80)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	16.40(3.93)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	33.00
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	32.60
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	2.30

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

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021年前三季度，我国社会消费品零售总额31.81万亿元，

同比增长16.40%；两年平均增速3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同

¹文中GDP增长均为实际增速，下同。

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高速增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高速增长。支出方面，前三季度全国一般公

共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1-9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。

第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平,但在上年基数抬高因素影响下,出口增速或将小幅下行。基于上述分析,联合资信预测全年GDP增速在8.00%左右。

四、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,债券市场规模持续增长;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,经济环境下行叠加不利外部影响导致沪深指数出现较大幅度下跌,投资交易量进一步萎缩;2019年,市场预期回暖,股票市场先扬后抑,股票市场一季度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。根据证券交易所公布的数据,截至2020年底,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年底增长34.46%;平均市盈率为25.64倍,较2019年增长5.29倍。2020年全部A股成交额为206.02万亿元,同比增长62.37%。截至2020年底,市场融资融券余额为1.62万亿元,较2019年底增长58.84%,其中融资余额占比为91.54%,融券余

额占比为8.46%。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%;完成IPO、增发、配股和发行优先股的企业分别为396家、362家、18家和8家;完成可转债和可交债发行的企业分别为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重影响下,债券市场规模不断扩大,整体利率水平波动下降,信用债市场有所分化,高等级债券需求增长。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,债券市场规模持续增长,受疫情以及货币政策影响,市场利率出现大幅波动,5月份利率探底后逐步回升,中债信用债净价指数总体平稳,但债券违约向国企蔓延。根据Wind统计,截至2020年底,债券余额为114.30万亿元,较2019年底增长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,同业拆借金额为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%,占全国市场份额的26.38%。

图1 股票市场指数和成交额情况(单位:点、亿元)

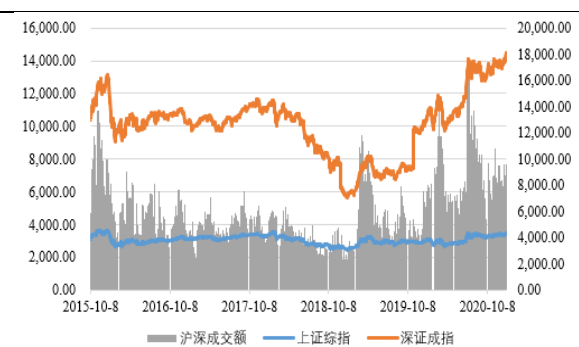
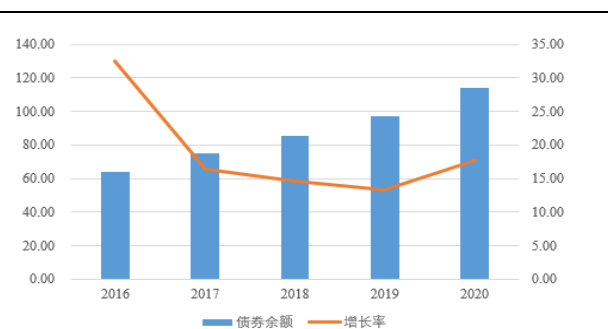


图2 债券市场余额和增长率(单位:万亿元、%)



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第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019年6月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7月22日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020年6月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。2021年9

月，定位为“服务创新型中小企业的主阵地”的北京证券交易所注册成立，我国资本市场的层次布局不断完善。

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；净利润呈现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，证券公司收入来源以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表3 证券行业概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年1-9月
证券公司家数(家)	129	131	131	133	139	140
盈利家数(家)	124	120	106	120	127	124
盈利家数占比(%)	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37	88.57
营业收入(亿元)	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79	3663.57
净利润(亿元)	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34	1439.79
总资产(万亿元)	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90	10.31
净资产(万亿元)	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31	2.49
净资本(万亿元)	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82	1.94

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，多家证券公司投资银行业务、资产管理业务和自营业务遭到重罚。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、投资银行仍是收入的主要构成，经纪和投资银行业务收入占比较2019年有所提升。截至2020年底，139家证券公司总资产为8.90万亿元，较2019年底增长22.50%；净资产为2.31万亿元，较2019年底增长14.10%，净资本为1.82万亿元，较2019年底增长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。

2021年前三季度，国民经济稳中向好，证券行业保持增长态势。截至2021年9月底，140家

证券公司总资产为 10.31 万亿元，较 2020 年底增长 15.84%；净资产为 2.49 万亿元，较 2020 年底增长 7.79%；净资本为 1.94 万亿元，较 2020 年底增长 6.59%。2021 年前三季度，140 家证券公司实现营业收入 3663.57 亿元，实现净利润 1439.79 亿元，分别同比增长 7.00% 和 8.51%，经营业绩保持增长态势，其中有 124 家证券公司实现盈利（中国证券业协会统计数据，下同）。

2. 行业政策

在资本市场深化改革背景下，证券公司严监管态势将延续；2020 年以来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。

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，证券公司次级债公开发行的放开拓宽了证券公司融资渠道，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。

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，进一步完善了证券公司股东准入和监管的相关要求。

2021 年 4 月，证监会修订《科创属性评价指引（试行）》，新增研发人员占比超过 10% 的常规指标，按照支持类、限制类、禁止类分类界定科创板行业领域，建立负面清单制度；在咨询委工作规则中，完善专家库和征求意见制度，形成监管合力；交易所在发行上市审核中，按照实质重于形式的原则，重点关注发行人的自我评估是否客观，保荐机构对科创属性的核查把关是否充分，并做出综合判断。

2021 年 5 月，证监会首批证券公司“白名单”公布，对纳入白名单的证券公司取消部分监管意见书要求，同时对确有必要保留的监管意见书，简化工作流程，从事前把关转为事中事后从严监督检查。后续，证监会将根据证券公司合规风控情况对“白名单”持续动态调整。

2021 年 7 月，中国人民银行公布《证券公司短期融资券管理办法》，自 2021 年 9 月 1 日起开始正式实施。中国人民银行对证券公司发行短期融资券实施宏观管理，可根据货币市场流动性和金融市场运行情况，调整证券公司发行的短期融资券余额与净资本比例上限和最长期限。

2021 年 7 月，证监会发布《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》，强化监管力度，督促证券公司认真履职尽责，更好发挥中介机构“看门人”作用。2021 年 9 月，证监会发布《关于修改〈创业板首次公开发行股票发行与承销特别规定〉的决定》，取消新股发行定价与申购安排、投资风险特别公告次数挂钩的要求；删除累计投标询价发行价格区间的相关规定，由深圳证券交易所在其业务规则中予以明确。沪深证券交易所、中国证券业协会同步完善了科创板、创业板新股发行定价相关业务规则。同月，证监会发布《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》，进一步规范辅导相关工作，积极为稳步推进全市场注册制改革创造条件。

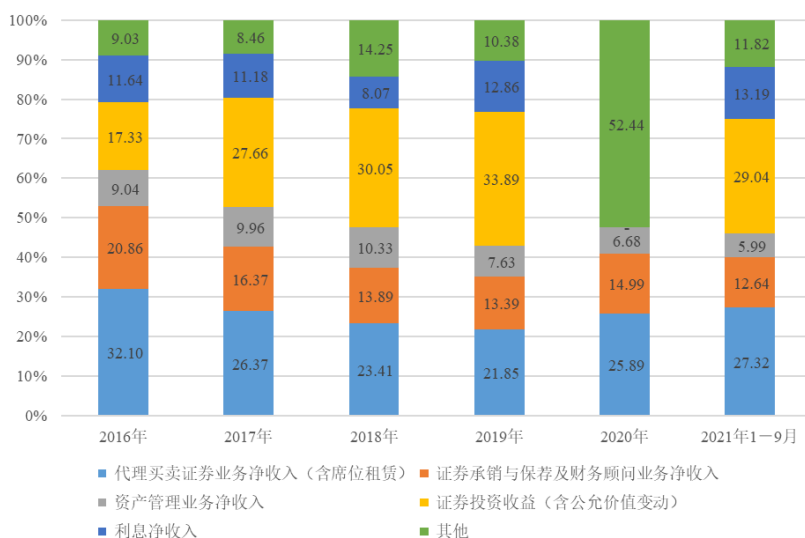
3. 业务分析

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、自营业务和投资银行业务是我国证券公司主要的业务收入来源，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，经纪业务收入占比呈下降态势，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，投资银行业务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。2020年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投资银行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图



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

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，收入实现存在较大的波动性。

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在2016—2019年持续下降；同时，证券公司客户资金账户非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销的经纪业务模式形成挑战。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，重塑经纪业务条线组织架构、增加投顾人员、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，同比下降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%。2021 年前三季度，沪深两市成交量 190.30 万亿元，同比增长 20.47%；证券公司实现代理买卖证券业务净收入 1000.79 亿元（含交易单元席位租赁），同比增长 11.19%，证券经纪业务仍具备较强的增长动力。

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%。2021 年前三季度，证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 416.00 亿元，同比下降 3.61%。

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%。

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 年证券公司业务范围和投资方式限制的放宽以及另类投资子公司设立政策的颁布，意味着证券公司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。2021 年前三季度，证券公司实现投资收益（含公允价值变动）1064.04 亿元，同比增长 4.97%。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动

资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势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。证券公司资产管理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，资产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%。2021年前三季度，证券公司实现资产管理业务净收入219.62亿元，同比增长3.28%。

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，为自身业绩的提升作出一定贡献。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，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，股票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。截至2021年9月末，沪深两市两融余额为18415.25亿元，较年初增长13.74%。随着两融余额的稳步增长，信用业务利息净收入亦呈增长态势。2021年前三季度，证券公司实现利息净收入483.07亿元，同比增长8.41%。

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。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，中信证券股份有限公司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未就核心条款达成一致意见，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，证券公司持续补充净资本，2019年，国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市，2020年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司、财达证券已实现A股上

市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券等证券公司已处于 IPO 辅导期或已过会阶段。2020 年，共计 16 家上市证券公司完成增发和配股，其中海通证券和国信证券分别增发募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，招商证券完成配股募资 126.83 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 4 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。截至 2020 年末，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，系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，系瑞银证券有限责任公司、瑞信证券(中国)有限公司、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有限公司和甬兴证券有限公司 2 家国内证券公司，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内证券公司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证券公司面临挑战，放宽证券公司外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

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

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2020 年末证券公司所有者权益排序，2020 年前十大证券公司实现营业收入合计 2994.25 亿元，净利润 995.85 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.76% 和 63.21%。截至 2020 年底，前十大证券公司资产总额为 5.85 万亿元，占全行业总资产的 65.70%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 60%，行业集中度较高。

表 4 截至 2020 年末/2020 年主要证券公司财务数据 单位：亿元

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37
4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

资料来源：Wind

5. 未来动向

随着监管力度的加强，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以“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的重要主题。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助金融科技搭建新型财富管理业务模式，如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得的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行业内收购事件已有发生，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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9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31.03%，为公司第一大股东，公司无实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

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

公司作为全国性综合类证券公司之一，业务牌照齐全；截至2021年9月末，公司股本114.56亿元，资本实力较强；截至2021年6月末，公司共有38家证券分公司及48家证券营业部，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。

公司投资银行业务具备很强行业竞争力，截至2021年6月末，公司投资银行业务团队共有800人，其中保荐代表人272人、准保荐代表人27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³，总体居于行业上游水平。

表5 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

³ 2020年，公司股票主承销佣金收入及家数排名均来源于wind

证券经纪业务收	47	48	49
客户资产管理业	/	/	/
投资银行业务收	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

3. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验，人员整体素质较高，能够满足日常管理需求。

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；中国泛海控股集团有限公司董事、泛海控股股份有限公司董事、泛海股权投资管理有限公司董事、泛海资本投资管理集团有限公司董事。现任公司董事长、公司总裁、执行委员会主席。

公司执行副总裁杨卫东先生，毕业于华中理工大学（现华中科技大学），经济学硕士。历任华夏证券有限公司项目经理；中包期货经纪有限责任公司北京分公司总经理助理；光大证券有限公司部门副总经理；重庆国际信托投资有限公司总裁助理；金元证券有限责任公司高级经理；公司总裁助理兼投资银行总部总经理，公司副总裁兼投资银行事业部总裁。现任公司执行委员会委员、执行副总裁兼投资银行事业部总裁。

截至 2021 年 6 月末，公司员工人数合计 2425 人，其中本科及以上学历员工占比为 94.00%。从专业构成来看，证券经纪业务人员占比为 49.00%，投资银行业务人员占比为 33.00%，资产管理业务人员占比为 2.00%，研究人员占比为 3%，技术、财务、行政、管理和其他人员总计占比为 13.00%；公司人员整体素质较高，专业构成合理。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2021年9月28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 6 月末，公司共获得银行综合授信额度为人民币 138.20 亿元，尚未使用额度为 95.10 亿元，公司融资渠道较为畅通。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建了较为完善的公司治理架构，能够满足业务发展的需要，

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，目前由11名董事组成，其中董事长1名、独立董事3名；其中泛海控股在公司董事会中席位共5名，包括股东代表董事3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。

公司设监事会，目前由9名监事组成，其中监事会主席1名，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。

公司目前有高级管理人员11名，其中总裁1名、执行副总裁1名、副总裁6名、首席信息官1名、合规总监1名（兼任董事会秘书）、财务总监1名（兼任首席风险官）。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。

2. 内部控制及合规管理

公司不断完善内部控制体系，规范内部控制制度，加强对各部门、分支机构以及控股子公司的管控，但相关管控水平仍需提高。

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。

收到的行政监管措施方面，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。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，依法依规开展业务，采取有效措施严防类似情况再次发生，武汉分公司已对上述行政监管措施所提及的问题完成了整改。

2019—2021年，公司分类评价分别为BBB级、BB级和BB级，处于行业中下游水平。

七、重大事项

泛海控股对公司持股比例下降且在董事会席位中失去控制权，由公司的控股股东变为第一大股东，未来公司实际控制权的归属存在较大的不确定性，需关注相关变动对公司治理及经营业务稳定性的影响；泛海控股及其海外附属公司发行的多只债券和票据均已违约，且2021年三季度泛海控股亏损呈现扩大的趋势，需关注相关情况对公司的不利影响。

泛海控股披露的2021年第三季度报告显示，自2021年8月起，泛海控股对民生证券持股比例下降，且泛海控股在民生证券董事会中的席位变动导致其对民生证券由能够实施控制转为

具有重大影响，自 2021 年 8 月起泛海控股不再将民生证券纳入合并财务报表的合并范围，并履行重大资产重组程序。自 2021 年 8 月起，泛海控股由公司控股股东转变为公司第一大股东；公司自 2021 年 8 月起处于无实际控制人状态（上述事项请参见本报告主体概况部分）。未来公司控股股东和实际控制人的归属存在较大的不确定性，需关注股权变动对公司治理和经营业务稳定性的影响。

截至本报告出具日，泛海控股发行的“18 泛控 01”“19 海控 01”“17 泛海 MTN001”和“18 泛海 MTN001”均存在展期或违约的情况，其发行的美元债亦存在违约的情况；泛海控股附属境外公司也出现了两笔票据违约的情况。泛海控股 2021 年三季报显示，其前三季度累计归母净亏损 17.91 亿元，而上半年泛海控股的归母净亏损为 5.40 亿元，导致净利润亏损扩大的主要系原属于旗下的民生证券财务数据未能并表所致。上述信息显示，泛海控股自身流动性匮乏，且在民生证券出表之后，亏损进一步扩大，需关注泛海控股对违约债项的处理进展，以及未来泛海控股经营状况的变化情况。

八、经营分析

1. 经营概况

2018 - 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持续大幅增长；投资交易业务、财富管理业务和投资银行业务已经成为公司的三大主要收入来源；但公司经营易受证券市场波动以及相关监管政策变化的影响，波动性较大。2021 年上半年，得益于投资交易业务收入和投资银行业务收入的增长，公司营业收入和利润总额同比均大幅增长。

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）。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。2018 - 2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 57.80%；净利润亦持续增长，年均复合增长 212.11%。2020 年，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。

2018 - 2020 年，从收入结构上来看，公司收入主要来源为财富管理业务、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。2018 - 2020 年，公司财富管理业务收入持续增长，但占比持续下降，2020 年占比下降至 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。2018 - 2020 年，公司投资银行业务收入占比整体呈快速上升趋势，2020 年投资银行业务收入占比上升至 45.86%，主要系受市场行情推动，投行业务快速发展所致。2018 - 2020 年，公司投资交易业务收入占比波动增长，2020 年占比为 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。2018 - 2020 年，公司资产管理业务占比波动下降，2020 年占比为 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 - 6 月，公司实现营业收入 25.22 亿元，同比大幅增长 61.65%，增速大幅高于行业平均水平（8.91%）；主要系投资交易业务收入增长（主要系子公司民生投资的股权投资公允价值变动损益增长）和投资银行业务收入增长（主要系股权承销业务收入增长）综合所致；在营业收入同比大幅增长的带动下，2021 年 1 - 6 月，公司实现实现利润总额 8.24 亿元，同比增长 51.73%。

表 6 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		2021 年 1 - 6 月	
	金额	占比	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	5.98	23.73

投资银行业务	4.46	30.61	7.63	28.37	16.65	45.86	7.52	29.83
资产管理业务	1.15	7.89	3.12	11.60	1.77	4.87	0.70	2.79
投资交易业务	1.82	12.47	10.95	40.73	11.28	31.06	12.27	48.66
其他业务	-3.02	-20.73	-6.82	-25.37	-5.67	-15.61	-1.26	-5.01
合计	14.58	100.00	26.88	100.00	36.32	100.00	25.22	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、公司半年度报告，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，近年来公司证券经纪业务交易规模持续增长，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。2018—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0.367‰、0.338‰和0.315‰，整体呈持续下降趋势。近年来，公司持续推进经纪

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，不断扩大财富管理业务范围，投顾服务能力逐步提高。

2018—2020年，公司代理买卖证券交易额持续增长，年均复合增长率24.11%，主要系市场行情回暖、交易量上升所致；其中，股票及基金交易额增长速度较快，年均复合增长率41.90%。2020年，公司代理买卖证券交易额27042.75亿元，同比增长31.41%，主要系公司持续推动财富管理转型，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6月末，公司共有38家证券分公司及48家证券营业部，基本覆盖直辖市和省会城市，形成辐射全国的服务网络体系。2021年上半年，公司经纪业务交易量达12962.78亿元。

表7 公司经纪业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年		2021年1—6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	6484.35	0.32	9027.59	0.33	13057.55	/	6330.11	/
债券	11072.35	/	11551.16	0.23	13985.20	/	6632.67	/
合计	17556.70	/	20578.75	/	27042.75	/	12962.78	/

资料来源：公司提供，联合资信整理

2018—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持续增长；股票质押业务规模逐步收缩。2021年上半年，公司融资融券业务规模较上年末有小幅增长，股票质押业务规模进一步压缩。

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，2018—2020年末，公司融资融券账户余额持续增长，年均复合增长32.77%，公司融资融券市场规模受行情影响较大。2018—2020年，公司融资融券业务实现利

息收入亦持续增长，主要系业务规模增长所致。2020年，公司融资融券业务余额较上年末小幅增长3.34%；实现利息收入3.88亿元，同比增长31.08%。

股票质押回购业务方面，2018—2020年末，股票质押待回购交易金额分别为28.49亿元、19.77亿元和7.66亿元，逐年下降，年均复合下降48.15%，主要系公司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所致。2018—2020年，股票质押回购利息收入亦呈持续下降趋势，年均复合下降44.63%，与公司持续压缩股票质押回购业务规模变化趋势一致。

2018—2020年末，公司信用业务杠杆率分别为52.73%、61.33%和42.58%，2020年随着股票质押回购业务规模的大幅下降，信用杠杆率

下降18.76个百分点。整体来看，公司信用业务杠杆率水平较低。

截至2021年6月末，公司融资融券账户余额52.60亿元，较上年末有小幅增长；2021年上半年，公司融资融券业务实现利息收入1.91亿元。公司持续压降股票质押业务规模，截至2021年6月末，公司股票质押待回购金额6.43亿元，较上年末进一步下降；2021年上半年，公司股票质押回购业务实现利息收入0.17亿元，同比大幅减少，主要系压降股票质押业务规模所致。

截至2021年9月末，股票质押业务中，发生违约或者延期支付等非正常合约共5笔，涉及金额0.85亿元，担保证券市值2.01亿元；公司对股票质押业务计提减值准备240.45万元，存在进一步减值风险，需持续关注未来项目回收情况。

表8 公司信用交易规模及收入情况（单位：户、亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—6月
融资融券账户数目	18934	20249	21544	22006
融资融券账户余额	29.13	49.69	51.35	52.60
融资融券利息收入	2.71	2.96	3.88	1.91
股票质押待回购金额	28.49	19.77	7.66	6.43
股票质押回购利息收入	2.87	1.73	0.88	0.17

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）投资银行业务

近年来，公司投资银行业务发展良好，投资银行业务收入持续增长。2020年，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。2021年上半年，公司投资银行业务发展良好，期末项目储备良好，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。2018—2020年，公司投资银行业务收入持续增长，年均复合增长93.15%，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%。

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。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。

2021年上半年，公司实现投资银行业务收入7.52亿元，占公司营业收入的29.83%。2021年，公司依托上海打造国际金融中心与金融创新先试先行的政策优势，加大对科创板、创业板等

IPO企业覆盖力度；截至2021年6月末，IPO项目在审数量达到35个，IPO项目过会17个，位列行业第二。从债券承销来看，截至2021年6月末，债券承销业务已获批准待发行项目共21个，其

中公司债项目13个、企业债项目2个、ABS项目5个、债权融资计划1个。公司的项目资源储备丰富，有助于投资银行业务的持续发展。

表9 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

近年来，公司证券投资业务收入逐年增长，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，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。2018—2020年，公司投资交易业务收入快速增长，年均复合增长率为149.05%，主要为市场行情较好，公司自营业务实现较好收入所致；其中2020年实现投资交易收入11.28亿元，同比小幅增长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，但占比波动下降。2018—2020年末，公司投资规模年均增长32.74%，主要为债券和基金增长，股

票占比较低；其中债券年均增长27.37%，债券持仓占比分别为87.95%、74.07%和80.99%，债券持仓以利率债为主；基金年均增长31.75%，基金持仓占比分别为5.59%、7.53%和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/净资产指标为300.37%，自营权益类及证券衍生品/净资产指标为16.29%，均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。截至2021年6月末，公司（母公司口径）自营非权益类证券及其衍生品/净资产指标为263.40%，自营权益类及证券衍生品/净资产指标为26.58%，均优于监管标准。

截至2021年9月末，公司债券自营投资业务无违约项目。

表10 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

近年来，受资管业务“去通道”影响，公司资产管理业务规模持续下降，资产管理业务净

收入较稳定；主动管理能力持续增强，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、上市公司委托理财等领域。此外，2020年起公司因业务分部板块调整，将原私募基金管理行业务划入资产管理业务分部。

2018—2020年，公司合并口径资产管理业务收入波动较大，分别为1.15亿元、3.12亿元和1.77亿元。2019年，资产管理业务收入同比增长171.30%，主要系2019年民生股权投资子公司投资业务收入大幅增长所致。资产管理业务收入在营业收入中占比较小，2020年在营业收入中占比为4.87%。2018—2020年，公司资产管理业务净收入波动小幅增长，年均复合增长率1.87%。

从管理规模和业务结构来看，母公司层面资产管理业务规模持续下降，主要为受资管新规影响，通道类业务规模下降所致。2018—2020

年末，资产管理规模年均复合下降15.46%，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%，较年初上升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。

截至2021年6月末，资产管理业务规模合计237.89亿元，较年初增长5.56%，定向资管仍为主要业务类型，占资产管理业务规模的71.56%。2021年1—6月，公司资产管理业务收入0.70亿元，占营业收入比重为2.79%。

表11 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

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6月末，民生期货总资

产为23.21亿元，总负债为18.87亿元，所有者权益为4.35亿元；2021年1—6月，民生期货实现营业收入5489.05万元，实现净利润1604.38万元。

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。2017年，公司对子公司民生证券投资增资10.90亿元，2018年，公司对民生证券投资增资25.00亿元，增资后注册资本为40.00亿元。截至2020年末，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6月末，民生证券投资总资产为

49.97亿元，总负债为3.69亿元，所有者权益为46.28亿元；2021年1—6月，民生证券投资实现营业收入7.45亿元，实现净利润3.55亿元。

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9月末，民生股权投资总资产为7.21亿元，总负债为0.14亿元，所有者权益为7.07亿元。2021年1—6月，民生股权投资实现营业收入3188.63万元，实现净利润1178.30万元。

4. 未来发展

公司战略目标清晰，符合自身特点和未来发展需要。同时，股权变更给公司的未来发展带来了一定程度的不确定性影响。

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。

此外，2020年以来，公司股权变动频繁，未来公司实际控制权的归属存在不确定性，且第一大股东泛海控股及其附属公司发行的多个债项已违约，泛海控股所持公司股份被质押和冻结的比例很高。这给公司未来的发展规划带来

了一定程度的不确定性影响。

九、风险管理分析

公司建立了覆盖全业务的风险监控体系和风险管理制度，能够支持各项业务运行。

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。

公司建立健全了较完备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，风险管理职能部门作为第二道风险防线，公司高级管理层作为第三道风险防线，董事会风险控制与监察委员会作为最后一道风险防线的四级风险管控体系，分工明确、各司其职，实现了对风险的防范和控制。

市场风险管理

根据公司经营情况、风险管控能力和公司风险偏好以及资金配置情况，由公司董事确定公司权益类证券及其衍生品投资、非权益类证券及其衍生品投资等年度规模，公司执行委员会根据面临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。

公司通过投资管理系统，基本实现投资业务关键风险指标的前端控制和自动预警，建立了止盈止损等市场风险管理机制；公司通过风险管理信息系统，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。公司建立健全了以包括在险价值（VaR）、基点价值（DV01）在内的风险量化指标体系，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，对于风险指标超预警、超限额情况及时进行风险提示和应对。

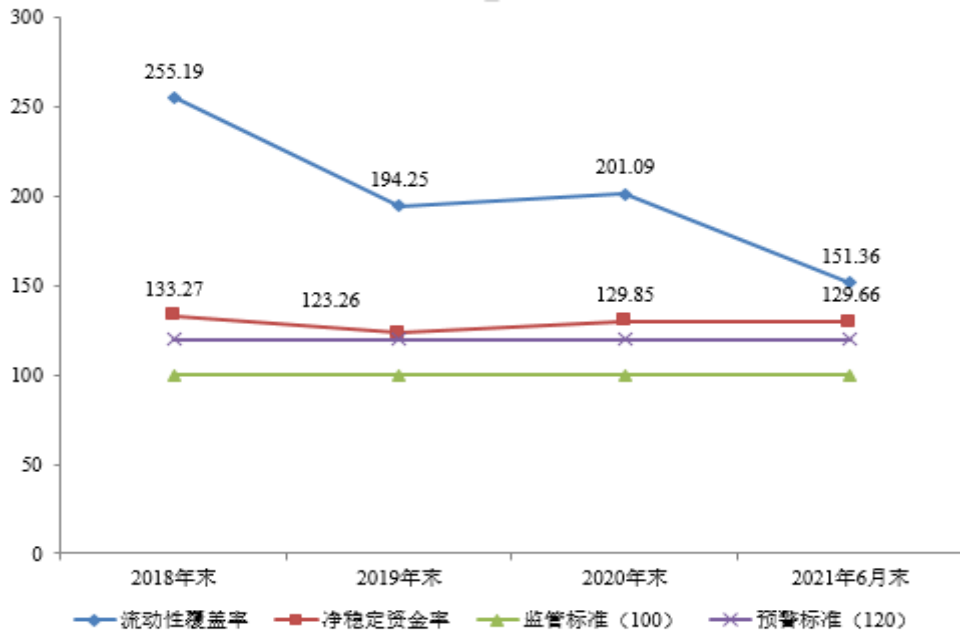
信用风险管理

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。公司建立健全了业务部门与风险管理职能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。

流动性风险管理

加强业务前端的流动性风险管理，包括对有可能履行包销义务的证券承销项目进行事前统一决策，持续完善债券风险分级管理并加强债券业务的资金安排、交易和结算相关流程规范管理。对资金实行集中管理与调控，对大额资金支付采用预约机制，预测当月逐日现金流缺口，有效管理支付风险。对各项业务的运作规模进行限额管理，定期或不定期根据业务规模的变化及时进行流动性压力测试，根据测试结果对业务规模进行动态调整，以确保流动性风险指标控制在公司可承受范围内。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。公司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，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。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。2018—2020年末，公司净稳定资金率和流动性覆盖率降幅较大，其中净稳定资金率接近预警标准，但仍均符合监管要求；2021年6月末，净稳定资金率为129.66%，与上年末基本持平；流动性覆盖率为151.36%，较上年末降幅较大。

图4 公司流动性指标情况(单位: %)



资料来源: 公司风险控制指标报表, 联合资信整理

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, 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。

十、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1—6月财务报表未经审计。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”)。公司自2021年1月1日起执行《企业会计准则第21号——租赁》, 未对公司财务状况和经营成果产生重大影响。

近年来, 2018—2020年, 公司合并范围变动较小, 2021年1—6月合并范围无变化; 总体看财务数据可比性强。

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 6 月末，公司资产总额 478.94 亿元，其中客户资金存款 70.74 亿元；负债总额 332.17 亿元，其中代理买卖证券款 79.64 亿元；所有者权益 146.77 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 146.55 亿元，母公司口径下净资产 79.20 亿元。2021 年 1—6 月，公司实现营业收入 25.22 亿元，利润总额 8.24 亿元，净利润 6.19 亿元，归属于母公司的净利润 6.19 亿元；经营活动产生的现金流净额为 4.42 亿元，现金及现金等价物净增加额为-26.29 亿元。

2. 资金来源与流动性

2018—2020 年，随着业务规模的扩大，公司自有负债规模持续增加，杠杆水平波动不大，仍处于行业正常水平；2021 年 6 月末，公司债务规模较上年末有所下降，债务结构以短期债务为主，面临一定集中偿付压力。

近年来，随着公司业务的发展，负债规模不断增大。2018—2020 年末公司负债总额年均复合增长 14.76%。截至 2020 年末，公司负债总额 381.55 亿元，较上年末增加 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 35.74%、21.96%、5.23% 和 3.62%。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。

2018—2020 年末，公司全部债务波动增长，年均复合增长 9.45%；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。2018—2020 年末，自有资产负债率分别为 67.76%、68.77% 和 67.21%，整体杠杆率变动不大，处于行业正常区间。

表 12 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 6 月末
自有负债	229.29	249.36	292.36	251.83
其中：卖出回购金融资产款	62.55	80.16	136.37	101.12
应付债券	99.86	123.43	83.78	35.09
拆入资金	16.00	15.19	19.94	19.04
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	21.90
非自有负债	60.40	81.98	89.19	80.34
其中：代理买卖证券款	55.35	79.24	89.18	79.64
负债总额	289.69	331.34	381.55	332.17
全部债务	218.43	234.23	261.65	207.59
其中：短期债务	118.57	110.80	177.43	172.50
长期债务	99.86	123.43	84.22	35.09
净资产/负债（母公司口径）	36.20	29.90	29.69	34.37
净资产/负债（母公司口径）	48.92	46.17	50.01	60.43
自有资产负债率	67.76	68.77	67.21	63.18

资料来源：公司财务报表和监管报表、公司提供，联合资信整理

截至 2021 年 6 月末，公司负债规模 332.17 亿元，较上年末下降 12.94%，主要系卖出回购金融资产款和应付债券减少（“18 民生 F2”“19 民生 01”“18 民生 C1”和“19 民生 C1”均于今年上半年完成兑付）所致；公司全部债务规模 207.59 亿元，较上年末下降 20.66%，主要系卖

出回购金融资产款和应付债券减少所致。

从有息债务偿还期限结构来看，截至 2021 年 6 月末，公司有息债务中，1 年以内到期的占比 88.57%，1—2 年到期债务占比 11.43%，短期债务占比较高，存在一定的短期偿付压力。

表 13 截至 2021 年 6 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
1 年以内	161.92	88.57
1—2 年	20.89	11.43
2—3 年	0.00	0.00
合计	182.81	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
资料来源：公司提供，联合资信整理

2018—2020 年末，资产总额快速增长，以自有资产为主，优质流动资产占比较高，2021 年 6 月末公司资产规模较上年末有所下降，构成仍以自有资产为主。整体资产流动性良好。

2018—2020 年末，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 14.65%，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。2018—2020 年末，自有资产年均增长 13.38%；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%。2018—2020 年末，公司优质流动资产规模波动上涨，年均复合上涨 1.70%。2018—2020 年末，优质流动资产/总资产比率分别为 17.84%、21.83%和 17.18%，整体仍处于较好水平。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%。

2018—2020 年末，公司货币资金年均增长 40.73%；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。2018—2020 年末，融出资金年均增长 35.19%；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%）。2018—2020 年末，公司买入返售金融资产年均下降 45.89%，主要系公司控制风险主动压缩股票质押业务所致；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%，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 6 月末，公司资产规模 478.94 亿元，较上年末下降 8.63%，主要系交易性金融资产减少所致；公司资产主要由货币资金（占比 18.71%）、融出资金（占比 11.38%）、买入返售金融资产（占比 5.15%）和交易性金融资产（占比 54.29%）构成。

表 14 公司资产情况表 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 6 月末
资产总额	398.79	444.58	524.20	478.94
其中: 自有货币资金	14.95	17.21	41.25	18.89
自有结算备付金	1.55	2.68	3.20	2.58
融出资金	29.04	49.69	53.08	54.50
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	151.37	--	--	0.00
买入返售金融资产	50.33	25.53	14.73	24.67
可供出售金融资产	67.97	--	--	0.00
交易性金融资产	--	250.78	296.20	260.03
自有资产	338.39	362.60	435.02	398.60
自有资产/资产总额	84.86	81.56	82.99	83.22
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

近年来, 公司股东权益持续增长, 稳定性较好; 各项风险控制指标均高于监管要求, 资本充足性较好。

2018—2020 年末, 公司股东权益持续增长, 分别为 109.10 亿元、113.25 亿元和 142.45 亿元, 年均复合增长率为 14.35%; 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。2018 年, 公司合计分配利润 4.12 亿元; 2019 年末进行利润分配; 2020 年进行利润分配 2.52 亿元。

2018—2020 年末, 母公司口径 (下同) 的净资本规模分别为 80.75 亿元、72.26 亿元和 82.49 亿元, 波动增长, 年均复合增长 1.07%。截至 2019 年末, 公司净资本 72.26 亿元, 较上年末进一步下降 10.51%, 主要系可计入附属资本的次级债券规模减少所致。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 6 月末, 公司股东权益 146.77 亿元, 较上年末小幅增长 2.88%, 主要系利润留存所致; 公司净资本规模 79.20 亿元, 较上年末小幅下降 3.99%; 从主要风控指标来看, 风险覆盖率为 227.49%, 较上年末下降 11.76 个百分点; 资本杠杆率为 21.00%, 较上年末上升 1.57 个百分点; 主要风控指标均高于监管标准。同时, 若本期次级债成功发行, 能对净资本产生较好的补充效果。

表 15 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 6 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	79.20	--	--
净资产	109.12	111.56	138.95	139.23	--	--
各项风险资本准备之和	37.82	35.77	34.48	43.82	--	--
风险覆盖率	213.53	202.03	239.25	227.49	≥100	≥120
资本杠杆率	16.07	16.28	19.43	21.00	≥8	≥9.6
净资本/净资产	74.01	64.77	59.37	56.89	≥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

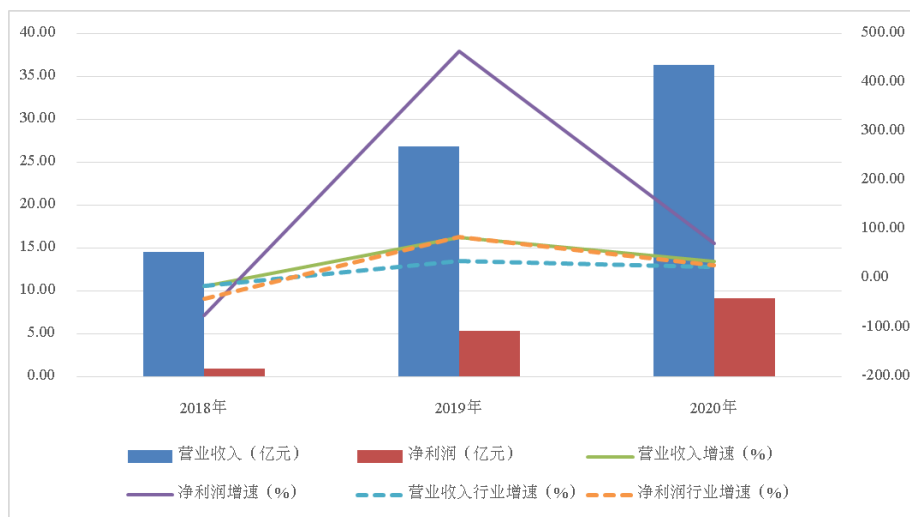
2018—2020 年末，受市场行情回暖影响，公司营业收入和净利润均持续增长；公司盈利能力指标持续向好，但盈利稳定性一般，整体盈利能力较强。2021 年上半年，得益于投资交易业务收入和投资银行业务收入的增长，公司的营业收入和净利润同比均大幅增长，整体盈利能力较强。

2018—2020 年末，公司营业收入持续增长，分别为 14.58 亿元、26.88 亿元和 36.32 亿元，年均复合增长率 57.80%，主要系受市场行情回暖影响所致。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，2018—2020 年末，公司营业支出持续增长，年均复合增长率为 34.10%。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%。2018—2020 年，公司的营业费用率分别为 82.35%、66.78% 和 58.85%，呈大幅波动态势，2020 年营业费用率随着收入增长而大幅下降，但费用控制能力仍需加强。

图 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，2018—2020 年末，公司净利润持续快速增长，分别为 0.94 亿元、5.32 亿元和 9.19 亿元，年均复合增长率为 212.11%，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不断增加所致。公司盈利指标呈

持续较快提升趋势，2018—2020 年，公司自有资产收益率分别为 0.30%、1.52% 和 2.30%，净资产收益率 0.84%、4.79% 和 7.18%。

2021 年 1—6 月，公司实现营业收入 25.22 亿元，同比增长 61.65%，增速大幅高于行业平

均水平，主要系子公司民生投资股权投资公允价值变动损益增加，加之投资银行业务股权承销业务收入增长共同带动营业收入增长所致；实现利润总额 8.24 亿元，净利润 6.19 亿元，同

比分别增长 51.73% 和 52.42%，盈利能力进一步提升；2021 年 1—6 月，公司营业利润率和净资产收益率分别为 33.53% 和 4.28%（均未年化）。

表 16 公司盈利情况（单位：%、名）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
营业费用率	82.35	66.78	58.85	55.38
薪酬收入比	54.63	53.26	47.83	/
营业利润率	10.76	24.35	35.55	33.53
自有资产收益率	0.30	1.52	2.30	1.49
净资产收益率	0.84	4.79	7.18	4.28
净资产收益率行业排名	68	39	35	/

注：2021 年 1—6 月相关指标未年化
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 17 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	67.29	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 9 月末，公司无对外担保事项。

截至本报告出具日，公司作为被告的未决诉讼如下：

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。

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 年期间为原告保管的 1767.00 万元的债券，若逾期不还则赔偿债券本金 1767.00 万元、利息 4245.29 万元（暂计至 2011 年 9 月 16 日，诉讼期间不停止利息损失的计算），本息合计 6012.29 万元。公司于 2011 年 12 月 6 日向郑州市中级人民法院提出管辖权异议申请书，申请将案件移送至北京市第二中级人民法院进行审理。2011 年 12 月 13 日，郑州市中级人民法院以(2011)郑民初字第 1355 号、第 1356 号、第 1357 号民事裁定书，裁定驳回公司及公司河南分公司的管辖权异议。公司不服裁定，于 2012 年 1 月 16 日向河南省高级人民法院提起上诉，请求撤销郑州市中级人民法院裁定，并将案件移送至有管辖权法院北京市第二中级人民法院审理。2012 年 12 月 22 日，河南省高级人民法院分别以(2012)豫法民管字第 49 号、50 号、51 号驳回公司的管辖权异

议。该案于 2013 年 10 月 22 日在郑州市中级人民法院开庭审理，目前该案尚未判决。

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。

十一、 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

本期拟发行债券规模不超过 10.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模不大，发行后，对公司债务负担影响有限。

截至 2021 年 6 月末，公司全部债务规模 207.59 亿元，本期拟发行债券规模不超过 10.00 亿元（含），相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模不大；假设本期债券募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，发行后公司自有资产负债率将上升 0.90 个百分点至 64.08%，对债务水平影响有限。结合所处的证券行业来看，整体仍处于正常水平。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。

2. 本期债券偿还能力分析

EBITDA 和母公司口径净资产对本期债券保障效果较好，同时考虑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，融资渠道较畅通等因素，公司对本期债券的偿还能力很强。

以 2020 年的财务数据为基础，EBITDA 为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 2.14 倍，母公司口径净资产为 138.95 亿元，为本期债券发行额度的 13.90 倍，EBITDA 和母公司口径净资产对本期债券的覆盖程度均较好。

十二、 结论

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，其中投资银行业务发展较好，具有很强行业竞争力。近年来，公司营业收入和净利润持续大幅增长，自有资产持续增长，目前公司资产质量较

高、流动性较好。

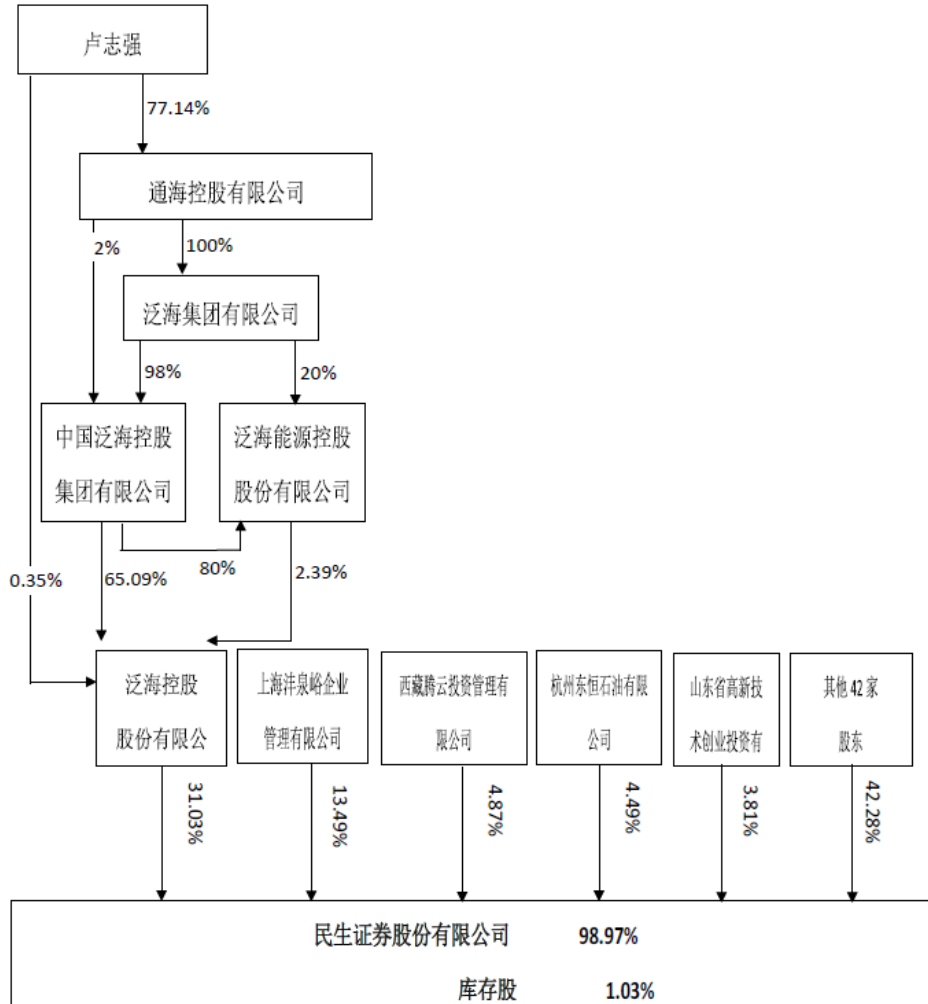
联合资信也关注到，经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响；同时，公司债务结构以短期为主，存在一定集中偿付压力。此外，公司原控股股东泛海控股已失去了公司的控制权，由控股股东变为公司第一大股东，未来公司控制权的归属存在不确定性；泛海控股及其附属公司发行的多个债项均已违约，其所持公司股份被质押和冻结的比例很高，需关注相关风险。

本期拟发行债券规模不大。以 2020 年的财务数据为基础，EBITDA 和母公司口径净资产对本期债券的覆盖程度较好。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

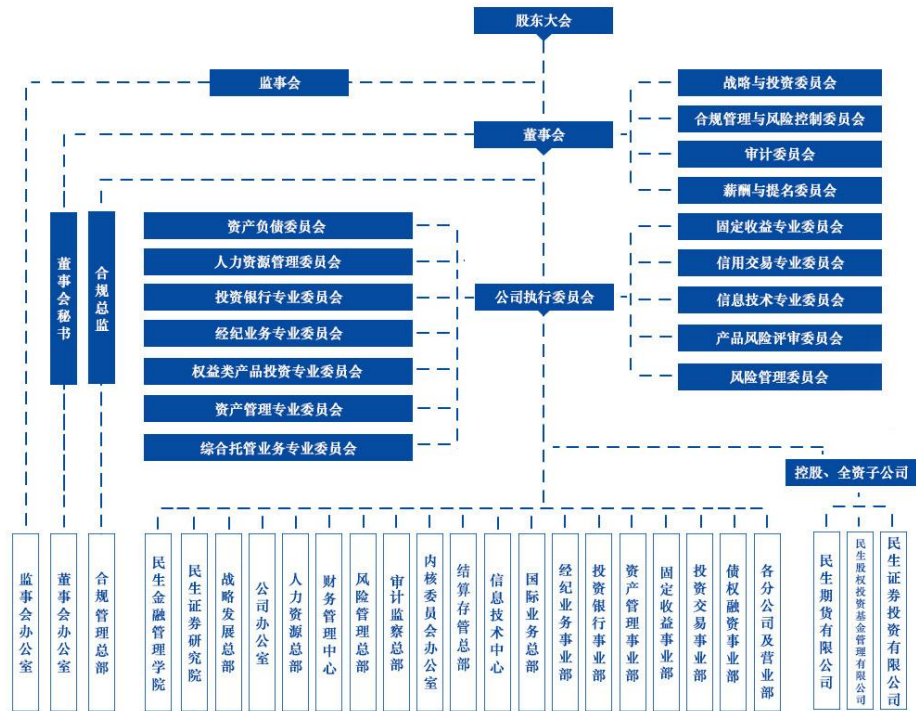
基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2021 年 9 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

附件 1-2 民生证券股份有限公司 组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



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 1-6 月
自有资产 (亿元)	338.39	362.60	435.02	398.60
所有者权益 (亿元)	109.10	113.25	142.66	146.77
自有负债 (亿元)	229.29	249.36	292.36	251.83
自有资产负债率 (%)	67.76	68.77	67.21	63.18
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	25.22
利润总额 (亿元)	1.27	6.52	12.30	8.24
营业利润率 (%)	10.76	24.35	35.55	33.53
营业费用率 (%)	82.35	66.78	58.85	55.38
薪酬收入比 (%)	54.63	53.26	47.83	
自有资产收益率 (%)	0.30	1.52	2.30	1.49
净资产收益率 (%)	0.84	4.79	7.18	4.28
盈利稳定性 (%)	70.76	63.20	82.41	/
净资本 (亿元)	80.75	72.26	82.49	79.20
风险覆盖率 (%)	213.53	202.03	239.25	227.49
资本杠杆率 (%)	16.07	16.28	19.43	21.00
流动性覆盖率 (%)	255.19	194.25	201.09	151.36
净稳定资金率 (%)	133.27	123.26	129.85	129.66
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	172.50
长期债务 (亿元)	99.86	123.43	84.22	35.09
全部债务 (亿元)	218.43	234.23	261.65	207.59
EBITDA/本期债券金额 (倍)	1.17	1.75	2.14	/

资料来源：公司提供，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

联合资信评估股份有限公司关于 民生证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行次级债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（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资信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或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对民生证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，民生证券股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注民生证券股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债项相关信息，如发现民生证券股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对民生证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如民生证券股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对民生证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。