

信用评级公告

联合〔2023〕10964号

联合资信评估股份有限公司通过对民生证券股份有限公司主体及其拟发行的2023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2023年面向专业投资者公开发行次级债券（第一期）的信用等级为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：

二〇二三年十二月一日

民生证券股份有限公司 2023 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：单利计息，按年付息，到期时一次性偿还本金

偿还顺序：本期债券本金和利息的清偿顺序排在公司普通债之后、股权资本之前。

募集资金用途：本期债券的募集资金将在扣除发行费用后，用于偿还有息债务

评级时间：2023 年 12 月 1 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司主体信用评级方法	V4.0.202208
证券公司主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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，业务规模处于行业中等水平。2020 年以来，公司投资银行业务保持很强市场竞争力，公司整体经营情况良好。截至 2023 年 9 月末，公司资产质量较高、流动性较好，资本充足性较好。2023 年 1—9 月，公司营业收入同比有所增长。

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；2022 年，受证券市场大幅波动的影响，公司营业收入同比大幅下降；公司债务结构以短期为主，面临一定集中偿付情况。此外，公司第一大股东泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”）已拍卖了持有的股权，公司股权归属尚未变更完成，未来公司控制权的归属存在一定不确定性。

本期债券的清偿顺序位于公司普通债之后、先于公司股权资本。相对于公司的债务规模，本期拟发行债券的规模一般，相关财务指标对发行后全部债务的覆盖程度较发行前有所下降，仍属较好水平。

未来，随着资本市场的持续发展和公司战略的推进以及股权问题的解决，公司整体竞争实力有望进一步增强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司业务资质齐全，网点全国性布局，资本实力较强。

公司作为全国性综合类证券公司之一，业务牌照齐全并实现网点全国性布局。截至 2023 年 9 月末，公司实收资本 113.84 亿元，净资本 93.63 亿元，资本实力较强。

2. 公司投资银行业务具有很强竞争力。2020—2022 年，公司投资银行业务处于行业上游，2022 年，公司股票主承销佣金收入及股票主承销家数排名均在行业中排名靠前。截至 2023 年 9 月末，公司项目储备充足，投资银行业务仍具有很强的竞争力。

本次评级模型打分表及结果：

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	3
			风险管理	2
			业务经营分析	2
			未来发展	2
			财务风险	F2
资本充足性	2			
杠杆水平	2			
流动性因素		2		
指示评级				
个体调整因素：无			--	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素：无			--	
评级结果			AA ⁺	

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

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
数据时间	2022 年/2022 年末			
营业收入（亿元）	25.32	10.51	12.14	10.07
净资产（亿元）	83.97	43.43	90.41	52.44
净资产收益率（%）	1.39	2.77	1.77	-0.24
自有资产收益率（%）	0.44	0.86	0.58	-0.08
风险覆盖率（%）	231.45	229.15	209.32	171.97

注：公司 1 为华宝证券股份有限公司，公司 2 为万联证券股份有限公司，公司 3 为德邦证券股份有限公司
资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

分析师：梁兰琼（项目负责人）

杨晓丽

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

3. 资产质量较高，资本充足性较好。截至 2023 年 9 月末，公司资产流动性较好，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。2022 年，公司营业收入与净利润同比大幅下降。
2. 第一大股东泛海控股所持公司股份被冻结的比例很高，其持有的股权已被拍卖，但尚未完成变更，公司股权归属仍存在一定不确定性。第一大股东泛海控股 2021 年亏损扩大，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被有关部门全额冻结；2023 年 3 月，经公开竞价，无锡市国联发展（集团）有限公司竞得泛海控股持有的公司股权，此次拍卖尚待中国证券监督管理委员会核准，公司股权归属仍存在一定不确定性。
3. 债务结构偏短期。截至 2023 年 9 月末，公司全部债务中短期债务占比为 88.69%，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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
自有资产（亿元）	435.02	453.93	500.38	479.15
自有负债（亿元）	292.36	301.16	348.63	319.03
所有者权益（亿元）	142.66	152.78	151.75	160.12
优质流动性资产/总资产（%）	17.10	21.83	22.47	30.02
自有资产负债率（%）	67.21	66.34	69.67	66.58
营业收入（亿元）	36.32	47.26	25.32	36.44
利润总额（亿元）	12.30	15.59	1.52	12.01
营业利润率（%）	35.55	34.79	6.79	32.99
净资产收益率（%）	7.18	8.29	1.39	5.80
净资本（亿元）	82.49	81.70	83.97	93.63
风险覆盖率（%）	239.25	219.38	231.45	268.48
资本杠杆率（%）	19.34	19.07	16.96	20.16
短期债务（亿元）	177.43	206.60	254.84	227.18
全部债务（亿元）	261.21	244.86	289.06	256.16

理注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据除非特别说明均为合并口径；2. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径；3. 本报告中“/”指未能获取相关数据，下同；4. 2023 年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司审计报告、风险控制指标监管报表及 2023 年三季度财务报表，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	2023/6/21	刘嘉 梁兰琼	证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
AA ⁺	稳定	2016/7/11	冯磊 陈凝	（原联合信用评级有限公司）证券公司资信评级方法（2014年1月）	--

注：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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受民生证券股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

民生证券股份有限公司 2023 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（以下简称“郑州证券”），后于 1991 年重新注册登记，注册资本为 1000 万元。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，正式更名为现名。公司经过多次增资扩股、引入 15 家战略投资者等，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。2021 年 7 月，泛海控股向上海沅泉峪企业管理有限公司（以下简称“上海沅泉峪”）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%。2021 年 8 月，经过公司临时股东大会决议，公司选举了新董事后，泛海控股在董事会席位已低于半数，泛海控股对民生证券失去实际控制权，公司自 2021 年 8 月起处于无实际控制人状态。

2023 年 3 月，山东省济南市中级人民法院拍卖了泛海控股持有的民生证券 34.71 亿股股权。经公开竞价，该股权由无锡市国联发展（集团）有限公司竞得（以下简称“国联集团”）。此次拍卖尚待中国证券监督管理委员会核准，若交割完成后，国联集团将变更为公司第一大股东，持股比例 30.49%。

截至 2023 年 9 月末，泛海控股共持有公司 35.55 亿股，因多宗仲裁及诉讼事项而全部处于冻结状态，公司股份被质押和被冻结比例很高。截至 2023 年 9 月末，公司注册资本和股本均为 113.84 亿元，其中泛海控股持股比例为 31.23%（其中 30.49% 股权已由国联集团竞得，尚未完成变更），为公司第一大股东，公司无实际控制人。股权结构图见附件 1-1。

公司主要业务包括财富管理业务、投资交易业务、投资银行业及投资管理业务；组织架构图详见附件 1-2。截至 2023 年 9 月末，公司拥有 7 家子公司，其中主要子公司情况见表 1。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区浦明路 8 号；法定代表人：冯鹤年。

表 1 截至 2023 年 9 月末公司主要子公司情况（单位：亿元）

名称	简称	持股比例 (%)	注册资本	实收资本	总资产	净资产	营业收入	净利润
民生证券投资有限公司	民生证券投资	100.00	40.00	40.00	51.56	48.53	0.15	0.14
民生股权投资基金管理有限公司	民生股权投资	100.00	10.00	6.00	7.00	6.67	0.19	-0.05
民生期货有限公司	民生期货	95.01	3.60	3.61	40.46	4.68	1.58	0.27

注：上表中总资产、净资产、营业收入及净利润为 2022 年/末数据
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

二、本期债券概况

本期债券名称为“民生证券股份有限公司 2023 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 亿元（含），债券期限为 3 年。本期债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券票面利率为固定利率，

票面利率由公司的主承销商根据网下询价簿记结果协商确定。本期债券按年付息，到期时一次性偿还本金；本期债券面向专业机构投资者公开发行。

本期债券与公司已经发行的和未来可能发行的其他次级债券处于同一清偿顺序；本期债券本金和利息的清偿顺序排在公司普通债之后、股权资本之前。除非公司结业、倒闭或清算，投资者不能要求公司加速偿还本期债券的本金。

本期债券的募集资金将在扣除发行费用后，用于偿还有息债务。

本期债券为无担保。

三、宏观经济与政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议为主，聚焦于完善房地产调控政策、健全 REITs 市场功能、促进中小微企业调结构强能力；二季度，宏观政策以贯彻落实 4 月中央政治局会议精神为主，聚焦于进一步优化房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、优化调整稳就业政策；三季度，根据 7 月中央政治局会议决策部署，宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面。

2023 年前三季度，宏观政策调控着力扩大内需、提振信心、防范风险，国民经济持续恢复向好，生产供给稳步增加，市场需求持续扩大，就业物价总体改善，发展质量稳步提升，积极因素累积增多。初步核算，前三季度，国内生产总值 91.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。第三季度国内生产总值同比增长 4.9%。剔除基数因素来看，第三季度 GDP 两年平均增速¹上升至 4.4%，较第二季度提高了 1.1 个百分点。9 月，物价和货币环境明显企稳，消费加速恢复，制造业投资保持强势。后续政策将以落实已出台的调控措施为主，稳中

求进。信用环境方面，2023 年前三季度，社融规模显著扩张，信贷结构有所改善，但是居民融资需求总体仍偏弱，且企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本明显下降。

展望 2023 年第四季度，特别国债发行支撑基建投资增速保持高位，汽车消费增速延续上升态势，经济主体信心持续上升，经济增长将延续前三季度较快态势。前三季度 GDP 同比增长 5.2%，有力保障了实现全年 5% 的经济增长目标。据国家统计局测算，第四季度 GDP 同比增长 4.4% 以上即可完成全年经济增长目标。因此，第四季度关键是继续落实已经出台的宏观调控政策，坚持稳中求进工作基调，固本培元；着力促进汽车消费增速回升，推进高科技制造业投资扩容提效，采取多种手段稳外贸，以“保交楼”为抓手促进房地产相关债务重组。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2023 年三季度）》](#)。

四、行业分析

2022 年国内证券市场有所波动，证券公司业绩表现一般，经营易受市场环境的影响，具有波动性；证券公司业务同质化严重，头部效应显著，中小券商需谋求差异化发展道路。2023 年行业严监管基调持续，利于行业规范发展；随着资本市场改革持续深化，证券公司运营环境有望持续向好，整体行业风险可控。

证券公司业绩和市场高度挂钩、盈利波动性大。2022 年，股票市场表现低迷，市场指数震荡下行，交投活跃程度同比下降；债券市场规模有所增长，在多重不确定性因素影响下，收益率宽幅震荡。受此影响，2022 年证券公司业绩表现同比明显下滑。

证券公司发展过程中存在业务同质化严重等特点，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较中小券商具备优势。行业分层竞争格局加剧，行业集中度维持

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，本文使用两年平均增速（几何平均增长率）对部分受基数效应影响较大的指标进行分析，如工业生产、服务消费等相关领域指标。

在较高水平，中小券商需谋求差异化、特色化的发展道路。

“严监管，防风险”仍是监管的主旋律，新《证券法》等纲领性文件的出台，将进一步推动资本市场和证券行业健康有序发展。2023年，证券公司预计将继续平稳经营，发生重大风险事件概率较小，但仍需关注投资银行、资产管理等业务内控制度的健全情况以及开展项目过程中的尽责情况，重大的涉及业务资质暂停的处罚仍是影响券商个体经营的重要风险之一。

未来，随着“健全多层次资本市场体系”“提高直接融资特别是股权融资比重”“全面实行股票发行注册制”等资本市场改革目标的持续推进，证券场景气度有望得到提升，证券公司运营环境有望持续向好，证券公司资本实力、资产规模以及盈利能力有望增强。

完整版证券行业分析详见[《2023年三季度证券行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1. 产权状况

2021年8月，泛海控股对公司失去实际控制权，公司自2021年8月起处于无实际控制人状态；2023年3月，国联集团拍卖竞得公司34.71亿股的股权，此次拍卖尚待中国证券监督管理委员会核准，上述股权归属仍存在一定不确定性。截至2023年9月末，公司注册资本和股本均为113.84亿元；泛海控股持股比例为31.23%，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2023年9月末，公司注册资本及实收资本均为113.84亿元，资本实力较强；截至2023年9月末，公司共有42家证券

分公司及45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，2020年和2021年，公司各项经营指标处于行业中上游水平。

公司投资银行业务具备很强的行业竞争力。2022年，公司股票主承销佣金收入位居行业第11位，股票主承销家数排名第8位，行业排名靠前（上述数据源自WIND）。

3. 企业信用记录

公司过往履约情况良好。

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2023年11月17日查询日，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，截至2023年11月末，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2023年11月末，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

截至2023年9月末，公司共获得银行综合授信额度为人民币105.00亿元，尚未使用额度为68.19亿元，公司融资渠道较为畅通。

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；高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验，有助于公司实现持续稳健发展。

公司根据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。

公司设有董事会，截至2023年9月末，公司董事会由11名董事组成，其中董事长1名（目前为代行董事长）、独立董事3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。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。

公司设监事会，截至2023年9月末，公司监事会由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。

截至2023年9月末，公司有高级管理人员12名，其中总裁1名、执行副总裁1名、副总裁10名。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。

公司代行董事长景忠先生，毕业于郑州工学院（现郑州大学），学士学位。历任郑州证券职员；黄河证券电脑中心总经理；民生证券信息技术中心总经理、信息技术总监、民生证券副总裁、信息技术总监、首席信息官等。2019年5月起任民生证券执行委员会委员、副总裁、合规总监；2022年6月起任民生证券董事（代行董事长）。

公司代行总裁熊雷鸣先生，毕业于中南财经政法大学会计系，硕士。历任湖北药检专科学校教师；长江证券股份有限公司（以下简称“长江证券”）财务总部总经理；长江证券总裁特别助理、财务总部总经理、财务负责人；2019年5月起，任民生证券执行委员会委员、副总裁、财务总监、首席风险官；2022年5月起，任民生证券执行委员会主席（代行）、总裁（代行）。

2. 内部控制水平

公司内部控制体系较健全，管理机制较为完善，但近年来被采取多项行政处罚和监管措施，内控管理水平需进一步提高。

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。风险管理总部通过有效的沟通和反馈，使公司领导及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。

行政监管措施方面，2020—2022²年，公司合计收到3项需整改的监管处罚措施，1项责令改正措施和1项警示函，主要涉及分公司合规人员资质问题和投资银行相关业务。截至2022年末，针对以上监管措施和处罚，公司已按要求进行了整改，并加强了内部合规管理措施。2023年1—9月，公司共收到3次监管警示函，1次监管措施。主要涉及股票保荐、债券承销和私募资产管理业务；公司合规风控水平有待提高。

七、经营分析

1. 经营概况

2020—2022年，公司营业收入和利润总额

² 上述监管处罚系根据公开资料整理

均先增后减、波动下降；投资银行业务始终为主要收入来源，投资交易业务收入波动较大。2022年，受证券市场波动影响，公司营业收入和利润总额同比下滑明显。2023年1—9月，公司营业收入同比增长，利润总额同比由负转正；需关注证券市场行情波动等因素对公司经营稳定性的影响。

2020—2022年，受证券市场波动等因素影响，公司营业收入先增后减、波动下降，年均复合下降16.51%。2022年，受证券市场大幅波动的影响，公司营业收入同比大幅下降46.43%，主要系投资交易板块出现亏损所致；净利润亦同比大幅下降82.66%，降幅均高于行业平均水平（行业营业收入降幅为21.38%，净利润降幅为25.54%）。

公司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）。收入结构方面，2020—2022年，公司收入主要来源于财富管理业务、投资银行业务收入和投资交易业务收入。2020年以来，投资银行业务始终为公司收入最主要收入来源，收入占比均在40%

以上；2022年，公司投资银行业务收入同比下降21.55%，但仍为公司第一大收入来源板块。2020—2022年，公司财富管理业务收入规模持续增长，年均复合增长5.88%，但收入占比波动较大；2022年，财富管理业务收入同比增长10.23%，占比上升至54.42%。2020—2022年，公司资产管理业务收入规模持续下降，年均复合下降21.02%；2022年，资产管理业务收入同比下降9.50%，主要系公司压缩资管计划规模致使资产管理业务收入下降所致。2020—2022年，受证券市场波动影响，公司投资交易业务收入波动较大；2022年，公司投资交易业务收入由正转负，发生亏损3.38亿元。

利润实现方面，受营业收入波动影响，2020—2022年，公司利润总额先增后减、波动下降，年均复合下降64.78%；2022年，公司实现利润总额1.52亿元，同比下降90.22%。

2023年1—9月，公司营业收入同比大幅增长124.06%，主要系投资银行业务收入同比大幅增长及投资交易业务收入同比由负转正综合所致；同期，受上述因素影响，公司实现利润总额12.01亿元，同比由负转正。

表2 公司营业收入及占比情况（单位：亿元）

业务类别	2020年		2021年		2022年		2023年1—9月	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
财富管理业务	12.29	33.83	12.49	26.43	13.78	54.42	11.10	30.47
投资银行业务	16.65	45.86	20.62	43.63	16.18	63.90	19.70	54.08
资产管理业务	1.77	4.87	1.22	2.58	1.10	4.36	0.77	2.12
投资交易业务	11.28	31.06	15.42	32.63	-3.38	-13.36	5.83	16.00
其他业务	-5.67	-15.61	-2.49	-5.27	-2.36	-9.32	-0.97	-2.67
合计	36.32	100.00	47.26	100.00	25.32	100.00	36.44	100.00

注：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、公司财务报告，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经纪及财富管理业务和信用业务。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。

经纪及财富管理业务

2020—2022年，公司代理买卖业务交易额波动下降，证券经纪业务净收入持续增长；2023年1—9月，公司经纪业务发展稳定。同时，证券经纪业务受市场行情影响较大，未来经纪业务收入增长存在一定不确定性。

公司证券经纪业务资格齐全，包括向客户提供股票、基金、债券等代理交易买卖业务。

2020年以来,公司持续推进经纪业务转型,创新业务发展模式。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,不断扩大财务管理业务范围,投顾服务能力逐步提高。截至2023年9月末,公司共有42家证券分公司及45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,实现全国性业务布局。

2020—2022年,公司股票、基金代理买卖交易额波动下降,年均复合下降6.17%。2022年,公司股票、基金代理买卖交易额同比下降21.81%。2020—2022年,公司证券经纪业务净收入(含席位租赁)逐年增长,年均复合增长14.08%,交易额下降但收入上升主要系交易单

元席位租赁收入增加所致。2020—2022年,公司代销金融产品规模呈波动上升,年均复合增长15.29%,代销金融产品收入波动下降,年均复合下降13.86%;2022年,公司在持续引进优质公募、资管的产品基础上,优化产品结构,公司代销金融产品规模82.80亿元,同比下降12.52%;实现代销金融产品收入0.23亿元,同比下降48.89%。

2023年1—9月,公司股票、基金代理买卖交易量8274.71亿元,代销金融产品金额117.87亿元。2023年1—9月,实现证券经纪业务净收入5.56亿元。证券经纪业务受市场行情影响较大,未来经纪业务收入增长存在一定不确定性。

表3 公司经纪业务情况(单位:亿元)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—9月
股票、基金代理买卖交易量	13057.55	14702.72	11496.12	8274.71
证券经纪业务净收入(含席位租赁)	5.21	5.45	6.78	5.56
代销金融产品金额	62.29	94.65	82.80	117.87
代销金融产品收入	0.31	0.45	0.23	0.19

资料来源:公司提供,联合资信整理

信用业务

2020—2022年,受市场行情和政策影响,公司融资融券业务规模持续下降;股票质押业务规模逐年压降,整体信用业务杠杆率较低。2023年9月末,公司融资融券业务较上年末有所下降,股票质押业务规模大幅压降。

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的机构客户部具体管理。公司开展的信用交易业务包括融资融券、约定购回式证券交易产品和股票质押式回购。

融资融券业务方面,受市场行情影响,2020—2022年末,公司融资融券业务余额持续下降,年均复合下降7.64%,利息收入波动下降,年均复合下降3.00%。2022年,受股票市场行情波动,加之机构客户业务规模下降的影响,公司期末融资融券业务规模较上年末下降9.69%;2022年,实现融资融券业务收入3.65

亿元,同比下降13.82%。

股票质押回购业务方面,2020—2022年末,公司自有资金运行的股票质押业务余额逐年下降,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;同期,股票质押回购利息收入亦呈持续下降趋势,年均复合下降63.35%。2022年,公司继续加强存量项目的管理,期末股票质押业务规模较上年末下降46.13%;股票质押回购利息收入亦同比下降75.71%,与公司持续压缩股票质押回购业务规模变化趋势一致。

2020—2022年末,公司信用业务杠杆率分别为43.13%、36.20%和31.85%,截至2022年末,随着融资融券业务及股票质押回购业务规模的下降,信用杠杆率较上年末下降4.35个百分点。整体来看,公司信用业务杠杆率水平较低。

截至2023年9月末,公司融资融券业务余额较上年末下降8.14%,股票质押业务规模较

上年末大幅下降91.40%，主要系公司化解股票质押业务风险，响应监管部门关于股票质押业务“控制增量，化解存量”的总体安排所致；2023年前三季度，公司融资融券业务实现利息收入2.57亿元，股票质押回购业务实现利息收

入0.06亿元，同比均有所减少。减值计提方面，截至2023年9月末，公司针对融资融券业务违约本金已经全部计提减值准备；公司针对股票质押业务已计提了16.36万元减值准备，需持续关注未来违约项目回收情况。

表4 公司信用交易规模及收入情况（单位：户、亿元）

项目	2020年/末	2021年/末	2022年/末	2023年1—9月/末
融资融券账户数目	21544	/	23015	23368
信用业务规模：	61.53	55.30	48.33	42.41
其中：融资业务	53.79	50.78	44.79	41.94
融券业务	0.08	0.11	1.17	0.28
股票质押业务	7.66	4.42	2.38	0.20
信用业务利息收入：	4.76	4.72	3.77	2.63
其中：融资融券业务	3.88	4.24	3.65	2.57
股票质押业务	0.88	0.49	0.12	0.06

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）投资银行业务

2020—2022年，公司投资银行业务收入波动下降，为公司最主要收入来源；受行业政策及市场行情影响，公司投资银行承销规模亦有所下降。2023年前三季度，公司投资银行业务发展良好，期末项目储备良好，有助于投资银行业务的持续发展。

投资银行业务主要开展股权承销、债券承销、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。2020—2022年，公司投资银行业务收入波动下降，年均复合下降1.43%。2022年，公司投资银行业务收入同比下降21.55%，股权类业务及债权类业务承销金额均有所下降。

从股权承销业务来看，2020—2022年，公司股权类业务规模先增长，后下降，年均复合下降9.47%；其中2021年，在经济转型升级和以注册制为引领的资本市场改革机遇的大背景下，公司股权类项目实现承销金额295.23亿元，同比增长21.08%，IPO项目完成31家，承销金额194.48亿元，同比增长55.67%，再融资项目18家，承销金额100.75亿元，同比下降15.26%。2022年，受全市场股权业务数量下降的影响，

公司股权类项目实现承销金额199.82亿元，同比下降32.32%；其中IPO项目完成16家，承销金额130.70亿元，同比下降32.79%。再融资项目11家，承销金额69.12亿元，同比下降31.39%。2022年，公司全年过会IPO项目26家，过会数量排名行业第六位；发行上市16家，行业排名第七位；在股转系统挂牌21家，排名主办券商第一位；IPO承销保荐收入排名行业第七位。截至2022年底，在审IPO数量排名行业第四位³。

从债券承销来看，2020—2022年债券承销规模持续下降，年均复合下降11.80%；2022年，债券类承销家数有所增加，实现承销金额249.18亿元，同比下降15.66%，主要系当年受市场影响，平均项目承销金额有所减少所致。2022年，公司债权融资业务市场排名有所上升，其中可转债承销金额行业排名同比上升16位，公司债承销金额排名提升7位，企业债承销金额排名提升8位。

2023年1—9月，公司实现投资银行业务收入19.70亿元，同比大幅增长52.67%，股权类业务及债权类业务承销金额均同比增加。2023年1—9月，累计发行上市IPO项目19个，已过

³ 上述排名数据及公司债券业务排名数据源自公司年报。

会未发行IPO项目15个；累计完成公司债、企业债、ABS及债券分销等各类项目86家，承销金额322.80亿元。

项目储备方面，截至2023年9月末，已过会未发行IPO项目15个，在审IPO项目32个；再

融资方面，已过会待发行5个，在审项目5个；新三板推荐挂牌主办券商业务方面，已取得无异议函1个，在审项目3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5 公司投资银行业务情况表（单位：家、亿元）

项目	2020年		2021年		2022年		2023年1—9月	
	金额	家数	金额	家数	金额	家数	金额	家数
股权类	243.83	42	295.23	48	199.82	27	279.41	31
IPO	124.93	23	194.48	31	130.70	16	188.67	19
再融资	118.9	19	100.75	17	69.12	11	18.11	5
债券类	320.32	44	295.45	61	249.18	86	322.80	86
合计	564.15	86	590.68	109	449.01	113	808.99	141

资料来源：公司提供，联合资信整理

（3）投资交易业务

2020—2022年，公司投资交易业务收入受市场影响波动较大，2022年投资交易业务发生亏损，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。截至2023年9月末，公司持仓规模中，基金占比有所上升，股票占比有所下降。

公司投资交易业务由权益类投资、固定收益类投资以及衍生品投资组成。2020—2022年，公司投资交易业务收入受市场影响波动较大。其中，2021年，公司实现投资交易收入15.42亿元，同比大幅增长36.70%；受证券市场波动影响，2022年，公司实现投资交易收入-3.38亿元，同比由正转负，主要系证券市场波动较大，公司股票等权益类投资公允价值损益同比大幅下降所致。

权益投资业务方面，2020年以来，公司持续加大投资研究力度，进行了针对不同市场环境下多品种的策略储备；完善投资决策和管理流程体系，挖掘多样化的交易策略。2022年，公司结合市场行情变化，增加了部分场内ETF投资，对回撤风险进行控制。

固定收益业务方面，公司参与利率债及高等级信用债的销售与做市业务；2022年，公司固定收益业务在银行间本币市场累计完成交易量6.72万亿元。

另类投资业务方面，公司健全完善内部管理制度和机制，并根据监管要求及业务布局，着力股权投资和科创板跟投业务。

从投资结构来看，公司自营投资结构以债券投资为主，但占比有所波动。2020—2022年末，母公司口径自营投资规模持续增长，年均复合增长5.43%；其中债券持仓规模波动增长3.84%，规模占比在60%左右，债券持仓以利率债为主；基金波动增长3.65%，基金规模占比波动下降，投资品种以指数型基金为主。2020年以来，股票投资占比持续增长，但占比仍较低。其他类投资主要系公司购买资管产品和信托产品。截至2022年末，合并口径自营投资规模较上年末增长8.16%；其中债券较上年末增长19.50%，债券持仓以利率债为主，持仓信用债中，以评级为AAA的债券为主；基金规模较上年末下降9.98%，基金规模占比亦有所下降，投资品种以指数型基金为主。2022年，股票投资规模较上年末增长12.97%，公司股票投资占比上升至11.49%。其他类投资主要系公司购买资管产品和信托产品。截至2022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347.97%，自营权益类及证券衍生品/净资产指标为24.64%，均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

截至2023年9月末，合并口径自营投资规模较上年末下降1.18%；其中债券较上年末变

化不大；基金规模较上年末上升12.78%，股票投资规模较上年末下降8.73%，上述变化主要系公司调整部分投资策略所致。截至2023年9月末，公司自营权益类证券及衍生品/净资本（母公司口径）指标较上年末变化不大，自营

非权益类证券及衍生品/净资本（母公司口径）为282.46%，均优于监管标准。截至2023年9月末，公司自营投资业务存在2个项目发生违约，涉及本金规模3.25亿元，相关公允价值变动已经体现在公司历史利润表中。

表 6 合并口径自营业务情况（单位：亿元）

项目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 9 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
债券	202.02	68.20	182.28	59.88	217.83	66.16	211.15	64.89
股票	18.99	6.41	33.50	11.00	37.84	11.49	34.54	10.61
基金	45.51	15.36	54.31	17.84	48.89	14.85	55.14	16.94
其他	29.69	10.02	34.33	11.28	24.70	7.50	24.56	7.55
合计	296.20	100.00	304.42	100.00	329.25	100.00	325.38	100.00
自营权益类证券及衍生品/净资本（母公司口径）(%)	16.29		20.63		24.64		24.55	
自营非权益类证券及衍生品/净资本（母公司口径）(%)	300.37		314.39		347.97		282.46	

资料来源：公司提供，联合资信整理

（4）资产管理业务

2020—2022年，公司资产管理业务规模先增长、后下降，定向资管为公司主要业务类型，整体资产管理业务收入规模仍较小。截至2023年9月末，公司资产管理业务规模较上年末有所下降，定向资管仍为公司主要业务类型。

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。

2020—2022年，公司资产管理业务收入持续下滑，年均复合下降21.02%；资产管理业务手续费及佣金净收入持续增长，年均复合增长28.63%。2022年，公司资产管理业务收入1.10亿元，同比下降9.50%；其中，公司实现手续费及佣金净收入0.91亿元，同比小幅增长3.41%。

从管理规模和业务结构来看，2020—2022年末，资产管理规模先增长、后下降，年均复合增长11.69%。其中，2021年，公司继续落实资管新规，持续压缩通道业务，同时重点加强主动管理产品线的完善和布局，初步搭建了高、中、低不同风险等级的资管产品体系；截至2021年末，资产管理业务规模合计313.49亿元，同比大幅增长39.10%，主要是定向资产管理业务增加所致。截至2022年末，资产管理业务规模合计281.12亿元，较上年末下降10.33%，主要是集合资产管理业务及定向资产管理业务下降所致。截至2022年末，定向资管占比76.38%，较上年末有所增加，定向资管仍为主要业务类型。

截至2023年9月末，资产管理业务规模合计281.12亿元，较上年末下降10.37%，定向资管业务仍为主要业务类型，占资产管理业务规模的74.45%。2023年1—9月，公司资产管理业务收入0.77亿元，同比增长3.27%，占营业收入比重为2.12%。

表 7 公司资产管理业务情况表（单位：亿元）

项目	2020 年		2021 年		2022 年末		2023 年 9 月末	
	规模	占比 (%)	规模	占比 (%)	规模	占比 (%)	规模	占比 (%)
集合资产管理业务	41.61	18.46	53.62	17.10	33.34	14.00	36.39	14.44
定向资产管理业务	159.31	70.69	234.28	74.73	211.82	76.38	187.60	74.45
专项资产管理业务	24.45	10.85	25.59	8.16	35.96	9.62	27.98	11.10
合计	225.37	100.00	313.49	100.00	281.12	100.00	251.97	100.00
手续费及佣金净收入	0.55		0.88		0.91		/	

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. 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，股权结构的变更给公司的未来发展带来了较大不确定性。

未来3~5年，公司将依托上海国际金融中心，基于上市引领战略，努力把握政策、市场与竞争环境变化，在坚持合规经营、坚决杜绝重大风险的前提下，实现公司各项业务稳健发展。公司将继续坚持以“投行+投资+投研”业务发展战略为核心，深入推进管理变革，大力发展金融科技，不断强化客户服务，持续聚焦内外协同，稳步提升盈利能力，持续提高公司差异化竞争能力，全面推动公司提质增效快速发展。

此外，由于泛海控股持有公司股权已经被拍卖，但目前尚未完成变更，未来公司实际控制权的归属存在一定的不确定性，需关注相关变动对公司治理、战略规划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，且其持有的公司股份质押和冻结比例均很高，需关注相关情况对公司的不利影响。若上述股权拍卖经监管机构核准完成后，国联集团将成为公司第一大股东，国联集团作为无锡市政府下的国有资产运营和资本运作的综合性投资企业，战略定位清晰，在无锡市国有企业中地位突出，未来能够在业务方面给予公司一定支持。

八、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；但随

着业务规模的扩大、金融产品的持续创新以及市场环境和监管政策的变化，要求公司进一步提高风险管理水平。

公司根据相关法律法规及行业监管要求建立了较为完善的全面风险管理体系，制定了《全面风险管理制度》等一系列规章制度；并针对各部门、各业务分别制定了相应的风险管理办法。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。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。

市场风险管理方面，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。

信用风险管理方面，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。

流动性风险管理方面，公司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；同时公司建立了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。

操作风险管理方面，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、双责等方式，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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020—2022年合并财务报表2023年三季度财务报表。2020—2022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；2023年三季度财务报表未经审计。

公司自2021年1月1日起执行《企业会计准则第21号——租赁》，公司自2022年1月1日起执行《企业会计准则解释15号》《企业会计准则解释16号》，上述会计政策变更未对公司财务状况和经营成果产生重大影响。

2020年至2023年9月末，公司合并范围变动较小，无重要子公司变动，主要为纳入合并范围的结构化主体发生变动。截至2023年9月末，公司纳入合并范围一级子公司4家。

综上，公司财务数据可比性较强。

截至2022年末，公司合并资产总额589.86亿元，其中客户资金存款97.60亿元；负债总

额438.10亿元，其中代理买卖证券款89.47亿元；所有者权益（含少数股东权益）151.75亿元，其中归属于母公司所有者权益151.52亿元；母公司口径净资产83.97亿元。2022年，公司实现营业收入25.32亿元，利润总额1.52亿元，净利润2.12亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.11亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.78亿元，期末现金及现金等价物净增加额-5.58亿元。

截至2023年9月末，公司合并资产总额566.08亿元，其中客户资金存款92.86亿元；负债总额405.96亿元，其中代理买卖证券款86.93亿元；所有者权益（含少数股东权益）160.12亿元，其中归属于母公司所有者权益159.86亿元；母公司口径净资产93.63亿元。2023年1—9月，公司实现营业收入36.44亿元，利润总额12.01亿元，净利润9.05亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润9.03亿元；经营活动产生的现金流量净额17.66亿元，期末现金及现金等价物净增加额11.30亿元。

2. 资金来源与流动性

2020—2022年，随着业务规模的扩大，公司自有负债规模持续增加，杠杆水平处于行业一般水平；2023年9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，面临一定集中偿付情况。

2020—2022年末，公司负债总额持续增长，年均复合增长7.16%。截至2022年末，公司负债总额438.10亿元，较上年末增加10.22%，主要系交易性金融负债、应付短期融资款、应付款项和卖出回购金融资产款增加所致；从构成来看，公司负债以自有负债为主，占比为79.58%。

2020—2022年末，公司自有负债持续增长，年均复合增长9.20%。2020年以来，公司应付债券持续下降，应付短期融资款持续上升，公司融资渠道有所变化。截至2022年末，公司自有负债348.63亿元，较上年末增长15.76%，公司自有负债主要由卖出回购金融资产款、应付

短期融资款、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 39.90%、9.40%、9.11%、12.36%和 11.43%。

从负债水平来看，2020—2022 年末，公司

自有资产负债率波动增长，结合整体行业看，公司负债水平一般。截至 2022 年末，自有资产负债率为 69.67%，较上年末有所增长，整体杠杆率小幅增加，仍处于行业一般水平。

表 8 公司负债情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 9 月末
负债总额	381.55	397.48	438.10	405.96
自有负债	292.36	301.16	348.63	319.03
其中：卖出回购金融资产款	136.37	114.50	139.11	117.45
应付短期融资款	7.31	21.95	32.78	35.80
应付债券	83.78	35.62	31.76	26.76
拆入资金	19.94	39.74	43.10	50.09
交易性金融负债	13.81	30.41	39.85	23.83
应付款项	12.64	25.04	34.60	36.92
非自有负债	89.18	96.32	89.47	86.93
其中：代理买卖证券款	89.18	96.32	89.47	86.93
全部债务	261.21	244.86	289.06	256.16
其中：短期债务	177.43	206.60	254.84	227.18
长期债务	83.78	38.26	34.22	28.98
短期债务占比（%）	67.93	84.38	88.16	88.69
自有资产负债率（%）	67.21	66.34	69.67	66.58
净资本/负债（母公司口径）（%）	29.47	29.53	27.02	33.27
净资产/负债（母公司口径）（%）	49.64	51.85	45.75	53.97

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

2020—2022 年末，公司卖出回购金融资产款先下降、后增长，年均复合增长 1.00%。截至 2022 年末，公司卖出回购金融资产款 139.11 亿元，较上年末增长 21.49%，主要系公司质押式回购款大幅增加所致。

2020—2022 年末，公司应付短期融资持续增长，年均复合增长 111.77%，主要系收益凭证大幅增加所致。截至 2022 年末公司收益凭证主要票面利率区间为 3.15%~6.00%。

公司发行的债券包括公司债券、次级债券和收益凭证。2020—2022 年末，公司应付债券持续下降，年均复合下降 38.43%。截至 2022 年末，公司应付债券 31.76 亿元，较上年末下降 10.84%，主要系公司债券“19 民生 G1”到期及部分收益凭证到期所致。

2020—2022 年末，公司拆入资金连续增长，年均复合增长 47.03%。截至 2022 年末，公司拆入资金 43.10 亿元，较上年末增长 8.46%，主

要系公司从银行拆入的资金增加所致。

2020—2022 年末，公司交易性金融负债持续增长，年均复合增长 69.87%。截至 2022 年末，公司交易性金融负债 39.85 亿元，较上年末增长 31.05%，主要系债券借贷与回购借入债券后卖出的规模增加所致。

2020—2022 年末，公司应付款项连续增长，年均复合增长 65.43%。截至 2022 年末，公司应付款项 34.60 亿元，较上年末增长 38.18%，主要系应付货币保证金中期客户保证金增加所致。

2020—2022 年末，公司全部债务波动增长，年均复合增长 5.20%。截至 2022 年末，公司全部债务 289.06 亿元，较上年末增长 18.05%，其中短期债务占比 88.16%，短期债务占比进一步增加；短期债务占比很高，面临一定短期流动性压力。

截至 2023 年 9 月末，公司负债较上年末下

降 7.34%，主要是公司交易性金融负债及卖出回购金融款较上年末有所下降。从债务偿还期限结构来看，截至 2023 年 9 月末，公司债务中，2023 年以内到期的占比 79.64%，短期债务占比很高，存在集中偿付情况。

表 9 截至 2023 年 9 月末公司全部债务到期情况

到期年份	金额（亿元）	占比（%）
2023 年剩余期间	202.23	79.64
2024 年	32.76	12.90
2025 年	18.95	7.46
合计	253.94	100.00

注：上表全部债务规模系按公司口径统计，报告公式计算的全部债务规模存在一定差异，本报告全部债务计算公式见附表

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020 年以来，公司各项流动性指标表现较好，均符合监管要求。

截至 2022 年末，公司优质流动性资产 101.77 亿元，较上年末增加 10.94%；优质流动性资产/总资产比率为 22.47%，较上年末小幅上升，整体处于较好水平；截至 2022 年末，净稳定资金率、流动性覆盖率均较上年末有所上升，符合监管要求。

截至 2023 年 9 月末，公司优质流动性资产/总资产指标、流动性覆盖率和净稳定资金率较 2022 年末均有不同程度增长，上述指标均满足监管标准。

表 10 公司资产情况表

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 9 月末
优质流动性资产/总资产（%）	17.10	21.83	22.47	30.02
流动性覆盖率（%）	200.74	138.13	157.88	183.99
净稳定资金率（%）	128.89	130.94	138.58	163.30

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
资料来源：公司风险控制指标监管报表，联合资信整理

3. 资本充足性

2020 年以来，公司所有者权益规模及权益结构保持稳定；各项风险控制指标均优于监管指标，资本充足性很好。

2020—2022 年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 3.14%。截至 2022 年末，公司所有者权益合计 151.75 亿元，较上年末下降 0.68%，主要系公司注销了部分股份致其他资本公积减少所致；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 75.09%、5.85%、11.04%和 6.33%，公司所有者权益中股本占比很高，股东权益稳定性较好。公司针对 2020—2022 年度利润公司对股东进行利润分配分别为 2.52 亿元、2.86 亿元和 0.69 亿元，分别占当年净利润的

27.43%、23.36%和 32.38%，分红力度适中。

2020—2022 年末，母公司口径（下同）的净资本规模波动增长，年均复合增长 0.89%。截至 2022 年末，公司净资本规模 83.97 亿元，较上年末增长 2.77%，增加主要来自于附属净资本，核心净资本较上年末小幅下降；从主要风控指标来看，风险覆盖率有所上升，资本杠杆率有所下降；主要风控指标均高于监管标准。

截至 2023 年 9 月末，公司核心净资本规模较上年末上升 14.10%；受此影响，公司风险覆盖率、资本杠杆率和净资本/净资产指标均有不同程度上升。本次拟发行次级债券规模不超过 10.00 亿元（含），发行后可对公司净资本形成一定补充。

表 11 母公司口径风险控制指标表（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 9 月	监管标准	预警指标
核心净资本	82.49	81.70	78.17	89.19	--	--
附属净资本	0.00	0.00	5.80	4.50	--	--
净资本	82.49	81.70	83.97	93.63	--	--
净资产	138.95	143.44	142.19	151.88	--	--

各项风险资本准备之	34.48	37.24	36.28	34.87	--	--
风险覆盖率(%)	239.25	219.38	231.45	268.48	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率(%)	19.34	19.07	16.96	20.16	≥8.00	≥9.60
净资本/净资产	59.37	56.96	59.05	61.65	≥20.00	≥24.00

资料来源：公司风险控制指标监管报表，联合资信整理

4. 盈利能力

2020—2022年，公司收入和利润规模均波动下降；2022年盈利指标有所下滑，但整体盈利能力仍属较强。2023年1—9月，公司营业收入同比大幅增长，利润总额同比由负转正。

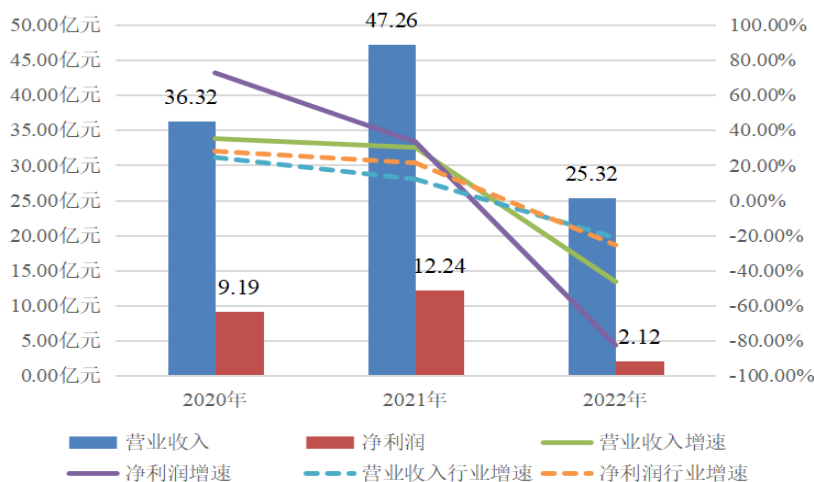
2020—2022年，公司营业收入先增后降，年均复合下降16.51%；2022年，受证券市场大幅波动的影响，公司营业收入同比大幅下降46.43%。详见“经营概况”分析。

公司营业总支出主要由业务及管理费构成，2020—2022年，公司营业支出先增后减。2022年，公司营业支出同比下降23.42%，其中业务

及管理费23.15亿元，同比下降16.91%。从构成来看，2022年，公司营业支出中业务及管理费占98.10%；减值准备方面，2022年，公司计提信用减值损失0.13亿元，同比大幅下降95.09%，主要系应收账款及其他应收款中坏账准备冲回所致。

2020—2022年，公司营业费用率和薪酬收入比均持续上升。2022年，受公司营业收入大幅下降的影响，公司的薪酬收入比同比增加22.92个百分点，营业费用率2021年大幅增加32.48个百分点，费用控制能力仍需加强。

图1 公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司审计报告，wind，联合资信整理

表12 公司营业支出构成（单位：亿元）

项目	2020年		2021年		2022年		2023年1—9月	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
业务及管理费	21.37	91.30	27.86	90.41	23.15	98.10	24.43	100.07
各类减值损失	1.49	6.38	2.58	8.38	0.13	0.54	-0.28	-1.13
其他业务成本	0.24	1.02	0.05	0.15	0.05	0.20	0.01	0.04
其他	0.30	1.30	0.33	1.06	0.27	1.16	0.25	1.01
营业支出	23.41	100.00	30.82	100.00	23.60	100.00	24.41	100.00

注：各类减值损失含资产减值损失、信用减值损失及其他资产减值损失

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

从盈利指标来看，2020—2022 年，公司营业利润率持续下降，自有资产收益及净资产收益率均波动下降。2022 年，公司净利润同比大幅下滑，营业利润率大幅下降至 6.79%，自有资产收益率和净资产收益亦大幅下降，盈利水平下滑明显，但整体看盈利能力较强。

2023 年 1—9 月，公司营业收入同比大幅增长 124.06%，主要系投资银行业收入同比大

幅增长及投资交易业务收入同比由负转正综合所致；同期，受上述因素影响，2023 年 1—9 月，公司实现利润总额 12.01 亿元，同比由负转正。从盈利指标来看，2023 年前三季度，公司营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率（相关指标未年化）均同比明显提升，超过上年全年水平。

表 13 公司盈利情况（单位：名）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
营业费用率（%）	58.85	58.96	91.44	67.05
薪酬收入比（%）	47.83	47.28	70.20	/
营业利润率（%）	35.55	34.79	6.79	32.99
自有资产收益率（%）	2.30	2.75	0.44	1.85
净资产收益率（%）	7.18	8.29	1.39	5.80

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险较低。

截至 2023 年 9 月末，公司无对外担保事项。

截至 2023 年 9 月末，公司作为被告的未决诉讼如下：

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及重大仲裁事项。

十一、 本期债券偿还能力分析

本期债券发行对公司杠杆水平影响一般；相关指标对全部债务的保障程度有所下降，仍属较好水平，同时考虑到本次债券性质以及公司作为全国性综合类证券公司，经营实力较强，融资渠道较畅通等因素，公司对本期债券的偿还能力很强。

1. 本期债券发行对公司债务的影响

截至 2023 年 9 月末，公司全部债务规模为 256.16 亿元，本次拟发行债券规模不超过 10.00 亿元（含），相对于公司的债务规模，本期债券发行规模一般，本次拟发行债券为次级债券，本金和利息的清偿顺序在公司的普通债之后、先于公司的股权资本。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，以 2023 年 9 月末数据为基础，公司自有资产负债率将上升 0.68 个百分点

至 67.27%，杠杆水平有所提升。

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行 10.00 亿元估算相关指标对发行后全部债务的保障倍

数。公司所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额对本期债券发行前、后的全部债务覆盖程度有所下降，本期债券发行对公司偿债能力影响一般。

表 14 本期债券偿还能力指标（单位：亿元、倍）

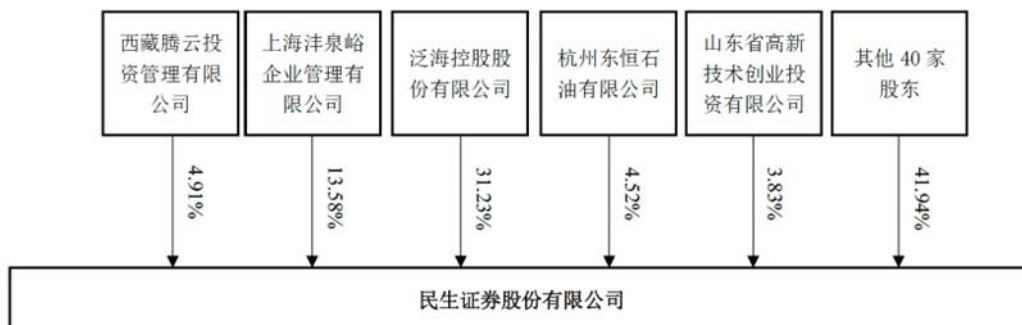
项目	2022 年/2022 年末		2023 年 1—9 月/2023 年 9 月末	
	发行前	发行后	发行前	发行后
全部债务	289.06	299.06	256.16	266.16
所有者权益/全部债务	0.52	0.51	0.63	0.60
营业收入/全部债务	0.09	0.08	0.14	0.14
经营活动现金流入额/全部债务	0.22	0.21	0.24	0.23

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

十二、 结论

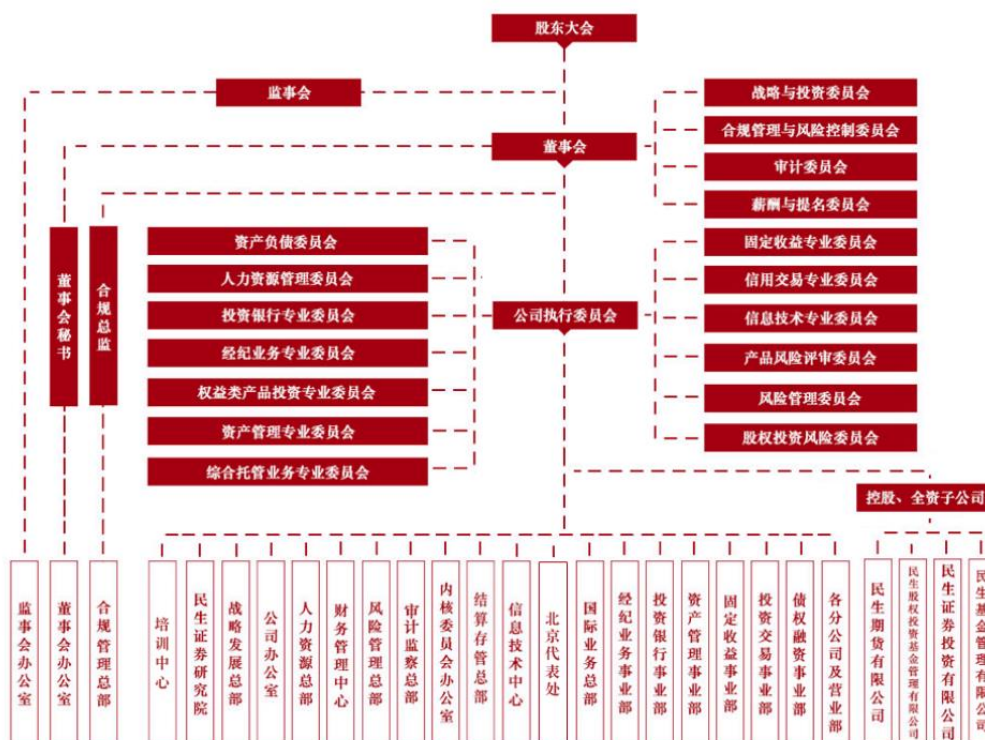
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 截至 2023 年 9 月末民生证券股份有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
自有资产（亿元）	435.02	453.93	500.38	479.15
自有负债（亿元）	292.36	301.16	348.63	319.03
所有者权益（亿元）	142.66	152.78	151.75	160.12
优质流动性资产/总资产（%）	17.10	21.83	22.47	30.02
自有资产负债率（%）	67.21	66.34	69.67	66.58
营业收入（亿元）	36.32	47.26	25.32	36.44
利润总额（亿元）	12.30	15.59	1.52	12.01
营业利润率（%）	35.55	34.79	6.79	32.99
营业费用率（%）	58.85	58.96	91.44	67.05
薪酬收入比（%）	47.83	47.28	70.20	/
自有资产收益率（%）	2.30	2.75	0.44	1.85
净资产收益率（%）	7.18	8.29	1.39	5.80
盈利稳定性（%）	67.29	32.68	61.27	--
净资本（亿元）	82.49	81.70	83.97	93.63
风险覆盖率（%）	239.25	219.38	231.45	268.48
资本杠杆率（%）	19.34	19.07	16.96	20.16
流动性覆盖率（%）	200.74	138.13	157.88	183.99
净稳定资金率（%）	128.89	130.94	138.58	163.30
信用业务杠杆率（%）	43.13	36.20	31.85	26.49
短期债务（亿元）	177.43	206.60	254.84	227.18
长期债务（亿元）	83.78	38.26	34.22	28.98
全部债务（亿元）	261.21	244.86	289.06	256.16

注：2023 年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化；“/”表示数据未获取到，“--”表示数据不适用。

资料来源：公司审计报告、风险控制指标监管报表及 2023 年三季度财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = $[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
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 × 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 / $[(\text{期初自有资产} + \text{期末自有资产}) / 2] \times 100\%$
净资产收益率	净利润 / $[(\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2] \times 100\%$
盈利稳定性	近三年利润总额标准差 / 利润总额均值的绝对值 × 100%
信用业务杠杆率	信用业务余额 / 所有者权益 × 100%;
优质流动性资产/总资产	优质流动性资产 / 总资产 × 100%; 优质流动性资产取自监管报表; 总资产 = 净资产 + 负债 (均取自监管报表)
短期债务	短期借款 + 卖出回购金融资产 + 拆入资金 + 应付短期融资款 + 融入资金 + 交易性金融负债 + 其他负债科目中的短期有息债务
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他负债科目中的长期有息债务
全部债务	短期债务 + 长期债务

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信金融机构、非金融企业主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表：

信用等级设置	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 民生证券股份有限公司 2023 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

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本次债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

民生证券股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本次债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本次债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本次债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本次债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本次债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。