

招商证券股份有限公司公开发行公司债券

跟踪评级报告（2021）

项目负责人：张云鹏 ypzhang@ccxi.com.cn

张云鹏

项目组成员：赵婷婷 ttzhao@ccxi.com.cn

赵婷婷

评级总监：

薛宇

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年5月24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）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。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，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评级结果维持、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[2021]跟踪 0377 号

招商证券股份有限公司：

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：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 招商 G3”、“18 招商 G5”、“18 招商 G6”、“18 招商 G8”、“19 招商 G1”、“20 招商 G1”、“20 招证 G2”、“20 招证 G3”、“20 招证 G4”、“20 招证 G5”、“20 招证 G6”、“20 招证 G7”、“21 招证 G1”、“21 招证 G2”、“21 招证 G3”、“20 招证 C1”、“20 招证 C2”、“21 招证 C1”、“21 招证 C2” 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

二零二一年五月二十四日

评级观点：中诚信国际维持招商证券股份有限公司（以下简称“招商证券”、“公司”或“发行人”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 招商 G3”、“18 招商 G5”、“18 招商 G6”、“18 招商 G8”、“19 招商 G1”、“20 招商 G1”、“20 招证 G2”、“20 招证 G3”、“20 招证 G4”、“20 招证 G5”、“20 招证 G6”、“20 招证 G7”、“21 招证 G1”、“21 招证 G2”、“21 招证 G3”、“20 招证 C1”、“20 招证 C2”、“21 招证 C1”、“21 招证 C2” 的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了招商证券突出的行业地位、品牌认可度高、财富管理业务实力较强、多元化的融资渠道以及招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）可为公司提供强有力支持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，市场竞争日趋激烈、宏观经济总体下行以及创新业务的拓展使公司面临新的风险等因素对公司经营及信用状况形成的影响。

概况数据

招商证券	2018	2019	2020
资产总额（亿元）	3,049.31	3,817.72	4,997.27
股东权益（亿元）	807.92	851.28	1,058.25
净资本（亿元）	528.16	486.51	586.54
营业收入（亿元）	113.22	187.08	242.78
净利润（亿元）	44.46	73.13	95.04
平均资本回报率（%）	5.55	8.82	9.95
营业费用率（%）	50.04	40.29	39.84
风险覆盖率（%）	309.04	278.26	225.96
资本杠杆率（%）	15.52	19.24	17.38
流动性覆盖率（%）	277.30	218.42	278.45
净稳定资金率（%）	159.64	172.78	144.18
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.92	2.50	2.73
总债务/EBITDA（X）	13.99	14.08	14.78

注：[1]数据来源为公司提供的 2018 年、2019 年、2020 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]本报告中所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。

正面

■ **行业地位突出，品牌认可度高。**公司业务结构均衡，业务领域涵盖证券、基金、期货、直投等各个方面，同时公司积极推进各业务条线协同合作，多个业务领域均位于行业前列，品牌认可度高。

■ **财富管理业务实力较强，竞争力不断增强。**公司股票基金交易量及其市场份额大幅提升，财富管理业务竞争力持续增强。

■ **多元化的融资渠道。**作为 A 股和 H 股上市公司，公司建立了集股权、境内外债券、银行借款、转融通、同业拆借及回购等融资工具于一体的融资平台，融资渠道多元化。公司已完成

同行业比较

2020 年主要指标	招商证券	中信证券	海通证券	广发证券
总资产（亿元）	4,997.27	10,529.62	6,940.73	4,574.64
净资本（母公司口径）（亿元）	586.54	859.06	841.30	648.97
净利润（亿元）	95.04	155.17	120.37	107.71
平均资本回报率（%）	9.95	8.83	7.78	10.97
风险覆盖率（%）	225.96	154.96	344.45	197.62

注：“中信证券”为“中信证券股份有限公司”简称；“海通证券”为“海通证券股份有限公司”简称；“广发证券”为“广发证券股份有限公司”简称。

资料来源：各公司公开披露年度报告，中诚信国际整理

A+H 配股工作，公司资本实力进一步提升。

■ **招商局集团实力雄厚，可为公司提供强有力支持。**招商局集团是国务院国资委管理的大型中央企业之一，综合实力雄厚，公司是招商局集团控股的唯一证券业务平台，获得招商局集团在资金、资源等方面的有力支持，在招商局集团内具有重要的战略地位。

关注

■ **市场竞争日趋激烈。**随着国内证券行业加速对外开放、放宽混业经营的限制以及越来越多的券商通过上市、收购兼并的方式增强自身实力，公司面临来自境内外券商、商业银行等金融机构的激烈竞争。

■ **宏观经济总体下行，经营稳定性有待提高。**宏观经济总体下行、外部环境不确定性增加及证券市场的波动性对公司经营稳定性及持续盈利能力构成压力。

■ **创新业务的拓展使公司面临新的风险。**金融市场的波动对公司创新产品、创新业务开展前的风险识别和控制提出更高的要求。

评级展望

中诚信国际认为，招商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。

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	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	债券期限	发行时间	特殊条款
18 招商 G3	AAA	AAA	2020-04-24	10.00	10.00	3 年	2018-06-12	--
18 招商 G5	AAA	AAA	2020-04-24	25.00	25.00	3 年	2018-07-18	--
18 招商 G6	AAA	AAA	2020-04-24	30.00	30.00	3 年	2018-08-08	--
18 招商 G8	AAA	AAA	2020-04-24	18.00	18.00	3 年	2018-09-07	--
19 招商 G1	AAA	AAA	2020-04-24	15.00	15.00	3 年	2019-03-08	--
20 招商 G1	AAA	AAA	2020-07-13	30.00	30.00	3 年	2020-07-22	--
20 招证 G2	AAA	AAA	2020-08-03	18.00	18.00	378 天	2020-08-13	--
20 招证 G3	AAA	AAA	2020-08-03	30.00	30.00	3 年	2020-08-13	--
20 招证 G4	AAA	AAA	2020-09-11	29.00	29.00	2 年	2020-09-21	--
20 招证 G5	AAA	AAA	2020-09-11	29.00	29.00	3 年	2020-09-21	--
20 招证 G6	AAA	AAA	2020-10-14	30.00	30.00	2 年	2020-10-26	--
20 招证 G7	AAA	AAA	2020-10-14	10.00	10.00	3 年	2020-10-26	--
21 招证 G1	AAA	AAA	2021-01-07	15.00	15.00	2 年	2021-01-18	--
21 招证 G2	AAA	AAA	2021-01-07	45.00	45.00	3 年	2021-01-18	--
21 招证 G3	AAA	AAA	2021-01-21	14.00	14.00	3 年	2021-01-28	--
20 招证 C1	AAA	AAA	2020-11-26	44.30	44.30	912 天	2020-12-03	清偿顺序
20 招证 C2	AAA	AAA	2020-11-26	10.70	10.70	3 年	2020-12-03	清偿顺序
21 招证 C1	AAA	AAA	2021-01-19	48.00	48.00	3 年	2021-01-27	清偿顺序
21 招证 C2	AAA	AAA	2021-02-26	60.00	60.00	3 年	2021-03-09	清偿顺序

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

截至本评级报告出具日，公司各期债券募集资金已使用完毕，与募集说明书约定一致。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险

犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度

增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

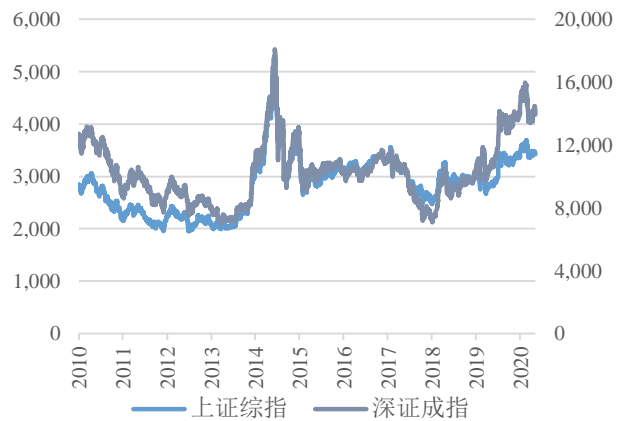
中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020年以来资本市场改革利好持续释放，行业景气度高，交投活跃度提升；多层次资本市场体系建设逐步深入；证券公司收入结构有所优化但对传统经纪业务和自营业务的依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，行业整体风控指标仍优于监管标准，但部分证券公司风控指标同比下滑，未来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。2020年，国内资本市场改革覆盖面持续扩大，改革利好持续释放，行业高景气度较高，截至2020年末，上证综指收于3,473.07点，较上年末上涨13.87%，深证成指收于14,470.68点，较上年末上涨38.73%。上市公司数量及市值方面，2020年，受注册制改革持续深化等制度革新影响，IPO过会企业数量大幅增加，截至2020年末，我国境内上市公司数（A、B股）4,154家，较上年增加377家，总市值较上年末增加34.46%至79.72万亿元。交易量方面，2020年在科创板及创业板交易机制革新的带动下，叠加资本市场走强，交投活跃度显著抬升，2020年两市股基成交额为220.45万亿元，同比大幅增加61.40%。融资融券方面，截至2020年末，两市融资融券余额为1.62万亿元，同比增加58.84%。

图 1：2010 年以来上证综指和深证成指变化趋势图



资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

表 1：2018-2020 股票市场主要指标

指标	2018	2019	2020
上市公司总数（家）	3,584	3,777	4,154
总市值（万亿元）	43.49	59.29	79.72
股基交易金额（万亿元）	100.57	136.58	220.45
两融余额（万亿元）	0.76	1.02	1.62

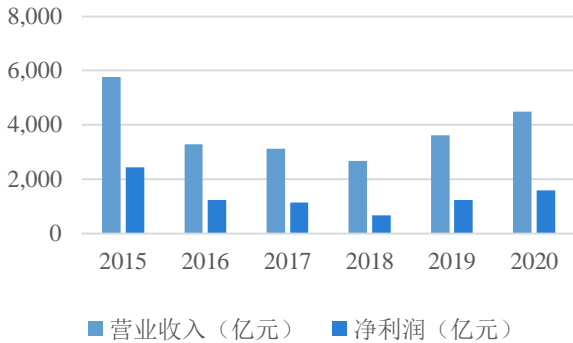
资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

多层次资本市场体系建设方面，我国已经形成了包括主板、科创板、创业板、新三板、区域股权市场、私募股权市场以及债券市场和期货市场在内的多层次资本市场体系。我国不断完善各市场板块的差异化定位和相关制度安排，促进各层次市场协调发展，有机互联；同时增强多层次资本市场对科技创新企业的包容性，突出不同市场板块的特色，丰富市场内涵。此外，充分发挥债券市场和期货市场服务实体经济的积极作用。2020年，证券行业通过股票IPO、再融资分别募集5,260.31亿元、7,315.02亿元，同比增加74.69%、41.67%；通过债券融资13.54万亿元，同比增加28.02%，服务实体经济取得显著成效。

从证券公司的营业收入来看，2020年围绕新证券法、提高上市公司质量、注册制、服务实体经济、扩大对外开放水平等领域推进全面深化改革落地，证券行业充分享有政策面红利，同时证监会又通过多项举措支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，对证券行业长期信用提升形成利好。2020年，证券行业2020年度实现营业收入4,484.79亿元，

同比增长 24.41%；实现净利润 1,575.34 亿元，同比增长 27.98%，127 家证券公司实现盈利。截至 2020 年末，证券行业总资产为 8.90 万亿元，净资产为 2.31 万亿元，分别同比增加 22.50%、14.10%。客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.66 万亿元，受托管理资金本金总额 10.51 万亿元。

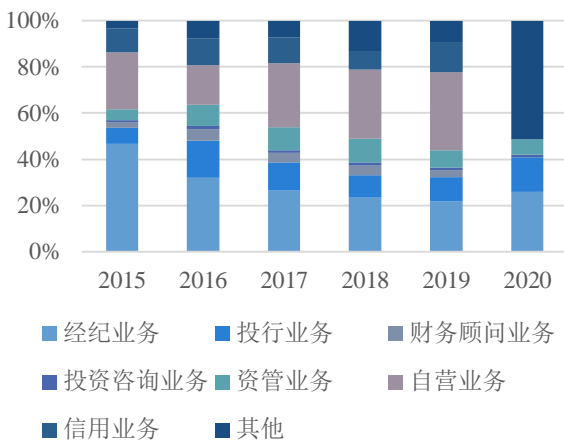
图 2：2015-2020 年证券公司营业收入和净利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从证券公司业务结构来看，目前国内证券公司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和自营业务，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。2020 年，证券公司经纪业务收入在营业收入中的占比为 25.89%，较上年增加 4.04 个百分点。

图 3：2015-2020 年证券公司营业收入构成情况



注：2020 年财务顾问、自营业务、信用业务的业务数据未披露，均归入

其他。

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。在 2020 年分类评价中，有 98 家证券公司参评，其中 A 类有 47 家、B 类有 39 家、C 类有 11 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级增加至 15 家；与 2019 年相比，有 32 家评级上调，25 家评级下滑，39 家评级持平，2 家首次参与评价。主要风险指标方面，截至 2020 年末，证券行业净资本 1.82 万亿元，其中核心净资本 1.60 万亿元。截至 2020 年末，行业平均风险覆盖率 252.34%（监管标准 $\geq 100\%$ ），平均资本杠杆率 23.59%（监管标准 $\geq 8\%$ ），平均流动性风险覆盖率 235.89%（监管标准 $\geq 100\%$ ），平均净稳定资金率 153.66%（监管标准 $\geq 100\%$ ），行业整体风控指标优于监管标准，但在业务发展扩张的压力下，部分证券公司风险指标出现下滑。

总体来看，受市场环境及监管趋严等因素影响，近年来证券行业营业收入和净利润有所波动，行业竞争日趋激烈。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显著优势，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。

表 2：2019 年以来证券业主要行业政策

时间	文件	说明
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。于 2020 年 1 月发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，并于 2020 年 6 月 1 日正式施行。
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。新证券法于 2020 年 3 月 1 日正式实施。
2020 年 2 月	发布上市公司《再融资规则》	精简发行条件，拓宽创业板再融资服务覆盖面；优化非公开制度安排，支持上市公司引入战略投资者；适当延长批文有效期，方便上市公司选择发行窗口。
2020 年 5 月	发布《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》	为落实新《证券法》有关要求，支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，更好服务实体经济，允许证券公司公开发行次级债券以及为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间。
2020 年 6 月	发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》、《证券发行上市保荐业务管理办法》	推动创业板改革并试点注册制
2020 年 7 月	发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	推动科创板试点注册制
2020 年 7 月	修订《证券投资基金托管业务管理办法》	允许外国银行在华分行申请证券投资基金；适当调整基金托管人净资产准入标准，强化基金托管业务集中统一管理；简化申请材料，优化审批程序，实行“先批后筹”；统一商业银行及其他金融机构的准入标准与监管要求
2020 年 9 月	发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》	降低准入门槛，便利投资运作；稳步有序扩大投资范围；加强持续监管。
2021 年 2 月	修订《公司债券发行与交易管理办法》	落实公开发行公司债券注册制，明确公开发行公司债券的发行条件、注册程序以及对证券交易场所审核工作的监督机制；加强事中事后监管，压实发行人及其控股股东、实际控制人，以及承销机构和证券服务机构责任，严禁逃废债等损害债券持有人权益的行为
2021 年 2 月	发布《证券市场资信评级业务管理办法》	取消证券评级业务行政许可，改为备案管理；取消公开发行公司债券强制评级，降低第三方评级依赖的基础上，完善证券评级业务规则，规范评级执业行为；增加独立性要求；提高证券评级业务违法违规成本。
2021 年 3 月	修订《证券公司股权管理规定》	证券公司主要股东定义进行调整；适当降低证券公司主要股东资质要求；调整证券公司变更注册资本、变更 5% 以上股权的实际控制人相关审批事项。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳步推进经纪业务向财富管理转型升级，股基交易量及市场份额有所提升；资本中介业务稳健发展，安全边际保持在较高水平；持续优化机构业务综合服务平台，打造机构业务客户特色优势

财富管理与机构业务是公司收入的主要来源，主要包括经纪与财富管理、资本中介业务和机构客

户综合服务。2020 年，公司采取线上线下营销服务双轮驱动，积极对冲疫情的冲击，通过升级财富管理计划服务，持续提升客户体验。2020 年公司实现财富管理和机构业务收入 115.98 亿元，同比增长 51.03%，主要因 2020 年 A 股股基交易量有大幅增长。

2020年，公司持续建设“以客户为中心”的财富管理生态圈，通过向财富管理客户提供全方位金融服务，实现财富管理转型升级。公司财富管理业务聚焦产品、团队与系统建设，推出“私募50”和“公募优选”产品池，打造产品超市；推进财富顾问团队质效提升，通过向高净值客户提供产品定制、高端品牌活动等顾问式服务，提升客户粘性，打造财富顾问专业品牌；加大金融科技的应用，创新推出招商证券财富+小程序，为财富顾问打造专属理财室，提升财富顾问营销能力，通过小程序销售金融产品规模超过17亿元；推出“招财智投”智能投顾，为客户提供个性化、多元化、场景化的一键式资产配置服务。2020年，公司股票基金交易量18.26万亿，同比增长68.45%；市场份额4.25%，同比上升0.16个百分点；代理买卖证券业务净收入排名行业第2¹；代销金融产品规模为11,250.58亿元，同比增长34.79%。

表3：2018-2020年经纪业务开展情况

	2018	2019	2020
营业部数量(家)	249	258	259
股票基金交易量(万亿元)	7.50	10.84	18.26
股票基金交易量市场份额(%)	3.95	4.09	4.25
销售金融产品规模(亿元)	7,541.19	8,346.85	11,250.58

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

公司资本中介服务主要包括融资融券、股票质押式回购业务等。2020年公司抓住转融通业务市场爆发机会，扩大与公募、私募基金合作，大力发展融券业务，为客户量身设计融资方案，积极推动系统建设，满足对冲、高频等机构客户的需求。同时审慎控制风险，持续加强资本中介业务规范性、尽职调查的全面性和持续管理的有效性，实现质量、规模、效益均衡发展。截至2020年末，公司融资融券余额规模为831.36亿元，同比增长61.56%，整体维持担保比例为296.4%；股票质押式回购业务待购回余额为304.20亿元，整体履约保障比例为308.4%，其中自有资金出资余额为201.15亿元，同比减少4.61%，履约保障比例为344.2%，较上年

保持稳定；境外市场孖展业务日均规模为72.76亿港元，同比增长91.27%。近年来，两融及股权质押业务安全边际呈提升趋势，风险相对可控。

表4：2018-2020年末公司资本中介业务情况

(单位：亿元、%)

	2018	2019	2020
融资融券余额	386.81	514.59	831.36
整体维持担保比例	267.6	308.7	296.4
融资融券市场份额	5.12	5.05	5.13
股票质押式回购待购回金额	388.07	302.85	304.20
整体履约保障比例	220.2	294.7	308.4

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

机构客户综合服务方面，公司以研究、交易、托管服务为基础核心业务，并提供产品销售、融资融券、做市、运营外包、基金孵化等增值服务，构建为机构客户提供一揽子解决方案的综合服务体系。机构综合服务方面，在疫情背景下，公司积极创新线上服务模式，加大对公募基金、保险资管的服务力度，进一步巩固佣金分盘领先优势。同时，公司积极争揽落地券商结算模式产品，推进银行理财子公司的客户服务工作，与多家基金公司建立转融通业务合作。主券商业务方面，公司持续推进主券商业务体系建设，不断完善机构营销服务平台和机构客户服务平台建设，为机构客户提供交易系统、产品代销、资本引荐、券源、跟投、场外衍生品、托管外包等一揽子服务，不断提升服务效率与客户体验。研究方面，公司境内研究涉及证监会行业分类中的17个门类、71个大类共1,254家上市公司，覆盖沪深300指数成份股总市值的88%、创业板成份股总市值的79%。公司在量化、电子、策略、食品饮料、宏观经济等领域的研究处于业内领先水平。托管和外包业务方面，公司加强创新与金融科技应用，发布国内首支私募基金评价指数“招商证券私募基金指数”(CMSFI)，成功开辟新的服务模式和业务形态。同时，采取加强合规风控等多项举措提质增效，不断调整优化产品结构，大力压缩非标产品规模。

¹报告中涉及的2020年度行业排名，如无特别说明，均来自于招商证券2020年度报告。

以全平台协同的模式围绕战略性新兴产业、优质科技创新企业提供一站式的综合金融服务；股票承销聚焦重点行业，把握市场改革机遇；债券承销总规模和排名仍处于行业较好水平；财务顾问业务围绕经济结构转型升级和国企改革机遇展业

投资银行业务作为证券公司传统业务之一，是公司重要的收入来源，具体业务包括股票承销及保荐、债券承销、财务顾问业务等。2020年，公司以打造“现代化”投行为目标，积极推动投行各项转型举措落地实施。公司推动以全平台协同的模式围绕战略性新兴产业、优质科技创新企业提供一站式的综合金融服务；继续加快专业化转型，深度聚焦半导体、生物医药和交通物流等重点行业，深耕京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点区域；完善客户营销服务体系、加强客户经理制建设，积极开拓央企等大型战略客户；加强投行内控机制建设，提高投行业务执业质量。2020年，公司实现投行业务收入20.69亿元，同比增长16.31%，主要系公司IPO业务收入增长较多。

表5：2018-2020年公司股票和债券主承销情况

	2018	2019	2020
股票承销业务			
主承销家数（家）	15	24	40
其中：首次公开发行	8	12	17
再融资发行	7	12	23
发行金额（亿元）	181.46	270.57	540.18
其中：首次公开发行	78.76	141.96	142.66
再融资发行	102.71	128.60	397.52
债券承销业务			
主承销数量（支）	709	878	1,237
发行金额（亿元）	4,632.05	4,104.24	4,125.39
并购及财务顾问业务			
并购及财务顾问业务净收入（亿元）	3.28	2.86	2.00

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：招商证券，中诚信国际整理

股票承销和保荐业务方面，2020年公司对半导体、生物医药、农林牧渔、银行等行业大客户拓展成效明显，再融资业务规模显著提升。同时为投资银行业务打造多渠道合作“生态圈”，进一步丰富IPO早期项目储备。2020年，公司A股股票主承

销金额和家数分别排名行业第7和第8，其中，IPO承销金额排名行业第8，再融资承销金额排名行业第6。此外，公司继续紧抓科创板和创业板注册制改革机遇，全年科创板IPO承销家数6家，承销金额为59.69亿元，排名行业第7。

债券承销业务方面，2020年，公司全面提升债券承销业务承揽、定价、销售各环节竞争力，弥补业务短板，持续加强业务创新并巩固信贷ABS业务优势。2020年公司主承销债券金额为4,125.39亿元，其中，资产支持证券承销金额为1,754.42亿元，行业排名第5，信贷ABS承销金额连续六年保持市场首位。

财务顾问业务方面，公司紧抓经济结构转型升级和国企改革机遇，充分发挥作为招商局集团资本运作专业支持平台的作用，积极推动集团内产融和融融协同项目开展，深化与大型央企、国企战略客户的紧密合作。2020年公司公告并购交易数量13个，交易金额为609.61亿元，排名行业第5。

境外投资银行方面，2020年公司完成香港市场股权承销项目13个，承销金额64.42亿美元，其中IPO项目12个；完成美股IPO项目2个，承销金额7,800万美元；完成亚洲（不含日本G3）货币债券项目12个，承销金额44.20亿美元；完成财务顾问项目4个，交易规模9.14亿美元。2020年，招证国际香港市场股票承销和IPO承销金额均排名中资券商第7。

加强主动管理能力建设，主动管理产品规模实现增长；私募股权基金管理业务持续加强体系建设和强化质量控制；参股公募基金实现稳健发展

公司投资管理业务主要包括证券资产管理业务和私募股权投资基金业务，分别通过全资子公司招商资管、招商致远开展；并通过联营公司博时基金和招商基金从事基金管理业务。2020年公司投资管理业务实现营业收入15.33亿元，同比减少14.17%，主要系公司私募股权投资收益同比下降。

资产管理业务方面，公司是国内首批获资产管

理资格的五家券商之一。2020年招商资管积极推进大集合公募化改造工作，年内成功发行首只公募产品“智远成长”；加强主动管理能力建设，在科创主题、固收+、定开债等产品发行上实现突破，新发主动管理产品数量和规模显著增长；深挖客户需求，加大与银行理财子公司等各类机构客户业务合作；立足券商资源禀赋，强化内部协同，构建特色化的全产品谱系；持续升级投研体系，助力客户资产稳健增值。截至2020年末，招商资管资产管理规模为5,419.22亿元，同比减少21.14%，规模排名行业第4；私募主动管理资产月均规模（四季度）2,760.25亿元，同比增长52.13%，行业排名第3。

表 6：截至 2018-2020 年末公司资产管理情况（单位：亿元）

	2018	2019	2020
管理资产总规模	7,134.65	6,872.07	5,419.22
其中：集合计划规模	1,317.75	1,325.86	1,303.40
单一计划规模	5,249.80	4,866.62	3,475.80
专项计划规模	567.10	679.59	640.02
其中：主动管理规模	2,313.32	2,162.05	--

注：2018年主动管理资产规模包括ABS数据，2019年按照监管要求剔除ABS数据。

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

私募股权基金管理业务方面，招商致远持续加强募资体系建设，积极推动特色基金的募集；大力挖掘投资标的，强化项目质量控制；持续优化业务流程，提升运营管理效能；紧抓市场机遇，实现项目多渠道退出；深化与招商局集团、本公司各业务平台的协同。2020年，招商致远完成新募基金规模33亿元，累计资产管理规模超过240亿元；聚焦信息与通信技术（ICT）、医药医疗、先进制造等重点行业，全年投资规模达28亿元；投后管理方面，全年新增上市企业4家、过会企业3家、报会企业3家；退出方面，全年项目退出金额26亿元。

除了资产管理子公司外，目前公司资产管理平台还包括参股的博时基金和招商基金，招商证券对

两家公司的持股比例分别为49%和45%。博时基金方面，截至2020年末，博时基金资产管理规模13,194亿元（不含子公司管理规模），其中公募基金管理规模7,126亿元（剔除联接基金）。根据Wind数据，截至2020年末，博时基金非货币公募基金规模排名行业第8，债券型公募基金规模排名行业第1。招商基金方面，截至2020年末，招商基金资产管理规模7,843亿元（不含子公司管理规模），其中公募基金资产管理规模5,033亿元（剔除联接基金）。根据Wind数据，截至2020年末，招商基金非货币公募基金规模排名行业第9，债券型公募基金和股票型公募基金规模均排名行业第5。

根据市场行情调整投资资产结构，金融投资规模持续增长；衍生投资业务稳步发展，业务规模持续增长；债券投资秉承稳健投资理念，丰富交易策略，加强金融科技赋能，取得优异投资回报

公司投资及交易业务包括权益类、固定收益类证券、外汇及其他金融产品投资及交易。固定收益投资方面，公司秉承稳健的投资理念，加强宏观研究、市场研判及风险排查，稳步扩大投资规模，丰富交易策略，积极运用各类衍生品开展中性策略交易，加强金融科技赋能，投资收益率显著跑赢市场基准；权益投资方面，在市场行情较好的情况下，公司适当加大股票投资规模，同时在严格控制风险的基础上积极进行波段操作，持续加强研究能力建设，增进各策略的稳定性，取得了较好的收益。截至2020年末，公司金融投资资产账面价值为2,273.70亿元，较上年末增长17.91%；其中债券类投资、股票和基金的账面价值分别为1,612.77亿元、279.10亿元和155.58亿元，分别同比增长9.41%、38.56%和下降3.52%，占比分别为70.93%、12.27%和6.84%。

表 7：截至 2018-2020 年末公司投资组合情况（单位：亿元、%）

	2018		2019		2020	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券类投资	1,106.26	73.59	1,474.11	76.45	1,612.77	70.93

股票（含融出证券）	150.08	9.98	201.42	10.45	279.10	12.27
基金	207.51	13.80	161.25	8.36	155.58	6.84
银行理财产品	4.60	0.31	22.27	1.15	11.61	0.51
证券公司资产管理计划	11.89	0.79	10.80	0.56	16.11	0.71
信托计划	0.00	0.00	12.39	0.64	21.73	0.96
其他	23.00	1.53	46.08	2.39	176.79	7.78
合计	1,503.34	100.00	1,928.33	100.00	2,273.70	100.00

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：招商证券，中诚信国际整理

公司衍生投资业务积极运用各类金融工具及衍生品通过量化、对冲的方式开展市场中性交易业务，在低风险的前提下获得稳定收益。目前主要开展做市、场外衍生品、量化自营等业务。2020年，公司做市业务积极申请新业务资格，新增做市标的66个，做市产品数量及业务竞争力均居行业前列。场外衍生品业务持续提升产品竞争力，交易标的覆盖境内外股票、指数、商品等各类资产，业务规模增长迅速；量化自营业务准确捕捉市场波动产生的机会，为公司带来稳定收益。

外汇业务方面，公司已组建专业的外汇交易团队，积极开展即期、远期、掉期、期权等各类外汇交易，同时入围“2020年度银行间人民币外汇市场ESP（可执行持续报价，Executive Streaming Price）交易10强”、“2020年度银行间人民币外汇市场100强”。

另类投资方面，公司稳妥推进科创板项目战略配售投资，并积极拓展股权投资及金融产品投资等业务。股权投资业务以国家战略新兴产业为主线，重点关注芯片半导体、科技互联网、医疗健康、新能源新材料等领域内具备核心竞争力的优质企业，并持续利用券商平台优势为被投资企业提供增值服务，全年股权投资金额33.6亿元。

财务分析

以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计的2018年、2019年和2020年财务报告。2018年财务数据为2019年审计报告期初数，2019年财务数据为2020年审计报告期初数，2020年财务数据为2020年审计报告

期末数。已审计的财务报告审计意见类型均为标准无保留意见。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

2020年证券市场整体延续上行走势，公司各业务条线发展良好，全年盈利水平实现较快提升

证券公司的盈利状况变化和证券市场走势有极大的相关性。2020年以来，市场呈现普涨态势，交投较为活跃，证券公司整体实现较好收益。公司经纪、投行与自营等业务条线业绩均提升明显，受上述因素共同影响，2020年全年实现营业收入242.78亿元，较上年增加29.77%。

从营业收入的构成来看，近年来公司手续费和佣金净收入呈上升趋势，是公司的主要收入来源之一。2020年公司实现手续费和佣金净收入106.97亿元，较上年增长43.86%，占比同比上升4.31个百分点至44.06%。具体来看，经纪业务方面，2020年A股股基交易量同比大幅上涨，公司股基交易量市场份额也有所提升，当年公司经纪业务手续费及佣金净收入为67.20亿元，同比增加68.29%。投资银行业务方面，2020年以来，资本市场改革不断深化，注册制改革持续推进，新三板精选层推出，再融资定增业务新规等各项利好政策落地，A股市场IPO发行提速，发行数量大幅增长，得益于此，公司全年实现投资银行业务手续费及佣金净收入21.46亿元，较上年增加18.36%。资产管理业务方面，2020年，在行业去通道背景下，公司资产管理总规模进一步压缩。2020年实现资产管理业务手续

费及佣金净收入 11.43 亿元，较上年上升 9.70%。

利息净收入方面，公司对股票质押业务规模进行有效控制；两融业务规模有所增加，受益于科创板、创业板融券机制改革和出借标的扩容，市场融券余额大幅增长。受此影响，公司资本中介业务利息收入总体增加，2020 年利息收入较上年增长 17.23% 至 97.17 亿元。公司的利息支出主要由卖出回购业务及发行债券产生的利息支出构成，2020 年

公司利息支出较上年增长 11.33% 至 71.18 亿元。受上述两方面共同影响，2020 年公司全年实现利息净收入 25.99 亿元，较上年增长 37.13%。

投资收益及公允价值变动收益方面，2020 年以来，公司自营业务在严格控制风险的基础上积极进行波段操作，持续加强研究能力建设，增进各策略的稳定性，2020 年公司实现投资收益（含公允价值变动损益）78.26 亿元，较上年增长 11.14%。

表 8：2018-2020 年公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2018		2019		2020	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	6,448.48	56.96	7,435.69	39.75	10,696.84	44.06
其中：经纪业务	3,154.24	27.86	3,992.93	21.34	6,719.73	27.68
投资银行业务	1,446.36	12.78	1,812.95	9.69	2,145.88	8.84
资产管理业务	1,201.87	10.62	1,042.27	5.57	1,143.34	4.71
投资收益及公允价值变动收益	3,037.53	26.83	7,041.68	37.64	7,825.85	32.23
利息净收入	1,846.09	16.31	1,895.19	10.13	2,598.91	10.70
其他业务收入	23.66	0.21	2,226.60	11.90	3,096.24	12.75
汇兑收益	(75.49)	(0.67)	30.19	0.16	17.80	0.07
其他收益	41.34	0.37	79.01	0.42	42.02	0.17
营业收入合计	11,321.61	100.00	18,708.37	100.00	24,277.67	100.00

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

在营业支出方面，由于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，人力成本在公司业务及管理费用中占比相对较高。2020 年，受收入增长使得员工绩效薪酬增加以及与业务量相关的交易所费用、IT 电子设备运转及网络通讯费等增加影响，公司业务及管理费支出较上年增长 28.32% 至 96.72 亿元，受营业收入增长幅度更大的影响，2020 年公司营业费用率较 2019 年下降 0.45 个百分点至 39.84%。此外，2020 年计提信用减值损失 1.56 亿元，同比增加 69.05%。

受营业收入和营业支出两方面影响，2020 年公司全年实现净利润 95.04 亿元，较上年增加 29.95%。考虑到权益投资及其他债权投资公允价值变动的的影响后，2020 年公司综合收益为 89.28 亿元，较上年增长 16.50%。从利润率来看，2020 年公司的平均资本回报率较上年增加 1.13 个百分点至 9.95%。

表 9：2018-2020 年主要盈利指标
（单位：亿元、%）

	2018	2019	2020
经调整后的营业收入	113.18	165.22	212.71
业务及管理费	(56.65)	(75.37)	(96.72)
营业利润	54.41	87.94	113.03
净利润	44.46	73.13	95.04
综合收益	46.33	76.64	89.28
营业费用率	50.04	40.29	39.84
平均资产回报率	1.81	2.54	2.59
平均资本回报率	5.55	8.82	9.95

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司盈利水平很大程度与市场景气度相关，2020 年证券市场整体延续上行走势，在金融去杠杆和防风险的背景下，公司总体保持稳健发展，盈利水平提升。未来随着公司传统业务转型、业务结构和盈利渠道日趋多元以及跨境和创新业务的不断发展，公司仍存在较大的发展空间和盈利增长点，预计随着公司战略转型的逐步实施和创新探索的不断推进，公司的盈利能力有望得到进一步提升。

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

截至 2020 年末，公司资本中介业务规模和证券自营投资规模扩大，公司总资产有所增加。截至 2020 年末，公司资产总额为 4,997.27 亿元，同比增加 30.90%；剔除代理买卖证券款后，年末公司资产总额为 4,142.85 亿元，同比增加 29.44%。得益于 A 股和 H 股配股股本溢价，公司 2020 年末所有者权益为 1,058.25 亿元，同比增长 24.31%。

从公司所持有金融资产的结构来看，2020 年以来，公司坚持稳健投资、加强风险管理，根据市场行情调整投资策略和投资结构，股票投资规模和债券投资规模均有所增加。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，其中又以债券投资规模最大，截至 2020 年末，公司债券投资和股票投资规模分别为 1,612.77 亿元和 279.10 亿元。此外，截至 2020 年末，公司融出资金余额 817.54 亿元，同比增加 48.04%，主要为对客户的融资融券业务融出的资金，担保物较为充足。主要由于买入返售类债券增长的影响，2020 年

末买入返售金融资产余额为 522.60 亿元，同比增加 46.47%，担保物相对充足。综上所述，公司资产质量较好。

配股完成后，公司资本实力进一步提升；净资本规模提升，风控指标远高于监管标准

近年来公司净资本等各项风险控制指标均持续符合《证券公司管理办法》及《证券公司风险控制指标管理办法》的有关规定，进一步反映出公司较高的资产安全性和资本充足性。

截至 2020 年末，公司已完成 A+H 配股工作，其中 A 股实际配售 17.03 亿股，募集资金总额为人民币 127.04 亿元，H 股实际配售 2.94 亿股，募集资金总额为港币 24.07 亿元；注册资本由 66.99 亿元增加至 86.97 亿元。截至 2020 年末，公司母公司口径净资产同比增长 25.70% 至 982.87 亿元，净资本同比增加 20.56% 至 586.54 亿元，净资本/净资产同比下降 2.54 个百分点至 59.68%，风险覆盖率同比下降 52.30 个百分点至 225.96%，资本杠杆率同比下降 1.86 个百分点至 17.38%。各项指标仍远高于监管要求的最低标准。

表 10：2018-2020 年末各风险控制指标情况（母公司口径）（单位：亿元、%）

项目	预警标准	监管标准	2018	2019	2020
净资本	-	--	528.16	486.51	586.54
净资产	-	--	755.18	781.90	982.87
风险覆盖率	≥ 120	≥ 100	309.04	278.26	225.96
资本杠杆率	≥ 9.6	≥ 8	15.52	19.24	17.38
流动性覆盖率	≥ 120	≥ 100	277.30	218.42	278.45
净稳定资金率	≥ 120	≥ 100	159.64	172.78	144.18
净资本/净资产	≥ 24	≥ 20	69.94	62.22	59.68
净资本/负债	≥ 9.6	≥ 8	31.77	22.26	20.28
净资产/负债	≥ 12	≥ 10	45.42	35.78	33.98
自营权益类证券及其衍生品/净资本	≤ 80	≤ 100	22.27	32.38	31.69
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	≤ 400	≤ 500	246.47	328.85	319.68

注：2020 年 1 月，中国证监会发布了《证券公司风险控制指标计算标准规定》，自 2020 年 6 月 1 日起施行。2019 年末招商证券各项风险控制指标按照该规定进行调整计算。

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

从杠杆水平来看，公司业务发展使得融资需求不断上升，截至 2020 年末，母公司口径净资本/负债比率为 20.28%，同比下降 1.98 个百分点，杠杆

水平有所上升。

总体来看，招商证券以净资本为核心的各项风险指标均远高于证监会制定的监管标准，反映出公

司具有较高的资本充足性和资产安全性，相对于各项业务开展及负债规模而言，公司资本充足水平较高，对吸收非预期损失的能力较强。但未来业务规模扩张和创新业务的开展仍可能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仍高于监管要求，流动性水平保持充裕

从公司资产流动性来看，截至 2020 年末，公司自有资金及现金等价物余额为 211.19 亿元，同比增加 59.58%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 5.10%。

从流动性风险管理指标上看，截至 2020 年末，公司流动性覆盖率为 278.45%，同比增长 60.03 个百分点；净稳定资金率为 144.18%，同比下降 28.60 个百分点。但现有流动性覆盖率和净稳定资金率均高于监管要求，体现出公司长短期流动性管理均处于较好水平。

总债务规模上升，但盈利提升使得偿债指标有所改善

从债务构成来看，公司目前探索并建立了包括境内外 IPO、股权再融资、永续次级债、公司债、次级债、非公开发行公司债券、银行借款、短期公司债、短期融资券、收益凭证、同业拆借、转融通等融资工具在内的长、中、短期相结合的融资平台，对公司业务稳健、持续发展起到重要支撑。截至 2020 年末，公司债务余额 2,773.62 亿元，同比增长 27.00%，其中短期债务余额为 2,206.50 亿元，同比增加 32.54%；长期债务余额 567.12 亿元，同比增加 9.22%。

从资产负债率来看，近年来该指标随着公司总负债有所上升，但仍处于安全水平。截至 2020 年末，公司资产负债率同比增加 1.06 个百分点至 74.46%。从长期来看，随着证券公司债务融资渠道的全面放开，公司的负债结构将逐渐改善。

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要包括利润总额和利息支出，2020 年公司利润总额有所增长，当年 EBITDA 为 187.67 亿元，同比增加 21.00%。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，截至 2020 年末，公司总债务/EBITDA 为 14.78 倍，较上年上升 0.70 倍，EBITDA 利息倍数为 2.73 倍，较上年增加 0.23 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度整体处于较好水平。

表 11：2018-2020 年公司偿债能力指标

	2018	2019	2020
资产负债率 (%)	68.44	73.40	74.46
经营活动净现金流 (亿元)	341.66	99.89	(98.05)
EBITDA (亿元)	118.32	155.11	187.67
EBITDA 利息倍数 (X)	1.92	2.50	2.73
总债务/EBITDA (X)	13.99	14.08	14.78

数据来源：招商证券，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 2020 年末，公司获得金融机构的授信额度为 2,762 亿元，其中债券等融资渠道已使用额度为 977 亿元，备用流动性充足。

对外担保方面，截至 2020 年末，公司无对外担保（不包含对子公司的担保）。未决诉讼方面，截至 2020 年末，不存在对公司的生产经营、偿债能力或投资者权益可能产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

外部支持

作为招商局集团控股的唯一证券平台，具有重要的战略地位，招商局集团有较强的意愿和能力在必要时对公司予以支持

截至 2020 年末，招商局集团通过其子公司深圳市招融投资控股有限公司、深圳市集盛投资发展有限公司和 Best Winner Investment Limited 合计间接持有公司股份的 44.17%，为公司实际控制人。

招商局集团是国务院国资委直接管理的大型中央企业，综合实力雄厚。招商局集团历史悠久，是我国近代民族工商业的先驱，其业务主要集中于交通、金融和房地产三大核心产业，旗下拥有招商

证券、招商银行、招商港口、招商轮船以及招商蛇口等一系列优秀公司。截至 2020 年末，招商局集团总资产为 22,233.35 亿元，所有者权益合计 9,025.97 亿元；2020 年，招商局集团营业总收入达 4,159.38 亿元，净利润为 663.98 亿元。

公司是招商局集团控股的唯一证券业务平台，始终获得集团在资金、资源等方面的有力支持，在集团内具有重要的战略地位。公司积极推动与招商局集团各单位的业务协同和业务融合，在产融结合和融融协同方面取得了一系列成绩。

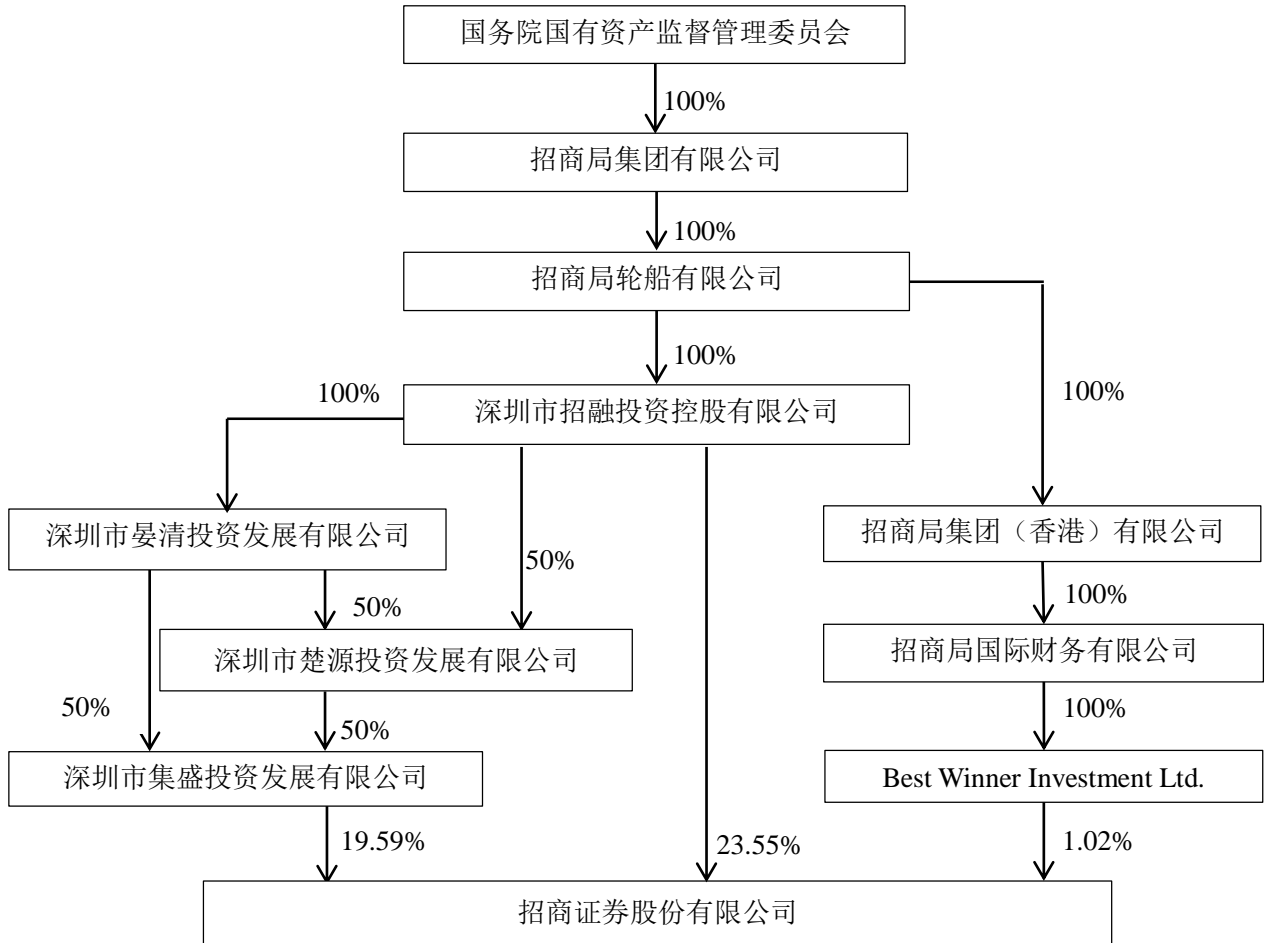
总体来看，作为招商局集团控股的唯一证券业务平台，公司在资本补充、业务拓展等方面得到招

商局集团的有力支持。

评级结论

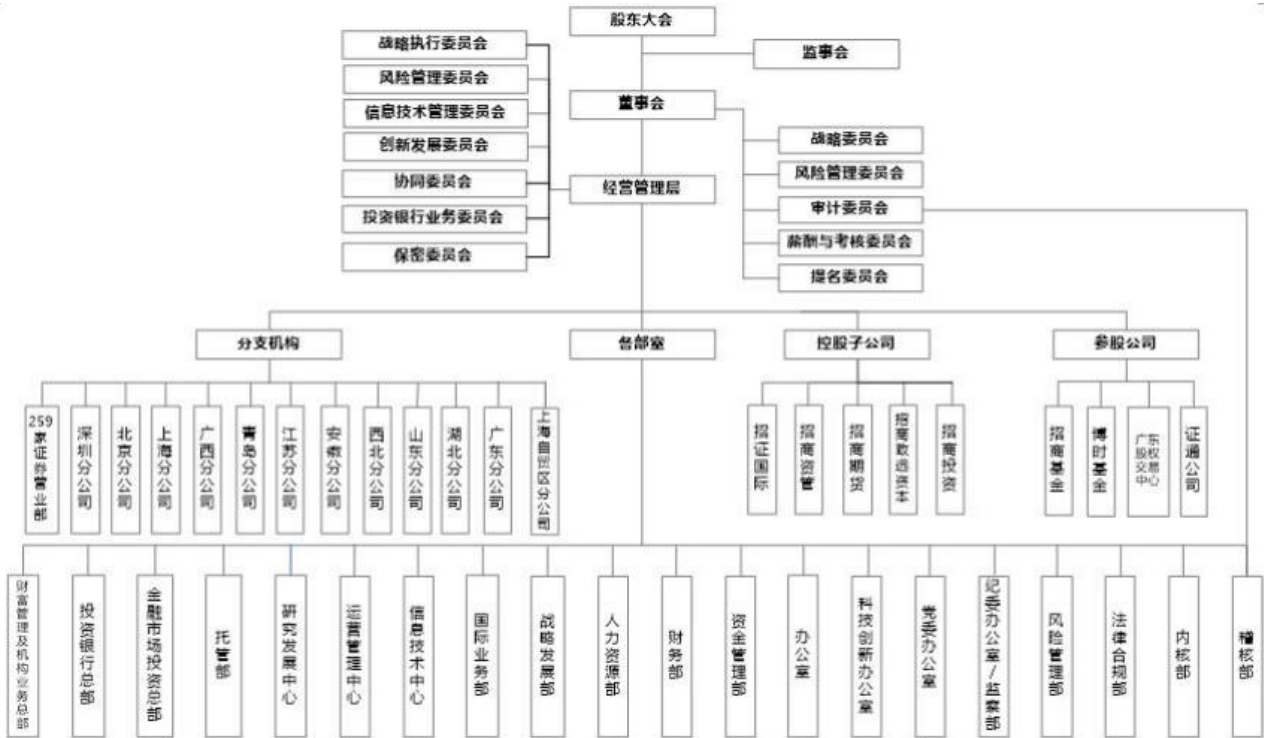
综上所述，中诚信国际维持招商证券股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 招商 G3”、“18 招商 G5”、“18 招商 G6”、“18 招商 G8”、“19 招商 G1”、“20 招商 G1”、“20 招证 G2”、“20 招证 G3”、“20 招证 G4”、“20 招证 G5”、“20 招证 G6”、“20 招证 G7”、“21 招证 G1”、“21 招证 G2”、“21 招证 G3”、“20 招证 C1”、“20 招证 C2”、“21 招证 C1”、“21 招证 C2”的信用等级为 **AAA**。

附一：招商证券股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：招商证券

附二：招商证券组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：招商证券

附三：招商证券主要财务数据（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2018	2019	2020
货币资金及结算备付金	61,230.06	74,399.35	105,367.93
买入返售金融资产	33,043.86	35,679.82	52,260.33
交易性金融资产	100,124.75	138,146.07	173,595.06
债权投资	1,844.19	1,894.64	1,739.39
其他债权投资	41,642.34	45,734.31	44,614.60
其他权益工具投资	6,722.61	7,057.81	7,420.58
长期股权投资净额	8,287.92	8,833.59	9,508.15
融出资金	42,976.43	55,224.62	81,754.35
总资产	304,930.70	381,771.89	499,726.68
代理买卖证券款	48,911.75	61,724.22	85,441.24
短期债务	128,602.82	166,477.17	220,649.90
长期债务	36,943.75	51,926.50	56,712.14
总债务	165,546.58	218,403.68	277,362.05
总负债	224,138.35	296,644.03	393,901.97
股东权益	80,792.35	85,127.85	105,824.71
净资本（母公司口径）	52,815.75	48,651.44	58,654.49
手续费及佣金净收入	6,448.48	7,435.69	10,696.84
其中：经纪业务手续费净收入	3,154.24	3,992.93	6,719.73
投资银行业务手续费净收入	1,446.36	1,812.95	2,145.88
资产管理业务手续费净收入	1,201.87	1,042.27	1,143.34
利息净收入	1,846.09	1,895.19	2,598.91
投资收益及公允价值变动收损益	3,037.53	7,041.68	7,825.85
营业收入	11,321.61	18,708.37	24,277.67
业务及管理费	(5,665.06)	(7,537.47)	(9,672.02)
净利润	4,446.26	7,313.28	9,503.87
综合收益	4,633.17	7,663.55	8,927.98
EBITDA	11,832.42	15,510.53	18,767.40

附四：招商证券主要财务指标（合并口径）

财务指标	2018	2019	2020
盈利能力及营运效率			
平均资产回报率(%)	1.81	2.54	2.59
平均资本回报率(%)	5.55	8.82	9.95
营业费用率(%)	50.04	40.29	39.84
流动性及资本充足性（母公司口径）			
风险覆盖率(%)	309.04	278.26	225.96
资本杠杆率(%)	15.52	19.24	17.38
流动性覆盖率(%)	277.30	218.42	278.45
净稳定资金率(%)	159.64	172.78	144.18
净资本/净资产(%)	69.94	62.22	59.68
净资本/负债(%)	31.77	22.26	20.28
净资产/负债(%)	45.42	35.78	33.98
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	22.27	32.38	31.69
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	246.47	328.85	319.68
偿债能力			
资产负债率(%)	68.44	73.40	74.46
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.92	2.50	2.73
总债务/EBITDA(X)	13.99	14.08	14.78

附五：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	一年以上到期的应付债券+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）

附六：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。