

信用评级公告

联合〔2021〕7478号

联合资信评估股份有限公司通过对中信证券股份有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的 2021 年永续次级债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中信证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中信证券股份有限公司面向专业投资者公开发行 2021 年永续次级债券（第二期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年七月二十九日

中信证券股份有限公司面向专业投资者公开发行 2021年永续次级债券（第二期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 80 亿元(含)

本期债券发行期限：以每 5 个计息年度为 1 个重定价周期。在每个重定价周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个重定价周期（即延续 5 年），或全额兑付本期债券

利率和计息方式：采用固定利率形式，单利按年计息，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息；初始票面利率在前 5 个计息年度内保持不变，自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率

偿付顺序：本期债券在清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务

募集资金用途：主要用于补充公司营运资金

评级时间：2021 年 7 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中信证券股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司，各项业务牌照齐全，拥有综合化经营的发展模式，多项业务处于行业龙头地位，具备极强的行业竞争力。近年来，公司各项业务稳步发展，风险管理水平良好。公司资产规模大且流动性较好，资本实力很强，资本充足性较好。

同时，联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化以及近年来公司杠杆水平上升较快、债务结构偏短期等因素可能对公司经营带来的不利影响。

本期债券为次级债券，相对于公司目前的债务规模，本期债券发行规模较小，发行后将对公司净资本形成较好补充，主要财务指标对本期债券本金的保障效果良好。

未来随着资本市场的持续发展和各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体违约风险极低，本期债券偿还能力极强。

优势

1. 公司作为行业内龙头企业，各项业务行业排名靠前，具有极强行业竞争力。公司业务牌照齐全，已实现国内全品种、全市场、全业务覆盖，且各项业务均居行业前列，融资类业务和证券投资业务保持为行业第一位，证券经纪业务和投资银行业务排名保持行业前二，各项业务均具有极强竞争力。此外，公司率先布局以资本中介型业务为主的创新业务，综合金融服务能力持续提升，确立行业领先优势。
2. 公司业务规模很大，2020 年末资产规模超过万亿，在集团内具有很高战略地位和重要性。中信证券作为中国中信集团有限公司金融板块的重要组成部分之一，在集团内具有很高的战略地位和重要性，公司能够在资本、业务等方面得到有力的支持。2020 年合并中信证券华南股份有限公司后，公司整体业务规模实现大幅增长，截至 2020 年末公司资产规模 1.05 万亿。
3. 公司资本实力极强，资本充足，融资渠道通畅且多元化，

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	1
			风险管理	1
			业务经营分析	1
			未来发展	1
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	1
			资本充足性	1
			杠杆水平	3
		流动性因素	2	
调整因素和理由				调整子级
—				—

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：姚雷 张晨露

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

授信规模很大。截至2020年，公司净资产排名行业首位，资本实力极强；作为上市公司，公司融资渠道通畅且多元化，授信规模很大，各项流动性监管指标均较好。

关注

1. 行业因素对公司造成不利影响。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。
2. 杠杆水平快速提升，债务以短期为主。随着对外融资规模扩大，公司杠杆水平快速提升，2020年末自有资产负债率为77.82%，债务负担有所增加。目前公司债务以短期债务为主，存在一定流动性管理压力。
3. 信用业务需关注违约项目后续回收情况。公司信用类业务存在部分违约，2020年公司计提信用减值损失65.81亿元，同比增长247.89%，信用业务减值对盈利能力形成一定影响，公司应对相关业务风险以及未来业务发展情况保持关注。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
自有资产（亿元）	5548.08	6608.09	8381.31	/
自有负债（亿元）	3979.77	4953.59	6522.48	/
所有者权益（亿元）	1568.31	1654.50	1858.83	1899.15
优质流动性资产/总资产（%）	/	/	/	/
自有资产负债率（%）	71.73	74.96	77.82	/
营业收入（亿元）	372.21	431.40	543.83	163.97
利润总额（亿元）	124.66	169.95	204.70	68.42
营业利润率（%）	32.34	39.43	37.95	41.69
净资产收益率（%）	6.37	7.85	8.83	5.63
净资本（亿元）	919.96	949.04	859.06	905.06
风险覆盖率（%）	183.92	201.05	154.96	154.23
资本杠杆率（%）	16.22	19.61	14.95	13.90
短期债务（亿元）	2216.58	3068.35	3310.41	3072.15
全部债务（亿元）	3397.39	4332.29	5039.22	4968.25
EBITDA/本期债券发行规模（倍）	3.08	3.72	4.38	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径；3. 2021年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 本期债券发行规模按80.00亿元计算资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/7/16	姚雷 张晨露	证券公司行业信用评级方法 V3.1.202011 证券公司主体信用评级模型（打分表） V3.1.202011	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由中信证券股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

分析师：

联合资信评估股份有限公司

中信证券股份有限公司面向专业投资者公开发行 2021年永续次级债券（第二期）信用评级报告

一、主体概况

中信证券股份有限公司（以下简称“公司”或“中信证券”）前身为中信证券有限责任公司，成立于1995年10月25日，初始注册资本人民币3.00亿元，主要股东为中国中信集团有限公司（以下简称“中信集团”），直接持股比例95.00%。1999年，中信证券有限责任公司完成增资扩股工作，改制为中信证券股份有限公司，注册资本增至人民币20.82亿元，中信集团的直接持股比例降至37.85%。2002年12月，公司首次公开发行A股4.00亿股，并于2003年1月在上海证券交易所挂牌上市交易（股票代码600030）。2011年10月，公司首次公开发行H股10.71亿股，在香港联合交易所上市交易（股票代码6030）。2015年6月23日，公司完成11亿股H股发行。2016年2月，中国中信有限公司（以下简称“中信有限”）增持公司股份，持股比例上升至16.50%。截至2019年末，公司注册资本为121.17亿元。2020年3月，公司以每股16.62元的价格定向发行8.10亿股股份购买资产，截至2021年3月末，公司注册资本增至129.27亿元，公司无控股股东及实际控制人，中信有限持有公司15.47%股权，为公司第一大股东。

表1 截至2021年3月末公司股东持股情况表 单位：%

股东	持股比例
香港中央结算（代理人）有限公司	17.62
中国中信有限公司	15.47
广州越秀金融控股集团有限公司	4.21
香港中央结算有限公司	2.32
广州越秀金融控股集团股份有限公司	2.05
中央汇金资产管理有限责任公司	1.54
中国建设银行股份有限公司-国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	1.48
大成基金-农业银行-大成中证金融资产管理计划	1.19
华夏基金-农业银行-华夏中证金	1.12

融资产管理计划	
中欧基金-农业银行-中欧中证金融资产管理计划	1.08
其他	51.92
总计	100.00

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

公司的经营范围：证券经纪（限山东省、河南省、浙江省天台县、浙江省苍南县以外区域）；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品；股票期权做市。

截至2020年末，公司在全国设有337家营业部（其中，证券营业部333家，期货营业部4家），并设有84家分公司；公司拥有主要全资子公司6家，分别为中信证券（山东）有限责任公司（以下简称“中信证券（山东）”）、中信证券国际有限公司（以下简称“中信证券国际”）、金石投资有限公司（以下简称“金石投资”）、中信证券投资有限公司（以下简称“中信证券投资”）、中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）、中信证券华南股份有限公司（以下简称“中信证券华南”）；拥有主要控股子公司1家，为华夏基金管理有限公司（以下简称“华夏基金”）。母公司在职工10976人。

截至2020年末，公司合并资产总额10529.62亿元，其中客户资金存款1582.51亿元、客户备付金412.67亿元；负债总额8670.80亿元，其中代理买卖证券款2031.11亿元；所有者权益1858.83亿元，其中归属于母公司所有者权益1817.12亿元。2020年，公司营业收入为543.83亿元，利润总额为204.70亿元，净利润为155.17亿元，其中归属于母公司所有者净利润149.02亿元；经营活动产生的现金流量净额为1018.25亿元，现金及现金等价物净增加额1050.34亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 11486.34 亿元，其中客户资金存款 1775.89 亿元、客户备付金 223.73 亿元；负债总额 9587.19 亿元，其中代理买卖证券款 2379.31 亿元；所有者权益 1899.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1859.47 亿元。2021 年一季度，公司营业收入为 163.97 亿元，利润总额为 68.42 亿元，净利润为 53.43 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 51.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 -177.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.39 亿元。

公司注册地址：广东省深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座；法定代表人：张佑君。

二、本期债券发行概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“中信证券股份有限公司面向专业投资者公开发行 2021 年永续次级债券（第二期）”，发行规模为不超过 80.00 亿元（含）。本期债券面值 100 元，按面值平价发行；本期债券以每 5 个计息年度为 1 个重定价周期。在每个重定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个重定价周期（即延续 5 年），或全额兑付本期债券。本期债券单利按年计息，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。本期债券无担保。本期债券将按相关会计处理规定分类为权益工具，同时根据债券剩余期限按比例计入公司净资本。

（1）选择权

本期债券设置以下选择权，不设投资者回售选择权。

发行人续期选择权：本期债券以每 5 个计息年度为 1 个重定价周期，在本期债券每个重定价周期末，公司有权选择将本期债券延长 1 个重定价周期，或全额兑付本期债券。

发行赎回选择权：于本期债券第 5 个和其后每个付息日，发行人有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期债券。

利息递延权：本期债券附设发行人延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

强制付息事件：付息日前 12 个月，发生以下事件的，发行人不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：①向普通股股东分红；②减少注册资本。

利息递延下的限制事项：发行人有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事下列行为：①向普通股股东分红；②减少注册资本。

（2）利率确定方式

根据市场情况确定，并在债券存续的前 5 个计息年度内保持不变，自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。

前 5 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为发行首日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值，由发行人根据发行时的市场情况确定。

如果公司不行使赎回权，则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

(3) 付息和赎回方式

在发行人不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。如发行人决定递延支付利息的，发行人及相关中介机构应在付息日前 10 个工作日披露《递延支付利息公告》。

如发行人决定行使赎回权，则按约定于赎回日前一个月刊登《提前赎回公告》，并由中证登深圳分公司代理完成赎回工作。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金主要用于补充公司营运资金。

3. 本期债券性质

本期债券是证券公司次级债券，是向符合《公司债券发行与交易管理办法》《证券公司次级债管理规定》《证券期货投资者适当性管理办法》《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法》等规定的专业机构投资者（个人投资者及国家法律、法规禁止购买者除外）发行的清偿顺序列于普通债务之后的次级债务。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各

国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年 平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

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

CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增

社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和

5.30%。其中1-2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但

是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

四、行业分析

公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等，核心业务属证券行业。

1. 证券行业概况

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

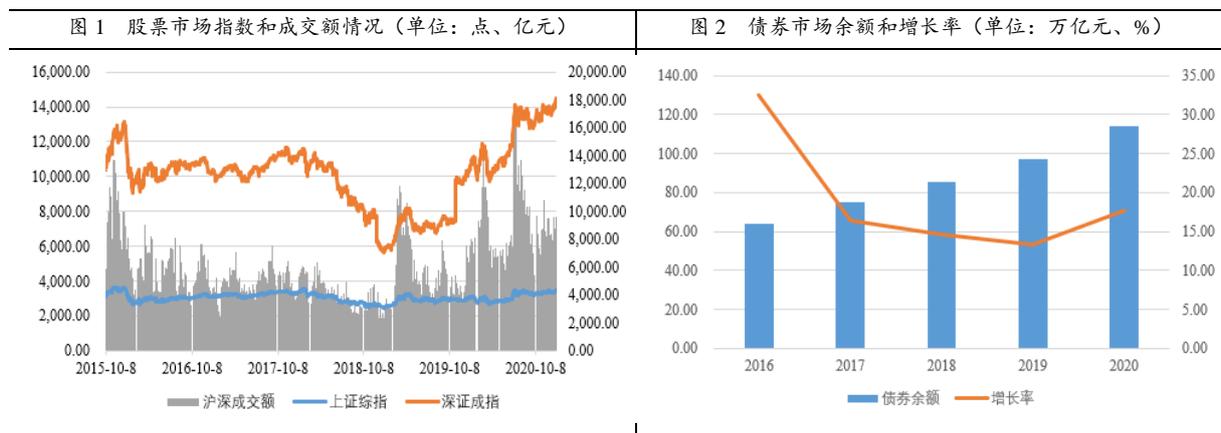
近年来，股票市场震荡加剧，2018年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据，截至2020年底，上交所和深交所上市的公司合计4154家；股票市场总市值为79.72万亿元，较2019年底增长34.46%；平均市盈率为25.64倍，较2019年增长5.29个倍数。2020年全部A股成交额为206.02万亿元，日均成交额为0.85万亿元，同比增长63.05%。截至2020年底，市场融资融券余额为1.62万亿元，较2019年底增长58.84%，其中融资余额占比为91.54%，融券余额占比为8.46%。股票一级市场发行方面，2020年，上交所和深交所共实际募集资金1.67万亿元，同比增长8.20%，共完成IPO为396家、增发362家、配股18家、优先股8家，可转债和可交债分别为206家和41家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2017年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债

市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生；2019年，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据Wind统计，截至2020年底，债券余额为114.30万亿元，较2019年底增长17.72%。债券发行方面，2020

年境内共发行各类债券5.03万只，发行额达56.89万亿元，同比增长25.90%。2020年境内债券交易总金额为1282.19万亿元。其中，现券交易成交金额为241.09万亿元，回购交易成交金额为893.97万亿元，同业拆借147.13万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020年全国期货市场累计成交额为437.53万亿元，同比增长50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为115.44万亿元，同比增长65.80%，占全国市场份额26.38%。



资料来源: Wind, 联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

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

板上市，加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019年以来增幅较大；盈利能力呈现U型走势，2018年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019年和2020年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表3 证券行业概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
证券公司家数(家)	129	131	131	133	139

盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

资料来源：中国证券业协会

2020年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020年以来涉及证券公司的罚单超过150张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较2019年有所提升。截至2020年底，139家证券公司总资产为8.90万亿元，较2019年底增长22.50%；净资产为2.31万亿元，较2019年底增长14.10%，净资本为1.82万亿元，较2019年底增长12.35%。2020年，139家证券公司实现营业收入4484.79亿元，实现净利润1575.34亿元，分别同比增长24.41%和27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有127家公司实现盈利。

2. 行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续；2020年多项利好政策密集出台，新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进

证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。

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

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

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

2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020年1月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。

2020年2月，《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公

司证券发行管理暂行办法>的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，国内经济全面修复。

2020年3月，新《证券法》正式实施，加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020年6月，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件发布，创业板试点注册制。

2020年5月，《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》发布，次级债公开发行放开，拓宽证券公司融资渠道，有助于证券公司降本增效。

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

2021年3月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改

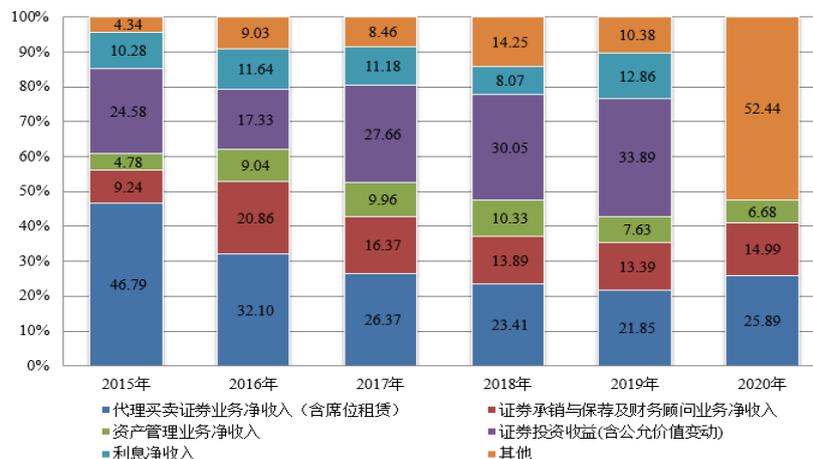
证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

3. 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2018年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比升至30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。2020年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图



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

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。2020年，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10亿元，同比增长47.42%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重

组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2020年以来，A股IPO审核家数及过会率明显提升，2020年，发审委审核IPO家数634家，其中605家通过审核，过会率达95.43%，远高于2019年全年277家审核家数、247家通过家数及89.17%的通过率。2020年，IPO发行规模合计4699.63亿元，发行家数396家，分别同比增长85.57%和95.07%。受再融资新规利好政策影响，2020年，再融资规模8854.34亿元，同比增长26.10%，扭转下降趋势。科创板方面，2020年共有229家科创类公司提交上交所上市委审核，218家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模2262.60亿元。债券市场方面，2020年，证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资，2020年证券公司承销各类债券金额10.05万亿元，同比增长32.09%。基于上述因素，2020年，全行业实现投资银行业务净收入672.11亿元，同比增长39.26%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2020年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为52.83%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时，创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；新证券法等纲领性文件出台，强化中介机构“看门人”的责任，促使证券公司提升专业服务能力，投行业务快速发展的背景下，合规风控成为证券公司核心竞争力。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，该业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资

向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018年债券市场新增43家违约主体，较2017年的9家大幅增加，违约金额达1154.50亿元，系2017年违约金额的3.42倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续2018年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长；同时，2019年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2020年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。2019年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60亿元，同比大幅增长52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63亿元，同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新

规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至2020年末，证券公司资产管理业务规模为10.51万亿元，较2019年末下降14.48%；2020年，证券公司实现资产管理业务净收入299.60亿元，同比增长8.88%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2020年融资融券业务大幅增长且风险可控，股票质押业务规模继续压缩，风险继续化解。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自2010年3月31日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至2020年末，融资融券余额1.62万亿元，较2019年末增长58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。股票质押业务方面，2018年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。截至2020年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为5.42%，较年初下降0.79个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过80%的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。但目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。2019年，证券公司实现利息净收入463.66亿元，同比大幅增长115.81%。2020年前三季度，证券公司利息净收入445.60亿元，同比增长31.72%。

4. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。2019年11月，证监会明确提出要推动打造航母级证券公司，推动证券行业做大做强。2020年7月，证监会提出，鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段。2020年3月，中信证券完成对广州证券股份有限公司100%股权的并购，进一步稳固了其龙头券商的地位；4月，天风证券已基本完成对恒泰证券29.99%股权的收购；10月，国联证券和国金证券因合并过程中为核心条款未达成一致意见，宣布终止并购，成为继6月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此，证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显，市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位，弥补自身业务短板，实现跨区域的资源调配。

近年来，证券公司扎堆补充净资本，2019年，国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市，2020年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司、财达证券已实现A股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券等证券公司已处于IPO辅导期或已过会阶段。2020年，共计16家上市证券公司完成增发和配股，其中海通证券和国信证券分别增发募资200.00亿元和150.00亿元，招商证券完成配股募资126.83亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019年10月，证监会宣布，自2020年4月1日起，取消证券公司外资股比限制。截至

2020年12月末，中国内地外资控股证券公司已达8家，其中四家为新设立合资证券公司（野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司），另外4家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司（瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司）。此外，证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券2家国内券商，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

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

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

表4 截至2020年末/2020年主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37

4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

资料来源: Wind

5. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018 年以来，债券市场违约常态化，2020 年部分国企违约超预期，债券市场分化加剧，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金

占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

6. 未来动向

监管力度加强，证券行业严监管态势将延续；需关注外部经济不确定性对国内资本市场

的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对2021年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助金融科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”，于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公

司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月末，公司注册资本和股本为129.27亿元，公司无控股股东及实际控制人，中信有限持有公司15.47%股权，为公司第一大股东。

2. 企业规模和竞争力

公司是证券公司行业龙头企业，主要业务处于行业前二位置，具有极强的行业竞争力。

公司是全国性综合类证券公司，各项业务牌照齐全且具有综合化经营的发展模式。公司资本实力、盈利水平均处行业龙头地位，同时近年来公司业务整体保持了较好的发展趋势，并取得良好经营业绩。截至2020年末，公司合并资产总额达10529.62亿元，所有者权益1858.83亿元，母公司口径净资本859.06亿元。2020年，公司营业收入为543.83亿元，利润总额204.70亿元，净利润为155.17亿元。

根据中国证券业协会排名，2020年公司净资本行业排名第2位，总资产、净资产、营业收入和净利润排名均为第1名。此外，2020年公司证券经纪业务收入行业排名第1位，融资类业务收入行业排名第1位，证券投资收入行业排名第1位，各项业务均处于行业龙头地位。

表5 公司主要业绩排名(单位:位)

项目	2018年	2019年	2020年
净资本	2	2	2
营业收入	1	1	1
证券经纪业务收入	1	2	1

资产管理业务收入	/	6	2
投资银行业务收入	2	1	2
融资类业务收入	/	1	1
证券投资收入	1	1	1

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

3. 人员素质

公司高级管理人员具备丰富的从业及管理经验，员工专业素质较高。

张佑君先生任公司党委书记、董事长、执行董事、执行委员会委员。张佑君先生于1995年起任公司交易部总经理、襄理、副总经理，1999年9月至2012年6月获委任公司董事，2002年5月至2005年10月任公司总经理，1998年至2001年任长盛基金管理有限公司总经理，2005年至2011年先后任中信建投总经理、董事长，2011年12月至2015年12月任中信集团董事会办公室主任，2020年4月至12月任中证国际有限公司董事。

杨明辉先生任公司党委副书记、总经理、执行董事、执行委员会委员。杨明辉先生曾任公司董事、襄理副总经理；2002年5月至2005年8月任中信控股董事、常务副总裁，中信信托董事；2005年7月至2007年1月任信诚基金管理有限公司董事长；2005年8月至2011年10月任中国建银投资证券有限责任公司执行董事、总裁。

截至2020年末，公司合并口径在职员工数量合计19012人。其中博士学历290人，占比1.53%；硕士学历7019人，占比36.92%；本科学历10663人，占比56.09%；大专及以下1040人，占比5.47%。员工专业素质较高。

4. 外部支持

作为中信集团金融板块的重要组成部分，具有较高的战略地位，中信集团有较强的能力和意愿在必要时对公司予以支持。

中信证券无控股股东及实际控制人，截至2020年末，中信有限直接持有公司15.47%的股份，为公司第一大股东。公司依托股东中信有限与中信银行、中信信托、中信保诚人寿保险等公司共同组成中信控股之综合经营模式，为客户提供境内外全面金融服务。

中信集团前身为中国国际信托投资公司，2002年经体制改革后更名为中国中信集团公司，2011年中国中信集团公司整体改制为国有独资公司，更名为中国中信集团有限公司。中信集团现已发展成为一家国有大型综合性跨国企业集团，业务涉及金融、资源能源、制造、工程承包、房地产和其他领域，其发起设立的中国中信股份有限公司为香港恒生指数最大成分股之一。

中信证券作为中信集团金融板块的重要组成部分之一，在集团内具有较高的战略地位，公司能够在资本、业务等方面得到有力的支持。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信息报告，截至2021年3月8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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2020年末，公司授信对手已经超过100家，获得外部授信规模超过人民币4200亿元，其中使用约1500亿元，授信规模很大。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了完善的公司治理架构，股东大会、董事会、监事会以及公司管理层运作规范。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司治理准则》等法律法规的要求，制定了一整套公司治理制度，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层相互分离、相互制衡的公司治理结构和运作机制，并建立和逐步完善了涵盖基本制度、管理办法、工作细则三个层级的制度体系。

股东大会是公司的最高权力机构。公司按照相关法规以及公司章程的规定，召集、召开股东大会，确保股东对公司经营享有充分的知情权、参与权和表决权。

董事会是公司的常设决策机构，对股东大会负责。截至2020年末，公司第七届董事会由6名董事组成，其中，2名执行董事（张佑君先生、杨明辉先生），1名非执行董事（王恕慧先生），3名独立非执行董事（刘克先生、何佳先生、周忠惠先生），独立非执行董事人数占公司董事人数的比例超过1/3。张佑君先生为公司董事长。

监事会是公司的内部监督机构，负责对董事、高级管理人员履职情况进行监督。截至2020年末，公司监事会由5名监事组成，其中监事会主席1名，外部监事2名，职工监事2名。

公司设总经理1人，由董事会聘任和解聘。高级管理层接受董事会的考核，并按照股东大会和董事会的要求进行日常经营管理工作。高级管理人员均拥有丰富的金融机构经营管理经验，有助于提升公司的决策效能。

2. 管理水平

公司内部控制体系健全，为公司防范风险、规范运作提供了保障；公司分类评价处于行业上游水平，内部控制水平较高。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司内部控制指引》等法律法规及公司章程的规定，结合公司实际情况，制订并完善各项内部控制制度，建立了健全有效的内部控制机制，设置了合理的组织架构，逐步形成了“权责明确、相互制衡、严格监督”的治理结构。公司建立了完善的授权体系及经营管理权责体系，按照权限必要性、权限最小化的原则，明确各部门和各级管理人员的业务审批权限及内部操作流程。近年来，公司根据经营管理和业务发展需要，对组织架构进行了梳理和调整。

公司的内部控制活动主要包括信息隔离墙制度、职责分离控制、利益冲突控制、反洗钱、交易运行控制、财务会计控制、资金管理控制、净资本控制、信息技术控制、人力资源控制、控

制、子公司控制、信息与沟通、主要业务的内部控制。公司注重提高内控管理水平，加强业务管理规划，健全财务管理制度及资金计划控制制度，制定规范的业务流程及控制措施，持续提高内部控制的有效性。公司针对各业务条线和中后台部门制定了内部控制制度，规范各项工作流程，将内部控制风险监测覆盖到公司各个环节。

公司审计部独立于公司各部门和分支机构，通过对公司经营管理活动的合规性、内部控制的有效性和财务信息的可靠性进行审计，有效履行检查、评价、报告和建议职能。审计部对于发现的风险隐患和内部控制存在的薄弱环节提出改进建议，并定期向董事会及审计委员会、监事会及高级管理层报告工作。

监管处罚方面，2018年，公司收到1次监管谈话措施，针对公司投行项目未勤勉尽责的事项；2019年，公司收到2次警示函、1次责令改正措施和1次香港证监会公开谴责，主要针对公司营业部代销业务和投行项目；2020年公司收到2次责令改正措施和1次警示函措施，主要针对营业部开户不规范和投行内控不完善等问题。针对上述处罚情况，公司就相关问题进行了整改。

2018—2020年，公司监管分类评价均为A类AA级，公司内控及合规管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营概况

公司经营实力很强，营业收入结构均衡，随着市场行情回暖，营业收入及利润持续快速增长；同时，公司主营业务受经济环境、证券市场及监管政策等因素影响较大。

作为国内最早上市的大型综合性券商，公司凭借品牌、客户、人才、业务、网点等资源优势，在总资产、营业收入、净利润等指标排名中连续多年位居国内证券公司首位。公司业务体系完备，涵盖经纪、投资银行、资产管理、证券投资、信用业务等。

近年来证券市场前景气度逐步提升，资本市场政策利好，公司抓住机遇加快业务转型，营业

收入呈快速上升趋势。2018—2020年，公司营业收入年均增长20.88%。2020年公司实现营业收入543.83亿元，同比增长26.06%，其中经纪业务、证券承销业务营业收入同比分别增长50.69%和50.59%，在营业收入中占比26.48%和11.93%；资产管理业务和证券投资业务营业收入同比分别增长29.64%和9.52%，在营业收入中占比17.58%和24.65%；其他业务收入主要为下属商贸子公司大宗商品销售收入，营业收入占比为19.36%，其他业务收入规模较大，但因对应其他业务成本规模大，大宗商品销售业务对利润贡献相对

较低。2018—2020年，公司利润总额年均增长28.15%，2020年利润总额204.70亿元，同比增长20.45%。

2021年1—3月，公司实现营业收入163.97亿元，同比增长27.58%；实现利润总额68.42亿元、净利润53.43亿元，同比分别增长23.67%和26.52%。

根据公司披露的2021年半年度业绩快报，2021年上半年公司营业收入和利润总额分别为377.21亿元和162.91亿元，分别同比增长41.04%和37.20%，整体经营业绩良好。

表6 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

业务类型	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪业务	98.94	26.58	95.54	22.15	143.98	26.48
资产管理业务	64.68	17.38	73.75	17.10	95.61	17.58
证券投资业务	91.61	24.61	122.41	28.38	134.06	24.65
证券承销业务	27.88	7.49	43.08	9.99	64.87	11.93
其他业务	89.10	23.94	96.61	22.39	105.30	19.36
营业收入合计	372.21	100.00	431.40	100.00	543.83	100.00

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

2. 业务运营

(1) 经纪业务

合并中信证券华南后，公司营业部数量有所增加，股基交易量大幅增长，经纪业务收入进一步提升；深化财富管理转型升级，财富产品与服务体系不断丰富；境内外机构股票经纪业务客户覆盖面较广，2020年继续保持领先地位。期货业务规模较大，行业竞争力很强。

经纪业务与市场景气度密切相关，公司经纪业务收入的波动主要源自证券市场波动以及交易量变化的影响。2020年以来，国内证券市场整体活跃度持续上升，年内行业代理买卖证券业务净收入大幅增长；同时2020年初公司完成合并广州证券股份有限公司，并对其更名为中信证券华南，提升了公司在华南地区经纪业务的市场份额。受上述因素影响，公司2020年实现经纪业务收入143.98亿元，同比大幅增长50.69%，是公司第一大业务收入来源。

公司经纪业务分为财富管理业务和机构股

票经纪业务等。财富管理业务面向个人客户，主要从事证券及期货经纪业务，代销金融产品等。2020年，公司深化财富管理发展，构建以客户需求为导向的价值供给链，丰富财富产品与服务体系，同时整合境外零售与财富管理资源，探索构建全球资产配置和交易服务的全方位财富管理平台。2020年，公司及中信证券（山东）、中信证券华南代理股票基金交易总额28.60万亿元，代销金融产品人民币9447亿元。截至2020年末，个人客户累计超1090万户，托管客户资产合计人民币8.50万亿元；财富客户12.60万户，资产规模人民币1.50万亿元。

除本部经纪业务外，公司还通过其控股子公司中信期货开展期货业务。中信期货具有商品期货经纪业务、金融期货经纪业务、期货投资咨询业务资格，是上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所的会员及中国金融期货交易所交易结算会员。中信期货以丰富中信证券的业务链为目标谋求协同发展，以股指期货

等金融期货业务为重点，着力IB业务拓展，重点开发基金、上市公司等机构客户。2019年公司出资4.51亿元收购中信期货6.53%的股权，收购完成后公司持有中信期货100%的股权，并对中信期货增资19.95亿元。截至2020年末，中信期货总资产902.29亿元，净资产61.48亿元，全年实现营业收入80.90亿元，净利润6.48亿元；拥有分支机构48家，员工1338人。

营业网点方面，2020年公司将中信证券华南纳入合并范围，营业网点数量有所增加。截至2020年末，公司及中信证券（山东）、中信证券华南、中信期货、金通证券在境内共拥有分公司84家，营业部337家（其中，证券营业部333家，期货营业部4家）。公司实现了对中国内地31个省区市营业网点的全覆盖。

（2）信用交易业务

公司信用类业务规模和收入受股票市场行情与监管政策影响有所波动，两融业务快速发展，股票质押业务规模持续收缩；此外，信用业务部分项目发生违约，相关业务风险、后续处理情况对盈利的影响需保持关注。

信用业务方面，为落实公司对融资类业务

集约化专业经营的要求，公司融资融券、股票质押回购、约定购回式证券交易等融资类业务进行归口管理，优化业务流程，防范业务风险，为公司客户不同阶段和不同层次的融资需求打造定制化综合解决方案。得益于证券市场交投活跃，截至2020年末，公司融资融券融出资金（含孖展融资）同比增长65.54%至1182.75亿元；公司自有资金出资股票质押式回购业务逐步压降，年末余额同比减少21.64%至317.24亿元。截至2020年末，公司融资融券业务存量负债客户平均维持担保比例为305%，自有资金出资股权质押式回购业务平均维持担保比例为336%，较上年分别减少2个百分点和增加55个百分点，整体风险可控。

2018—2020年末，公司信用业务杠杆率分别为61.01%、67.19%和79.87%，有所增长，但仍处于行业适中水平。

公司信用类业务存在部分违约，2020年公司计提信用减值损失65.81亿元，同比增长247.89%，信用业务减值对盈利能力形成一定影响，应对相关业务风险以及风险项目处置回收情况保持关注。

表7 公司信用业务情况表（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
融出资金余额	575.14	714.46	1182.75
融出证券余额	6.83	22.11	328.41
股票质押回购业务余额	384.78	404.84	317.24

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

（3）投资银行业务

公司投行业务维持行业头部地位，近年来投资银行业务收入排名行业前2位，股权和债权类项目数量和承销金额均实现快速增长。

公司的投资银行业务一直占据行业领先地位，业务类型涵盖股权融资、债券及结构化融资以及财务顾问业务。2020年公司实现证券承销业务收入64.87亿元，同比增长50.59%。

境内股权融资业务方面，随着注册制改革深入推进，公司加大科创板、创业板等IPO客户覆盖力度，同时在《上市公司证券发行管理办法》修订后，公司针对定向增发重点布局。此外，公

司积极拓展可转债、优先股等业务机会，不断加强项目全流程质量管理和风险控制，巩固提升综合竞争优势。2020年，公司完成A股主承销项目158单，主承销金额人民币3135.99亿元（含资产类定向增发），同比增长12.08%，市场份额18.94%，排名市场第一。其中，IPO主承销项目39单，主承销金额人民币435.85亿元；再融资主承销项目119单，主承销金额人民币2700.14亿元。境外股权融资业务方面，2020年公司继续针对新经济行业包括互联网、消费、医疗医药等行业重点布局。全年公司完成54单境外股权项目，承销金额合计52.47亿美元。其中，香港市场IPO项

目24单,承销金额30.60亿美元;香港市场再融资项目9单,承销金额10.67亿美元,香港市场股权业务位列中资券商第二;美国、欧洲、澳大利亚和东南亚等海外市场股权融资项目21单,承销金额11.20亿美元。

债券及资产证券化方面,作为公司的优势业务,承销额和承销家数均在券商同业中排名首位。2020年货币政策整体宽松,市场流动性充裕,债券一级市场融资规模同比增长25.89%至56.89万亿元。公司在继续保持传统债券业务领先优势的同时,准确把握资产证券化业务市场发展机遇,持续推动产品创新。2020年公司债券及资产证券化承销业务承销金额合计人民币12989.44亿元,同比增长27.78%;承销金额占证券公司同业承销总金额的12.93%,位居同业第一;占包含商业银行等承销机构在内的全市场承销总金额5.16%,排名全市场第五;承销支数2989支,位居同业第一。境外中资美元债券业务方面,公司共完成项目93单,总承销规模38.19亿美元,市场份额占比为2.02%,位列中资证券公司第四;同时,在债券承销的基础上,公司还为客户提供结构化及杠杆融资、风险解决方案等多元化服务。

财务顾问业务方面,公司力争塑造境内外并购领先品牌,并通过开拓创新类财务顾问业务,形成新的利润增长点,目前服务客户主要为大型中央企业集团及境外企业集团。公司紧跟市场及政策动态,加强并购全产品覆盖能力,在市场化债转股、央企内部重组等领域完成多单具有市场影响力的大型并购重组交易,不断巩固公司在并购领域的市场地位与行业竞争力。2020年,公司完成A股重大资产重组交易金额人民币2777亿元,市场份额43.47%,排名行业第一;完成涉及中国企业全球并购交易金额1594亿美元,排名行业第二。

新三板业务方面,公司于2014年获准开展新三板做市商业务,坚持以客户拓展覆盖为基础,以价值发现和价值实现为核心,一方面坚持优化做市持仓结构,加大对优质企业覆盖力度;另一方面高度重视质量控制工作,有效控制业务风险。截至2020年末,公司作为主办券商在持续督导的挂牌公司共25家,其中15家进入了创新层;公司作为保荐券商已申报新三板公开发行业挂牌公司5家,其中2家已在精选层挂牌交易。2020年公司作为51家挂牌公司提供了做市服务,其中31家公司进入了创新层及精选层。

表 8 公司股权及债券承销业务情况表 (单位:个、亿元)

项目	2018年		2019年		2020年	
	发行数量	主承销金额	发行数量	主承销金额	发行数量	主承销金额
首次公开发行	11	127.76	28	451.33	39	435.85
再融资	43	1655.24	53	2346.70	119	2700.14
债券发行	1395	7644.16	2047	10165.86	2989	12989.44

注:再融资范围包括增发、配股、优先股、可转债、可交债等
资料来源:公司年报、Wind,联合资信整理

(4) 自营投资业务

近年来,公司自营业务持仓规模持续较大增长,结构以债券投资为主,但股权类投资规模增速更大,股票类投资聚焦优质龙头企业,另类投资业务以量化交易为核心;自营投资业务取得了较好的投资业绩。

中信证券的自营投资业务由股权及固定收益业务条线运用自有资金进行投资。2020年,尽管遭受新冠肺炎疫情冲击,但沪深两市仍延续

了上涨行情,尤其是各行业龙头公司涨幅显著。在此背景下,公司加大股票自营投资力度,深化对行业龙头和周期波动的理解,同时注重对尾部风险的控制,灵活运用股指衍生品,获得相对稳定的收益。同期债券市场冲高回落,国债中长期利率和短期利率先降后升,2020年下半年债券违约频发,信用债市场分化加剧,公司适时减少债券类投资规模。

2018 - 2020年，公司证券投资业务收入逐年增长，年均复合增长20.97%，其中2020年证券投资业务收入134.06亿元，同比增长9.52%。截至2020年末，公司证券投资账面价值为4860.17亿元，较上年末增长22.95%，其中债券类和股票类占比为35.51%和30.66%，分别较上年末下降15.93个百分点和上升14.88个百分点。

股票自营业务方面，公司加强对消费、医药、新能源等重点行业的专项投研，聚焦优质成长企业，辅以严格的系统性风控措施，整体保持了稳健的业绩。同时，在量化分析和多元策略的探索和实践上取得初步成效，为未来进一步降低业绩对市场单一方向变动的依赖打下基础。

固定收益业务方面，公司充分发挥客户资源优势，通过加强各业务板块之间的合作，提升

产品设计及服务客户的综合能力，为客户提供丰富的固定收益类产品及服务。公司不断提高信用研究和风险管理能力，加强债券及衍生品等各类产品做市，积极推动股份制银行、城商行等金融机构的投顾服务，投顾业务稳步发展。2020年，公司利率产品销售规模保持同业第一。

另类投资业务方面，公司积极应对疫情带来的市场变化，以量化交易为核心，开拓市场多元化的投资策略，在策略开发上大量运用人工智能/机器学习的最新技术，抓住市场波动带来的机会，丰富收益来源。目前，已开展的业务或策略包括：股指期货套利、股票多空、宏观对冲、统计套利、基本面量化、可转债套利、商品策略、期权策略、高频策略、波动率策略等。

表9 公司主要证券投资结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券类投资	1741.78	58.20	2033.50	51.44	1725.76	35.51
股票（含融出证券）	302.37	10.10	623.67	15.78	1490.32	30.66
基金	107.45	3.59	192.73	4.88	223.27	4.59
银行理财	33.51	1.12	119.79	3.03	17.10	0.35
信托计划	56.52	1.89	39.48	1.00	23.45	0.48
券商资管	5.33	0.18	6.46	0.16	371.96	7.65
其他	746.01	24.93	937.49	23.72	1008.31	20.75
合计	2992.97	100.00	3953.12	100.00	4860.17	100.00

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

（5）资产管理业务

资产管理业务以“扩大主动管理规模，发展权益产品、服务实体经济”为导向，资产管理规模及主动管理能力均有所提升；华夏基金多类别绩优基金涌现，资产管理规模进一步提升。

公司于2002年获得资产管理业务资格，主要为客户提供基金理财和顾问服务。目前公司的资产管理业务包括通过本部的相关业务条线及中信证券国际开展的客户资产受托管理业务，以及通过控股子公司华夏基金开展基金管理业务。2020年公司实现资产管理业务收入95.61亿元，同比增长29.64%。

公司的资产管理业务实施差异化经营，坚

持“立足机构，做大零售”的总体发展思路。2020年，公司以“扩大主动管理规模、发展权益产品、服务实体经济”为导向，不断提升投研专业化、完善买方投研体系，大力发展企业年金、职业年金等养老业务，有序推进大集合公募化改造，积极推动银行主动管理业务转型，私行业务取得多项突破。截至2020年末，公司资产管理规模为人民币13664.01亿元，同比减少2.03%；其中主动管理规模人民币10526.45亿元，同比大幅增加50.75%，在资产管理规模中的比重升至77.04%，主动管理转型成效显著。2020年，资管新规下公司私募资产管理业务（不包括养老业务、公募大集合产品以及资产证券化产品）市场

份额13.50%，排名行业第一。

基金管理业务方面，2020年华夏基金重新定位基金策略和风格，多个投资类别涌现绩优基金；大力开展定开型基金产品销售，主动权益类基金规模进一步增长；全力开展债券基金销售，打造“固收+”爆款基金；稳健发展机构养

老业务，持续拓展国际业务，不断提高风险防范能力，整体资产管理规模进一步提升。截至2020年末，华夏基金本部管理资产规模为人民币14611.42亿元。其中，公募基金管理规模人民币8046.36亿元，机构及国际业务资产管理规模人民币6565.06亿元。

表 10 资产管理业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
集合资产管理业务	1338.79	9.97	1291.74	9.26	2601.24	19.04
定向资产管理业务	12079.31	89.93	12652.13	90.71	11061.68	80.95
专项资产管理业务	13.11	0.10	3.71	0.03	1.09	0.01
合计	13431.20	100.00	13947.58	100.00	13664.01	100.00

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

（6）研究业务

研究业务推进向卖方研究的全面战略转型，市场影响力持续提升；同时加强跨境业务协同，逐步实现境内外研究和服务的一体化。

公司研究业务主要由研究部负责，就中国宏观经济、股权及债券市场，以及中国内地与香港的行业和公司提供研究服务，同时也为各主要业务线提供支持。

2020年以来，公司研究业务坚定推进卖方研究的全面战略转型，研究深度和水平进一步提高。针对外部环境变化，研究服务实施云升级，持续举办大中型线上线下结合的会议活动，全方位服务了覆盖公司和各业务线客户，扩大了A股和境外上市公司覆盖，研究业务质量和频次未受到疫情影响。境内外研究力量的融合向着团队融合和业务一体化方向迈进，中英文研究报告数量增长，海外市场影响力提升；同时，充分发挥了智囊作用，向政府和监管部门提供积极的智力支持和知识参考。研究业务为公司赢得了良好的市场声誉，助力企业社会责任的履行，创造了显著的业务价值，市场影响力进一步提升。

3. 未来发展

公司战略目标符合自身情况和国家发展战略，具有良好发展前景。

公司的发展愿景和目标是“成为全球客户最为信赖的国内领先、国际一流的中国投资银行”，力争公司主要业务排名继续在国内行业居领先地位，并跻身亚太地区前列，全方位完善与提升业务布局、管理架构、运行机制、考核体系。公司将继续全面对标国际一流投行，正视差距、勇于赶超，促进业务更加多元化、客户更加广泛、参与国际市场竞争更加充分。

具体来看，公司将把握资本市场深改机遇，抓住股票发行注册制、提高直接融资比重的政策机遇，推动提升融资业务规模，支持实体经济发展；加大新经济领域客户开发力度，推动传统行业存量客户向新经济领域转型，深度融入京津冀、长三角、粤港澳大湾区、长江经济带、海南自贸港等国家区域战略布局；强化科技赋能，运用大数据、云计算、人工智能、区块链、5G等新一代技术，加强信息系统全球一体化建设；完善内控体系建设，从组织架构、职责分工、协同合作、工作方法和流程等方面对内控活动进行规范，牢牢守住金融风险底线。

八、风险管理分析

公司建立了较为完善的风险管理制度体系，能够较好地支持和保障各项业务的发展。

公司在日常经营活动中面临的风险主要包

括市场风险、流动性风险、信用风险和操作风险等。

公司建立了由董事会及其下设的风险管理委员会、首席风险官、风险管理部及相关业务部门四个层面组成的风险管理架构体系。公司董事会负责制定风险管理的战略与决策，限定公司总体的风险容忍度和风险限额，并对重大风险事项进行评估。风险管理部会对公司各项业务风险进行评估，对公司量化指标实施监控及管理。各业务部门针对各自的业务特点及风险因素起草相应的风险控制细则，执行风险控制的具体措施和流程。

公司建立了净资本动态补足机制和长期补足规划。公司通过发行收益凭证、两融收益权转让等方式筹措短期资金提高流动性覆盖率，并通过发行长期公司债等方式补充长期可用稳定资金，提升净稳定资金率。公司制定了压力测试管理办法，通过测算压力情境下净资本等各项风险控制指标和财务指标的变化情况，评估公司风险承受能力，并采取相应的应对措施。

市场风险管理

为防范市场风险，公司投资业务执行严格的授权管理，公司高级管理层根据董事会授权制定股票及债券自营业务的规模限额和风险限额，风险管理部对相应指标进行监控和风险预警。在流程控制方面，公司通过风险监控系统的实现自营业务相关指标监控，通过检查备案业务单据和合同对债券自营业务限额、债券等级、集中度等指标进行前端控制，并根据市场变化及时对业务风险进行评估和报告。在投资业务管理层面，公司主要通过控制持仓水平、债券投资的久期与凸性管理、建立止损止盈机制和组合投资的方式降低因市场价格波动产生的风险。在风险评估方面，公司通过风险量化模型和工具对市场风险进行评估。

公司还建立了压力测试机制，分析持仓头寸在极端情景冲击下的可能损失状况。通过压

力测试，可以更为突出地显示公司的可能损失，进行风险收益分析，衡量公司整体的市场风险状态是否在预期范围之内。

信用风险管理

公司信用风险的管理部门主要是证券金融业务线、固定收益部、资产管理部、合规部和风险管理部。在固定收益类投资业务方面，公司通过业务授权限定投资品种和交易对手的最低等级要求，并通过分散化策略降低投资品种和交易对手违约带来的损失程度。公司持有的债券绝大部分是国债等利率债产品和AAA信用债，也持有较小部分AA评级以上信用债。

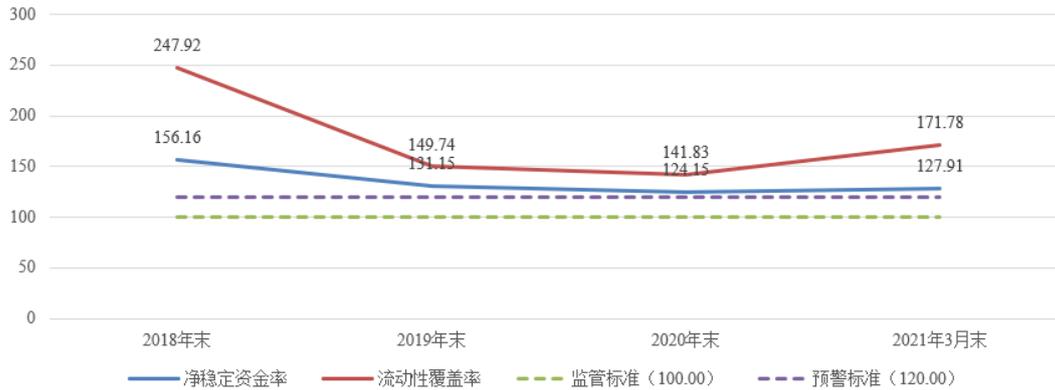
公司通过风险监控对融资融券业务进行实时监控及事后分析。公司风险管理部对维持担保比例、总量指标、风险集中度情况、信用账户、担保物情况、标的证券、强制平仓和异常交易行为等进行实时监控，并根据监控结果每日汇总监控信息，编制风险监控日报。

公司制定了《约定购回式证券交易业务风险管理办法》，对约定购回式证券交易业务风险控制目标、监控内容、相应监控部门职责及事后分析等方面做了明确的规定。

流动性风险管理

流动性风险指不能有效筹资或所持资产在不受价值损失的情况下无法迅速变现的风险。在流动性管理方面，公司逐步完善自有资金管理制度，坚持资金营运安全性、流动性和效益性相统一的原则，强化资金的集中统一管理。公司建立了以净资本为核心的风险控制指标监控管理体系，通过指标预警机制、敏感性分析和压力测试、保持净资本充足等管理机制，评估业务发展对净资本及流动性的影响，实现对流动性风险的监控和管理。2018—2020年末，公司净稳定资金率和流动性覆盖率逐年下降，其中净稳定资金率接近预警标准，但仍均符合监管要求。2021年一季度，公司净稳定资金率和流动性覆盖率均有所回升。

图 4 公司流动性指标情况 (单位: %)



资料来源: 公司风险控制指标报表, 联合资信整理

操作风险管理

操作风险是指由于内部程序、人员或系统的不足或过时以及外部事件等带来亏损的风险, 包括未能遵守现行法律、法规和公司内部制度所造成的损失。

公司建立了较为完善的操作风险控制体系, 针对各主要业务条线均制定了较为详尽的风险管理办法及合规管理规则。近年来, 公司不断加强内部控制体系建设, 完善相应的授权体系, 推进流程标准化, 深化前中后台岗位职责分离、相互监督的机制; 结合业务进展情况整合业务及管理资源, 采取实时监控的方式对操作风险进行控制, 不断推行营业部分级管理和网点优化措施; 制定对系统故障、通讯中断等突发性事件的应急预案, 并开展方案演练工作; 规范技术操作流程, 严格执行系统权限管理规定。风险管理部通过风险监控系統对经纪业务、自营业务和资产管理业务的交易行为进行实时监控, 并及时处理预警信息。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年财务报告, 均经普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具了无保留的审计意见; 2021 年 1—3 月财务报告未经审计。本报告财务分析中, 公司 2018、2019 年财务数据分别取自 2019、2020 年

审计报告期初数, 2020 年财务数据取自 2020 年审计报告期末数。

会计政策变更方面, 财政部于 2018 年颁布了修订后的《企业会计准则第 21 号—租赁》(以下简称“新租赁准则”), 该准则于 2019 年 1 月 1 日起实施。公司在编制 2019 年度财务报表时已采用该准则, 按照新租赁准则的过渡条款, 公司不对比较期间信息进行重述, 该准则的采用未对公司财务报表产生重大影响。

合并范围方面, 2018 年公司纳入合并范围的一级全资子公司 13 家, 一级控股子公司 3 家; 2019 年纳入合并范围的一级全资子公司 13 家, 一级控股子公司 2 家; 2020 年纳入合并范围的一级全资子公司 15 家, 一级控股子公司 2 家; 整体看合并范围变化不大, 财务报告的可比性较强。

截至 2020 年末, 公司合并资产总额 10529.62 亿元, 其中客户资金存款 1582.51 亿元、客户备付金 412.67 亿元; 负债总额 8670.80 亿元, 其中代理买卖证券款 2031.11 亿元; 所有者权益 1858.83 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 1817.12 亿元。2020 年, 公司营业收入为 543.83 亿元, 利润总额为 204.70 亿元, 净利润为 155.17 亿元, 其中归属于母公司所有者净利润为 149.02 亿元; 经营活动产生的现金流量净额为 1018.25 亿元, 现金及现金等价物净增加额 1050.34 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 11486.34 亿元，其中客户资金存款 1775.89 亿元、客户备付金 223.73 亿元；负债总额 9587.19 亿元，其中代理买卖证券款 2379.31 亿元；所有者权益 1899.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1859.47 亿元。2021 年一季度，公司营业收入为 163.97 亿元，利润总额为 68.42 亿元，净利润为 53.43 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 51.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 -177.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 -0.39 亿元。

2. 资金来源与流动性

公司负债总额持续增长，杠杆水平较高；公司债务结构以短期债务为主，需关注公司流动性管理情况。

2018—2020 年末，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 32.18%。公司负债以自有负债为主，近三年末占比均在 76% 以上。截至 2020 年末，公司负债总额 8670.80 亿元，较年初增长 38.45%，主要系代理买卖证券款和应付款项大幅增长综合所致，其中自有负债为 6522.48 亿元，较年初增长 31.88%。截至 2020 年末，公司负债

主要由卖出回购金融资产款（占比 22.87%）、代理买卖证券款（占比 23.42%）、应付款项（占比 13.72%）和应付债券（占比 19.84%）构成。

2018—2020 年末，公司卖出回购金融资产款不断增长，年均复合增长 27.66%；截至 2020 年末，卖出回购金融资产款 1982.99 亿元，较年初增长 13.67%，主要系公司通过债券质押式回购进行融资的规模增长所致。

2018—2020 年末，公司代理买卖证券款持续增长，年均复合增长 44.13%；截至 2020 年末，代理买卖证券款 2031.11 亿元，较年初大幅增长 64.66%，主要得益于证券市场回暖、行情走高，公司经纪业务规模增长使客户资金规模增长所致。

2018—2020 年末，公司应付款项逐年增长，年均复合增长 77.06%；截至 2020 年末，应付款项 1189.48 亿元，较年初大幅增长 181.81%，主要系应付客户保证金增长所致。

2018—2020 年末，公司应付债券规模持续增长，年均复合增长 21.45%；截至 2020 年末，应付债券余额 1719.88 亿元，较年初增长 36.49%，系公司发行债券所致。

表 11 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
负债总额	4963.01	6262.73	8670.80	9587.19
其中：卖出回购金融资产款	1216.69	1744.48	1982.99	2210.25
代理买卖证券款	977.74	1233.52	2031.11	2379.31
应付款项	379.42	422.08	1189.48	1484.50
应付债券	1165.92	1260.11	1719.88	1887.68
自有负债	3979.77	4953.59	6522.48	/
全部债务	3397.39	4332.29	5039.22	4968.25
其中：短期债务	2216.58	3068.35	3310.41	3072.15
长期债务	1180.82	1263.94	1728.81	1896.09
自有资产负债率	71.73	74.96	77.82	/
净资本/负债	28.91	23.35	16.51	/
净资产/负债	39.44	32.86	29.15	/

注：长短期债务计算未根据到期期限拆分应付债券
资料来源：公司财务报表和监管报表，联合资信整理

从杠杆水平来看，2018—2020 年末，随着负债规模的增长，公司杠杆水平持续上升，自有资产负债率逐年增长，截至 2020 年末，公司自

有资产负债率为 77.82%，处于行业较高水平；2018—2020 年末，由于负债规模的扩张，净资本/负债指标和净资产/负债指标均呈下降趋势；

截至 2020 年末，两指标分别为 16.51% 和 29.15%，均高于监管标准。

从债务情况来看，2018—2020 年末，公司全部债务规模不断增长，年均复合增长 21.79%，长期债务和短期债务均大幅增长；截至 2020 年末，全部债务 5039.22 亿元，较年初增长 16.32%，主要系应付债券增长带动长期债务大幅增长所致。

从债务期限结构来看，2018—2020 年末，公司全部债务主要由短期债务构成，连续三年占比均在 60% 以上；截至 2020 年末，公司的全部债务中，短期债务占比 65.69%，以卖出回购金融资产款为主。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额为 9587.19 亿元，较年初增长 10.57%。公司债务期

限结构偏短，需关注公司流动性管理情况。

2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，以交易性金融资产为主；公司资产流动性较好，整体资产质量较高。

2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 26.97%；公司资产以自有资产为主，近三年自有资产占比均在 80% 左右。截至 2020 年末，公司资产总额 10529.62 亿元，较年初增长 33.00%，其中自有资产较年初增长 26.83%。截至 2020 年末，公司资产主要由自有货币资金（占比 7.16%）、融出资金（占比 11.09%）、交易性金融资产（占比 39.89%）和买入返售金融资产（占比 3.73%）构成。

表 12 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
资产总额	6531.33	7917.22	10529.62	11486.34
其中：自有货币资金	454.34	547.35	754.42	789.37
融出资金	571.98	706.74	1167.41	1178.91
买入返售金融资产	673.70	588.30	392.27	346.41
交易性金融资产	2474.37	3553.48	4199.81	4779.73
自有资产	5548.08	6608.09	8381.31	/
自有资产/资产总额	84.95	83.46	79.60	/

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2018—2020 年末，公司货币资金持续增加，年均复合增长 39.71%；截至 2020 年末为 2336.93 亿元，较年初大幅增长 55.64%，主要系客户资金存款增加所致；其中自有货币资金为 754.42 亿元，较年初增长 37.83%，以银行存款为主。截至 2020 年末，使用受到限制的货币资金 75.29 亿元，占公司货币资金的 3.22%；存放在境外的货币资金 248.29 亿元，占公司货币资金的 10.62%。

2018—2020 年末，公司融出资金持续增长，年均复合增长 42.86%，主要系融资类业务规模增长所致；截至 2020 年末，融出资金为 1167.41 亿元，较年初大幅增长 65.18%。截至 2020 年末，公司融出资金担保物公允价值合计 5119.04 亿元，能够对融出资金形成充分覆盖。截至 2020 年末，公司融出资金业务强制平仓合约终止后客户尚

未归还款项为 2.70 亿元，融出资金减值准备余额为 15.34 亿元。

公司交易性金融资产主要由债券、股票和公募基金构成。2018—2020 年末，公司交易性金融资产公允价值持续增长，年均复合增长 30.28%；截至 2020 年末，公司交易性金融资产公允价值 4199.81 亿元，较上年末增长 18.19%，主要系股票投资增长所致。

2018—2020 年末，公司买入返售金融资产规模持续下滑，年均复合下降 23.69%。截至 2020 年末，公司买入返售金融资产为 392.27 亿元，较上年末下降 33.32%，主要系股票质押式回购和债券质押式回购业务规模下滑综合所致。截至 2020 年末，债券质押式回购为 87.71 亿元，较年初下降 28.97%；股票质押回购为 317.24 亿元，较年初下降 21.64%；股票质押式回购的剩

余期限来看，剩余期限以 3 个月以上至 1 年以内为主，占比 52.89%。公司买入返售金融资产担保物账面价值为 1254.02 亿元，对本金的覆盖比例为 319.69%；买入返售金融资产减值准备余额 80.39 亿元，计提比例 17.01%。

截至 2020 年末，公司受限资产合计 1848.57 亿元，占期末资产总额的 17.56%，主要为交易性金融资产中有承诺条件的金融资产。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额合计 11486.34 亿元，较年初增长 9.09%。

3. 资本充足性

公司所有者权益规模逐年增长，所有者权益稳定性一般；各项风险控制指标均优于监管标准，资本充足性较好。

2018—2020 年末，公司所有者权益规模不断增长，年均复合增长 8.87%。截至 2020 年末，公司所有者权益为 1858.83 亿元，较年初增长 12.35%，其中归母所有者权益为 1817.12 亿元；

归母所有者权益中，实收资本占比 7.11%、资本公积占比 36.12%、未分配利润占比 35.64%、一般风险准备占比 15.76%，其余占比较少，所有者权益稳定性一般。从利润分配情况来看，针对 2018—2019 年度利润，公司现金分红 42.41 亿元、64.63 亿元，2020 年度利润拟分红 51.71 亿元，分别占当期合并报表归属于母公司股东净利润的 45.16%、52.85% 和 34.70%，利润留存对公司所有者权益补充效果一般。

2018—2020 年末，公司母公司口径（下同）净资产规模持续增长，净资本规模有所波动但整体变化不大，2020 年末净资本较年初有所减少，主要系母公司长期股权投资增加所致；净资本/净资产呈持续下降趋势。2018—2020 年末，公司风险覆盖率和资本杠杆率呈波动下降趋势，各项指标均持续优于各项监管预警标准。本期永续次级债发行将进一步提升公司净资本水平。

表 13 公司风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	监管标准	预警指标
净资本	919.96	949.04	859.06	905.06	--	--
净资产	1254.76	1335.58	1517.05	1544.70	--	--
各项风险资本准备之和	/	566.63	549.51	586.81	--	--
风险覆盖率	183.92	201.05	154.96	154.23	≥100	≥120
资本杠杆率	16.22	19.61	14.95	13.90	≥8	≥9.6
净资本/净资产	73.32	71.06	56.63	58.59	≥20	≥24

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益合计 1899.15 亿元，较年初小幅增长 2.17%；所有者权益结构变化不大，稳定性仍一般。截至 2021 年 3 月末，公司净资本 905.06 亿元，较上年末增长 5.35%，风险覆盖率和资本杠杆率分别为 154.23% 和 13.90%，较上年末变动较小。

2021 年 7 月，公司发布公告称，中国证监会决定对公司配股申请予以受理，未来配股若顺利完成，公司资本实力将进一步提升。

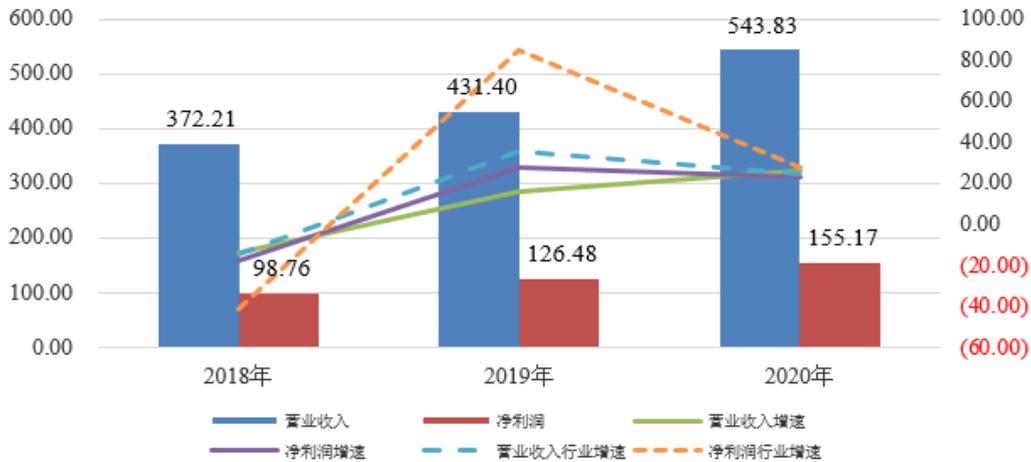
4. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业收入、净利润均

不断增长，盈利水平持续提升，整体盈利能力很强。

2018—2020 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 20.88%；2020 年，公司实现营业收入 543.83 亿元，同比增长 26.06%。在营业收入增长的带动下，2018—2020 年，公司净利润持续增长，年均复合增长 25.34%；2020 年，实现净利润 155.17 亿元，同比增长 22.68%；公司营业收入增速高于行业平均增速，但净利润增速低于行业平均增速（行业平均营业收入增速 24.41%，行业平均净利润增速 27.98%）。

图5 公司营业收入和净利润情况(单位:亿元、%)



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

从营业支出来看,2018—2020年,公司营业支出持续增长,年均复合增长15.75%,主要由业务及管理费和各类减值损失(包括信用减值损失和其他资产减值损失)构成,以业务及管理费为主,三年占比分别为60.78%、67.21%和59.70%。2020年,公司营业支出为337.44亿元,同比增长29.15%,主要系业务及管理费增长以

及信用减值损失增长综合所致。2020年,公司计提信用减值损失65.81亿元,同比大幅增长247.89%,主要系受市场波动影响,买入返售金融资产、融出资金及其他债权投资减值损失计提大幅增加所致。2020年,公司计提其他资产减值损失4.95亿元,同比减少29.15%,主要系商誉减值损失计提减少所致。

表14 公司营业支出构成(单位:亿元、%)

项目	2018年		2019年		2020年		2021年1—3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
业务及管理费	153.08	60.78	175.62	67.21	201.45	59.70	62.86	65.5
各类减值损失	22.11	8.78	25.90	9.91	70.76	20.97	3.93	4.11
营业支出	251.85	100.00	261.29	100.00	337.44	100.00	95.60	100.00

注:各类减值损失含其他资产减值损失和信用减值损失
资料来源:公司财务报告,联合资信整理

2020年,公司营业费用率和薪酬收入比均有所下降,成本管控能力有所提升。从盈利指标来看,2020年营业利润率有所下降,主要系营

业收入增幅大于净利润增幅所致;自有资产收益率同比变化不大,净资产收益率同比增长0.98个百分点。整体看,公司盈利水平持续提升。

表15 公司盈利指标(单位:%)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
营业费用率	41.13	40.71	37.04	38.34
薪酬收入比	28.28	28.84	27.10	/
营业利润率	32.34	39.43	37.95	41.69
自有资产收益率	1.83	2.08	2.07	/
净资产收益率	6.37	7.85	8.83	5.63

注:2021年1—3月相关指标未经年化
资料来源:公司财务报告,联合资信整理

2021年1—3月,公司实现营业收入163.97亿元,同比增长27.58%;营业支出95.60亿元,

同比增长 30.62%；其中业务及管理费 62.86 亿元，其他资产减值损失 0.49 亿元，信用减值损失 3.43 亿元。同期，公司实现利润总额 68.42 亿元、净利润 53.43 亿元，同比分别增长 23.67% 和 26.52%。

根据公司披露的 2021 年半年度业绩快报，

2021 年上半年公司营业收入和利润总额分别为 377.21 亿元和 162.91 亿元，分别同比增长 41.04% 和 37.20%，整体经营业绩良好。

从同行业对比来看，在规模相近的证券公司中，公司杠杆水平偏高，盈利稳定性强，盈利能力指标与样本公司平均水平基本相同。

表 16 截至 2020 年末证券公司行业财务指标比较（单位：%）

项目	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
申万宏源证券有限公司	9.01	2.23	30.47	23.85	77.11
中国银河证券股份有限公司	9.50	2.51	32.92	34.22	76.39
华泰证券股份有限公司	8.43	2.38	48.23	34.70	74.42
上述样本平均值	8.98	2.37	37.21	30.92	75.97
中信证券	8.83	2.05	37.04	19.69	78.10

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险较低。

截至 2020 年末，公司为子公司发行的境外中期票据、欧洲商业票据、次级债券以及业务开展过程涉及的交易提供了担保，担保总额合计 537.41 亿元，占公司净资产的比例为 29.58%；除为子公司提供担保外，未有其他对外担保的情况。

截至 2020 年末，公司 1000 万元以上金额作为被告的未决诉讼 1 件，为信业股权投资管理有限公司（以下简称“信业公司”）诉公司及间接子公司金石泽信投资管理有限公司（以下简称“金石泽信”）委托合同纠纷一案，信业公司要求公司和金石泽信支付项目管理费及违约金等共计人民币 13958 万元。北京三中院已正式受理该案件，并于 2021 年 1 月 15 日、4 月 15 日开庭审理，截至报告出具日，尚未作出判决。公司已根据相关规定对案件中涉及的潜在损失进行了计提。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券为永续次级债券，本期债券发行后能对公司净资本形成良好补充，相关财务指标对本期债券本金的覆盖倍数良好；加之公司

自身资本实力很强，行业地位突出，经营竞争力很强，公司对本期债券的偿还能力极强。

1. 本期债券发行对公司现有债务的影响

本期债券为永续次级债券，公司根据相关规定将本期债券计入权益，但考虑到本篇报告需对本期债券偿债能力进行分析，故以下测算将视其为普通有息债务。

截至 2020 年末，公司全部债务规模为 5039.22 亿元，自有负债率为 77.82%。本期债券发行规模为不超过 80.00 亿元（含），假设发行规模为 80.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发行规模较小。以 2020 年末财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，公司自有资产负债率较发行前上升 0.21 个百分点至 78.03%，对公司现有债务水平影响有限，债务水平仍属较高。

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 80.00 亿元估算相关指标对本期债券本金的保障倍数（见下表）。各项指标对本期债券本金的覆盖程度均很好。

表17 本期债券偿付能力指标 (单位: 倍)

项目	2020年
净资产(母公司口径)/本期债券本金	18.96
EBITDA/本期债券本金	4.38
净利润/本期债券本金	1.94

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

十一、结论

公司作为全国性综合类上市证券公司, 各项业务牌照齐全, 拥有综合化经营的发展模式, 多项业务处于行业龙头地位, 具备极强的行业竞争力。近年来, 公司各项业务稳步发展, 风险管理水平良好。公司资产规模大且流动性较好, 资本实力很强, 资本充足性较好。

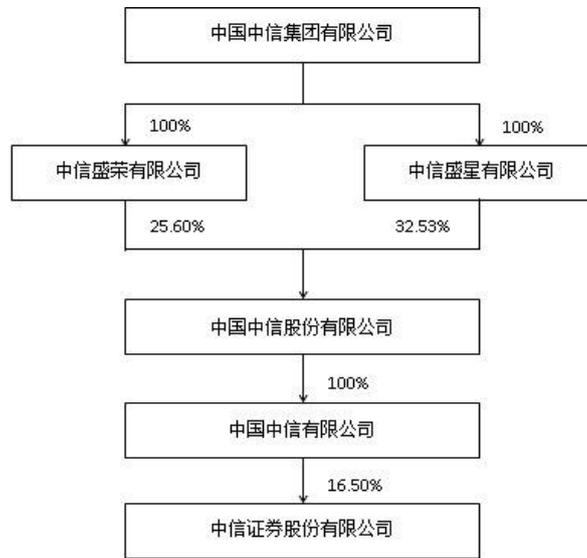
同时, 联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化以及近年来公司杠杆水平上升较快、债务结构偏短期等因素可能对公司经营带来的不利影响。

本期债券为次级债券, 相对于公司目前的债务规模, 本期债券发行规模较小, 发行后将对公司净资本形成较好补充, 主要财务指标对本期债券本金的保障效果良好。

未来随着资本市场的持续发展和各项业务的稳步推进, 公司业务规模和盈利水平有望进一步提升, 整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体违约风险极低, 本期债券偿还能力极强。

附件 1-1 截至 2020 年底中信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 2020 年底中信证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
自有资产 (亿元)	5548.08	6608.09	8381.31	/
自有负债 (亿元)	3979.77	4953.59	6522.48	/
所有者权益 (亿元)	1568.31	1654.50	1858.83	1899.15
优质流动资产/总资产 (%)	/	/	/	/
自有资产负债率 (%)	71.73	74.96	77.82	79.14
营业收入 (亿元)	372.21	431.40	543.83	163.97
利润总额 (亿元)	124.66	169.95	204.70	68.42
营业利润率 (%)	32.34	39.43	37.95	41.69
营业费用率 (%)	41.13	40.71	37.04	38.34
薪酬收入比 (%)	28.28	28.84	27.10	/
自有资产收益率 (%)	1.83	2.08	2.07	/
净资产收益率 (%)	6.37	7.85	8.83	5.63
盈利稳定性 (%)	10.59	12.95	19.69	/
净资本 (亿元)	919.96	949.04	859.06	905.06
风险覆盖率 (%)	183.92	201.05	154.96	154.23
资本杠杆率 (%)	16.22	19.61	14.95	13.90
流动性覆盖率 (%)	247.92	149.74	141.83	171.78
净稳定资金率 (%)	156.16	131.15	124.15	127.91
信用业务杠杆率 (%)	61.01	67.19	79.87	/
短期债务 (亿元)	2216.58	3068.35	3310.41	3072.15
长期债务 (亿元)	1180.82	1263.94	1728.81	1896.09
全部债务 (亿元)	3397.39	4332.29	5039.22	4968.25
EBITDA/本期债券发行金额 (倍)	3.08	3.72	4.38	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；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. 2021 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 本期债券发行规模按 80.00 亿元计算

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
年均增长率或变动率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产 ×100%
营业利润率	营业利润/营业收入 ×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入 ×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入 ×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) /2] × 100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] × 100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值 ×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益 ×100%;
优质流动资产/总资产	优质流动资产/总资产 ×100%; 优质流动资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

注: 短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+融入资金+交易性金融负债+卖出回购金融资产+其他负债科目中的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 中信证券股份有限公司面向专业投资者公开发行 2021 年 永续次级债券（第二期）的跟踪评级安排

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

中信证券股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中信证券股份有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对中信证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，中信证券股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

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

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。