

# 渤海证券股份有限公司公开发行 2019 年公司债券 (第一期、第二期) 跟踪评级报告 (2020)

---

项目负责人: 张云鹏 [ypzhang@ccxi.com.cn](mailto:ypzhang@ccxi.com.cn)

项目组成员: 周子健 [zjzhou@ccxi.com.cn](mailto:zjzhou@ccxi.com.cn)

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2020 年 6 月 16 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪0731 号

## 渤海证券股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 渤海 01”和“19 渤海 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十六日

**评级观点：**中诚信国际维持渤海证券股份有限公司（以下简称“渤海证券”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 渤海 01”、“19 渤海 02”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了渤海证券经纪业务和投行业务具有地缘优势、经营和决策较为灵活、自营投资业务贡献度提升、业务结构不断优化等正面因素对公司整体经营及信用水平的支撑作用；同时，中诚信国际关注到，宏观环境及证券市场不确定性对公司经营稳定性构成压力、经纪业务整体竞争力不强、转型效果有待观察等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

| 渤海证券             | 2017     | 2018     | 2019     |
|------------------|----------|----------|----------|
| 总资产（亿元）          | 554.45   | 489.84   | 529.38   |
| 股东权益（亿元）         | 202.89   | 199.04   | 202.34   |
| 净资本（亿元）          | 148.51   | 146.18   | 154.50   |
| 营业收入（亿元）         | 12.22    | 15.97    | 27.21    |
| 净利润（亿元）          | 3.34     | 4.72     | 9.40     |
| 平均资本回报率(%)       | 1.63     | 2.35     | 4.68     |
| 营业费用率(%)         | 60.61    | 54.83    | 47.66    |
| 风险覆盖率(%)         | 314.79   | 292.98   | 280.88   |
| 资本杠杆率(%)         | 32.23    | 35.65    | 35.75    |
| 流动性覆盖率(%)        | 1,375.16 | 1,360.77 | 1,388.02 |
| 净稳定资金率(%)        | 180.77   | 179.79   | 178.52   |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X) | 1.36     | 1.69     | 2.65     |
| 总债务/EBITDA (X)   | 16.33    | 13.64    | 12.17    |

注：[1]数据来源为公司提供的 2017 年、2018 年和 2019 年审计报告；[2]公司净资本及风险控制指标按照母公司口径；[3]本报告中引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

资料来源：渤海证券提供，中诚信国际整理

### 正面

■ **具有一定地缘优势。**作为地方型券商，公司明确了立足天津、辐射重点区域的业务拓展思路，经纪业务和投行业务具有一定地缘优势。

■ **经营决策效率较高。**作为中型券商具有经营和决策灵活的优势，对市场环境变化有较强适应能力。

■ **自营投资收益有所增长。**受资本市场回暖及投研能力加强等因素影响，自营投资业务收益对整体收入贡献度持续提升。

■ **业务结构有所优化。**积极尝试和探索创新业务，在投资银行和融资融券等方面取得一定进展，业务结构不断优化，收入来源较为分散和多元化。

### 关注

■ **经营稳定性存在压力。**宏观经济总体下行以及证券市场的不确定性对证券行业经营稳定性和盈利能力构成压力。

■ **经纪业务整体竞争力有待提升。**随着证券牌照的放开和网上证券业务的发展，或对经纪业务的地缘优势构成冲击。

■ **转型效果仍需持续观察。**收入结构过于倚重投资收益，在权益类市场行情波动及投行业务开展不畅的情况下，公司收入和利润呈现较大波动，公司向财富管理型证券公司转型的效果还需持续观察。

### 评级展望

中诚信国际认为，渤海证券股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司治理和内部控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况的恶化，如资产质量下降、资本金不足等；外部支持能力及意愿大幅弱化。

### 同行业比较

| 2019 年主要财务指标   | 渤海证券   | 国海证券   | 浙商证券   | 财通证券   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元）        | 529.38 | 663.08 | 674.04 | 649.92 |
| 净资本（母公司口径）（亿元） | 154.50 | 120.36 | 125.11 | 158.20 |
| 净利润（亿元）        | 9.40   | 5.44   | 9.68   | 18.76  |
| 平均资本回报率(%)     | 4.68   | 3.81   | 6.79   | 9.14   |
| 风险覆盖率(%)       | 280.88 | 206.15 | 289.86 | 369.63 |

注：“国海证券”为“国海证券股份有限公司”简称；“浙商证券”为“浙商证券股份有限公司”简称；“财通证券”为“财通证券股份有限公司”简称。

资料来源：各公司年报，中诚信国际整理

### 本次跟踪债券情况

| 债券简称     | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 债券期限 | 发行时间      |
|----------|----------|----------|----------|----------|------|-----------|
| 19 渤海 01 | AAA      | AAA      | 20.00    | 20.00    | 3 年  | 2019/1/21 |
| 19 渤海 02 | AAA      | AAA      | 20.00    | 20.00    | 3 年  | 2019/8/1  |

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期或不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

截至评级报告出具日，“19 渤海 01”、“19 渤海 02” 债券募集资金已使用完毕，全部用于补充公司营运资金，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将



限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**2019 年以来市场行情总体有所回暖；多层次资本市场体系建设逐步深入；券商收入结构有所优化但对经纪业务依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响**

证券行业与宏观经济环境高度相关。2016 年底，中央经济工作会议定调，要稳中求进、去杠杆，大力发展实体经济，2017 年 A 股出现慢牛格局。2017 年全年，上证指数全年振幅 13.98%，截至 2017 年末，上证综指收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，上证综指震荡下跌，截至 2018 年末，上证综指收盘于 2,493.90 点，较年初下跌 24.59%。2019 年以来，国内财政政策整体趋于宽松，市场情绪回暖，风险偏好提升，但结构性问题依然存在，国内外环境呈现不确定性，A 股市场一季度呈现活跃，之后由于受到国内外宏观因素的影响出现持续波动，但市场行情总体回暖，期末上证综指收于 2,905.19 点，较年初涨幅 16.49%。

图 1：2014-2019 上证综合指数变化趋势图



资料来源：Wind，中诚信国际整理

多层次资本市场体系建设方面，近年来，在大力发展资本市场的政策导向下，针对证券市场和证券公司的深层次改革陆续展开，多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。2017 年前三季度，IPO 审核提速，2017 年 10 月新一届发审委履职以来，IPO 审核通过率大幅降低，2017 年 IPO 企业数量创下历史记录。截至 2017 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,485 家，总市值下降至 44.93 万亿元。2018 年，IPO 审核趋严，众多企业主动终止审查、放弃 IPO，同时 IPO 审核趋缓，IPO 过会企业数量大幅减少。截至 2018 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,584 家，总市值下降至 43.49 万亿元。2019 年，市场行情好转，但传统股权融资仍旧较为低迷，科创板尚未对券商投行收入产生影响。截至 2019 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,777 家，2019 年以来，受益于股票市场有所回暖，总市值较年初增加 36.44% 至 59.29 万亿元。与此同时，随着证券市场的发展，证券投资品种日趋多元化，基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展，多层次资本市场体系建设逐步深入。

表 1：2016-2019 股票市场主要指标（金额单位：万亿元）

| 指标        | 2016   | 2017   | 2018  | 2019   |
|-----------|--------|--------|-------|--------|
| 上市公司总数（家） | 3,052  | 3,485  | 3,584 | 3,777  |
| 总市值       | 50.82  | 44.93  | 43.49 | 59.29  |
| 总成交额      | 127.38 | 112.46 | 90.17 | 127.46 |

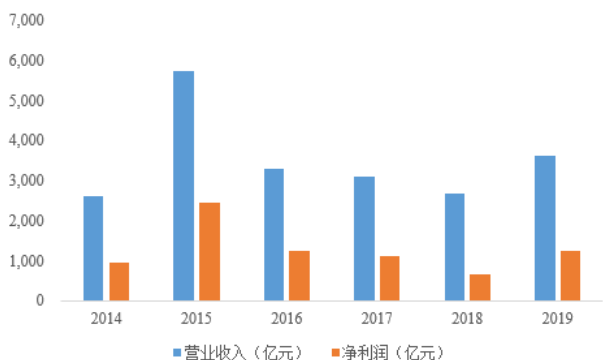
资料来源：Wind，中诚信国际整理

交易量方面，伴随着近几年证券市场的发展，市场交易量呈现一定的波动。2017 年全年，两市成交额 112.46 万亿元，同比减少 11.71%。2018 年，

受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，证券市场交易更为低迷，两市成交额 90.17 万亿元，同比减少 19.82%。2019 年，证券市场回暖，股票交易复苏，当期两市成交额 127.46 万亿元，同比增加 41.36%。

从券商业务结构来看，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看，虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势，收入结构得到优化，但从绝对占比看，仍较大程度的依赖于传统的经纪业务，因而整体的经营状况与宏观经济及证券市场景气度息息相关。受二级市场成交量及债券承销业务量下滑共同影响，2017 年证券公司实现净利润 1,129.95 亿元，同比减少 8.47%。受经济环境及监管政策影响，证券公司业绩持续承压，2018 年证券公司实现净利润 666.20 亿元，同比减少 41.04%。2019 年，随着资本市场走强及交投活跃度提升，证券公司收入及利润均实现大幅增长，当期全行业实现净利润 1,230.95 亿元，同比增长 84.77%。

图 2：2014-2019 证券公司营业收入和净利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，

将证券公司分为 A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起，证监会每年对证券公司进行分类评价，以确定其风险管理能力和合规管理水平。2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，提出全面风险管理；新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项；提高净资产加分门槛等。在 2017 年分类评价中，有 97 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 48 家、C 类有 9 家，评级最高的 AA 级有 11 家。在 2018 年 7 月发布的分类评价中，共有 98 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 49 家、C 类有 8 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级有 12 家。2018 年的分类评价结果与 2017 年相比，有 24 家评级上升、24 家评级下滑、48 家评级持平，并首次出现了 D 类评级。2019 年 7 月，证监会公布了最新一期证券公司分类结果，其中 A 类有 38 家、B 类有 50 家、C 类有 8 家、D 类有 2 家，评级最高的 AA 级减少至 10 家，与 2018 年相比，有 19 家评级上调，28 家评级下滑，51 家评级持平。

受市场环境及监管等因素影响，近年来证券行业竞争日趋激烈，证券行业营业收入和净利润波动幅度较大。随着业务资格普及，证券公司牌照红利逐渐弱化，大型综合类证券公司在业务布局、渠道建设、风控能力等方面拥有较大优势，市场集中度呈上升趋势。未来，中小型证券公司竞争将更为激烈，推动证券行业加快整合。总体来看，证券行业竞争将更为激烈，大型证券公司优势将进一步扩大，证券行业整合速度将有所提升。

表 2：近年来证券业主要行业政策

| 时间         | 文件              | 说明                                                        |
|------------|-----------------|-----------------------------------------------------------|
| 2015 年 1 月 | 《公司债券发行与交易管理办法》 | 扩大发行主体范围至所有公司制法人，同时全面建立非公开发行制度，增加债权交易场所，简化发行审核流程，加强市场监管等。 |

|                         |                                             |                                                                                                             |
|-------------------------|---------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2015年5月                 | 《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》               | 规范证券公司、基金管理公司子公司等相关主体开展资产证券化业务，保障投资者的合法权益。                                                                  |
| 2015年5月                 | 《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》             | 规范和指导资产证券化业务的尽职调查工作，提高尽职调查工作质量。                                                                             |
| 2015年7月                 | 《香港互认基金管理暂行规定》                              | 规范香港互认基金在内地（指中华人民共和国的全部关税领土）的注册、销售、信息披露等活动。                                                                 |
| 2016年10月                | 《证券公司风险控制指标管理办法》                            | 建立以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系。                                                                                     |
| 2017年1月                 | 《证券公司私募投资基金子公司管理规范》                         | 规范证券公司私募投资基金子公司行为，有效控制风险。                                                                                   |
| 2017年6月<br>(2017年10月执行) | 《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》                     | 明晰董事会、监事会、高级管理人员、合规负责人等各方职责，提高合规履职保障，加大违法违规追责力度等措施，切实提升公司合规管理有效性，不断增强公司自我约束能力，促进行业持续健康发展。                   |
| 2017年7月                 | 《关于修改〈证券公司分类监管规定〉》                          | 促进证券公司提升全面风险管理能力，鼓励证券公司做优做强主营业务。                                                                            |
| 2017年11月                | 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》                | 确立资管产品的分类标准，降低影子银行风险，减少流动性风险，打破刚性兑付，控制资管产品的杠杆水平，抑制多层嵌套和通道业务，切实加强监管协调，合理设置过渡期。                               |
| 2017年12月                | 《规范债券市场参与者债券交易业务的通知（银发[2017]302号文）》         | 督促各类市场参与者加强内部控制与风险管理，健全债券交易相关的各项内控制度，规范债券交易行为，并将自身杠杆操作控制在合理水平。                                              |
| 2018年1月                 | 《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》                     | 加强证券公司尽职调查要求；加强对融出资金监控；细化风控指标要求。此规定于2018年3月12日实施。                                                           |
| 2018年3月                 | 《证券公司股权管理规定》（征求意见稿）                         | 第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股，股东在股权锁定期内不得质押所持证券公司相关股权。                                |
| 2018年4月                 | 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》                       | 廓清资管行业和资管产品本质，并对刚兑和资金池概念进行界定，为后续资管行业规范设立标准，主要对阻断监管嵌套、打破刚兑、非标处置等方面做出规定，过渡期延长至2020年底。                         |
| 2018年5月                 | 《外商投资证券公司管理办法》                              | 加强和完善对外商投资证券公司的监督管理，明确外商投资证券公司的设立条件和程序。                                                                     |
| 2018年9月                 | 《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》         | 规范证券公司、证券投资基金管理公司在境外设立、收购子公司或者参股经营机构的行为。                                                                    |
| 2019年3月                 | 《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》 | 就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共2+6+1个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定。          |
| 2019年7月                 | 《证券公司股权管理规定》                                | 主要从股东资质及出资来源等方面进行了要求。第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股。                                   |
| 2019年8月                 | 修订《融资融券交易实施细则》                              | 取消最低维持担保比例要求，完善维持担保比例计算公式，将融资融券标的股票数量由950只扩大至1,600只。                                                        |
| 2019年8月                 | 修订《证券公司风险控制指标计算标准》                          | 对高分类评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。                                                                   |
| 2019年12月                | 修订《证券法》                                     | 推行证券发行注册制；进一步加强信息披露义务人的信息披露责任；增设投资者保护专章，加强投资者保护力度；加大对违反证券监管法律行为的处罚力度；优化债券公开发行条件；取消现行规定下的暂停上市制度，推行更加严格的退市制度。 |

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

### 经纪业务在天津地区具有地缘优势，通过推动总部与分支机构联动，结合互联网金融综合平台为客户提供便捷服务，丰富服务产品品类，持续向综合金融、财富管理转型

截至2019年末，公司经纪业务共设立60家证券分支机构，其中包含45家证券营业部和15家分

公司，营业网点主要分布于北京、上海、广州、深圳、重庆等经济相对发达的地区，其中有25家分布在天津、5家分布在上海、4家分布在北京。公司立足天津，经过多年经营，证券经纪业务在天津地区具有较高的市场占有率。在其他地区的营业部，除北京、上海外，其余地区营业部的竞争优势不明显，



盈利能力较弱，对公司营业收入和营业利润的贡献较低。

经纪业务是渤海证券重要的收入来源，也是其他业务发展的重要依托。受 2019 年股票二级市场回暖影响，公司代理客户交易业务量有所增长。截至 2019 年末，股票基金总成交金额为 0.72 万亿元，较上年增长 0.15 万亿元，但由于市场竞争激烈，市场份额下降至 2.64%。2019 年公司机构业务规模稳步增长，2019 年新增准入签订交易型产品经纪服务商协议 57 只；积极推广金融衍生品服务，全年累计期权客户 3,532 户，同比增长 37.59%，全年累计交易量 246 万张，全年累计成交金额 10.08 亿元。受上述因素综合影响，2019 年公司经纪业务收入有所回升，全年经纪业务实现营业收入 4.37 亿元，同比增长 21.51%。

**表 3：2017-2019 年末经纪业务开展情况**

|                | 2017  | 2018  | 2019  |
|----------------|-------|-------|-------|
| 营业部数量（家）       | 52    | 57    | 45    |
| 客户保证金余额（亿元）    | 54.45 | 64.37 | 69.26 |
| 股票基金交易量（万亿元）   | 0.87  | 0.57  | 0.72  |
| 股票基金交易量市场份额(%) | 3.90  | 2.90  | 2.64  |

资料来源：渤海证券，中诚信国际整理

随着互联网金融的冲击以及券商竞争的日益加剧，佣金率水平呈现出持续下跌的态势。在当前经纪业务竞争加剧的背景下，渤海证券加快传统经纪业务转型步伐，以机制变革和业务思路调整为主要抓手，推动公司营业部与总部各业务条线密切合作，不断增强分支机构作为公司综合业务的触角功能，增强业务联动效应。同时公司通过提升客户服务水平、开展创新业务等多重手段，实现收入利润的提升。公司互联网金融部积极构建完善互联网金融综合平台，为业务部门提供营销和服务解决方案，为客户提供便捷的业务办理和投资理财服务。公司通过大力推进非通道业务开展，培养固定收益客户群与机构客户群，逐步实现传统业务向财富管理型转变；同时，公司大力推进对高净值客户的投资顾问服务，2019 年 9 月公司上线投资顾问产品“投资顾问跑马场”，通过专业的增值服务提高客户黏性；

为加快向财富管理转型步伐，公司经纪业务总部下属二级部门研究发展部更名为财富管理部，全力提升分支机构提供综合金融咨询服务的能力。公司经纪业务正在由代理股票买卖的简单经纪业务逐渐向综合金融、资本中介、财富管理等多功能业务的转型升级。

公司不断完善产品线，2019 年公司代销、申购和赎回各类开放式基金 646 只，销售总额 22.80 亿元；代销非公募类金融产品 26 只，销售总额 4.04 亿元；代销各类金融产品收入共计 724.82 万元。互联网金融商城实现了公募基金、大集合资产管理计划类产品、收益凭证、信托产品的信息公示、特定对象确定及适当性管理、开户、交易等功能，线上平台累计销售金融产品 10.28 亿元。

### **股票承销业务发展较慢，投行业务以债券承销、财务顾问业务为主要支撑，投行业务贡献度有所提升**

2004 年渤海证券成为国内首批获得保荐资格的券商之一，能够为企业提供融资、并购、股权投资、改制、重组、股权激励等专业化、全方位的投资银行业务服务。公司投资银行业务处于行业中游水平，截至 2019 年末，公司有保荐代表人 11 人。近年来，公司加强了上市公司再融资、并购重组财务顾问、新三板、资产证券化等业务的拓展，业务结构趋于多元化。公司在业务发展战略上紧抓京津冀一体化、天津自贸区的发展机遇，立足天津，面向全国，着重为天津国有集团提供综合金融服务，拓展并购重组、再融资、可转债等业务。2019 年债券承销业务得到大力拓展，收入显著增长；此外，由于某项目的回售转售业务取得较高收益，财务顾问业务收入大幅增长，公司全年实现投行业务收入 4.18 亿元，同比增长 95.28%，其在营业收入中占比增长至 15.34%。

公司投行项目选择较为谨慎、对项目质量的控制较为严格，通过多级把关，实现报送证监会项目较高的通过率。2019 年公司完成股票主承销项目 1 个，债券主承销项目 30 个，财务顾问项目 21 个。公

公司的债券承销业务和财务顾问业务在投行业务中仍占据重要地位，初步建立了以天津为基地，辐射北京、上海、重庆等地网点的债券营销网络和体系，形成了与公司保持长期合作关系的客户群体。

**表 4：2017-2019 年公司投行主要业务开展情况**

|                  | 2017   | 2018  | 2019   |
|------------------|--------|-------|--------|
| <b>股票主承销业务</b>   |        |       |        |
| 承销家数（家）          | 1      | --    | 1      |
| 承销金额（亿元）         | 3.25   | --    | 11.86  |
| 股票承销及保荐业务净收入（亿元） | 0.12   | --    | 0.08   |
| <b>债券主承销业务</b>   |        |       |        |
| 承销家数（家）          | 15     | 6     | 30     |
| 承销金额（亿元）         | 116.30 | 77.75 | 145.20 |
| 债券承销及保荐业务净收入（亿元） | 0.62   | 0.31  | 0.60   |

**表 5：2017-2019 年末公司投资组合情况（金额单位：亿元）**

|           | 2017          |               | 2018          |               | 2019          |               |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|           | 金额            | 占比(%)         | 金额            | 占比(%)         | 金额            | 占比(%)         |
| 债券        | 292.62        | 82.24         | 260.43        | 79.65         | 282.27        | 79.72         |
| 股票(含融出证券) | 11.49         | 3.23          | 8.84          | 2.70          | 20.06         | 5.66          |
| 基金        | 20.49         | 5.76          | 16.65         | 5.09          | 24.09         | 6.80          |
| 资产支持证券    | 3.20          | 0.90          | 8.36          | 2.56          | 10.75         | 3.04          |
| 资产管理计划    | 22.39         | 6.29          | 19.91         | 6.09          | 11.17         | 3.15          |
| 信托计划      | 5.83          | 1.64          | 14.05         | 4.30          | 5.19          | 1.47          |
| 其他        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.55          | 0.16          |
| 减值准备      | (0.21)        | (0.06)        | (1.27)        | (0.39)        | --            | --            |
| <b>合计</b> | <b>355.82</b> | <b>100.00</b> | <b>326.97</b> | <b>100.00</b> | <b>354.08</b> | <b>100.00</b> |

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

权益投资方面，公司设立量化对冲交易总部以来，改变传统投资思路，采取创新型投资理念，专注于研究、开发、使用基础性金融产品和相关衍生金融工具发掘和创造绝对收益的盈利模式，借鉴国外成熟市场经验，利用事件套利、并购重组套利、分级基金套利等策略对冲市场风险，努力做大量化投资规模，精耕细作申购、再融资项目。2019年股票二级市场单边上行，公司权益类投资仓位有所扩大，截至2019年末，公司对冲业务总部权益类投资规模增至20.06亿元。

债券投资方面，截至2019年末债券类投资规模占证券投资资产的比例为79.72%，基本与上年持平。公司建立起专业化固定收益证券投资研究队伍，建

#### 并购及财务顾问业务

|                  |      |      |      |
|------------------|------|------|------|
| 并购项目家数（家）        | 2    | 0    | 0    |
| 财务顾问项目家数（家）      | 65   | 41   | 21   |
| 并购及财务顾问业务净收入（亿元） | 0.36 | 1.73 | 3.44 |

资料来源：渤海证券

#### 权益类投资方面受市场行情回暖影响，投资规模有所扩大；固收业务通过稳定的策略、创新的业务模式和完善的风险控制流程取得较好收益

2019年以来，公司加大对固定收益、债券销售交易、对冲交易业务等优势业务的投入，截至2019年末，公司证券投资资产规模达354.08亿元，较2018年末增加8.29%。

立了以杠杆推动固定收益类的多策略对冲交易，低风险套利交易及资本中介业务为核心的，稳定和多元化的盈利模式，通过稳定的策略、创新的业务模式和完善的风险控制流程，实现了低波动率的绝对收益。受此影响，公司固定收益类投资实现较好的投资收益。

另外，截至2019年末，公司所投的基金、资管计划和信托投资达到40.45亿元，投资的资产支持证券余额为10.75亿元。高收益投资品种的增加对公司信用风险和流动性风险管理提出更高要求。

#### 受“资管新规”影响，资管业务大幅压缩，从通道业务向主动管理类业务转型；在资产证券化领域取

## 得突破，实现较好发展

渤海证券于 2010 年 4 月开始开展资产管理业务，2016 年 5 月公司正式成立渤海汇金，成立时注册资本为 2.00 亿元；2017 年 1 月和 2018 年 6 月公司分别向其增资 6.00 亿元和 3.00 亿元，其注册资本增至 11.00 亿元。2019 年，受“资管新规”以及公司业务转型等因素的影响，公司通道业务大幅压缩，截至 2019 年末，公司资产管理业务资产总规模为 1,266.07 亿元，较上年末下降 23.39%，受托资产规模行业排名第 28 位，较上年下降了 4 位。其中，集合资产管理业务资产规模 34.57 亿元；定向资产管理业务资产规模为 1,089.23 亿元；专项资产规模为 140.65 亿元；公募基金业务规模 1.62 亿元。2019 年公司资产管理业务实现营业收入 0.85 亿元，同比减少 41.98%，在营业收入中的占比降至 3.12%。

2019 年，公司集合业务新增产品 3 只，新增规模 7.21 亿。公司集合理财业务已构成多元化产品体系，逐步开发全产业链的定增类产品，并向新三板延伸，同时重点开发对冲量化产品，形成短、中、长的产品类型。截至 2019 年末，公司集合业务存续产品包括 8 个系列共 20 只产品。主动管理类业务有助于公司拓展业绩报酬等多元化的收入来源，提升公司的品牌实力。由于通道业务的大幅压缩，公司定向计划规模大幅下滑，2019 年定向业务新增产品 2 只，新增规模为 22.00 亿。由于定向通道业务呈现下降的趋势，公司积极开发投资于资产证券化产品、有限合伙份额、股权收益权等特殊品种。近年来公司资产管理业务在创新领域取得突破，渤海汇金相继推出了国内首单长租公寓类 REITs 产品和国内首单家居行业类 REITs 产品，并完成了首单美元基金类 REITs-悦方 ID Mall 资产支持专项计划。

表 6：2017-2019 年末公司资产管理情况（单位：亿元）

|           | 2017     | 2018     | 2019     |
|-----------|----------|----------|----------|
| 管理资产总规模   | 2,715.63 | 1,652.36 | 1,266.07 |
| 其中：集合计划规模 | 94.04    | 78.73    | 34.57    |
| 定向计划规模    | 2,557.54 | 1,491.56 | 1,089.23 |
| 专项计划规模    | 60.30    | 77.22    | 140.65   |

|        |      |      |      |
|--------|------|------|------|
| 公募基金规模 | 3.74 | 4.85 | 1.62 |
|--------|------|------|------|

资料来源：渤海证券

## 融资融券业务规模有所回升，但业务收入略有下降；在风险可控的前提下谨慎开展股票质押业务

2012 年 4 月公司获得证监会核准开展融资融券业务。近年来，公司融资融券业务发展迅速，截至 2019 年末，公司下属 57 家营业分支机构获取了融资融券业务资格。2019 年，两融业务余额随着二级市场行情有所回升，截至 2019 年末，融出资金余额为 35.32 亿元，同比增长 42.56%；融券业务全年开展较少，2019 年末余额为 0.06 亿元。截至 2019 年末，两融客户开户数达到 21,351 户，较上年末增长 11.65%，公司全年日均余额为 30.36 亿元，市场占比为 3.37%；2019 年公司取得融资融券业务收入 2.22 亿元，同比下降 2.96%。

未来公司将继续拓展多渠道资金来源，为业务发展提供稳定的、相对较低成本的资金。同时在稳健合规的基础上，逐步扩大融券业务规模，推广在线小额融资业务，为客户提供多样化融资服务。

近年来，随着股票二级市场持续震荡，股票质押业务风险逐渐积累。公司在风险可控的前提下，选择性开展股票质押业务，该业务在 2019 年呈收缩的态势，全年实现股票质押式回购业务收入为 1.06 亿元。目前公司存量股票质押业务风险基本可控。

表 7：2017-2019 年末信用类业务开展情况

（单位：亿元、户）

| 项目               | 2017   | 2018   | 2019   |
|------------------|--------|--------|--------|
| <b>融资融券业务</b>    |        |        |        |
| 融出资金余额           | 35.31  | 24.83  | 35.32  |
| 融出证券余额           | 0.01   | 0.04   | 0.06   |
| 开户数              | 19,901 | 19,123 | 21,351 |
| 业务收入             | 2.73   | 2.29   | 2.22   |
| <b>股票质押式回购业务</b> |        |        |        |
| 业务余额             | 25.33  | 23.96  | 16.84  |
| 开户数              | 641    | 692    | 688    |
| 业务收入             | 0.83   | 1.70   | 1.06   |

资料来源：渤海证券

## 子公司业务成为公司业务发展的良好补充

为了改善公司收入结构，实现业务转型，公司重视创新业务的发展，并已初步搭建起相关组织机构。公司通过下属全资子公司和控股子公司，业务领域不断扩展，产品和服务体系日益全面。

和融期货注册资本为 8,500 万元，渤海证券持有其 99.76% 的股权。2019 年，和融期货在保持传统期货经纪业务稳步增长同时，加强与母公司协同，拓宽对外合作渠道，将 IB 业务协同发展作为重点营销拓展工作，在客户机构化、产品化方面实现新的突破，多元化实现业务收入，抵御了市场动荡和行业佣金率持续下滑带来的冲击。2019 年实现营业收入 1,931.19 万元，实现净利润 224.24 万元。

博正资本成立于 2010 年 11 月，注册资本 2.50 亿元，渤海证券持有其 100% 的股权。2019 年博正资本坚持“服务实体经济”、“服务天津”的理念，以着力布局产业基金为核心工作，同时大力发展顾问业务并积极做好已投资项目、在管产品的管理工作，化解风险事项。2019 年实现营业收入 1,257.13 万元，实现净利润 266.70 万元。

2013 年 4 月，渤海证券设立渤海创富，设立时注册资本为 3 亿元。2016 年 8 月，渤海创富增资人民币 5 亿元，注册资本变更为 8 亿元，渤海证券持有 100% 股权。渤海创富 2019 年结合监管、市场发展方向，战略向股权投资转型，完善投资流程，加

强投研结合。2019 年实现营业收入 5,351.53 万元，实现净利润 2,558.07 万元。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所审计的 2017 年、2018 年和 2019 年度财务报告，财务报告的审计意见类型为标准无保留意见。其中，2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数，2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数，2019 年财务数据为 2019 年审计报告期末数。报告中对净资产、净资本、净资本/负债等风险控制指标的描述和分析均采用母公司口径数据。

### 盈利能力

#### 2019 年证券市场行情整体回暖，主要受经纪业务收入、投行业务收入和投资收益增长的影响，盈利水平显著提升

由于渤海证券经纪业务收入和自营业务收入在总收入中占比很高，公司整体的盈利状况变化趋势和证券市场的走势表现出较大的相关性。2019 年证券市场活跃度显著提升，行情有所好转，公司经纪业务和自营投资业务条线业绩提升明显；同时，公司依托天津国有企业混合所有制改革的推进和把握市场结构化机会，投资银行业务收入大幅提升。受上述因素共同影响，2019 年公司全年实现营业收入 27.21 亿元，同比增长 70.34%。

表 8：2017-2019 年公司营业收入构成（金额单位：百万元）

|               | 2017            |               | 2018            |               | 2019            |               |
|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
|               | 金额              | 占比(%)         | 金额              | 占比(%)         | 金额              | 占比(%)         |
| 手续费及佣金净收入     | 667.15          | 54.59         | 614.79          | 38.48         | 876.13          | 32.20         |
| 其中：经纪业务净收入    | 379.64          | 31.06         | 251.12          | 15.72         | 328.43          | 12.07         |
| 投资银行业务净收入     | 132.47          | 10.84         | 206.91          | 12.95         | 418.15          | 15.37         |
| 资产管理业务净收入     | 103.16          | 8.44          | 125.77          | 7.87          | 116.11          | 4.27          |
| 投资收益及公允价值变动   | 1,119.99        | 91.63         | 1,304.81        | 81.68         | 2,084.49        | 76.60         |
| 利息净收入         | (604.51)        | (49.46)       | (362.43)        | (22.69)       | (254.21)        | (9.34)        |
| 汇兑损益          | (3.35)          | (0.27)        | 2.77            | 0.17          | 1.00            | 0.04          |
| 其他业务收入        | 3.14            | 0.26          | 3.83            | 0.24          | 2.34            | 0.09          |
| 其他收益          | 39.79           | 3.26          | 33.73           | 2.11          | 11.44           | 0.42          |
| <b>营业收入合计</b> | <b>1,222.22</b> | <b>100.00</b> | <b>1,597.49</b> | <b>100.00</b> | <b>2,721.17</b> | <b>100.00</b> |

注：由于四舍五入的原因，可能存在分项数加和与总数有尾差。



资料来源：渤海证券，中诚信国际整理

从收入构成来看，近年来公司手续费及佣金净收入贡献度呈下行趋势，但仍在营业收入中占据重要地位。2019年手续费及佣金净收入同比增加42.51%至8.76亿元，在营业收入中占比下降6.28个百分点至32.20%。具体来看，受2019年股市交易量上升影响，经纪业务净收入实现3.28亿元，同比增加30.79%，在营业收入中占比下降3.65个百分点至12.07%。尽管股权和债券承销业务进展缓慢，不过由于财务顾问业务收入的大幅增长，2019年投资银行业务净收入增长102.09%至4.18亿元，在营业收入中占比上升2.42个百分点至15.37%。资管业务方面，2019年继续受资管新规影响，通道业务资管规模大幅缩减，年内资产管理业务受托规模同比下降23.39%至1,266.07亿元；公司积极调整业务结构，加大主动管理类业务发展，全年实现资管业务净收入1.16亿元，同比小幅下降7.68%，在营业收入中占比下降3.60个百分点至4.27%。

公司的利息收入主要以存放金融同业利息收入、融资融券业务及买入返售证券业务利息收入为主。2019年公司股票质押业务逐步压降，股票质押回购利息收入同比下降38.18%，受此影响，公司2019年全年实现利息收入5.29亿元，同比下降11.24%。同时，受到公司卖出回购金融资产、拆入资金、收益凭证、短期融资券等融资利息支出减少影响，公司2019年全年实现利息净支出2.54亿元，较2018年减少29.86%。

投资收益方面，公司明确了对冲类策略投资思路，坚持低风险套利、对冲交易、量化交易等投资策略，2019年公司自营固定收益类投资充分把握市场的有力时机，在债券市场行情回暖的情况下，投资收益(含公允价值变动)同比上升59.75%至20.84亿元，占营业收入比例为76.60%。

营业支出方面，由于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，人力成本在公司营业支出中占比相对较高，员工薪酬与公司营收有一定的挂钩。2019年，公司经营业绩有所提升，业务及管理费用

相应上升48.08%至12.97亿元，公司营业费用率同比下降7.17个百分点至47.66%。此外，公司2019年计提信用减值损失2.02亿元，其中买入返售金融资产计提减值0.42亿元，对应收款项及其他应收款计提减值1.60亿元，主要为公司将持有的财产权信托的全部信托受益权及利息请求权对外转让，截至审计报告出具日，部分款项未能按期支付，目前该笔应付款项为7.96亿元，公司已于2019年计提减值损失1.59亿元。

受上述因素影响，渤海证券2019年利润水平大幅提升，全年实现净利润9.40亿元，同比增长99.36%。考虑到其他综合收益影响，2019年实现综合收益9.31亿元，同比增长331.83%。由于盈利好转，2019年公司平均资产回报率和平均资本回报率分别为2.13%和4.68%，较上年分别上升1.10和2.33个百分点。

**表9：2017-2019年主要盈利指标**（单位：百万元）

|            | 2017     | 2018     | 2019       |
|------------|----------|----------|------------|
| 经调整后的营业收入  | 1,219.54 | 1,595.09 | 2,720.50   |
| 业务及管理费     | (740.78) | (875.89) | (1,297.02) |
| 营业利润       | 440.28   | 597.57   | 1,200.80   |
| 净利润        | 333.88   | 471.59   | 940.18     |
| 综合收益       | 186.57   | 215.56   | 930.83     |
| 平均资产回报率(%) | 0.71     | 1.03     | 2.13       |
| 平均资本回报率(%) | 1.63     | 2.35     | 4.68       |
| 营业费用率(%)   | 60.61    | 54.83    | 47.66      |

资料来源：渤海证券，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2019年在经纪业务、投行业务和自营业务的多重推动下，公司盈利水平显著提升。伴随公司积极调整经纪业务和投行业务布局，财富管理转型和投行资源整合进一步落实，预计未来公司利润仍有提升空间。同时公司投资收益对公司盈利能力的影响较大，中诚信国际将持续关注证券市场走势对公司盈利和自营投资业务稳定性的影响，以及业务战略转型对公司风险管理体系的挑战。

## 资产质量和资本充足性



## 资产规模稳步增长，金融资产以债券投资为主

2019年，公司资本中介业务和经纪业务规模有所增加，同时自营投资规模扩大，公司总资产规模企稳回升。截至2019年末，公司资产总额为529.38亿元，同比增长8.07%；剔除代理买卖证券款后，年末公司资产总额为459.03亿元，同比增长8.07%。

从公司所持有金融资产的结构来看，公司根据市场情况适时调整权益类和债券、基金的投资比例，体现了较为稳健的投资策略。具体来看，公司金融资产以债券、股票、基金为主，流动性相对较好，其中债券投资规模最大，截至2019年末公司债券类投资余额为282.27亿元，在金融资产中占比79.72%；随着2019年市场行情有所好转，公司股票投资余额占比增长至5.66%。此外，截至2019年末，公司融出资金余额35.32亿元，同比增长42.56%，主要为对个人客户融资融券业务融出的资金，担保充足，大部分账龄在6个月以内；买入返售金融资产余额32.47亿元，同比减少17.91%，主要系股票质押式回购业务规模收缩，融出资金剩余期限大部

分集中于3个月以内，2019年共计买入返售金融资产减值损失0.42亿元，均为股票质押式回购业务计提信用减值。

## 净资本规模提升，以净资本为核心的各项风险指标有所增强且远高于监管标准

从公司各项风险控制指标看，根据证监会2016年6月公布的《证券公司风险控制指标管理办法》（2016年修订版）及《证券公司风险控制指标计算标准规定》，公司以净资本为核心的各项风险指标均高于证监会制定的监管标准，进一步反映出公司较高的资产安全性和资本充足性。

2019年以来，公司净资本规模有所提升，部分风险控制指标较上年有所增强。截至2019年末，母公司口径净资本为154.50亿元，较2018年末增长5.69%；净资本/净资产比率较年初上升3.02个百分点至76.42%；受公司业务规模扩大影响，风险覆盖率较年初下降12.10个百分点至280.88%；资本杠杆率为35.75%，均远高于监管要求的最低标准。

表 10：2017-2019 年末各风险控制指标情况（母公司口径）

| 项目                    | 标准   | 2017     | 2018     | 2019     |
|-----------------------|------|----------|----------|----------|
| 净资本 (亿元)              | --   | 148.51   | 146.18   | 154.50   |
| 净资产 (亿元)              | --   | 200.42   | 199.14   | 202.17   |
| 风险覆盖率 (%)             | ≥100 | 314.79   | 292.98   | 280.88   |
| 资本杠杆率 (%)             | ≥8   | 32.23    | 35.65    | 35.75    |
| 流动性覆盖率 (%)            | ≥100 | 1,375.16 | 1,360.77 | 1,388.02 |
| 净稳定资金率 (%)            | ≥100 | 180.77   | 179.79   | 178.52   |
| 净资本/净资产 (%)           | ≥20  | 74.10    | 73.40    | 76.42    |
| 净资本/负债 (%)            | ≥8   | 54.07    | 66.87    | 64.20    |
| 净资产/负债 (%)            | ≥10  | 72.97    | 91.10    | 84.01    |
| 自营权益类证券及其衍生品/净资本 (%)  | ≤100 | 6.06     | 5.64     | 15.34    |
| 自营非权益类证券及其衍生品/净资本 (%) | ≤500 | 236.10   | 209.30   | 203.60   |

资料来源：渤海证券，中诚信国际整理

从杠杆水平来看，截至2019年末，受债券融资规模增长影响，公司净资本/负债较上年下降2.67个百分点至64.20%，公司净资产/负债较上年下降7.09个百分点至84.01%，杠杆水平有所上升。

整体来看，随着资本补充工具的放开，公司的融资渠道将进一步丰富，目前公司各项风险指标均

高于监管标准，但未来业务规模扩张和创新业务的开展仍会对其资本形成一定压力。

## 流动性和偿债能力

流动性覆盖率和净稳定资金率远高于监管要求，长短期流动性管理处于较好水平

从公司资产流动性来看，截至 2019 年末，公司自有资金及结算备付金余额为 14.78 亿元，同比增加 25.87%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 3.22%。

从流动性风险管理指标上看，截至 2019 年末，公司流动性覆盖率为 1,388.02%，较上年末增加 27.25 个百分点；净稳定资金率为 178.52%，较上年末减少 1.27 个百分点。流动性覆盖率和净稳定资金率均远高于监管要求，体现出公司长短期流动性管理均处于较好水平。

### 债务规模有所扩大，盈利增长使得 EBITDA 对债务本金和利息的覆盖能力增强，未来仍需持续关注整体偿债能力的变化趋势

从公司的债务结构来看，近年来公司不断拓宽融资渠道，相继开始发行短期融资券、收益凭证和公司债券等负债品种，改善了公司负债的期限结构。2019 年公司发行两期 3 年期公司债券，发行金额共计 40 亿元人民币，受此影响，截至 2019 年末渤海证券的总债务同比增长 12.78% 至 245.15 亿元。其中短期债务规模 204.08 亿元，较上年末基本持平；长期债务规模 41.08 亿元，较上年末增加 173.84%，长期债务占比由 2018 年末的 6.90% 增至 16.76%，债务结构有所优化。

截至 2019 年末，公司资产负债率较年初上升 2.78 个百分点至 55.92%，仍处于安全水平。受盈利好转影响，2019 年公司 EBITDA 同比增长 26.36% 至 20.14 亿元；EBITDA 利息覆盖倍数同比增加 0.96 倍至 2.65 倍，偿债压力有所降低。

表 11：2017-2019 年末公司偿债能力指标

|                  | 2017     | 2018     | 2019     |
|------------------|----------|----------|----------|
| 资产负债率(%)         | 58.99    | 53.14    | 55.92    |
| EBITDA (百万元)     | 1,743.29 | 1,593.63 | 2,013.75 |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X) | 1.36     | 1.69     | 2.65     |
| 总债务/EBITDA(X)    | 16.33    | 13.64    | 12.17    |

资料来源：渤海证券，中诚信国际整理

财务弹性方面，公司在各大银行等金融机构的资信情况良好，截至 2019 年末，公司的授信对手已

经超过 20 家，获得外部授信规模超过人民币 445 亿元，其中使用约 43.2 亿元，间接融资能力较强。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司无对外担保。诉讼、仲裁事项方面，截至 2019 年末，公司所涉诉讼、仲裁事项涉案金额合计金额相对较小，预期不会对公司产生重大的财务影响。

## 外部支持

### 作为天津市国资委实际控制的国有证券公司，具有较高的战略地位，泰达控股和天津国资委有较强的能力和意愿在必要时对公司予以支持

截至 2019 年末，天津市泰达国际控股（集团）有限公司直接持有渤海证券 26.96% 的股份，为公司第一大股东，天津泰达股份有限公司直接持有渤海证券 13.07% 的股份，为公司第二大股东。天津市国资委通过直接或间接的方式持有公司 64.57% 的股权，是公司的实际控制人，在业务拓展、资本补充方面给予了较大支持。

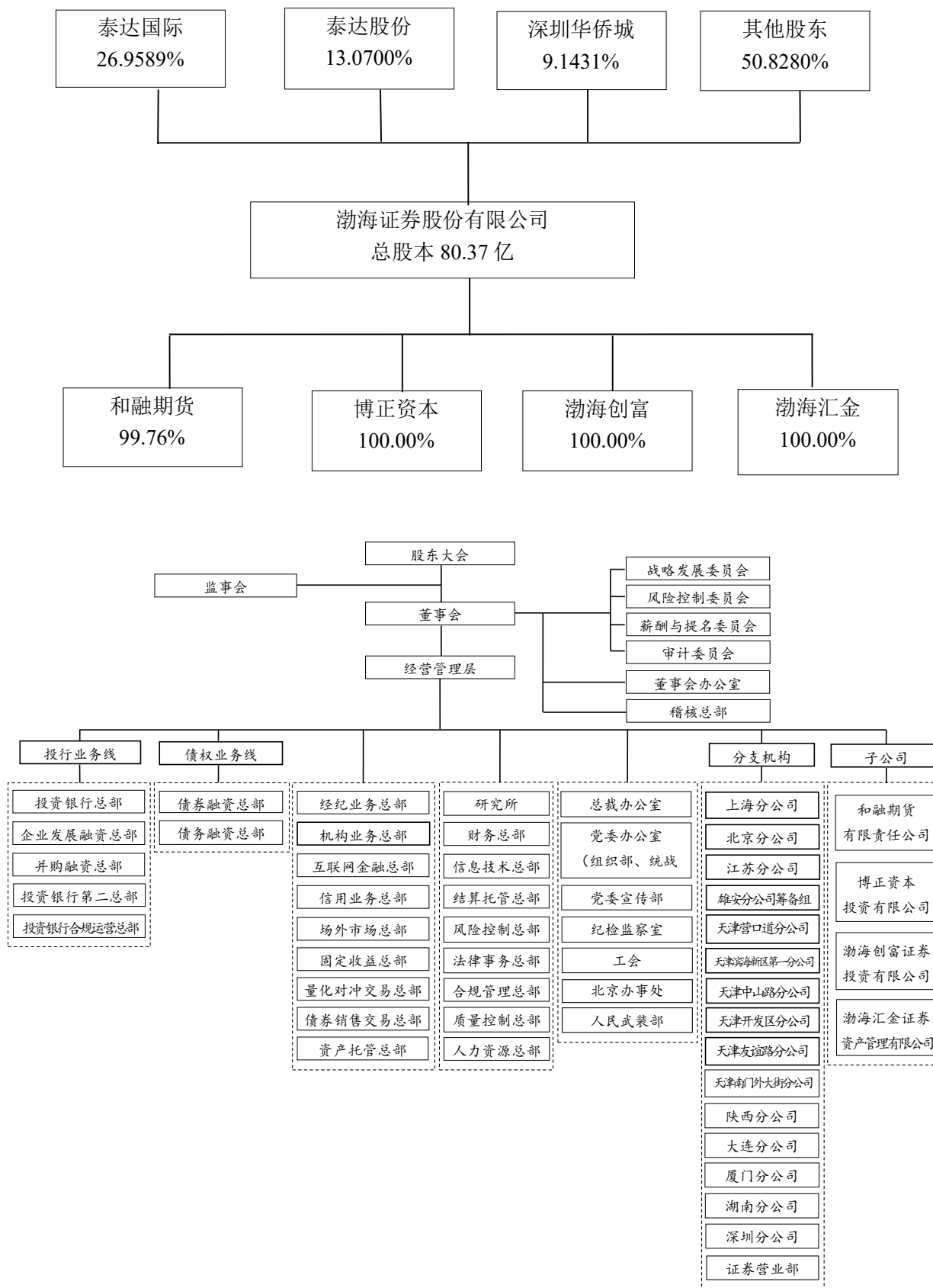
天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”）分别为公司第一大股东的控股股东和公司第二大股东的实际控制人。泰达控股是天津市资产规模雄厚、涉足产业广泛的重要国有企业，在天津市国资系统中占据重要的战略地位，并获得了天津市、滨海新区等各级政府不断的资产注入以及资金补贴。经过多年发展，泰达控股经营范围涉及实业投资、金融、房地产、滨海新区内的区域开发和公用事业等多个领域。公司拥有全资、控股、参股企业 100 余家，拥有天津市 80% 的金融资产，是泰达股份（股票代码：000652）、泰达物流（08348.HK）等多家上市公司的第一大股东。截至 2019 年末，泰达控股总资产为 2,764.56 亿元，净资产为 696.51 亿元；2019 年全年实现净利润 12.36 亿元。

中诚信国际认为，泰达控股和天津市国资委具有较强的意愿和能力在有需要时对渤海证券给予支持，并将此因素纳入本次跟踪评级考虑。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持渤海证券股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 渤海 01”和“19 渤海 02”的信用等级为 **AAA**。

### 附一：渤海证券股份有限公司股东及组织结构图（2019 年末）



资料来源：渤海证券

## 附二：渤海证券股份有限公司主要财务数据（合并口径）

| 财务数据（单位：百万元）           | 2017      | 2018      | 2019       |
|------------------------|-----------|-----------|------------|
| 货币资金及结算备付金             | 7,430.08  | 7,960.82  | 8,723.54   |
| 其中：自有货币资金及结算备付金        | 1,331.14  | 1,173.97  | 1,477.69   |
| 拆出资金                   | 0.00      | 0.00      | 0.00       |
| 买入返售金融资产               | 7,064.66  | 3,955.90  | 3,247.25   |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 30,949.41 | 28,232.55 | --         |
| 可供出售类金融资产（不含融出证券）      | 4,630.81  | 4,460.72  | --         |
| 持有至到期投资                | 0.00      | 0.00      | --         |
| 交易性金融资产                | --        | --        | 35,396.31  |
| 其他权益工具投资               | --        | --        | 5.32       |
| 长期股权投资净额               | 9.88      | 0.00      | 0.00       |
| 融出资金                   | 3,517.82  | 2,477.97  | 3,532.48   |
| 融出证券                   | 1.36      | 3.58      | 5.93       |
| 总资产                    | 55,444.87 | 48,983.90 | 52,937.58  |
| 代理买卖证券款                | 5,970.44  | 6,509.45  | 7,034.86   |
| 短期债务                   | 26,960.40 | 20,236.74 | 20,407.50  |
| 长期债务                   | 1,500.00  | 1,500.00  | 4,107.54   |
| 总债务                    | 28,460.40 | 21,736.74 | 24,515.04  |
| 总负债                    | 35,156.35 | 29,079.82 | 32,704.02  |
| 股东权益                   | 20,288.52 | 19,904.08 | 20,233.56  |
| 净资本（母公司口径）             | 14,850.76 | 14,617.77 | 15,449.65  |
| 手续费及佣金净收入              | 667.15    | 614.79    | 876.13     |
| 其中：证券经纪业务净收入           | 379.64    | 251.12    | 328.43     |
| 投资银行业务净收入              | 132.47    | 206.91    | 418.15     |
| 资产管理业务净收入              | 103.16    | 125.77    | 116.11     |
| 利息净收入                  | (604.51)  | (362.43)  | (254.21)   |
| 投资收益及公允价值变动            | 1,119.99  | 1,304.81  | 2,084.49   |
| 营业收入                   | 1,222.22  | 1,597.49  | 2,721.17   |
| 业务及管理费                 | (740.78)  | (875.89)  | (1,297.02) |
| 营业利润                   | 440.28    | 597.57    | 1,200.80   |
| 净利润                    | 333.88    | 471.59    | 940.18     |
| 综合收益总额                 | 186.57    | 215.56    | 930.83     |
| EBITDA                 | 1,743.29  | 1,593.63  | 2,013.75   |



### 附三：渤海证券股份有限公司主要财务指标

| 财务数据                    | 2017     | 2018     | 2019     |
|-------------------------|----------|----------|----------|
| <b>盈利能力及营运效率</b>        |          |          |          |
| 平均资产回报率(%)              | 0.71     | 1.03     | 2.13     |
| 平均资本回报率(%)              | 1.63     | 2.35     | 4.68     |
| 营业费用率(%)                | 60.61    | 54.83    | 47.66    |
| <b>流动性及资本充足性（母公司口径）</b> |          |          |          |
| 风险覆盖率(%)                | 314.79   | 292.98   | 280.88   |
| 资本杠杆率(%)                | 32.23    | 35.65    | 35.75    |
| 流动性覆盖率(%)               | 1,375.16 | 1,360.77 | 1,388.02 |
| 净稳定资金率(%)               | 180.77   | 179.79   | 178.52   |
| 净资本/净资产(%)              | 74.10    | 73.40    | 76.42    |
| 净资本/负债(%)               | 54.07    | 66.87    | 64.20    |
| 净资产/负债(%)               | 72.97    | 91.10    | 84.01    |
| 自营权益类证券及其衍生品/净资本(%)     | 6.06     | 5.64     | 15.34    |
| 自营非权益类证券及其衍生品/净资本(%)    | 236.10   | 209.30   | 203.60   |
| <b>偿债能力</b>             |          |          |          |
| 资产负债率(%)                | 58.99    | 53.14    | 55.92    |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)        | 1.36     | 1.69     | 2.65     |
| 总债务/EBITDA(X)           | 16.33    | 13.64    | 12.17    |

## 附四：基本财务指标的计算公式

|           | 指标          | 计算公式                                                                 |
|-----------|-------------|----------------------------------------------------------------------|
| 资本充足性及流动性 | 风险覆盖率       | 净资本/各项风险资本准备之和×100%;                                                 |
|           | 资本杠杆率       | 核心净资本/表内外资产总额×100%                                                   |
|           | 流动性覆盖率      | 优质流动性资产/未来30天现金净流出量×100%                                             |
|           | 净稳定资金率      | 可用稳定资金/所需稳定资金×100%                                                   |
| 盈利能力      | 经调整后的营业收入   | 营业收入-其他业务成本                                                          |
|           | 平均资产回报率     | 净利润/[(当期末总资产-当期末代理买卖证券款+上期末总资产-上期末代理买卖证券款)/2]                        |
|           | 平均资本回报率     | 净利润/[(当期末所有者权益+上期末所有者权益)/2]                                          |
|           | 营业费用率       | 业务及管理费/营业收入×100%                                                     |
| 偿债能力      | EBITDA      | 利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
|           | EBITDA 利息倍数 | EBITDA/(应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出)                |
|           | 短期债务        | 短期借款+交易性金融负债+拆入资金+卖出回购金融资产+应付短期融资款+一年以内到期应付债券                        |
|           | 长期债务        | 一年以外到期的应付债券+长期借款                                                     |
|           | 总债务         | 短期借款+交易性金融负债+拆入资金+卖出回购金融资产+应付债券+应付短期融资款+长期借款                         |
|           | 资产负债率       | (总负债-代理买卖证券款)/(总资产-代理买卖证券款)                                          |

## 附五：信用等级符号及定义

| 主体等级符号 | 含义                                  |
|--------|-------------------------------------|
| AAA    | 受评对象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     | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。  |
| A      | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
| BBB    | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| BB     | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
| B      | 受评对象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    | 受评对象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     | 受评对象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      | 受评对象不能偿还债务。                         |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 中长期债券等级符号 | 含义                            |
|-----------|-------------------------------|
| AAA       | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA        | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。  |
| A         | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
| BBB       | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| BB        | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
| B         | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| CCC       | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| CC        | 基本不能保证偿还债券。                   |
| C         | 不能偿还债券。                       |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 短期债券等级符号 | 含义                       |
|----------|--------------------------|
| A-1      | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2      | 还本付息风险较小，安全性较高。          |
| A-3      | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B        | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。       |
| C        | 还本付息风险很高，违约风险较高。         |
| D        | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。