

中邮证券有限责任公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4605号

联合资信评估股份有限公司通过对中邮证券有限责任公司及其相关债券的信用状况进行综合分析和评估，确定维持中邮证券有限责任公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“24中邮02”“24中邮01”“22中邮01”和“23中邮01”的信用等级为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：

二〇二四年六月二十七日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受中邮证券有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

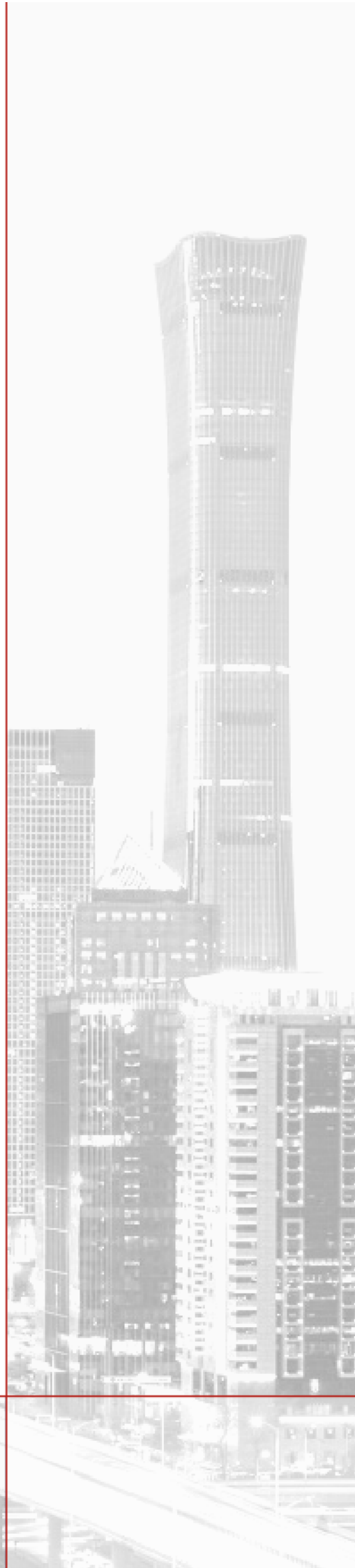
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



中邮证券有限责任公司

2024 年跟踪评级报告

| 项目 | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 评级时间 |
|-----------------------------------------|----------|----------|------------|
| 中邮证券有限责任公司 | AA+/稳定 | AA+/稳定 | 2024/06/27 |
| 中国邮政集团有限公司 | AAApi/稳定 | AAApi/稳定 | |
| 24 中邮 02/24 中邮 01/ 22 中邮 01/23 中邮 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |

评级观点

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）作为全国综合性中型证券公司之一，跟踪期内，法人治理结构完善，内部控制体系健全，风险管理水平较高；2023 年，公司收入规模有所增长，其中证券投资业务和投资银行业务收入增长较多，收入结构更加均衡；资产管理业务发展较好。截至 2023 年末，流动性和资本充足性较好，杠杆水平小幅下降，为行业一般水平。2023 年，公司盈利指标有所下降，盈利能力偏弱，盈利稳定性偏弱。

“24 中邮 02”“24 中邮 01”“22 中邮 01”和“23 中邮 01”由中国邮政集团有限公司（以下简称“邮政集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保显著提升了本次跟踪债券的信用水平。

个体调整：无。

外部支持调整：控股股东邮政集团很强，能够在资本补充、业务资源、业务协同等方面给予公司较大支持。

评级展望

未来，随着资本市场的持续发展、公司各项业务的推进以及股东的不断支持，公司业务规模有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司业务竞争力持续增强，行业竞争力持续大幅提升；资本实力显著增强。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大风险、合规事件或治理内控问题，预期对公司业务开展、融资能力等造成严重影响；流动性覆盖率和净稳定资金率大幅下降，资产流动性明显降低。

优势

- **股东背景很强，能够对公司提供较大支持。**公司作为邮政集团金融体系中具有重要战略地位的子公司，股东背景很强且受股东支持力度较大。邮政集团能够以其强大的邮政网络资源和金融业务布局为公司提供较大支持。
- **公司资产流动性和资本充足性较好。**截至 2023 年末，公司优质流动性资产规模较大且占比较高，资产流动性较好；主要风险控制指标均持续优于监管指标，整体资本充足性较好。
- **担保方邮政集团很强。**担保方邮政集团行业地位突出，资本实力非常强，经营稳健，具备很强的综合经营竞争力，其提供的担保显著提升了本次跟踪债券的信用水平。

关注

- **公司经营易受外部环境影响，盈利能力有待提升。**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。公司盈利能力偏弱，盈利稳定性偏弱。
- **公司短期债务占比很高，需对流动性管理情况保持关注。**截至 2023 年末，公司一年内到期的债务占比为 80.56%，存在较大集中偿付压力，需对公司流动性管理保持关注。
- **担保方邮政集团主要业务面临较大竞争压力。**近年来民营快递企业以低价竞争策略获得了较大市场份额，未来公司包裹快递业务发展将面临较大竞争压力。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 证券公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
|---------------|------|-------|--------|-----------------|
| 经营风险 | C | 经营环境 | 宏观经济 | 2 |
| | | | 行业风险 | 3 |
| | | 自身竞争力 | 公司治理 | 2 |
| | | | 风险管理 | 3 |
| | | | 业务经营分析 | 3 |
| | | | 未来发展 | 2 |
| 财务风险 | F1 | 偿付能力 | 盈利能力 | 4 |
| | | | 资本充足性 | 2 |
| | | | 杠杆水平 | 1 |
| | | 流动性 | 1 | |
| 指示评级 | | | | aa ⁻ |
| 个体调整因素：无 | | | | -- |
| 个体信用等级 | | | | aa ⁻ |
| 外部支持调整因素：股东支持 | | | | +2 |
| 评级结果 | | | | AA ⁺ |

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

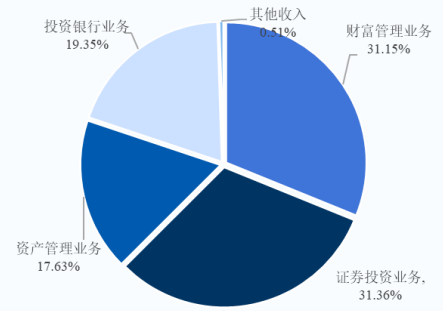
公司主要财务数据

| 项目 | 合并口径 | | |
|----------------|--------|--------|--------|
| | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
| 资产总额（亿元） | 174.86 | 188.97 | 211.47 |
| 自有资产（亿元） | 150.79 | 164.78 | 185.95 |
| 自有负债（亿元） | 89.31 | 103.45 | 111.99 |
| 所有者权益（亿元） | 61.48 | 61.33 | 73.96 |
| 自有资产负债率（%） | 59.23 | 62.78 | 60.23 |
| 营业收入（亿元） | 6.63 | 5.10 | 8.12 |
| 利润总额（亿元） | 1.84 | 0.14 | 0.24 |
| 营业利润率（%） | 27.90 | 3.41 | 2.46 |
| 营业费用率（%） | 73.44 | 100.50 | 95.37 |
| 薪酬收入比（%） | 57.23 | 78.82 | 71.95 |
| 自有资产收益率（%） | 1.39 | 0.33 | 0.27 |
| 净资产收益率（%） | 2.81 | 0.84 | 0.70 |
| 盈利稳定性（%） | 13.79 | 65.18 | 105.52 |
| 短期债务（亿元） | 86.54 | 91.03 | 89.30 |
| 长期债务（亿元） | 0.28 | 10.55 | 20.64 |
| 全部债务（亿元） | 86.82 | 101.58 | 109.94 |
| 短期债务占比（%） | 99.67 | 89.61 | 81.22 |
| 信用业务杠杆率（%） | 44.55 | 33.38 | 29.22 |
| 核心净资本（亿元） | 59.76 | 58.90 | 62.82 |
| 附属净资本（亿元） | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净资本（亿元） | 59.76 | 58.90 | 62.82 |
| 优质流动性资产（亿元） | 27.78 | 50.71 | 59.22 |
| 优质流动性资产/总资产（%） | 18.42 | 30.77 | 31.86 |
| 净资本/净资产（%） | 97.21 | 96.02 | 85.04 |
| 净资本/负债（%） | 66.92 | 56.94 | 56.10 |
| 净资产/负债（%） | 68.84 | 59.30 | 65.97 |
| 风险覆盖率（%） | 236.34 | 257.31 | 255.43 |
| 资本杠杆率（%） | 39.26 | 35.02 | 33.12 |
| 流动性覆盖率（%） | 157.48 | 345.10 | 460.45 |
| 净稳定资金率（%） | 201.48 | 210.33 | 200.14 |

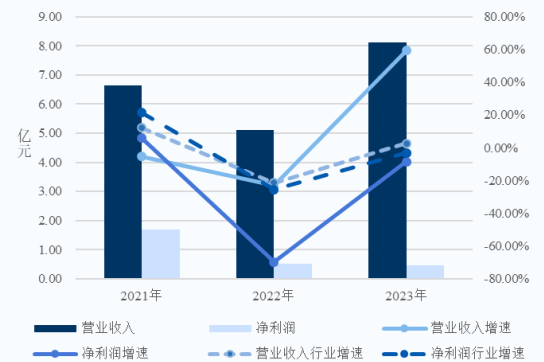
注：1.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2.本报告涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径

资料来源：联合资信根据公司财务报表及风险控制指标监管报表整理

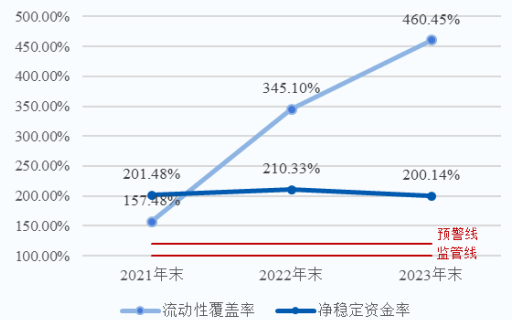
2023年公司收入构成



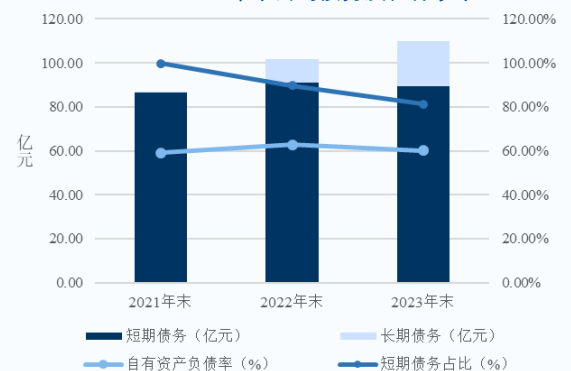
2021—2023年公司营业收入及净利润情况



2021—2023年末公司流动性指标



2021—2023年末公司债务及杠杆水平



跟踪评级债项概况

| 债券简称 | 发行规模 (亿元) | 债券余额 (亿元) | 到期兑付日 | 特殊条款 |
|----------|-----------|-----------|------------|--------------|
| 24 中邮 02 | 5.00 | 5.00 | 2029/01/15 | -- |
| 24 中邮 01 | 5.00 | 5.00 | 2027/01/15 | -- |
| 22 中邮 01 | 10.00 | 10.00 | 2027/03/23 | 调整票面利率、赎回、回售 |
| 23 中邮 01 | 10.00 | 10.00 | 2026/03/20 | 赎回、调整票面利率、回售 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

评级历史

| 债项简称 | 债项评级结果 | 主体评级结果 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|----------|--------|--------|------------|---------|------------------------------------------------------------|----------------------|
| 24 中邮 02 | AAA/稳定 | AA+/稳定 | 2023/12/29 | 刘 嘉 杨晓丽 | 证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208 | 阅读全文 |
| 24 中邮 01 | AAA/稳定 | AA+/稳定 | 2023/12/29 | 刘 嘉 杨晓丽 | 证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208 | 阅读全文 |
| 22 中邮 01 | AAA/稳定 | AA+/稳定 | 2023/06/27 | 张 伟 杨晓丽 | 证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208 | 阅读全文 |
| | AAA/稳定 | AA+/稳定 | 2022/03/11 | 董日新 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 |
| 23 中邮 01 | AAA/稳定 | AA+/稳定 | 2023/06/27 | 张 伟 杨晓丽 | 证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208 | 阅读全文 |
| | AAA/稳定 | AA+/稳定 | 2023/02/27 | 张 伟 杨晓丽 | 证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208 | 阅读全文 |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘 嘉 liujia@lhratings.com

项目组成员：余晓艳 yuxy@lhratings.com | 张琀 zhangshen@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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)



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司前身为 2002 年 6 月经中国证监会批复、由原西安财政证券服务中心改制设立的西安华弘证券经纪有限责任公司，初始注册资本为 0.53 亿元。后经多次增资。截至 2023 年末，公司注册资本为 50.60 亿元，实收资本为 58.60 亿元（暂未完成营业执照变更），控股股东为中国邮政集团有限公司（以下简称“邮政集团”），直接和间接持股比例合计为 91.83%。邮政集团由中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）依据国家法律、行政法规等规定代表国务院履行出资人职责，因此公司实际控制人为财政部（股权结构详见附件 1-1）。截至 2024 年 3 月末，公司股权不存在被股东质押融资的情况。

公司主营证券业务，包括财富管理业务、投资银行业务、资产管理业务、证券投资业务等。截至 2024 年 5 月末，公司共设置 18 个总部部门，设立 27 家分公司，包括北京证券资产管理分公司（以下简称“资管分公司”）及 26 家各省市级分公司；共设 32 家证券营业部（陕西省 7 家），组织架构图详见附件 1-2；公司合并范围内共 1 家子公司，为中邮证券投资（北京）有限公司（以下简称“中邮投资”，公司持股比例 100.00%）。

公司注册地址：陕西省西安市唐延路 5 号（陕西邮政信息大厦 9~11 层）；法定代表人：郭成林。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 5 月末，公司本次跟踪债券情况见下表，均为普通债券，合计金额为 30.00 亿元；募集资金均已按指定用途使用，其中“24 中邮 02”和“24 中邮 01”尚未到首个付息日，其余跟踪债券均在付息日正常付息。其中“22 中邮 01”设置投资者回售选择权，债券持有人有权在本期债券存续期的第 3 年将持有的全部或部分债券回售给公司；设置赎回选择权，公司有权在本期债券存续期间的第 3 年末赎回债券全部未偿份额。“23 中邮 01”设置投资者回售选择权，债券持有人有权在本期债券品种一存续期的第 2 年末将其持有的全部或部分本期债券回售给公司；设置赎回选择权，公司有权在本期债券品种一存续期的第 2 年末赎回本期债券全部未偿份额。

图表 1 • 本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 起息日 | 期限 |
|----------|----------|----------|------------|-------|
| 24 中邮 02 | 5.00 | 5.00 | 2024/01/15 | 5 年 |
| 24 中邮 01 | 5.00 | 5.00 | 2024/01/15 | 3 年 |
| 22 中邮 01 | 10.00 | 10.00 | 2022/03/23 | 3+2 年 |
| 23 中邮 01 | 10.00 | 10.00 | 2023/03/20 | 2+1 年 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信

心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024年一季度报）》。

五、行业分析

2023年，证券公司经营表现一般；证券公司业务同质化严重，头部效应显著。2024年行业严监管基调持续，利于行业规范发展；随着资本市场改革持续深化，证券公司运营环境有望持续向好，整体行业风险可控。

证券公司业绩和市场高度挂钩、盈利波动性大。2023年，股票市场指数震荡下行，交投活跃程度同比小幅下降；债券市场规模有所增长，在多重不确定性因素影响下，收益率窄幅震荡下行。受上述因素综合影响，2023年证券公司业绩表现同比小幅下滑。

证券公司发展过程中存在业务同质化严重等特点，大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面较中小券商具备优势。行业分层竞争格局加剧，行业集中度维持在较高水平，中小券商需谋求差异化、特色化的发展道路。

“严监管，防风险”仍是监管的主旋律，新《证券法》等纲领性文件的出台，将进一步推动资本市场和证券行业健康有序发展。2024年，证券公司出现重大风险事件的概率仍较小，涉及业务资质暂停的重大处罚仍是影响券商个体经营的重要风险之一。未来，随着资本市场改革持续深化，证券市场景气度有望得到提升，证券公司运营环境有望持续向好，证券公司资本实力以及盈利能力有望增强。

完整版证券行业分析详见《2024年证券行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司实收资本有所增长，资本实力处于行业较强水平；控股股东和实际控制人未发生变更。

2023年，公司股东对公司进行2次增资，第一次，邮政集团对公司增资6.90亿元，其中4.82亿元计入注册资本（实收资本）；第二次，邮政集团和中邮资本管理有限公司（以下简称“中邮资本”）合计以现金出资4.57亿元，其中3.17亿元计入注册资本（实收资本），1.40亿元计入资本公积。跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变更。

公司是全国综合性中型证券公司之一，业务牌照较齐全；分支机构及网点分布于全国各主要省市，分布范围有限。从资本实力上看，截至2023年末，公司合并口径资产总额211.47亿元，母公司口径净资本62.82亿元，处于行业中游水平。

公司综合实力一般，故所选比较企业综合实力均位居行业中游。与所选可比企业相比，公司资本实力处于较高水平，但盈利指标表现偏弱，盈利稳定性偏弱，杠杆水平相对较高。

图表2·2023年同行业公司竞争力对比情况

| 对比指标 | 中邮证券 | 粤开证券 | 万联证券 | 华宝证券 |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 净资本（亿元） | 62.82 | 46.47 | 90.96 | 47.05 |
| 净资产收益率（%） | 0.70 | 0.65 | 3.77 | 4.07 |
| 盈利稳定性（%） | 105.52 | 65.56 | 6.29 | 13.45 |
| 资本杠杆率（%） | 33.12 | 27.09 | 22.14 | 25.30 |

注：粤开证券股份有限公司简称为粤开证券，万联证券有限公司简称为万联证券；华宝证券股份有限公司简称为华宝证券
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）管理水平

2023年以来，公司组织架构未发生重大变化；制定、修订了多项制度，内部控制水平有所提升；部分高级管理人员发生变动，对公司日常经营未产生负面影响。随着监管日益趋严，对公司内控管理水平提出了更高要求。

2023年以来，公司组织架构未发生重大变化；公司2024年制定、修订了包括合规管理、反洗钱管理、利益冲突管理、信息隔离墙管理、客户交易行为管理等内容的管理规定、实施细则等多项制度，内部控制水平有所提升。

2023年以来，公司董事未发生变更；部分高级管理人员发生变更；监事会进行换届。上述人员变动对公司经营情况未产生重大不利影响。

受到行政处罚及监管措施方面，2023年8月，公司被出具警示函1次，主要内容为公司部分事项治理不完善，“三会一层”部分方面运作不规范。公司已于2023年10月向陕西证监局报送了整改报告。截至2023年10月末，公司对于上述问题均已完成相关整改工作并提交书面整改报告。

（三）经营分析

1 经营概况

2023年，公司营业收入同比大幅增长，其中证券投资业务和投资银行业务收入增长较多，收入结构更加均衡。

2023年，公司营业收入同比大幅增长59.24%，主要系证券投资及投资银行业务收入增长所致；当期营业收入增幅高于行业平均增幅（2.77%）。

收入结构方面，2023年，证券投资业务成为公司第一大收入来源，占比同比上升19.79个百分点；财富管理业务为公司第二大收入来源，受证券投资业务和投资银行业务收入增加影响，财富管理业务收入占比同比下降19.65个百分点；资产管理业务收入规模同比变动不大，占比同比下降8.94个百分点；投资银行业务收入及占比均同比增长；其他业务收入对营业收入贡献度很小。

图表3·公司营业收入结构

| 项目 | 2021年 | | 2022年 | | 2023年 | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 金额（亿元） | 占比（%） | 金额（亿元） | 占比（%） | 金额（亿元） | 占比（%） |
| 财富管理业务 | 3.65 | 54.98 | 2.59 | 50.80 | 2.53 | 31.15 |
| 证券投资业务 | 1.56 | 23.50 | 0.59 | 11.57 | 2.55 | 31.36 |
| 资产管理业务 | 0.90 | 13.56 | 1.36 | 26.57 | 1.43 | 17.63 |
| 投资银行业务 | 0.51 | 7.70 | 0.52 | 10.28 | 1.57 | 19.35 |
| 其他收入 | 0.02 | 0.27 | 0.04 | 0.77 | 0.04 | 0.51 |
| 合计 | 6.63 | 100.00 | 5.10 | 100.00 | 8.12 | 100.00 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 业务经营分析

（1）财富管理业务

2023年，公司代理买卖证券业务规模同比有所增长，市场份额小幅提升；融资融券业务规模有所增长，股票质押业务规模进一步下降，信用业务杠杆率处于行业很低水平。

公司财富管理业务主要包括证券经纪业务及信用交易业务。2023年，公司财富管理业务收入2.53亿元，同比变动不大。截至2024年5月末，公司拥有58家分支机构（不含资管分公司），主要包括26家省市级分公司和32家营业部（其中陕西省7家）。

公司证券经纪业务主要为代理买卖证券业务，公司代理买卖证券业务以股票为主。2023年，公司代理买卖证券业务交易额同比增长16.52%。其中，股票交易额同比增长15.22%，市场份额同比小幅增长；基金交易额同比增长71.52%，市场份额同比小幅增长；债券交易额和市场份额同比均变动不大；佣金率小幅提升。受以上因素综合影响，公司证券经纪业务净收入同比增长7.14%至0.90亿元。

代销金融产品方面，2023年，公司代销金融产品收入为0.06亿元，同比下降28.72%，主要系代销规模减少所致。

图表4·公司代理买卖证券业务情况

| 项目 | 2021年 | | 2022年 | | 2023年 | |
|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 交易额（亿元） | 市场份额（%） | 交易额（亿元） | 市场份额（%） | 交易额（亿元） | 市场份额（%） |
| 股票 | 2586.04 | 0.10 | 2226.61 | 0.10 | 2565.60 | 0.12 |
| 基金 | 74.46 | 0.04 | 85.02 | 0.04 | 145.83 | 0.05 |
| 债券 | 58.15 | 0.02 | 78.70 | 0.02 | 73.82 | 0.02 |

| | | | | | | |
|---------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 合计 | 2718.65 | 0.09 | 2390.33 | 0.08 | 2785.25 | 0.10 |
| 证券经纪业务净收入（亿元） | | 1.10 | | 0.84 | | 0.90 |
| 佣金率（%） | | 0.0333 | | 0.0273 | | 0.0298 |

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司信用交易业务主要包括融资融券和股票质押式回购交易。

融资融券业务方面，2023年，公司客户结构实现优化。截至2023年末，公司融资融券账户数目较上年末有所增加，融资融券余额亦较上年末增长26.91%，主要系公司加大对融资融券业务的拓展力度所致。2023年，由于市场及公司利率下行，当期融资融券利息收入较上年变动不大。截至2023年末，公司针对融出资金计提减值准备0.07亿元，计提比例0.56%。

股票质押业务方面，随着市场上股票质押业务风险增加及相关监管要求，公司持续压降股票质押式回购业务规模，截至2023年末，股票质押待回购余额较上年末进一步下降10.19%，整体规模不大，当期股票质押业务利息收入同比下降23.08%。

截至2023年末，公司信用业务杠杆率较上年末下降4.16个百分点至29.22%，处于行业很低水平。

截至2024年3月末，公司信用业务涉及2个违约项目，规模0.18亿元，其中融资融券业务0.05亿元，股票质押业务0.13亿元，已计提减值准备合计0.06亿元，其中一个法院已发布终本裁定书，另一个项目正在进行违约处置，通过卖出质押股票逐步回收债权。

图表5·公司信用交易业务情况

| 项目 | 2021年/末 | 2022年/末 | 2023年/末 |
|----------------|---------|---------|---------|
| 融资融券账户数目（个） | 3180 | 3326 | 3685 |
| 融资融券余额（亿元） | 13.36 | 10.07 | 12.78 |
| 融资融券利息收入（亿元） | 0.91 | 0.68 | 0.66 |
| 股票质押待回购余额（亿元） | 11.72 | 9.81 | 8.81 |
| 股票质押业务利息收入（亿元） | 0.84 | 0.65 | 0.50 |
| 信用业务杠杆率（%） | 44.55 | 33.38 | 29.22 |

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（2）投资银行业务

2023年，公司投资银行业务收入同比大幅增长；债券承销和股权融资金额均实现增长。截至2024年3月末，公司投资银行业务项目储备情况较好。

公司投资银行业务主要包括债券承销业务、股权融资业务、新三板业务和财务顾问业务。2023年，公司投资银行业务实现收入1.57亿元，同比大幅增长201.92%，主要系股权融资和债券承销金额增长所致。

债券承销方面，公司债券融资业务主要包括企业债券、公司债券、资产证券化产品等固定收益类证券的承销。公司以债券项目为投行业务发展重点，2023年以来，公司大力拓展市场渠道、加大与邮储银行的协同力度，当期债券承销金额同比大幅增长56.77%。股权承销方面，2023年，公司股权融资金额同比增长24.98%，完成1个IPO项目（中邮科技股份有限公司）。财务顾问业务方面，公司财务顾问业务类型主要包括咨询、改制、重大资产重组、股权转让等，2023年，公司财务顾问业务数量同比增加0.91倍。新三板业务方面，2023年实现收入的新三板项目8个，同比上年增加2个。

从公司投资银行业务项目储备情况来看，截至2024年3月末，公司在审项目23个（含债券20个、ABS3个）；已拿批文未实施项目14个（含债券13个、ABS1个）。

图表6·公司投行业务情况

| 业务类型 | 2021年 | | 2022年 | | 2023年 | |
|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| | 数量（个） | 金额（亿元） | 数量（个） | 金额（亿元） | 数量（个） | 金额（亿元） |
| 股权融资 | 0 | 0.00 | 3 | 70.15 | 2 | 87.67 |
| 其中：IPO | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 1 | 1.72 |
| 再融资 | 0 | 0.00 | 3 | 70.15 | 1 | 85.95 |

| | | | | | | |
|-----------|-----------|---------------|-----------|---------------|------------|---------------|
| 债券承销 | 27 | 174.86 | 37 | 221.34 | 63 | 347.00 |
| 新三板 | 11 | / | 6 | / | 8 | / |
| 财务顾问 | 10 | / | 22 | / | 42 | / |
| 合计 | 48 | 174.86 | 68 | 291.49 | 115 | 434.67 |

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

(3) 证券投资业务

截至 2023 年末，公司证券投资规模较上年末小幅增长，投资结构仍以债券为主；当期证券投资业务收入同比大幅增长。近年来，债券违约事件频发且证券市场波动加剧，需关注证券投资业务所面临的信用风险和市场风险。

2023 年，公司证券投资业务实现收入 2.55 亿元，同比大幅增长 332.20%，主要因固收业务收入增长。

从投资规模来看，2023 年，公司证券投资业务规模较上年末小幅增长 1.32%；其中，债券投资规模较上年末增长 3.96%；股票投资规模较上年末调增 41.33%，基金投资规模调降 57.02%，资管计划投资规模基本保持稳定。债券仍为最主要的投资品种，其余投资品种规模较小。

截至 2023 年末，公司母公司口径自营权益类证券及证券衍生品/净资本指标较上年末下降 1.63 个百分点；自营非权益类证券及证券衍生品/净资本指标较上年末变化不大，两项指标均优于监管标准（≤100%和≤500%）。

截至 2024 年 3 月末，公司证券投资业务持有的 2 只债券出现实质违约，本金规模共计 1.54 亿元。后续处理方面，其中一支债券已签订了《债务重组协议》；另一支债券，公司已经完成债权申报工作，正在积极推进债务重组事项。公司将持续跟进债务处置工作，公司将上述所持债券计入交易性金融资产科目，相关价值波动情况根据公允价值变动计入当期损益（截至 2024 年 5 月末，2 只债券账面价值 0.24 亿元）。

图表 7 · 公司证券投资业务情况

| 项目 | 2021 年末 | | 2022 年末 | | 2023 年末 | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) |
| 债券 | 92.65 | 86.77 | 118.52 | 94.29 | 123.21 | 96.74 |
| 股票 | 0.74 | 0.69 | 0.75 | 0.60 | 1.06 | 0.83 |
| 基金 | 11.20 | 10.49 | 5.98 | 4.76 | 2.57 | 2.02 |
| 资管计划 | 2.19 | 2.05 | 0.44 | 0.35 | 0.52 | 0.41 |
| 合计 | 106.78 | 100.00 | 125.70 | 100.00 | 127.36 | 100.00 |
| 自营权益类证券及其衍生品/净资本 (%) | | 9.48 | | 6.08 | | 4.45 |
| 自营非权益类证券及其衍生品/净资本 (%) | | 177.64 | | 215.08 | | 215.35 |

注：上表中风险控制指标为母公司口径

资料来源：联合资信根据公司审计报告和风险控制指标监管报表整理

(4) 资产管理业务

截至 2023 年末，公司资产管理业务规模较上年末大幅增长，主动管理类业务占比持续提升；当期资产管理业务收入亦小幅增长。

公司资产管理业务主要包括单一资产管理业务、集合资产管理业务和专项资产管理业务。2023 年，公司资产管理业务收入为 1.43 亿元，同比增长 5.15%，主要系超额收益增加所致。

2023 年，公司资产管理规模大幅提升，产品创设能力有所增强，全年累计新发产品同比大幅增长（约 5 倍）；同时非标业务规模有序序降 60 亿，在完成总体规模增长的同时实现结构优化；此外，公司成功参股公募基金。截至 2023 年末，公司资产管理业务规模较上年末大幅增长 24.24%，主要系集合资产管理业务规模增长所致。从业务构成来看，截至 2023 年末，单一资产管理业务占比较上年末下降 27.15 个百分点；集合资产管理业务占比进一步提升至 62.02%；专项资产管理业务占比下降 3.15 个百分点。截至 2023 年末，公司主动管理类业务占比升至 86.76%，主动管理能力有所提升。

图表 8 • 公司资产管理业务情况

| 项目 | 2021 年末 | | 2022 年末 | | 2023 年末 | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) |
| 单一资产管理业务 | 334.85 | 71.30 | 211.51 | 50.73 | 122.14 | 23.58 |
| 集合资产管理业务 | 94.57 | 20.14 | 132.26 | 31.72 | 321.26 | 62.02 |
| 专项资产管理业务 | 40.19 | 8.56 | 73.16 | 17.55 | 74.57 | 14.40 |
| 合计 | 469.61 | 100.00 | 416.92 | 100.00 | 517.97 | 100.00 |
| 主动管理 | 228.70 | 48.70 | 262.64 | 62.99 | 449.40 | 86.76 |

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

3 未来发展

公司战略规划较为明确，符合公司自身的特点和优势，未来发展情景良好。

公司在综合考虑国内外宏观发展趋势、行业发展规律和自身发展条件下，将目标导向和问题导向相结合，制定了以下战略目标：“十四五”期间以发展成为国内特色鲜明的中型券商为目标，在发展规模、经营质量、市场地位、集团贡献方面大幅提升；业务发展建立竞争新优势，以财富管理与投资银行业务支柱，围绕邮政集团协同产业上下游产业链，打造债券融资、资产管理等业务的竞争优势；协同效能全面提升，通过聚焦邮政集团中高价值零售和产业客户，建立“财富管理生态圈”和“大投行生态圈”。

为实现以上目标，公司将按照“以市场化改革为主线，协同战略贯穿始终”的发展思路，采取“一个主线，两大支柱，一大平台，六大支撑”的战略总路线：以市场化改革为主线，深入贯彻落实国有企业改革三年行动，在管理机制上坚持市场化体制机制改革，在业务发展上坚持市场化专业能力建设；协同战略贯穿始终，公司在“一个中国邮政”的框架下，融入邮政金融生态圈建设，实现对邮政集团金融生态协同需求的全面对接；以释放邮政集团资源价值为导向，聚焦邮政集团中高价值客群和企业客户，充分利用集团资源优势，拓展中高价值客群的财富管理业务，提供对集团战略客户的综合金融服务，打造邮政资源整合与产业升级的特色研究平台，发挥“两大支柱，一大平台”的特色优势；强化风险合规、人力资源、绩效评价、财务管理、品牌文化及信息科技“六大支撑体系”，强化中后台的赋能能力。

(四) 财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报表，均经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留的审计意见。

会计政策变更方面，公司自 2023 年 1 月 1 日起采用《企业会计准则解释第 16 号》，上述会计准则变更对财务报表无重大影响。

合并范围变更方面，2023 年，公司新增子公司 1 个，系中邮投资。

综上，公司财务数据可比性较强。

1 资金来源与流动性

截至 2023 年末，公司负债规模较上年末有所增长；杠杆水平有所下滑，处于行业一般水平；一年内到期的债务占比较高，需关注其流动性管理情况。

公司主要通过拆入资金、卖出回购金融资产、发行短期融资券及公司债券的方式来满足业务发展对资金的需求，融资方式较为多元化。

截至 2023 年末，公司负债总额较上年末增长 7.73%。其中，自有负债规模增长 8.26%，主要系公司加大债券发行力度所致，自有负债主要由应付债券、卖出回购金融资产款和应付短期融资款构成；非自有负债规模保持平稳。

图表 9 • 公司负债结构

| 项目 | 2021 年末 | | 2022 年末 | | 2023 年末 | |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) |
| 负债总额 | 113.38 | 100.00 | 127.64 | 100.00 | 137.51 | 100.00 |
| 按权属分：自有负债 | 89.31 | 78.77 | 103.45 | 81.05 | 111.99 | 81.45 |
| 非自有负债 | 24.07 | 21.23 | 24.19 | 18.95 | 25.51 | 18.55 |

| | | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 按科目分：应付短期融资款 | 18.04 | 15.91 | 18.82 | 14.75 | 19.34 | 14.07 |
| 拆入资金 | 7.50 | 6.62 | 8.00 | 6.27 | 6.30 | 4.58 |
| 卖出回购金融资产款 | 60.99 | 53.79 | 64.21 | 50.30 | 63.65 | 46.29 |
| 应付债券 | 0.10 | 0.09 | 10.24 | 8.02 | 20.47 | 14.89 |
| 代理买卖证券款 | 24.07 | 21.23 | 24.19 | 18.95 | 25.51 | 18.55 |

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2023 年末，公司全部债务规模较上年末增长 8.23%，构成以短期债务为主。从全部债务到期期限结构来看，一年内到期的债务占比为 80.56%，需对公司流动性管理保持关注。

从杠杆水平来看，截至 2023 年末，公司自有资产负债率较上年末下降 2.56 个百分点，处于行业一般水平；母公司口径净资产/负债有所下降，净资产/负债均有所增长，能够满足相关监管要求（净资产/负债 \geq 8.00%；净资产/负债 \geq 10.00%）。

图表 10 · 公司债务及杠杆水平

| 项目 | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年末 |
|-------------|---------|---------|---------|
| 全部债务（亿元） | 86.82 | 101.58 | 109.94 |
| 其中：短期债务（亿元） | 86.54 | 91.03 | 89.30 |
| 长期债务（亿元） | 0.28 | 10.55 | 20.64 |
| 短期债务占比（%） | 99.67 | 89.61 | 81.22 |
| 自有资产负债率（%） | 59.23 | 62.78 | 60.23 |
| 净资产/负债（%） | 66.92 | 56.94 | 56.10 |
| 净资产/负债（%） | 68.84 | 59.30 | 65.97 |

注：1. 短期债务未包含一年内到期的应付债券；2. 上表中风险控制指标为母公司口径
资料来源：联合资信根据公司财务报表及风险控制指标监管报表整理

图表 11 · 截至 2023 年末公司全部债务到期期限结构

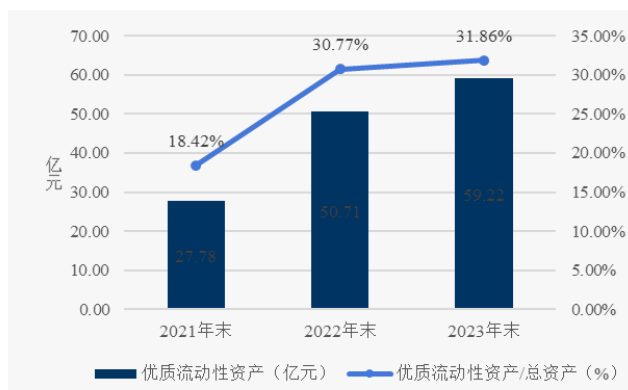
| 到期期限 | 金额（亿元） | 占比（%） |
|--------------|--------|--------|
| 1 年以内（含 1 年） | 90.09 | 80.56 |
| 1~5 年（含 5 年） | 21.73 | 19.44 |
| 合计 | 111.82 | 100.00 |

注：本表系未经折现的合同金额口径，和财务报表金额计算的全部债务有所差异，但不影响对债务期限结构的分析
资料来源：联合根据公司财务报告整理

公司流动性指标整体表现较好。

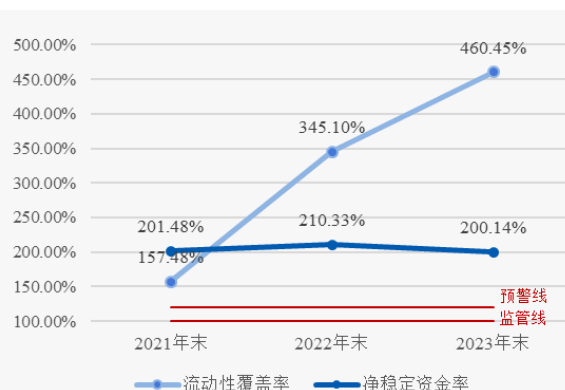
截至 2023 年末，公司优质流动性资产规模较上年末增长 16.78%，优质流动性资产/总资产指标上升 1.09 个百分点，处于很高水平；流动性覆盖率增长 115.35 个百分点至 460.45%；净稳定资金率下降 10.19 个百分点至 200.14%，高流动性资产应对短期内资金流失的能力较强；长期稳定资金支持公司业务发展的能力较强。

图表 12 · 公司优质流动性资产情况



资料来源：联合资信根据公司风险控制指标监管报表整理

图表 13 · 公司流动性相关指标



资料来源：联合资信根据公司风险控制指标监管报表整理

2 资本充足性

截至 2023 年末，受益于股东增资，公司所有者权益较上年末有所增长，权益稳定性很好，资本充足性较好。

截至 2023 年末，公司所有者权益规模较上年末增长 20.60%，主要系增资所致，均为母公司所有；实收资本和资本公积合计占比为 83.92%，权益稳定性很好。利润分配方面，2023 年，公司现金分红 0.08 亿元，占 2022 年净利润的比重为 15.21%，整体分红力度一般，利润留存对资本能够形成一定补充。

图表 14 • 公司所有者权益结构

| 项目 | 2021 年末 | | 2022 年末 | | 2023 年末 | |
|----------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) |
| 实收资本 | 50.60 | 82.31 | 50.60 | 82.51 | 58.60 | 79.22 |
| 资本公积 | 0.00 | 0.01 | 0.00 | 0.01 | 3.47 | 4.70 |
| 一般风险准备 | 2.34 | 3.81 | 2.44 | 3.99 | 2.52 | 3.41 |
| 未分配利润 | 7.31 | 11.89 | 7.66 | 12.50 | 7.94 | 10.74 |
| 其他 | 1.23 | 2.00 | 0.62 | 1.01 | 1.43 | 1.93 |
| 所有者权益合计 | 61.48 | 100.00 | 61.33 | 100.00 | 73.96 | 100.00 |

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从母公司口径风险控制指标来看，截至 2023 年末，公司净资产和净资本规模较上年末分别增长 20.43%和 6.66%，风险覆盖率和资本杠杆率较上年末分别小幅下降 1.88 个百分点和 1.90 个百分点；净资本/净资产指标下降 10.98 个百分点。整体看，上述各项指标均持续优于监管预警标准，吸收损失和抵御风险的能力保持较好。

图表 15 • 母公司口径风险控制指标

| 项目 | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年末 | 监管标准 | 预警标准 |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 核心净资本 (亿元) | 59.76 | 58.90 | 62.82 | -- | -- |
| 附属净资本 (亿元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -- | -- |
| 净资本 (亿元) | 59.76 | 58.90 | 62.82 | -- | -- |
| 净资产 (亿元) | 61.48 | 61.34 | 73.87 | -- | -- |
| 各项风险资本准备之和 (亿元) | 25.29 | 22.89 | 24.59 | -- | -- |
| 风险覆盖率 (%) | 236.34 | 257.31 | 255.43 | ≥100.00 | ≥120.00 |
| 资本杠杆率 (%) | 39.26 | 35.02 | 33.12 | ≥8.00 | ≥9.60 |
| 净资本/净资产 (%) | 97.21 | 96.02 | 85.04 | ≥20.00 | ≥24.00 |

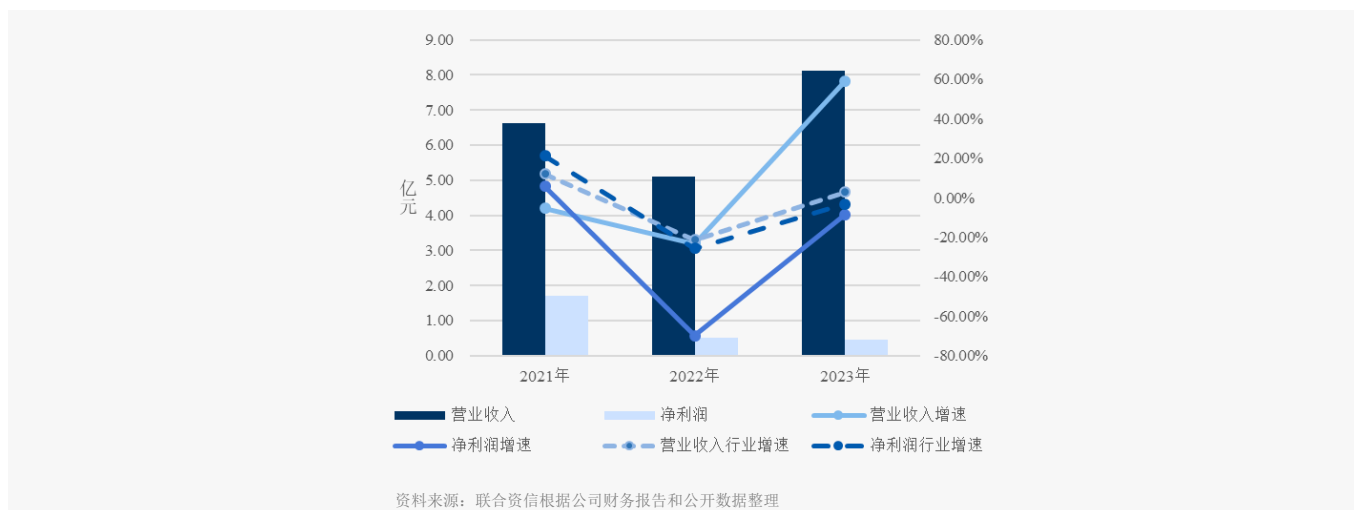
资料来源：公司风险控制指标监管报表，联合资信整理

3 盈利能力

2023 年，公司收入和利润总额同比增长，盈利指标有所下降，盈利能力偏弱。

2023 年，公司营业收入情况详见“经营概况”。

图表 16 • 公司营业收入和净利润情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告和公开数据整理

2023年，公司营业支出同比大幅增长60.80%，主要系业务及管理费（主要为人力成本和信息投入）增长所致；公司计提各类减值损失0.13亿元，主要是应收款项（资产管理计划）和其他应收款（应收租赁和其他押金）信用减值损失。

图表 17 · 公司营业支出构成

| 项目 | 2021年 | | 2022年 | | 2023年 | |
|-------------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|
| | 金额（亿元） | 占比（%） | 金额（亿元） | 占比（%） | 金额（亿元） | 占比（%） |
| 业务及管理费 | 4.87 | 101.86 | 5.13 | 104.05 | 7.75 | 97.78 |
| 各类减值损失（转回以“-”号表示） | -0.13 | -2.80 | -0.24 | -4.97 | 0.13 | 1.58 |
| 其他 | 0.04 | 0.94 | 0.05 | 0.93 | 0.05 | 0.65 |
| 营业支出 | 4.78 | 100.00 | 4.93 | 100.00 | 7.92 | 100.00 |

注：上表中各类减值损失包含资产减值损失、信用减值损失及其他资产减值损失
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

受上述因素综合影响，2023年，公司利润总额同比增长74.95%；净利润同比下降8.50%。

2023年，公司营业费用率和薪酬收入比分别同比下降5.13个百分点和6.87个百分点，成本控制能力一般；营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率均有不同程度下降，盈利指标和盈利稳定性表现偏弱，整体盈利能力偏弱。

图表 18 · 公司盈利指标

| 项目 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|------------|-------|--------|--------|
| 营业费用率（%） | 73.44 | 100.50 | 95.37 |
| 薪酬收入比（%） | 57.23 | 78.82 | 71.95 |
| 营业利润率（%） | 27.90 | 3.41 | 2.46 |
| 自有资产收益率（%） | 1.39 | 0.33 | 0.27 |
| 净资产收益率（%） | 2.81 | 0.84 | 0.70 |
| 盈利稳定性（%） | 13.79 | 65.18 | 105.52 |

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

4 其他事项

公司或有负债风险较小。

截至2024年3月末，联合资信未发现公司存在对外担保的情况。

截至2024年3月末，联合资信未发现公司存在作为被告的重大未决诉讼、仲裁事项。

公司过往债务履约情况良好，间接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至2024年5月7日查询日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款信息记录。

截至2024年6月26日，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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，公司履约情况良好；联合资信亦未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

截至2024年3月末，公司获得银行授信额度合计131.89亿元，其中已使用授信额度28.20亿元；授信规模较大，能满足公司业务需求。

（五）ESG分析

公司环境风险很小；积极履行社会责任；治理结构和内控制度较为完善。整体看，目前公司ESG表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司所属行业为金融业，面临的环境风险很小。绿色金融方面，2023年，公司创新发行全国单笔规模最大AA+“绿色+乡村振兴”双贴标债，助力服务成渝新经济地区、京津冀、粤港澳大湾区等国家重大区域战略。

社会责任方面，未发现公司存在不良纳税记录和员工劳务纠纷案件，公司已搭建较为完善的员工激励机制和培养体系。2023年，公司主承销乡村振兴公司债券1.50家，承销金额18.00亿元。

公司暂未设置专门的ESG管治部门；公司搭建了较完善的法人治理架构和内控管理结构，并针对各业务条线制定了相关管理制度；公司推行董事会的多元化建设，截至2023年末，独立董事占比27.27%，女性董事占比27.27%。

七、外部支持

邮政集团作为实业与金融相结合、业务多元化的大型中央直属企业，综合竞争力非常强，能够为公司发展提供较大的支持。

公司控股股东邮政集团是大型中央直属企业，以邮政、快递物流、金融、电子商务等为主业，实行多元化经营，经过多年持续发展，邮政集团已转型升级为实业与金融相结合、业务多元化的大型企业集团，竞争实力非常强，社会影响力很大。2023年邮政集团在《财富》世界五百强企业排名第86位，在世界邮政企业排名第1位。

公司作为邮政集团金融体系内的证券公司，在邮政集团金融生态体系建设中具有重要的战略地位，能够获得股东较大支持。2006年以来，邮政集团及其子公司参与了公司历次增资扩股，且支持力度较大；公司可以获得邮政集团在邮政网络渠道资源、战略客户资源、银行等其他金融机构协同业务资源等方面的较大支持。公司设有战略客户与协同发展部，承担与邮政集团的协同对接和发掘战略客户业务需求的相关职能，能够更好地利用邮政集团各项协同资源。此外，邮政集团也具备雄厚的资金实力，中邮证券依托股东支持，2023年完成股权与现金增资，实现参股公募基金（邮政集团以其持有的8700万股中邮创业基金管理股份有限公司股份向公司增资），为公司持续发展提供有力支撑。

八、债券偿还能力分析

截至2024年5月末，公司在存续期内的债券合计金额30.00亿元，均为普通债券。

“24中邮02”“24中邮01”“22中邮01”和“23中邮01”均由邮政集团提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。担保范围为“24中邮02”“24中邮01”“22中邮01”和“23中邮01”的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。担保期间为“24中邮02”“24中邮01”“22中邮01”和“23中邮01”存续期及到期日后两年。

增信效果方面，以邮政集团2023年末财务数据进行测算，本次跟踪债券剩余规模为30.00亿元，邮政集团资产总额（163999.77亿元）和所有者权益（9938.34亿元）对本期债券发行规模的覆盖倍数分别为5466.66倍和331.28倍，能够形成很好覆盖。

同时，考虑到邮政集团作为大型中央直属企业，拥有领先的行业地位和非常强的政府支持，具有很强的综合竞争力，邮政集团提供的担保对本次跟踪债券的增信作用显著担保分析详见本报告“担保方邮政集团信用分析”。

九、担保方邮政集团分析

（一）担保方主体概况

邮政集团于 2006 年 11 月在原国家邮政局所属企事业单位基础上组建成立，邮政集团成立时为全民所有制企业，由财政部代表国务院履行出资人职责。跟踪期内，邮政集团实收资本、股权结构未发生变化。截至 2023 年末，邮政集团注册资本为 1376.00 亿元，实收资本为 1399.65 亿元，财政部持有邮政集团 90.03% 股权，代表国务院履行出资人职责，为邮政集团实际控制人。截至 2023 年末，邮政集团股权不存在被控股股东进行质押融资的情况。

邮政集团经营范围主要涉及邮务业务、银行业务、保险业务、证券业务、国内速递业务和国际快递业务。

邮政集团注册地址：北京市西城区金融大街甲 3 号；法定代表人：刘爱力。

（二）邮政集团经营分析

1 经营概况

邮政集团营业总收入主要来源于邮务及包裹快递业务和金融业务；2023 年，邮政集团营业总收入有所增长，金融业务收入占比较高。

邮政集团的业务主要包括邮务及包裹快递业务和金融业务两大业务。2023 年，邮政集团营业总收入同比增长 7.63%，邮务及包裹快递业务收入和金融业务收入均有所增长；投资收益及公允价值变动收益合计同比增长 80.75%。受上述影响，2023 年邮政集团经调整的营业总收入同比增长 9.52%。从收入结构来看，2023 年，邮务及包裹快递业务和金融业务对公司利润贡献度稳定，其中金融业务收入占比较高，投资收益及公允价值变动收益对利润贡献程度增幅较大（占利润总额的比例为 45.28%）。

图表19 · 邮政集团经调整的营业总收入及构成情况

| 项目 | 2021 年 | | 2022 年 | | 2023 年 | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 金额（亿元） | 占比（%） | 金额（亿元） | 占比（%） | 金额（亿元） | 占比（%） |
| 邮务及包裹快递业务 | 2468.26 | 35.21 | 2716.29 | 36.62 | 3039.15 | 38.07 |
| 金融业务 | 5876.15 | 83.83 | 6241.52 | 84.14 | 6685.80 | 83.74 |
| 合并抵消 | -1334.90 | -19.04 | -1540.16 | -20.76 | -1741.10 | -21.81 |
| 营业总收入 | 7009.51 | 100.00 | 7417.65 | 100.00 | 7983.85 | 100.00 |
| 投资收益及公允价值变动收益合计 | | 356.05 | | 196.28 | | 354.78 |
| 经调整的营业总收入 | | 7365.56 | | 7613.93 | | 8338.64 |

资料来源：邮政集团财务报告，联合资信整理

2 业务经营分析

（1）邮务及包裹快递业务

邮务及包裹快递业务为邮政集团传统业务，业务发展稳健，行业地位突出，具有非常强的行业竞争优势。

邮务及包裹快递业务主要涵盖包裹快递、邮政普遍服务、函件、报刊发行、分销、集邮和增值及代理业务，主要通过中邮速递、邮政集团和邮政集团在全国各省份的分子公司进行运营。在邮政业务方面，邮政集团承担着国家邮政普遍服务义务，具有垄断地位；在集邮业务方面，邮政集团对通信使用的邮票具有专营权；在包裹快递方面，邮政集团拥有国内规模最大、覆盖范围最广的物流网络体系。邮政集团邮务及包裹快递业务主要通过分公司及下属涉及邮务、包裹快递业务板块的子公司开展。2023 年，邮务及包裹快递业务收入同比增长 11.89%。

（2）金融业务

2023 年，邮政集团金融业务板块较好发展，收入同比增长。

邮政集团金融业务板块主要包括银行、保险和证券业务。2023年，邮政集团实现金融业务收入6685.80亿元，同比增长7.12%，收入占比较高。

邮政集团的银行业务主要由子公司中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称“邮储银行”）负责运营。邮储银行为A+H股上市公司（601658.SH），截至2023年末总股本为991.61亿元，邮政集团持股比例为62.78%；净资产9566.16亿元，资本实力很强。邮储银行以消费贷款、个人小额贷款业务为核心，依靠乡村振兴战略发展机遇，通过数字化转型持续提升产品创新能力、客户服务能力、集约化运营能力和风险控制能力，不断满足客户的综合信贷需求，贷款总额保持较快增长。截至2023年末，邮储银行贷款总额81488.93亿元，较上年末增长13.02%；客户存款总额139559.63亿元，较上年末增长9.76%。资产质量方面，截至2023年末，不良贷款率（0.83%）较上年末变化不大；拨备覆盖率有所下降，为347.57%，仍属较高水平；流动性方面，净稳定资金比例（166.79%）有所下降，仍保持较好水平。2023年，邮储银行实现营业收入3425.07亿元，同比小幅增长；实现净利润864.24亿元，同比小幅增长。盈利能力方面，2023年，邮储银行加权平均净资产收益率同比下降0.83个百分点至9.70%，整体看，邮储银行盈利能力处于较好水平。

邮政集团的保险业务主要通过子公司中邮人寿保险股份有限公司（以下简称“中邮保险”）开展。截至2023年末，中邮保险注册资本及实收资本为286.63亿元，邮政集团直接及间接合计持股比例为75.01%。截至2023年末，中邮保险展业范围覆盖22省（自治区、直辖市）。2023年，中邮保险实现保险业务收入1098.66亿元，同比增长20.16%；实现净利润-120.14亿元，由盈利转为亏损，主要系750曲线波动影响以及投资收益未及预期所致。从偿付能力充足性来看，截至2023年末，中邮保险综合偿付能力充足率为160.33%，偿付能力一般。

邮政集团的证券业务主要通过中邮证券开展，详见本报告主体部分分析。

（三）邮政集团财务分析

邮政集团公开披露了2021—2023年合并财务报告，均由大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留的审计意见。从合并范围来看，2021—2023年末，邮政集团合并范围变动不大。综上，邮政集团财务数据可比性较强。本报告财务数据中，2021/2022年末数据分别取自2022/2023年审计报告期初可比数据。

1 合并报表分析

（1）资产质量

截至2023年末，邮政集团资产总额有所增长，资产主要以货币资金、发放贷款及垫款、债权投资和交易性金融资产为主，资产质量较好。

截至2023年末，邮政集团合并资产总额较上年末增长11.53%，主要系发放贷款及垫款和债券投资增加所致；从资产构成看，主要由货币资金、交易性金融资产、发放贷款及垫款和债权投资等构成，以非流动资产为主，资产流动性一般。

截至2023年末，邮政集团货币资金较上年末增长4.99%，构成上主要以存放中央银行法定存款准备金及存放中央银行财政性存款为主；受限货币资金12486.00亿元，占货币资金总额的7.61%，受限原因主要为存放中央银行法定存款准备金。

截至2023年末，邮政集团交易性金融资产较上年末下降4.74%，主要系权益工具投资减少所致。

截至2023年末，邮政集团发放贷款及垫款较上年末增长13.42%，主要系邮储银行客户贷款规模增加所致；期末计提贷款减值准备余额为2336.48亿元，计提比例为2.87%，计提比例一般。

截至2023年末，邮政集团债权投资较上年末增长8.97%；期末计提减值准备259.64亿元，计提比例0.63%。

图表20 • 邮政集团资产构成情况

| 项目 | 2021 年末 | | 2022 年末 | | 2023 年末 | |
|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|
| | 金额（亿元） | 占比（%） | 金额（亿元） | 占比（%） | 金额（亿元） | 占比（%） |
| 流动资产 | 28913.29 | 21.96 | 31665.95 | 21.53 | 34061.60 | 20.77 |
| 其中：货币资金 | 12156.62 | 9.23 | 12878.21 | 8.76 | 13520.68 | 8.24 |
| 交易性金融资产 | 9426.48 | 7.16 | 10574.80 | 7.19 | 10073.40 | 6.14 |
| 非流动资产 | 102773.71 | 78.04 | 115380.12 | 78.47 | 129938.17 | 79.23 |

| | | | | | | |
|-------------|------------------|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| 其中：发放贷款及垫款 | 62371.99 | 47.36 | 69777.10 | 47.45 | 79144.45 | 48.26 |
| 债权投资 | 33525.48 | 25.46 | 37767.42 | 25.68 | 41153.40 | 25.09 |
| 资产总额 | 131687.00 | 100.00 | 147046.15 | 100.00 | 163999.77 | 100.00 |

资料来源：联合资信根据邮政集团财务报告整理

(2) 所有者权益和负债

截至 2023 年末，邮政集团所有者权益有所增长；负债规模有所增长，资产负债率处于很高水平，债务规模大且以短期债务为主。

截至 2023 年末，邮政集团所有者权益合计 9938.34 亿元，较上年末增长 14.32%，主要系利润留存所致；归属于母公司所有者权益占比为 52.84%。归属于母公司所有者权益中，实收资本和资本公积合计占比为 33.770%。

截至 2023 年末，邮政集团负债总额 154061.43 亿元，较上年末增长 11.35%，主要系子公司邮储银行吸收个人和公司存款及同业存放增长所致；负债构成主要以吸收存款及同业存放（占比为 91.14%）为主；吸收存款及同业存放较上年末增长 9.81%；卖出回购金融资产较上年末增长 38.66%，主要系卖出回购证券减少所致。

全部债务方面，截至 2023 年末，邮政集团全部债务较上年末增长 31.35%，主要系短期借款、向中央银行借款、拆入资金和卖出回购金融资产增加致使短期债务增长所致；债务结构方面，债务结构仍以短期债务为主，且短期债务占比有所提升。

从杠杆水平来看，截至 2023 年末，邮政集团资产负债率水平很高，考虑到邮政集团并表金融子公司的金融类业务特性，邮政集团负债水平合理。

图表 21 · 邮政集团债务及杠杆水平

| 项目 | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年末 |
|------------------|----------------|----------------|----------------|
| 全部债务（亿元） | 2760.62 | 4606.81 | 6051.28 |
| 其中：短期债务（亿元） | 1427.74 | 2983.48 | 4131.10 |
| 长期债务（亿元） | 1332.88 | 1623.33 | 1920.18 |
| 短期债务占比（%） | 51.72 | 64.76 | 68.27 |
| 资产负债率（%） | 93.57 | 94.09 | 93.94 |
| 全部债务资本化比率（%） | 24.58 | 34.64 | 37.85 |
| 长期债务资本化比率（%） | 13.59 | 15.74 | 16.19 |

资料来源：联合资信根据邮政集团财务报告整理

(3) 盈利能力

2023 年，邮政集团营业总收入和利润总额均实现增长，整体盈利能力较好。

2023 年，邮政集团经调整的营业总收入同比增长 9.52% 至 8338.64 亿元，相关分析详见“营业概况”部分。邮政集团的营业总成本主要由各业务板块营业成本和期间费用构成，2023 年，营业总成本同比增长 9.84% 至 7363.48 亿元，主要系主营业务成本及利息支出同比增长所致。2023 年，邮政集团计提信用/资产减值损失合计 264.75 亿元，规模较大，对盈利规模造成较大侵蚀。

综合上述因素影响，2023 年，邮政集团利润总额和净利润分别为 783.60 亿元和 733.21 亿元，分布同比小幅增长 3.83% 和 4.09%；总资产收益率和净资产收益率等盈利指标较上年末均有所上升，处于较好水平。

图表 22 · 邮政集团盈利指标

| 项目 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 总资产收益率（%） | 0.54 | 0.44 | 0.47 |
| 净资产收益率（%） | 8.49 | 7.17 | 7.87 |
| 归母净资产收益率（%） | 14.99 | 12.67 | 14.37 |
| 营业利润率（%） | 10.26 | 9.08 | 9.80 |

资料来源：联合资信根据邮政集团财务报告整理

(4) 偿债指标

邮政集团整体偿债指标表现较好。

截至 2023 年末，邮政集团合并口径短期偿债能力指标表现较好，长期偿债能力指标表现较好。

图表 23 • 邮政集团偿债能力指标

| 项目 | 指标 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 |
|--------|-----------------------|---------|---------|---------|
| 短期偿债指标 | 流动比率 (%) | 24.37 | 23.83 | 23.05 |
| | 筹资活动前现金流入/短期债务 (倍) | 22.33 | 13.33 | 9.95 |
| | 期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍) | 2.33 | 0.89 | 1.13 |
| 长期偿债指标 | EBITDA (亿元) | 2801.92 | 2946.20 | 3244.69 |
| | EBITDA/全部债务 (倍) | 1.01 | 0.64 | 0.54 |
| | EBITDA 利息倍数 (倍) | 1.53 | 1.46 | 1.49 |

资料来源：联合资信根据邮政集团财务报告整理

2 母公司财务分析

邮政集团采取集团化运作方式，母公司主要承担管理职能。截至 2023 年末，母公司资产总额和所有者权益较上年末均有所增长。2023 年，盈利能力指标同比增长，整体盈利能力较好。

邮政集团业务发展及运营采取集团化运作方式，邮务业务主要通过分公司及下属涉及邮务业务板块的子公司开展，金融业务依托下属子公司来开展，母公司主要承担管理职能。

母公司口径主要财务指标方面，截至 2023 年末，母公司资产总额和所有者权益合计较上年末均有所增长，资产主要由长期股权投资（占比为 53.71%）和固定资产（占比为 18.13%）构成；负债总额较上年末小幅下降；未分配利润因利润留存同比大幅增长，实收资本占比较上年末下降至 77.93%，但占比仍属较高水平，母公司所有者权益稳定性较好。

截至 2023 年末，母公司全部债务较上年末小幅增长 1.90%；资产负债率较低。

2023 年，母公司经调整的营业总收入同比增长 10.85%。母公司营业总成本主要由营业成本及管理费用构成；2023 年营业总成本同比增长 9.67%。母公司实现投资收益 166.84 亿元（主要来自子公司分红产生的投资收益），同比增长 5.26%，投资收益对母公司利润总额贡献度较高；母公司盈利能力指标同比有所增长，整体盈利能力较好。

截至 2023 年末，母公司短期偿债能力指标表现较好。

图表 24 • 母公司口径主要财务情况（单位：亿元）

| 项目 | 指标 | 2021 年/末 | 2022 年/末 | 2023 年/末 |
|---------|-----------------------|----------|----------|----------|
| 资产构成情况 | 资产总额 | 3100.34 | 3166.95 | 3239.40 |
| | 负债总额 | 1422.60 | 1473.43 | 1443.35 |
| | 所有者权益 | 1677.74 | 1693.52 | 1796.04 |
| 债务和杠杆水平 | 全部债务 | 384.66 | 496.27 | 505.69 |
| | 其中：短期债务 | 114.29 | 164.33 | 196.79 |
| | 长期债务 | 270.37 | 331.95 | 308.90 |
| | 资产负债率 (%) | 45.89 | 46.53 | 44.56 |
| | 全部债务资本化率 (%) | 18.65 | 22.66 | 21.97 |
| 盈利能力 | 经调整的营业总收入 | 2061.77 | 2276.86 | 2523.85 |
| | 净利润 | 63.66 | 134.28 | 176.95 |
| | 总资产收益率 (%) | 2.10 | 4.29 | 5.52 |
| | 净资产收益率 (%) | 3.91 | 7.97 | 10.14 |
| 短期偿债 | 流动比率 (%) | 49.54 | 55.91 | 59.81 |
| | 筹资活动前现金流入/短期债务 (倍) | 66.12 | 63.17 | 39.12 |
| | 期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍) | 2.90 | 3.02 | 1.52 |

资料来源：联合资信根据邮政集团财务报告整理

3 或有事项

邮政集团或有负债风险较小。

截至 2024 年 3 月末，根据公开信息查询，联合资信未发现邮政集团涉及身为被告的重大未决诉讼或仲裁案件；未发现邮政集团存在对外担保情况。

邮政集团过往债务履约情况良好。

根据邮政集团提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2024 年 5 月 21 日查询日，邮政集团无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款信息记录。

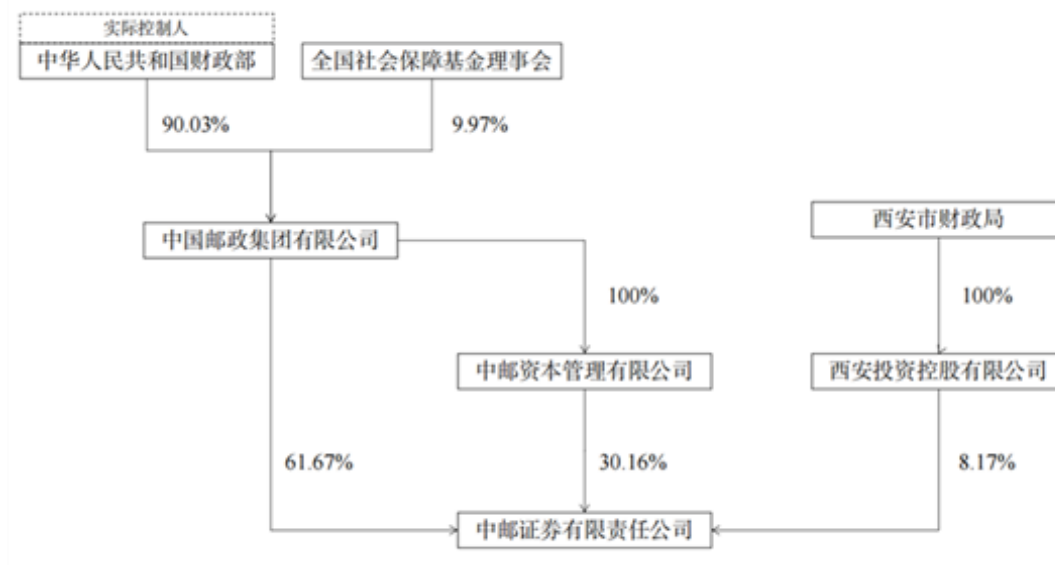
截至 2024 年 6 月 26 日，根据邮政集团过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现邮政集团存在逾期或违约记录，邮政集团履约情况良好；联合资信亦未发现邮政集团被列入全国失信被执行人名单。

截至 2023 年末，邮政集团获得授信总额度 2220.20 亿元，其中未使用授信额度为 1916.71 亿元，备用流动性充足。

十、跟踪评级结论

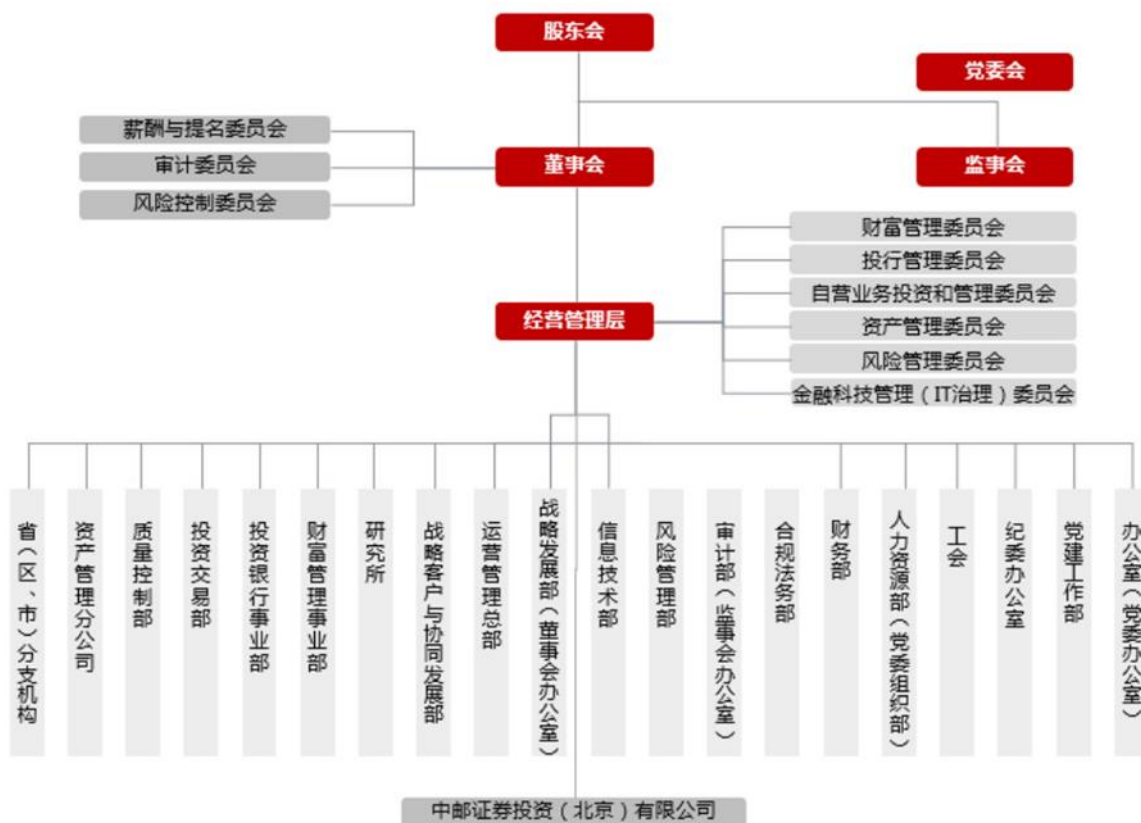
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“24 中邮 02”“24 中邮 01”“22 中邮 01”和“23 中邮 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年末）



注：股权比例按照股东实缴出资列示
资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 增长率 | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(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/利润总额均值的绝对值×100% |
| 信用业务杠杆率 | 信用业务余额/所有者权益×100%; |
| 优质流动性资产/总资产 | 优质流动性资产/总资产×100%; 优质流动性资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表) |
| 短期债务 | 短期借款+卖出回购金融资产款+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+交易性金融负债+其他负债科目中的短期有息债务 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他负债科目中的长期有息债务 |
| 全部债务 | 短期债务+长期债务 |

附件 2-2 邮政集团主要财务指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 增长指标 | |
| 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% |
| 盈利指标 | |
| 总资产收益率 | 净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/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% |
| 归母净资产收益率 | 归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属于母公司所有者权益+期末归属于母公司所有者权益) /2]×100% |
| 营业利润率 | 营业利润/营业收入或经调整的营业收入×100% |
| 盈利能力波动性 | 近 3 年总资产收益率标准差/总资产收益率算数平均值×100% |
| 债务结构指标 | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总额×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/ (全部有息债务+所有者权益) ×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100% |
| 长期偿债能力指标 | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/利息支出 |
| EBITDA/全部债务 | EBITDA/全部债务 |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计×100% |
| 期末现金及现金等价物余额/短期债务 | 期末现金及现金等价物余额/短期债务 |
| 筹资活动前现金流入/短期债务 | (经营活动现金流入+投资活动现金流入) /短期债务 |

注: 经调整的营业收入=营业收入+投资收益+公允价值变动收损益 (经调整的营业收入指标仅适用于一般企业财务报表格式的企业)

短期债务=短期借款+拆入资金+应付票据+卖出回购金融资产款+应付短期融资款+向中央银行借款+同业及其他金融机构存放款项+一年内到期的非流动负债中的有息债务+应付短期债券+其他科目里的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他科目里的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出

附件 3-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 3-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 3-3 评级展望设置及含义

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

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