

信用评级公告

联合〔2021〕986号

联合资信评估股份有限公司通过对民生证券股份有限公司及其拟发行的 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定民生证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，民生证券股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年三月二日

民生证券股份有限公司 2021 年公开发行 公司债券（面向专业投资者）信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AA+

本次债券信用等级：AA+

评级展望：稳定

债项概况

本次债券发行规模：不超过 25 亿元（含）

本次债券期限：不超过 5 年（含）

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：扣除发行费用后，拟用于补充公司运营资金

评级时间：2021 年 3 月 12 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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果	AA+	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			业务经营分析	2
			未来发展	2
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	4
			资本充足性	2
			杠杆水平	2
		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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对民生证券股份有限公司（以下简称“公司”或“民生证券”）的评级反映了其作为全国性综合类证券公司之一，资本实力很强，整体业务规模处于行业中等水平，其中投行业务发展较好，具有较强行业竞争力。近年来，公司自有资产持续增长，其中，优质流动资产占比亦呈增长趋势，目前公司资产质量较高、流动性较好。2019 年以来，公司业务增速较快，业务具有较强竞争力。2020 年 4 月，公司增资 25.00 亿元，资本实力进一步增强。2020 年 8 月，泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”）向 22 家投资者转让公司 27.12% 股权，公司引入上海国资背景股东，股东背景更加多元。

近年来，随着证券市场波动，公司盈利稳定性较低，公司证券投资收入占比较高，未来收入存在一定波动性；同时，公司债务结构以短期为主，存在一定集中偿付压力，债务结构有待优化。

本次拟发行债券规模不超过 25.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债规模较大。以 2019 年的财务数据为基础，EBITDA 和母公司口径净资产对本次债券的覆盖程度较好。

未来随着资本市场的持续发展以及公司各项业务的协同发展，公司收入结构有望进一步优化，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以及本次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

- 公司业务资质齐全，网点全国性布局，资本实力很强。**
公司作为全国性综合类证券公司之一，业务牌照齐全并实现网点全国性布局，可为投资者提供综合性证券金融服务。2020 年 4 月，公司引入战略投资者对其增资 25.00 亿元，公司资本实力进一步增强。
- 资产规模不断增长，资产质量较高。**近年来，公司自有资产逐渐增长，其中，优质流动资产规模和占比均大幅增长，资产质量整体较高。
- 业务结构均衡，投资银行业务具有较强竞争力。**近年来，

分析师：姚雷 陈凝
 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

公司强调基础竞争力的培育，投行业务处于行业上游，目前公司投行业务人员素质高，项目储备充足；2019年证券投资业务增长很快，公司盈利能力大幅提升，收入结构更均衡。

关注

1. **公司业务周期性很强，易受宏观经济和市场波动影响。**近年来，公司经纪业务和证券投资业务受市场行情冲击较大，对公司盈利稳定性造成一定影响，2018年，公司各项盈利指标下滑明显，2019年以来盈利能力大幅回升。
2. **公司存在控制权变更的可能。**2021年1月，泛海控股发布公告，拟向其他机构继续出售共计17.05%民生证券股份，泛海控股对公司持股比例将进一步降低。上述股权转让尚未具备交割条件，待上述股份转让完成后，泛海控股持股比例将不足30%，公司存在控制权变更的可能。
3. **杠杆水平持续增长且债务偏短期。**公司杠杆水平提升较快，债务结构以短期为主，存在一定程度集中偿付压力，需关注其流动性风险。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2017年	2018年	2019年	2020年1-9月
自有资产（亿元）	285.27	338.39	362.60	408.87
自有负债（亿元）	170.98	229.29	249.36	267.83
所有者权益（亿元）	114.29	109.10	113.25	141.04
优质流动性资产/总资产（%）	10.62	17.84	21.83	/
自有资产负债率（%）	59.94	67.76	68.77	65.50
营业收入（亿元）	17.24	14.58	26.88	29.63
利润总额（亿元）	5.15	1.27	6.52	11.11
营业利润率（%）	29.94	10.76	24.35	38.85
净资产收益率（%）	3.35	0.84	4.79	6.33
净资本（亿元）	102.38	80.75	72.26	80.27
风险覆盖率（%）	344.69	213.53	202.03	238.05
资本杠杆率（%）	29.47	16.07	16.21	20.11
短期债务（亿元）	126.03	118.57	95.61	106.35
全部债务（亿元）	161.08	218.43	219.04	206.01
EBITDA/本次债券金额（倍）	0.46	0.47	0.70	/

注：1. 公司2020年三季度财务报表未经审计，相关指标本年化；2. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径

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
AA+	稳定	2020/6/17	张炜、姚雷	《原联合信用评级有限公司》证券公司行业信用评级方法（2018年）	阅读全文
AA+	稳定	2016/7/11	/	联合信用评级证券公司行业评级方法	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由民生证券股份有限公司（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：

姚雷 陈崇子

联合资信评估股份有限公司



民生证券股份有限公司2021年公开发行 公司债券（面向专业投资者）信用评级报告

一、主体概况

民生证券股份有限公司（以下简称“公司”或“民生证券”）的前身是1986年11月设立的郑州市证券公司，后于1991年重新注册登记，注册资本为1,000万元。1996年，经中国人民银行批准，郑州市证券公司更名为黄河证券有限责任公司（以下简称“黄河证券”）并完成增资扩股，注册资本变更为1.00亿元。2002年7月，黄河证券正式更名为民生证券有限责任公司，并将注册地迁至北京。2010年4月，泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”）、山东省国际信托股份有限公司和山东省鲁信投资控股集团有限公司采用溢价的方式对公司进行增资，变更后的注册资本为21.77亿元。2012年6月，民生证券有限责任公司完成股份制改革，正式更名为民生证券股份有限公司。经过多次增资扩股，截至2017年末，公司股本45.81亿元。2018年7月，公司进行资本公积转增股本，转增后股本为96.19亿元。截至2019年末，公司股本96.19亿元，泛海控股持有公司股份比例为87.65%，为公司控股股东。

2020年4月，公司引入15家战略投资者合计增资25.00亿元，股本增加至114.56亿元，本次增资后，泛海控股持股比例下降至73.59%。2020年7月，公司回购1.84亿元库存股，泛海

控股持股比例降至71.64%。

2020年8月，泛海控股向上海张江（集团）有限公司（以下简称“张江集团”）、上海张江高科技园区开发股份有限公司（以下简称“张江高科”）等22家投资者转让公司股权27.12%，转让完成后，泛海控股持股比例下降至44.52%，仍为公司控股股东。

2021年1月，泛海控股发布公告，拟向上海沣泉峪企业管理有限公司，转让持有公司13.49%股份。此外，泛海控股与三家员工持股平台、珠海隆门中鸿股权投资基金（有限合伙）（以下简称“珠海隆门”）等投资者签订了股份转让协议，拟向三家员工持股平台转让共计2.85%民生证券股份，向珠海隆门转让民生证券0.71%股份，泛海控股对公司持股比例将进一步降低。上述股权转让尚未具备交割条件，待上述股份转让完成后，泛海控股持股比例将不足30%，公司存在控制权变更的可能。

截至2020年末，公司注册资本和股本均为114.56亿元，其中泛海控股持股比例为44.52%，为公司控股股东，自然人卢志强系公司实际控制人。截至2020年末，公司控股股东泛海控股持有公司51.00亿股，其中已办理股权质押总股数50.81亿股，占其持有公司股份的99.64%，占公司总股本的44.36%。股权结构图见附件1-1。

表1 截至本报告出具日公司股权结构（单位：%）

股东	持股比例
泛海控股股份有限公司	44.52
西藏腾云投资管理有限公司	4.87
杭州东恒石油有限公司	4.49
山东省高新技术创业投资有限公司	3.81
上海张江（集团）有限公司	3.21
山东省鲁信投资控股集团有限公司	2.97
深圳索菲亚投资管理有限公司	2.57
大众交通（集团）股份有限公司	1.92
台州市国有资本运营集团有限公司	1.92
青岛金源民福股权投资合伙企业（有限合伙）	1.83

其他股东	27.89
合计	100.00

资料来源：公司提供

公司主要经营范围：证券经纪；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；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；融资融券业务；代销金融产品业务；保险兼业代理业务。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动）

截至 2020 年 9 月末，公司设有民生证券研究院、投资银行事业部、固定收益事业部、资产管理事业部等 20 个一级部门，总部设于北京；截至 2020 年 9 月末，公司拥有 48 家营业部，38 家分公司；此外，公司拥有 1 家控股子公司民生期货有限公司（以下简称“民生期货”），拥有 2 家全资子公司民生股权投资基金管理有限公司（以下简称“民生股权投资”）和民生证券投资有限公司（以下简称“民生证券投资”），母公司口径员工人数 2283 名。

截至 2019 年末，公司资产总额 444.58 亿元，其中客户资金存款 63.27 亿元；负债总额 331.34 亿元，其中代理买卖证券款 79.24 亿元；所有者权益 113.25 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 113.06 亿元，母公司口径下净资产 72.26 亿元。2019 年，公司实现营业收入 26.88 亿元，利润总额 6.52 亿元，净利润 5.32 亿元，归属于母公司的净利润 5.32 亿元；经营活动产生的现金流净额为 40.15 亿元，现金及现金等价物净增加额为 26.23 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司资产总额 492.41 亿元，其中客户资金存款 68.01 亿元；负债总额 351.37 亿元，其中代理买卖证券款 83.48 亿元；所有者权益 141.04 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 140.83 亿元，母公司口径下净资产 80.27 亿元。2020 年 1—9 月，公

司实现营业收入 29.63 亿元，利润总额 11.11 亿元，净利润 8.05 亿元，归属于母公司的净利润 8.04 亿元；经营活动产生的现金流净额为 29.00 亿元，现金及现金等价物净增加额为 21.66 亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1168 号 B 座 2101、2104A 室；法人代表：冯鹤年。

二、本次发行概况

本次债券名称为“民生证券股份有限公司 2021 年公开发行公司债券（面向专业投资者）”，本次债券发行总额为不超过 25 亿元（含），本次债券面值 100 元，按面值平价发行；本次债券期限为不超过 5 年（含）；本次债券票面利率为固定利率，具体利率将由公司和主承销商根据市场询价情况和簿记建档结果确定；本次债券采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。本次债券募集资金在扣除发行费用后，将用于补充公司运营资金。

三、宏观经济与政策环境分析

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。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷

款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增

长 2.30%，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。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表2 2016—2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

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、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，2016-2017 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

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别

为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业

经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对GDP累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降16.20个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增

长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020年我国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚

性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

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

数据来源: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，135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。

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家科创类公司提交发审委，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，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，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“开门人”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就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、中金公司已实现A股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券、财达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9月末证券公司所有者权益排序，2020年1—9月前十大证券公司实现营业收入合计2225.78亿元，净利润819.71亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为65.01%和61.78%。截至2020年9月底，前十大证券公司资产总额为5.56万亿元，占全行业总资产的64.85%。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9月末/2020年1—9月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	1837.87	10441.36	419.95	131.13
2	海通证券	1691.59	7295.81	282.54	92.53
3	国泰君安	1441.94	6933.02	257.37	94.70
4	华泰证券	1303.54	6921.31	243.36	89.42
5	招商证券	1067.82	4791.24	179.03	72.82
6	广发证券	992.67	4326.35	214.12	87.17
7	申万宏源	813.68	4362.31	150.02	64.99
8	国信证券	793.70	2731.67	140.00	54.77
9	银河证券	751.59	4238.54	180.81	57.08
10	中信建投	620.63	3538.00	158.59	75.11
合计		11315.01	55579.61	2225.78	819.71

资料来源：Wind，联合资信整理

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、规范业务操作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，并希望借助智能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2020年末，公司注册资本和股本均为114.56亿元，其中泛海控股持股比例为44.52%，为公司控股股东，自然人卢志强系公司实际控制人。2021年1月，泛海控股发布公告，拟向其他机构继续出售共计17.05%民生证券股份，泛海控股对公司持股比例将进一步降低。上述股权转让尚未具备交割条件，待上述股份转让完成后，泛海控股持股比例将不足30%，公司存在控制权变更的可能。

2. 企业规模和竞争力

公司是全国性综合类证券公司，投资银行业务具有较强竞争力；公司引入上海国资等新股东，股权结构更多元化。

公司作为全国性综合类证券公司之一，业务牌照齐全；截至2020年9月末，公司股本114.56亿元，资本实力很强；公司设有48家营业部、38家分公司，基本实现全国网点布局。依据中国证券业协会发布的证券公司经营业绩排名，公司各项经营指标处于行业中上游水平，其中投资银行业务排名行业上游。

表5 2017—2019年公司主要指标行业排名（单位：名）

项目	2017年	2018年	2019年
净资本	41	50	54
营业收入	48	49	41
证券经纪业务收入	46	47	48
客户资产管理业务收入	--	--	--
投资银行业务收入	22	25	21
融资类业务收入	42	44	46
证券投资收入	69	46	29

注：1. 2019年“客户资产管理业务收入”排名为“资产管理业务收入排名”，公式为“资产管理业务净收入-资产管理业务月均受托资产总净值*万分之3”。中国证券业协会仅公布客户资产管理业务收入行业中位数以上排名。2. 2019年“融资类业务收入”排名为“融资类业务利息收入”排名

资料来源：中国证券业协会，联合资信整理

公司投资银行业务具备较强行业竞争力，截至2020年9月末，公司投资银行业务团队共

有565人，其中保荐代表人165人、准保荐代表人126人。2019年，公司股票主承销佣金收

入位居行业第 12 位，承销与保荐业务收入排名第 19 位，总体居于行业上游水平；公司投行于 2017 年获证券时报评选的“2017 中国区突破投行君鼎奖”，国际金融报评选的“2017 高成长先锋投资银行”和“2017TMT 行业 IPO 先锋投行”奖项，获中国经济网、价值线杂志、新华网、第一财经日报等联合评选的“2017A 股最佳投行”奖项，2018 年，公司投行获得“2018 中国区新锐投行君鼎奖”。2019 年中国资本年会发布了 2019 “十佳投行”“十佳投资银行家”，民生证券等 10 家证券公司获十佳投行，副总裁杨卫东等 2 人获得最佳投资银行领袖奖项，董事总经理王学春等 10 人入选十佳投资银行家。

2020 年 8 月，泛海控股向张江集团、张江高科等 22 家投资者转让公司股权 27.12%，其中上海市国资委和上海浦东新区国资委通过张江集团等 10 家公司合计持有公司 10.89% 股权，成为公司第二大股东；同时，公司注册地由北京迁至上海自贸区。上海国资背景股东资本实力很强，未来将对公司经营管理及业务开展起到一定支持作用。

3. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；

公司董事长冯鹤年先生，毕业于中国政法大学，硕士研究生。历任中国证监会法律部副主任、非上市公众公司部主任、创业板发行监管部主任；中国证监会山东证监局局长兼党委书记。现任民生证券股份有限公司董事长、公司总裁、执行委员会主席。

公司执行副总裁杨卫东先生，毕业于华中理工大学（现华中科技大学），经济学硕士。历任华夏证券有限公司项目经理；中包期货经纪有限责任公司北京分公司总经理助理；光大证券有限公司部门副总经理；重庆国际信托投资有限公司总裁助理；金元证券有限责任公司高级经理；民生证券有限责任公司总裁助理兼投资银行总部总经理，民生证券有限责任公司副总裁兼投资银行事业部总裁。现任民生证券股

份有限公司执行委员会委员、执行副总裁兼投资银行事业部总裁。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2021 年 3 月 10 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 9 月末，公司共获银行综合授信 114.70 亿元，未使用额度 81.10 亿元，公司融资渠道较为畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建了较为完善的公司治理架构，运行情况良好。

公司根据《公司法》《证券法》《证券公司治理准则》等有关法律法规及公司章程，构建了由股东大会、董事会、监事会及高管层组成的法人治理结构，并制定了相关议事规则。

股东大会是公司的权力机构，主要负责决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会报告，对发行公司债券做出决议，审议年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案等。近年来，公司根据《公司章程》《股东大会议事规则》的要求召集和召开年度股东大会和临时股东大会，确保了股东的知情权、参与权和决策权。

公司设有董事会，由 10 名董事组成，其中董事长 1 名、独立董事 3 名。董事会下设合规管理与风险控制委员会、审计委员会、薪酬与提名委员会、战略与投资委员会，各专门委员会严格按照议事规则履行职责，为董事会决策提供支持。公司还建立了高级管理人员与部分中层管理人员组成的执行委员会，执行委员会是公司为贯彻执行董事会确定的发展战略、中长期规划、年度规划、规章制度及董事会决议而设立的公司经营层议事决策机构。该机制一定

程度上简化了董事会工作流程，提高了董事会工作效率。近年来，公司董事会及下设专门委员会依据相关议事规则开展工作，有效发挥了各自专业职能。同时，公司设董事会秘书一名，由董事长提名，经董事会聘任或解聘。公司董事会秘书在按照法定程序筹备公司股东大会和董事会、协调公司与投资者之间的关系、处理公司相关信息披露等事务方面发挥了积极有效的作用。

公司监事会由9名监事组成，其中职工监事3名。监事会主要负责审议年度工作报告等议案，并通过列席董事会和管理层会议对董事及高级管理人员的履职情况进行监督。

公司经营层高级管理人员8人，设总裁1人（由董事长兼任）、执行副总裁1人、副总裁3名。高级管理人员均具备丰富的金融监管或金融行业经营管理经验，负责公司的日常经营管理活动。

2. 内部控制及合规管理

公司内控管理较为完备，近年来分类评价处于行业中游水平。

为促进公司规范经营，有效防范和管理风险，保障公司持续、稳定、健康发展，根据《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》《证券公司治理准则》等法律、法规、行政规章及《公司章程》等公司内部规章制度，结合自身实际，公司构建了由董事会、董事会合规管理与风险控制委员会、公司执行委员会、首席风险官、合规总监、风险管理总部、合规管理总部、审计监察总部、各部门、分支机构及子公司组成的风险管理组织体系，履行公司风险管理的决策、组织、执行、报告、监督、处置等职能。公司执行委员会还审议通过了《民生证券股份有限公司投资银行业务风险管理实施细则》《民生证券股份有限公司经纪业务风险管理实施细则》《民生证券股份有限公司信用业务风险管理实施细则》等风险管理实施细则，全面覆盖公司各项主要业务及重要管理部门的各个风险环节。同时，公司建立了风险报告和预警制度。风险管理总部通过定期或不定期风险评

估、压力测试、实时监控、业务风险审核等方式，及时发现异常情况并向相关部门、首席风险官、总裁、董事长报告。通过有效的沟通和反馈，使公司领导和有关业务部门及时了解公司业务和资产的风险状况，相应调整风险管理政策和管理措施。

受到的行政监管措施方面，2017年10月，因公司上海分公司未按要求及时提交换领许可证申请事件，公司收到中国证券监督管理委员会上海监管局下发的《关于对民生证券股份有限公司上海分公司采取出具警示函措施的决定》（沪证监决〔2017〕93号）行政监管措施决定书，公司以该起行政监管措施事件为鉴，要求公司各分支机构认真汲取教训，并按照监管要求对机构的证照管理情况进行了自查。

2018年7月，因发布“保千里”（股票代码600074）相关研究报告质量控制和合规审查不严，公司收到中国证券监督管理委员会北京监管局下发的《关于对民生证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（2018）53号。公司将强化内部管理，提升业务人员执业素质，防范类似事件再次发生。

2020年9月，公司武汉分公司因合规管理人员资质不达标，收到湖北证监局《关于对民生证券股份有限公司武汉分公司采取出具警示函措施的决定》，公司及武汉分公司对上述行政监管措施无异议，并将按照上述决定的要求进一步关注经营风险，强化内部管理，提升业务人员执业素质，依法合规开展业务，采取有效措施严防类似情况再次发生。

2017—2020年，公司分类评价分别为A级、BBB级、BBB级和BB级，处于行业中游水平。

七、经营分析

1. 经营概况

公司证券经纪业务和投资银行业务收入规模较稳定，证券自营业务增速较快，信用交易收入受股票质押业务政策影响有所下降；公司证券自营和投资银行收入占比较高，国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对

公司经营带来不确定性。

公司证券经营的主要业务板块包括经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、证券自营业务和期货业务等。近年来公司按照战略规划要求，着力于促进各业务条线协同发展，重点培育公司的综合服务能力。2017—2019年，公司营业收入年均增长24.84%，净利润年均增长17.15%，其中2018年公司业务受市场行情影响较大，各项业务均出现下滑，营业收入和净利润均高于行业平均降幅。2019年，公司营业收入26.88亿元，同比增长84.28%，净利润5.32亿元，同比增长4.64倍，增幅均高于行业平均增幅，公司盈利规模大幅提升。

2017—2019年，从收入结构上来看，公司收入主要来源为证券自营业务、信用交易业务、经纪业务和投资银行业务，其中期货业务收入占比增长较快，主要为现货贸易收入，对公司净利润贡献很小，除此之外其他板块占比较小。2019年，随着证券自营收入增长，其他业务板块收入占比均有所下降，公司收入结构更加均衡。2017—2019年，证券自营业务收入占比快速增长，公司自营债券投资规模逐步增加且获

得较好收益，2019年占比30.02%，成为第一大收入来源。2017—2019年，信用交易业务占比分别为33.32%、35.67%和16.55%，2019年信用业务收入和占比均有所下滑，主要是股票质押业务规模下降；证券经纪业务收入规模较稳定，占比逐年下降，2019年占比为20.56%，为公司稳定收入来源。投资银行业务占比持续下降，但收入规模波动增长，2019年投资银行业务收入7.63亿元，同比增长63.38%，在营业收入中占比28.37%。公司资产管理业务收入稳中有升，但收入规模仍较小，占比较低。

2020年1—9月，公司实现营业收入29.63亿元，同比增长40.79%，实现利润总额11.11亿元，同比增长92.09%，营业收入和利润总额均超过2019年全年水平，利润增速远高于行业平均值增速，主要系市场交易量上升等行业利好环境下证券经纪业务收入有所增长，同时投资银行业务收入大幅增长所致。收入结构方面，投资银行业务收入占比上升至43.45%，证券自营业务占比下降至15.09%，期货业务收入占比下降至2.20%，其他各业务收入占比变动不大。

表 6 公司营业收入及占比情况 (单位: 亿元、%)

业务类别	2017年		2018年		2019年		2020年1-9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	5.69	33.08	4.39	30.08	5.53	20.56	5.40	18.22
投资银行业务	6.49	37.73	4.67	32.02	7.63	28.37	12.88	43.45
资产管理业务	0.54	3.14	0.68	4.64	0.69	2.58	0.53	1.78
证券自营业务	0.07	0.42	1.35	9.26	8.07	30.02	4.47	15.09
信用交易业务	5.73	33.32	5.20	35.67	4.45	16.55	3.39	11.44
期货业务	0.60	3.48	0.55	3.80	2.04	7.58	0.65	2.20
其他业务	-1.92	-11.16	-2.26	-15.47	-1.52	-5.66	2.32	7.82
合计	17.20	100.00	14.58	100.00	26.88	100.00	29.63	100.00

注：其他业务为投资咨询、合并抵消等
资料来源：公司提供

2. 业务运营

公司经纪业务的营业网点实现全国性布局，近年来公司经纪业务收入有所波动，为公司主要的收入来源。同时，联合资信也关注到经纪业务受市场行情影响较大，未来经纪业务的收入增长面临一定压力。

公司经纪业务资格齐全，包括向客户提供股票、基金、债券等代理交易买卖业务。2017

—2019年，公司经纪业务收入有所波动，年均复合下降1.42%，2019年，经纪业务收入5.53亿元，同比增长25.97%，在营业收入中占比下降9.52个百分点至20.56%。截至2020年9月底，公司共有分公司38家、证券营业部48家，证券营业部已基本覆盖直辖市和省会城市。

2017—2019年，公司代理买卖证券交易额波动增长，其中股票及基金交易额呈U型趋势

变动。2018年，证券市场震荡下行，股票市场交易量大幅减少，公司股票、基金交易额较2017年下滑24.97%至6484.35亿元，债券交易额略有提升。2019年，受证券市场回暖影响，公司代理买卖证券交易额20578.75亿元，同比增长17.21%，主要为股票及基金交易额同比增长

39.22%所致。

2020年1-9月，公司证券经纪业务实现收入5.40亿元，公司代理买卖证券交易额为20337.34亿元，其中股票基金交易额10207.96亿元，债券交易额10129.38亿元；公司股、基市场份额0.30%，有所下降。

表7 公司经纪业务情况表(单位:亿元、%)

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1-9月	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票及基金	8642.41	0.35	6484.35	0.32	9027.59	0.33	10207.96	0.30
债券	10932.78	/	11072.35	/	11551.16	0.23	10129.38	0.23
合计	19575.19	/	17556.70	/	20578.75	/	20337.34	/

资料来源:公司提供

近年来,公司投资银行业务发展良好,2018年受证券市场和政策影响较大,股权类业务下滑明显,2019年股权类项目有所回升,2020年前三季度投资银行业务收入同比增长较快,公司业务储备良好,利于公司保持较强竞争力。

投资银行业务主要开展股权承销、债权承销、资产支持证券承销、兼并收购、私募交易、结构性融资以及其他各类财务顾问业务等业务。截至2020年9月底,公司投资银行业务团队共有565人,其中保荐代表人165人、准保荐代表人126人,基本能够满足公司投资银行业务的发展需要。2017-2019年,受股权项目波动影响,公司投资银行业务收入呈U型变动趋势,年均波动增长8.43%,2019年实现投资银行业务收入7.63亿元,同比增长63.38%,占比为28.37%。

近年来,公司投资银行业务侧重于IPO、再融资和企业债券项目。从股权承销来看,受IPO审核趋严以及再融资新规影响,2018年,股权类承销家数和金额均大幅减少;2019年,随着IPO审核常态化及再融资新规的逐步松绑,公司股权类项目大幅增长,承销金额114.42亿元,同

比增长3.49倍,其中IPO完成7家,承销金额48.88亿元,同比增长4.85倍,再融资5家,承销金额65.64亿元,同比增长2.83倍。

从债券承销来看,2018年债权类承销金额同比增加36.58%,主要受益于2018年下半年较好的市场行情以及公司的项目储备。2019年,债权类承销金额94.61亿元,同比下降19.30%。

2020年1-9月,公司实现投资银行业务收入12.88亿元,较2019年全年大幅增长;完成股权类项目32家,其中IPO项目19家,再融资项目13家;债权类项目29家,承销金额335.89亿元,远超过2019年全年水平。2020年以来,受科创板开板和注册制改革等利好政策影响,公司发挥投行业务强项,投行业务收入实现大幅增长。

从项目储备来看,截至2020年9月末,公司IPO在会审核家数43家,IPO过会待发行家数21家,再融资过会待发行家数11家;债券承销业务已获批文待发行项目共27个,其中公司债项目22个、企业债项目2个、ABS项目2个、债权融资计划1个。公司的项目资源储备丰富,有助于投资银行业务的持续发展。

表8 公司投资银行业务情况表(单位:家、亿元)

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1-9月	
	家数	金额	家数	金额	家数	金额	家数	金额
股权类	21	84.42	3	25.51	12	114.42	32	152.43

IPO	16	48.94	2	8.35	7	48.88	19	90.48
再融资	5	35.47	1	17.16	5	65.64	13	61.94
债权类	11	85.83	14	117.23	11	94.61	29	335.89

资料来源：公司提供

近年来，公司证券投资业务收入逐年快速增长，证券投资以债券持仓为主，且利率债和高等级信用债占比较高；同时，近年来证券市场持续波动，未来自营业务投资收益的实现受市场环境的影响仍存在一定的不确定性。

公司自营业务由权益类投资、固定收益类投资以及衍生品投资组成。2017—2019年，公司证券自营业务收入快速增长，年均增幅为9.74倍，其中2019年实现证券自营收入8.07亿元，同比增长4.98倍，主要为市场行情较好，公司自营业务实现较好收入。

从投资结构来看，公司以债券投资为主，但占比持续下降。2017—2019年末，公司投资规模年均增长42.77%，主要为债券和基金增长，股票占比较低；其中债券年均增长28.38%，债券持仓占比分别为91.59%、87.95%和74.07%；基金年均增长4.24倍，基金持仓占比分别为0.55%、5.59%和7.53%。其他类投资主要系公司购买资管产品、基金和信托产品。截至2019年末，公司（母公司口径）自营非权益类证券及

其衍生品/净资本指标为284.46%，自营权益类及证券衍生品/净资本指标为12.20%，均远优于监管标准（ $\leq 500\%$ 和 $\leq 100\%$ ）。

截至2020年9月末，公司投资规模和投资结构较上年末有所增长，投资规模228.24亿元，较上年末增长9.66%，仍以债券持仓为主，占比为80.22%。截至2020年9月末，公司债券持仓183.08亿元，其中利率债占比59.89%，AAA信用债占比10.28%，AA+信用债占比5.98%，债券持仓以利率债和高等级信用债为主。从行业分布来看，由于公司利率债中政策性金融债和地方政府债持仓规模较大，2019年以来金融和国债为公司前两大投资行业，除此之外，债券持仓在制造业、公用事业和建筑业占比较高，2020年以来公司对金融行业的债券投资占比进一步上升，其他行业分布变动较小。

截至2020年9月末，公司债券自营投资业务发生违约情况1例，涉及投资金额0.75亿元，该债券已按当前市场交易价格（约为票面金额的42%）记账，损失已计入当期损益。

表9 母公司口径自营证券投资结构（单位：亿元）

项目	2017年末		2018年末		2019年末		2020年9月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	93.53	91.59	124.50	87.95	154.16	74.07	183.08	80.22
股票	6.49	6.36	8.41	5.94	6.01	2.89	10.16	4.45
基金	0.57	0.55	7.91	5.59	15.66	7.53	7.80	3.42
其他	1.53	1.49	0.74	0.52	32.29	15.52	27.20	11.92
合计	102.11	100.00	141.55	100.00	208.13	100.00	228.24	100.00

资料来源：公司提供

表10 公司自营业务债券投资品种及其行业占比（单位：%）

行业	2017年末	行业	2018年末	行业	2019年末	行业	2020年9月末
金融	31.27	金融	50.38	金融	47.66	金融	61.27
材料	14.62	制造	11.29	国债和地方政府债	15.02	国债	15.51
房地产	7.31	房地产	8.98	制造	10.47	公用事业	7.56
工业	25.50	综合	6.89	公用事业	5.26	制造业	7.50
能源	3.48	采矿业	5.60	房地产	4.86	采矿业	2.08
消费	7.83	建筑业	4.91	采矿业	4.75	建筑业	1.64

公共事业	1.35	交通运输	3.21	综合	4.32	综合	1.04
其他	8.64	其他	8.74	其他	7.66	其他	3.40
合计	100.00	合计	100.00	合计	100.00	合计	100.00

资料来源：公司提供

近年来，受资管业务“去通道”影响，公司资产管理业务规模持续下降，主动管理规模占比持续增强，但整体资产管理业务收入规模较小。

公司资产管理业务主要包括集合资产管理业务、定向资产管理业务、专项资产管理业务，由资产管理事业部具体运营。2017—2019年，公司合并口径资产管理业务收入波动增长，分别为0.54亿元、0.68亿元和0.69亿元，变动较小但占比仍很低，2019年在营业收入中占比2.58%。

从管理规模和业务结构来看，母公司层面资产管理业务规模持续下降，主要为受资管新规影响，通道类业务规模下降。2017—2019年末，资产管理规模年均下降18.14%，截至2019年末，资产管理规模262.37亿元，其中定向资管占比71.19%，集合资管和专项资管分别占比12.41%和16.40%，定向资管仍为主要业务形式。

公司在进一步夯实定向资管业务基础的情况下，积极拓展集合资管业务，引入结构化产品设计，丰富产品类型，推进“主动管理”类业务发展。2018年，公司月均主动管理规模同比增长77.04%；2019年末，主动管理规模提升至60.00%，公司主动管理能力有所提升。

2020年1—9月，公司合并口径资产管理业务收入0.53亿元，占营业收入比重为1.78%。截至2020年9月末，公司母公司口径资管业务规模225.26亿元，较上年末下降14.14%，其中集合理财34.10亿元，较上年末增长4.73%，定向理财规模152.29亿元，较上年末下降18.47%，专项理财规模38.87亿元，较上年末下降9.67%。截至2020年9月末，公司资管业务主动管理产品业务规模188.79亿元，同比下降7.55%，主动管理规模占比83.81%，较上年末进一步上升，主动管理能力逐步增强；目前公司不存在持有资管产品劣后级或提供增信措施的情况。

表 11 母公司口径资产管理业务情况表（单位：亿元）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	规模	收入	规模	收入	规模	收入	规模	收入
集合理财	77.16	0.15	68.36	0.26	32.56	0.15	34.10	0.12
定向理财	241.49	0.23	182.78	0.25	186.79	0.33	152.29	0.26
专项理财	72.92	0.01	64.20	0.01	43.03	0.01	38.87	0.01
合计	391.56	0.39	315.35	0.53	262.37	0.49	225.26	0.40

注：上表中收入不含资管业务形成的投资收益

资料来源：公司提供

近年来，受市场行情和政策影响，公司信用业务规模在大幅增长后逐步下降，融资融券业务风险可控，股票质押业务规模逐步收缩，但目前风险项目规模较大且存在进一步减值风险，需进一步关注。

公司开展的信用交易业务包括融资融券、约定购回式证券交易产品和股票质押式回购。2017—2019年，公司信用交易业务收入保持较高规模和占比，2018年占比35.67%，成为第一

大业务收入来源；2019年，随着股票质押规模大幅下降，公司信用交易业务收入实现4.45亿元，同比下降14.42%。

融资融券业务方面，2017—2019年末融资融券账户余额分别为39.89亿元、29.15亿元和47.21亿元，年均增长8.79%，主要为2019年业务余额增长所致，融资融券市场规模受行情影响较大，2019年，公司融资融券业务余额较上年末增长61.96%，实现利息收入2.96亿元，

同比增长 9.23%。

股票质押回购业务方面,2017—2019 年末,股票质押待回购交易金额分别为 45.74 亿元、24.18 亿元和 18.27 亿元,逐年下降,年均减少 36.80%,系为防控风险控制股票质押业务规模。2017—2019 年,股票质押回购利息收入年均减少 21.55%,其中 2019 年实现 1.52 亿元,同比下降 38.96%。

2017—2019 年末,公司信用业务杠杆率分别为 74.96%、52.73% 和 61.33%,2019 年随着融资融券规模上升,信用杠杆率上升 8.61 个百分点,

但杠杆率水平仍较低。

截至 2020 年 9 月末,公司融资融券余额 53.01 亿元,股票质押待回购金额 9.25 亿元;2020 年 1—9 月,公司融资融券利息收入 2.74 亿元,股票质押利息收入 0.65 亿元。

截至 2020 年 9 月末,股票质押业务超过 1,000 万元规模业务中,发生违约或者延期支付等非正常合约共 17 笔,其中前三大项目金额分别为 1.28 亿元、1.01 亿元和 0.78 亿元,目前对股票质押业务计提减值准备 0.95 亿元,存在进一步减值风险,需持续关注未来项目回收情况。

表 12 公司信用交易规模及收入情况(单位:户、亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
融资融券账户数目	18354	18934	20249	21320
融资融券账户余额	39.89	29.15	47.21	51.19
融资融券利息收入	3.27	2.71	2.96	2.74
股票质押待回购金额	45.74	24.18	18.27	9.25
股票质押回购利息收入	2.47	2.49	1.52	0.65

资料来源:公司提供

子公司整体发展较为稳定,对公司收入规模形成较好补充。

公司期货业务由其控股 95.87% 的民生期货具体运营。民生期货成立于 1996 年,注册资本 4.36 亿元,经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询。2020 年 5 月,公司对民生期货减资,民生期货注册资本变更为 3.61 亿元。截至 2020 年 9 月末,民生期货总资产 16.23 亿元,所有者权益合计 4.20 亿元。2019 年实现营业收入 2.04 亿元,净利润 -0.07 亿元。

民生证券投资为公司全资子公司,成立于 2013 年 5 月,经营范围包括项目投资和投资管理。2017 年,公司对子公司民生证券投资增资 10.90 亿元,2018 年,公司对民生证券投资增资 25.00 亿元,增资后注册资本为 40.00 亿元。截至 2020 年 9 月末,民生证券投资总资产 44.48 亿元,所有者权益合计 42.69 亿元。2019 年实现营业收入 2.34 亿元,净利润 1.07 亿元。

民生股权投资原名为民生通海投资有限公司,成立于 2012 年 3 月,是经中国证监会批准由公司全资设立的直接股权投资子公司。2019 年 6

月,民生通海投资有限公司更名为民生股权投资。截至 2020 年 9 月末,民生股权投资总资产 7.67 亿元;所有者权益合计 6.96 亿元。2019 年实现营业收入 2.43 亿元,净利润 1.65 亿元。

3. 未来发展

公司战略目标清晰,定位明确,符合自身特点和未来发展需要;同时公司重视创新型业务发展,这将对公司的内部控制和风险管理提出了更高要求。

在综合考虑宏观经济形势、行业发展及自身资源等因素的基础上,公司制定了适合自身发展的战略目标,不断扩大深化服务中介业务,扎实推进资本中介业务,多元化开展资本投资业务;依托和挖掘服务客户需求,提升资本中介、资本投资业务广度和深度,实现三类业务相互促进,提高整体盈利水平;研究并适时布局国际业务,通过收购兼并,寻求外延式发展。

证券经纪业务力争通道业务与非通道业务并重,机构与零售业务同步推进,重点发展中高净值客户与机构客户,由通道业务向综合财

富管理业务转型；投资银行业务向全方位、综合化的方向发展，发展并购和其他创新业务，加快债券产品创新，积极探索并购重组债券、市政公司债券、可交换债券等创新品种；公司研究业务明确重点研究领域，调整优化结构，研究业务、咨询业务、创新业务协同发展，打造特色高端研究咨询品牌；资产管理业务要加强创新和改进业务流程，提升产品销售、产品设计、投资运作、售后服务等环节专业水平；不断优化当前员工队伍，加大人才队伍建设，同时各类业务不断发展的前提下，积极应对资本市场的快速发展和市场环境剧变，加强风险控制。

八、风险管理分析

公司建立了覆盖全业务的风险监控体系和风险管理制度，能够支持各项业务运行。

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。

公司建立健全了较完备的公司治理结构体系，形成了各业务部门及分支机构作为第一道风险防线，风险管理职能部门作为第二道风险防线，公司高级管理层作为第三道风险防线，董事会风险控制与监察委员会作为最后一道风险防线的四级风险管控体系，分工明确、各司其职，实现了对风险的防范和控制。

市场风险管理

根据公司经营情况、风险管控能力和公司风险偏好以及资金配置情况，由公司董事会确定公司权益类证券及其衍生品投资、非权益类证券及其衍生品投资等年度规模，公司执行委员会根据面临的市场风险以及各项业务发展现状确定运作规模。各业务线在运作规模内，根据不同的投资组合、投资策略做好风险对冲的同时获取投资收益。

公司通过投资管理系统，基本实现投资业务关键风险指标的前端控制和自动预警，建立了止盈止损等市场风险管理机制；公司通过风险管理信息系统，实现了与业务系统的对接，

能够有效结合业务开展情况对市场风险进行实时、动态监控。公司建立健全了以包括在险价值（VaR）、基点价值（DV01）在内的风险量化指标体系，结合情景分析、压力测试、敏感性分析等手段，持续对市场风险进行识别、评估、测量和管理，对于风险指标超预警、超限额情况及时进行风险提示和应对。

信用风险管理

公司信用风险主要涵盖融资融券业务、股票质押业务、约定购回业务、固定收益投资业务、投资银行业务（债权融资）等。公司建立健全了业务部门与风险管理职能部门的双重信用风险管理机制，在充分了解交易对手经营状况、历史履约情况等资信信息的基础上，通过对投资标的、交易对手进行信用评级、合理授信、加强合同管理等手段，实现对信用风险的识别与评估。同时，公司加快推进内部信用评级体系建设，进一步完善信用风险管理机制。

流动性风险管理

加强业务前端的流动性风险管理，包括对有可能履行包销义务的证券承销项目进行事前统一决策，持续完善债券风险分级管理并加强债券业务的资金安排、交易和结算相关流程规范管理。对资金实行集中管理与调控，对大额资金支付采用预约机制，预测当月逐日现金流缺口，有效管理支付风险。对各项业务的运作规模进行限额管理，定期或不定期根据业务规模的变化及时进行流动性压力测试，根据测试结果对业务规模进行动态调整，以确保流动性风险指标控制在公司可承受范围内。建立流动性管理指标体系，对关键指标进行测算，一旦指标达到预警标准，及时采取措施。公司每年进行不少于两次流动性专项压力测试，评估公司承受短期和中长期压力情景的能力，每年进行不少于一次流动性应急演练，评估流动性风险应急处理能力。积极拓展融资渠道、探索创新融资方式，提高公司融资来源的多元化和稳定程度。2017—2019年末，公司净稳定资金率和流动性覆盖率降幅较大，其中净稳定资金率接近预警标准，但仍均符合监管要求；2020年9

月末，净稳定资金率和流动性覆盖率分别为 128.79%和172.80%，流动性覆盖率降幅较大，净稳定资金率有所回升。

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

公司通过严格权限管理, 实行前、中、后台相互制衡, 重要岗位双人、双职、双责等方法, 防范操作风险。同时, 公司通过采取风险自我评估、关键风险指标、风险归因等多种方法, 注重对业务开展过程中所面临的各类操作风险进行识别。此外, 公司能够在日常经营中将风险管理和内部控制工作重心前移, 充分发挥风险管理总部、合规管理总部等内部控制部门的操作风险控制职能。例如, 公司内部控制部门在新产品新业务开发初期即参与制度流程设计, 充分识别和全面评估操作风险, 通过规范业务运作、加强合同管理等, 落实关键风险点的内部控制措施, 有效避免由于操作不规范、不标准、部门间缺乏协调机制等引起的操作风险。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年的合并财务报表和2020年前三季度财务报表, 2017—2019年财务报表分别经大华会计师事务所(特殊普通合伙)、信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)

和立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 均出具了无保留的审计意见; 2020年前三季度财务报表未经审计。公司自2019年1月1日起施行财政部于2017年修订的《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号—金融资产转移》《企业会计准则第24号—套期会计》和《企业会计准则第37号—金融工具列报》(以下简称“新金融工具准则”)。近年来, 公司合并范围变动较小, 财务数据可比性很强。

截至2019年末, 公司资产总额444.58亿元, 其中客户资金存款63.27亿元; 负债总额331.34亿元, 其中代理买卖证券款79.24亿元; 所有者权益113.25亿元, 其中归属于母公司的所有者权益113.06亿元, 母公司口径下净资产72.26亿元。2019年, 公司实现营业收入26.88亿元, 利润总额6.52亿元, 净利润5.32亿元, 归属于母公司的净利润5.32亿元; 经营活动产生的现金流净额为40.15亿元, 现金及现金等价物净增加额为26.23亿元。

截至2020年9月末, 公司资产总额492.41亿元, 其中客户资金存款68.01亿元; 负债总额351.37亿元, 其中代理买卖证券款83.48亿元;

所有者权益 141.04 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 140.83 亿元，母公司口径下净资本 80.27 亿元。2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 29.63 亿元，利润总额 11.11 亿元，净利润 8.05 亿元，归属于母公司的净利润 8.04 亿元；经营活动产生的现金流净额为 29.00 亿元，现金及现金等价物净增加额为 21.66 亿元。

2. 资金来源与流动性

2017—2019 年，随着业务规模的扩大，公司自有负债规模有所增加，杠杆水平持续上升，但仍处于行业正常水平；2020 年前三季度，公司杠杆水平有所上升。公司短期债务占比较高，面临一定程度的集中偿付压力，对流动性管理带来了一定的压力。

近年来，随着公司业务的发展，负债规模不断增大。2017—2019 年末公司负债总额年均复合增长 18.69%。截至 2019 年末，公司负债总额 331.34 亿元，较上年末增加 14.38%，系公司代理买卖证券款和应付债券增加所致。2019 年，公司发行债券规模较大，使得自有负债的规模有所增长，同时，随着经纪业务回暖，公司代理买卖证券款规模大幅增长，非自有负债规模相应增长。截至 2019 年底，公司自有负债 249.36 亿元，较上年末增长 8.75%，公司自有

负债主要由卖出回购金融资产款、应付债券、拆入资金和交易性金融负债组成，占负债的比例分别为 24.19%、37.25%、4.59%和 4.59%。截至 2019 年底，公司卖出回购金融资产款 80.16 亿元，较上年末增长 28.15%，主要系债券质押式回购业务规模增长所致。截至 2019 年末，公司应付债券为 123.43 亿元，较上年末增加 23.60%，主要是公司新增发行公司债和次级债所致。截至 2019 年末，公司交易性金融负债 15.19 亿元，较上年末以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债规模小幅增长，该科目主要为债券借贷和回购业务。截至 2019 年末，公司拆入资金 15.19 亿元，较上年末小幅下降 5.03%，其中银行间拆入资金 7.10 亿元，较上年末 13.00 亿元大幅减少，其他为转融通资金。

2017—2019 年末，公司全部债务持续增加，年均增长 16.61%；截至 2019 年末，公司全部债务 219.04 亿元，较上年末基本无变动，其中短期债务占比 43.65%，同比下降 10.63 个百分点，长期债务占比 56.35%，同比增长 10.63 个百分点，期限结构有所改善。2017—2019 年末，自有资产负债率分别为 59.94%、67.76%和 68.77%，2018 年同比提高 7.82 个百分点，2019 年杠杆率变动不大。

表 13 公司负债情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
自有负债	170.98	229.29	249.36	/
其中: 卖出回购金融资产款	100.51	62.55	80.16	88.26
应付债券	45.05	99.86	123.43	99.60
拆入资金	0.00	16.00	15.19	17.04
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	0.08	14.01	--	--
交易性金融负债	--	--	15.19	31.30
非自有负债	64.22	60.40	81.98	/
其中: 代理买卖证券款	64.14	55.35	79.24	83.48
负债总额	235.20	289.69	331.34	351.37
全部债务	161.08	218.43	219.04	206.01
其中: 短期债务	126.03	118.57	95.61	106.35
长期债务	35.05	99.86	123.43	99.66
净资本/负债 (母公司口径)	61.26	36.20	29.90	31.61
净资产/负债 (母公司口径)	67.43	48.92	46.17	53.85
自有资产负债率	59.94	67.76	68.77	/

资料来源: 公司财务报表和监管报表, 联合资信整理

截至 2020 年 9 月末，公司负债规模 351.37 亿元，较上年末增长 6.05%，主要系交易性金融负债规模大幅增长；公司全部债务规模 206.01 亿元，较上年末下降 5.95%，主要是债券融资规模下降。截至 2020 年 9 月末，公司净资产/负债和净资产/全部债务分别为 31.61% 和 53.85%，杠杆水平较上年末有所上升。

从有息债务偿还期限结构来看，截至 2020 年 9 月末，公司有息债务中 2020 年内到期的占比 60.87%，2021 年到期债务占比 29.86%，2021 年内到期债务占比较高；公司短期债务卖出回购金融资产款为业务端融资，有相应资产做质押；剔除此部分后，公司全部债务期限情况尚可。

表 14 截至 2020 年 9 月末公司到期债务占比情况（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
2020 年	125.36	60.87
2021 年	61.49	29.86
2022 年	12.60	6.12
2023 年及以后	6.50	0.03
合计	205.95	100.00

注：上表有息债务规模系按公司口径统计，与报告公式计算的有息债务规模存在一定差异
数据来源：公司提供

近年来，公司自有资产规模快速增长，优质流动资产占比逐年提升，资产流动性较好、质量较高。

2017—2019 年末，随着业务规模不断增长，公司资产规模也有较大的增长，年均增长 12.79%，截至 2019 年末，公司资产总额 444.58 亿元，较上年末增长 11.48%，系公司自营业务规模上升，持有金融资产增加所致，同时融出资金规模随着融资融券业务而增长。2017—2019 年末，自有资产年均增长 12.74%；截至 2019 年末，自有资产 362.60 亿元，较上年末增长 7.15%，占总资产比重为 81.56%，较年初下降 3.30 个百分点。

截至 2019 年末，公司资产以货币资金、融出资金、交易性金融资产和买入返售金融资产为主，在资产中占比分别为 18.10%、11.18%、56.41%和 5.74%。根据风控监管报表中数据，截至 2019 年末，公司优质流动资产 77.11 亿元，较上年末增长 11.14%，在总资产中占比提升 3.99 个百分点至 21.83%，公司资产流动性进一步提升，处于较好水平。

2017—2019 年末，公司货币资金年均增长 9.01%；截至 2019 年底，公司货币资金 80.48 亿元，较上年末大幅增长 43.53%，主要系客户

资金存款增长所致，其中自有资金为 17.21 亿元，自有货币资金中无使用受限的货币资金。2017—2019 年末，融出资金年均增长 11.87%；截至 2019 年末，公司融出资金 49.69 亿元，较上年末大幅增长 71.11%，主要是公司融资融券业务规模上升所致。截至 2019 年末，公司交易性金融资产 250.78 亿元，主要为公司自营投资持有金融资产，其中债券金额 154.16 亿元（占比 61.47%）、基金金额 50.55 亿元（占比 20.16%）。2017—2019 年末，公司买入返售金融资产年均下降 37.47%，主要为 2019 年下降较多所致；截至 2019 年末，买入返售金融资产余额 25.53 亿元，较上年末减少 49.27%，主要是公司降低股票质押业务所致，其中买入返售债券金额 5.93 亿元（占比 23.23%）、买入返售股票金额 19.77 亿元（占比 77.43%），质押回购融出资金按剩余期限分类 1 个月以内占比 25.06%，1~3 个月占比 5.18%，3 个月到 1 年以内占比 69.30%，期限以 3 个月到 1 年内为主，公司共计提减值准备 0.19 亿元，占业务规模 0.74%，计提比例较低，需对该项资产质量持续关注。

截至 2020 年 9 月末，公司资产规模 492.41 亿元，较上年末增长 10.76%，主要系客户资金和交易性金融资产增长所致；公司资产主要由

货币资金（占比 19.88%）、结算备付金（占比 5.01%）、融出资金（占比 10.75%）和交易性金融资产（占比 56.64%）构成。

表 15 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
资产总额	349.49	398.79	444.58	492.41
其中：自有货币资金	16.32	14.95	17.21	29.89
自有结算备付金	3.91	1.55	2.68	3.07
融出资金	39.70	29.04	49.69	52.95
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	102.51	151.37	--	--
买入返售金融资产	65.31	50.33	25.53	14.77
可供出售金融资产	38.82	67.97	--	--
交易性金融资产	--	--	250.78	278.92
自有资产	285.27	338.39	362.60	/
自有资产/资产总额	81.62	84.86	81.56	/
优质流动性资产	36.53	69.38	77.11	/
优质流动性资产/总资产	10.62	17.84	21.83	/

注：优质流动性资产/总资产中分子分母均取自风控指标监管报表；该表中资产科目未剔除第三方在结构化主体中权益部分
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

3. 资本充足性

2017—2019 年，公司股东权益很稳定，2020 年 4 月公司完成增资，股东权益规模进一步增加。随着对子公司增资，公司净资本规模有所下降，但各项风险控制指标仍高于监管要求，资本充足性较好。

近年来，公司股东权益较稳定，变动不大。2017—2019 年末，公司股东权益分别为 114.29 亿元、109.10 亿元和 113.25 亿元；截至 2019 年末，股东权益较上年末增长 3.80%，主要是当年留存收益增长所致；其中股本、资本公积、未分配利润和一般风险准备在归属于母公司所有者权益中比重分别为 85.08%、1.62%、5.16% 和 6.05%，公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，股东权益稳定性很好。2017 年，公司对股东进行了利润分配，合计分配 7.85 亿元，分配规模较大；2018 年，公司合计分配利润 4.12 亿元；2019 年末进行利润分配。

2017—2019 年末，母公司口径（下同）的净资本规模分别为 102.38 亿元、80.75 亿元和 72.26 亿元，降幅较快，年均复合减少 15.99%，主要 2018 年核心净资本降幅较大所致。截至 2018 年末，公司净资本 80.75 亿元，较年初下降 21.13%，主要系对子公司民生证券投资增资

25.00 亿元所致；截至 2019 年末，公司净资本 72.26 亿元，较上年末进一步下降 10.51%，其中核心净资本 57.96 亿元，较上年末增长 6.43%，主要为公司利润留存使净资产规模增长，附属净资本 14.30 亿元，较上年末下降 45.21%，主要为可计入附属资本的次级债券规模减少。

从主要风控指标来看，截至 2019 年末，公司母公司口径的净资本/净资产指标为 64.77%，较 2018 年末下降 9.24 个百分点；资本杠杆率指标由 2018 年末的 16.07% 上升至 16.21%，变动较小；各项风险资本准备之和由 2018 年末的 37.82 亿元下降至 35.77 亿元；受净资本下降影响，风险覆盖率指标由 2018 年末的 213.53% 下降至 2019 年末的 202.03%。公司各项风险控制指标处于安全范围内，绝大多数指标远高于行业监管标准。

截至 2020 年 9 月末，公司股东权益 141.04 亿元，较上年末增长 24.55%，主要系利润留存和股东增资 25.00 亿元所致；公司净资本规模 80.27 亿元，较上年末增长 11.08%，增幅小于净资产增幅，主要系附属净资本降幅较大，同时对子公司增资后，公司持有股权投资对应的净资本扣除比例较高所致，公司净资本均为核心净资本；主要风控指标来看，风险覆盖率和

资本杠杆率分别为 238.05%和 20.11%，分别较上年末上升 36.02 和 3.90 个百分点，高于监管标准。

表 16 母公司口径风险控制指标表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末	监管标准	预警指标
核心净资产	84.48	54.46	57.96	80.27	--	--
附属净资产	17.90	26.10	14.30	0.00	--	--
净资产	102.38	80.75	72.26	80.27	--	--
净资产	112.68	109.12	111.56	136.78	--	--
各项风险资本准备之和	29.70	37.82	35.77	33.72	--	--
风险覆盖率	344.69	213.53	202.03	238.05	≥100	≥120
资本杠杆率	29.47	16.07	16.21	20.11	≥8	≥9.6
净资产/净资产	90.86	74.01	64.77	58.69	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

4. 盈利能力

近年来，公司盈利稳定性较低，2019 年受证券投资和投资银行收入增长影响，公司营业收入和盈利水平增幅较大，盈利水平大幅改善，但整体盈利能力仍属一般；2020 年前三季度，公司利润总额同比增幅较大。

近年来，公司营业收入波动较大。2018 年，公司实现营业收入 14.58 亿元，同比下降 15.42%，系受市场环境的影响，公司投资银行业务收入和证券经纪业务同比减少所致，2018 年公司处置一处房产取得资产处置收益 2.43 亿元，同时自营投资业务收入增加减缓了营业收入降幅。2019 年，受市场行情有所回暖的影响，公司证券自营和投资银行业务收入实现较好增长，公

司实现营业收入 26.88 亿元，同比增长 84.28%。

从营业支出来看，公司营业支出持续增长，其中 2019 年增速较快。2018 年，公司营业支出 13.02 亿元，同比增加 7.73%，主要系股票质押和债券投资业务资产减值损失增加。2019 年，公司营业支出 20.33 亿元，同比增长 56.21%，其中业务及管理费 17.95 亿元，同比增长 49.43%。从构成来看，2019 年，公司营业支出中业务及管理费占 88.28%；公司的薪酬收入比由 2018 年的 58.47% 下降至 53.26%。2017—2019 年，公司的营业费用率分别为 68.59%、82.35% 和 66.78%，呈大幅波动态势，2019 年营业费用率随着收入增长而大幅下降，但费用控制能力仍需加强。

图 5 公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从盈利指标来看, 2017—2019年, 公司净利润波动较大, 分别为3.88亿元、0.94亿元和5.32亿元, 年均增长17.15%。2018年, 公司实现净利润0.94亿元, 同比大幅减少75.68%, 主要系营业收入下降同时业务及管理费等刚性支出小幅增长所致; 2019年, 公司营业收入大幅增长, 净利润规模相应增长。公司盈利指标随着收入规模呈波动增长趋势, 2017—2019年, 公司自有资产收益率分别为1.60%、0.30%和

1.52%, 净资产收益率3.35%、0.84%和4.79%, 2019年盈利指标大幅提升。

2020年1—9月, 公司实现营业收入29.63亿元, 同比增长40.79%, 实现利润总额11.11亿元, 同比增长92.09%, 主要系市场交易量上升等行业利好环境下证券经纪业务收入有所增长, 同时投资银行业务收入大幅增长所致; 2020年1—9月, 公司营业利润率和净资产收益率分别为38.85%和6.33%。

表 17 公司盈利情况 (单位: 亿元、%、名)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
营业费用率	68.59	82.35	66.78	54.84
薪酬收入比	46.13	54.63	53.26	/
营业利润率	29.94	10.76	24.35	38.85
自有资产收益率	1.60	0.30	1.52	/
净资产收益率	3.35	0.84	4.79	6.33
净资产收益率行业排名	69	68	39	/

注: 2020年前三季度相关指标未年化
资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

从同行业对标企业来看, 公司各项指标仍具有提升空间, 其中盈利能力指标和盈利稳定

性均低于对标企业均值, 营业费用率和杠杆率指标高于对标企业。

表 18 2019年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
国联证券	6.63	3.10	57.65	61.01	57.82
红塔证券	6.74	2.53	37.80	41.56	67.60
万联证券	3.81	1.48	56.44	25.17	61.38
样本企业平均值	5.73	2.37	50.63	42.58	62.27
民生证券	4.79	1.52	66.78	63.20	68.77

资料来源: 公司审计报告、财务报表、公开资料, 联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至2020年9月末, 公司无对外担保事项。

截至本报告出具日, 公司作为被告的未决诉讼如下:

李霞诉公司及太原营业部侵权纠纷案。李霞依据其与案外人假冒公司名义签订的合同, 以公司及公司太原长治路证券营业部为被告、张瑞祥为第三人向太原市中级人民法院起诉, 主张公司及公司太原长治路证券营业部赔偿本金7400.00万元及固定收益600.00万元, 共计8000.00万元。太原市中院于2020年9月受理

本案, 目前正在等待一审开庭。

2011年9月16日, 郑州银行股份有限公司(以下简称“郑州银行”)以公司及公司河南分公司为被告, 分三起案件向郑州市中级人民法院提出诉讼, 三起案件累计请求判令公司十日内返还于1991年至1995年期间为郑州银行保管的1,767.00万元的债券, 本息合计6,012.29万元。该案于2013年10月22日在郑州市中级人民法院开庭审理, 截至目前, 本案尚未判决。

除上述诉讼事项之外, 公司不存在其他作为被告的重大诉讼事项。

十、本次债券偿还能力分析

1. 本次债券发行对公司目前负债的影响
本次拟发行债券规模不超过 25.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债规模不大。

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务规模 206.01 亿元，本次拟发行债券规模不超过 25.00 亿元（含），相对于公司目前的债务规模，本次债券发债规模不大；假设本次债券募集资金净额为 25.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，发行后公司自有资产负债率将上升 1.99 个百分点至 67.49%，杠杆水平有所提升，结合所处的证券行业来看，整体仍处于正常水平。由于公司目前一年内到期债务规模占比较高，若本次债券发行成功，有利于公司改善债务结构。

2. 本次债券偿还能力分析

综合以上分析，考虑到公司作为全国性综合类证券公司，经营实力较强，财务较为稳健，资本较为充足等因素，公司对本次债券的偿还能力很强。

以 2019 年的财务数据为基础，EBITDA 为本次债券发行额度（25.00 亿元）的 0.70 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好。公司 2019 年的母公司口径净资产为 111.56 亿元，为本次债券发行额度（25.00 亿元）的 4.46 倍，对本次债券的覆盖程度较高。

十一、结论

公司作为全国性综合类证券公司之一，资本实力很强，整体业务规模处于行业中等水平，其中投行业务发展较好，具有较强行业竞争力。近年来，公司自有资产持续增长，其中，优质流动资产占比亦呈增长趋势，目前公司资产质量较高、流动性较好。2019 年以来，公司业务增速较快，业务具有很强竞争力。2020 年 4 月，公司增资 25.00 亿元，资本实力进一步增强。2020 年 8 月，泛海控股向 22 家投资者转让公司 27.12% 股权，公司引入上海国资背景股东，股

东背景更加多元。

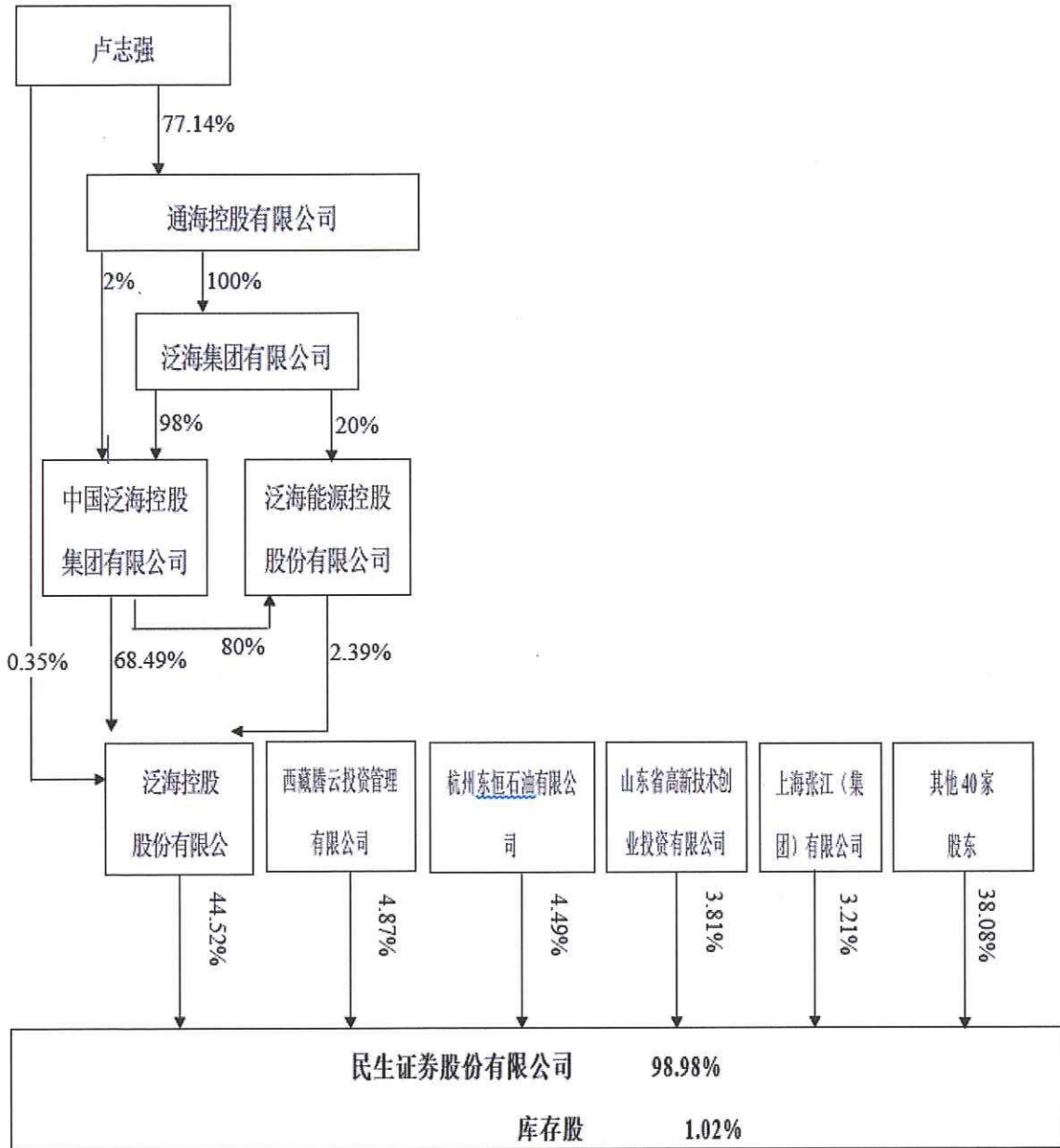
近年来，随着证券市场波动，公司盈利稳定性较低，公司证券投资收入占比较高，未来收入存在一定波动性；同时，公司债务结构以短期为主，存在一定集中偿付压力，债务结构有待优化。

本次拟发行债券规模不超过 25.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债规模不大。以 2019 年的财务数据为基础，EBITDA 和母公司口径净资产对本次债券的覆盖程度较好。

未来随着资本市场的持续发展以及公司各项业务的协同发展，公司收入结构有望进一步优化，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。

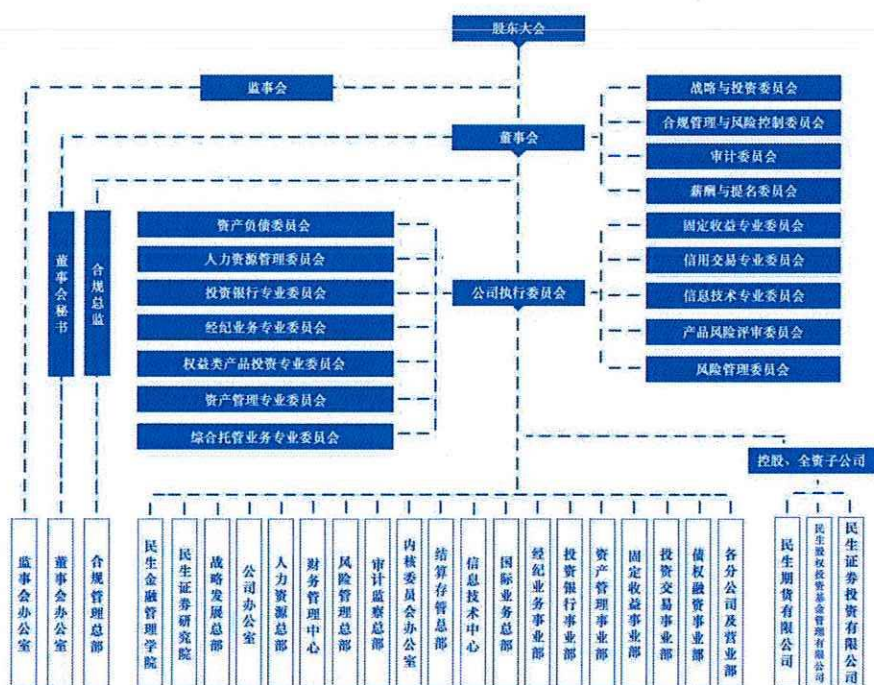
基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年底民生证券股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 民生证券股份有限公司 组织结构图（截至 2020 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年1-9月
自有资产（亿元）	285.27	338.39	362.60	408.87
所有者权益（亿元）	114.29	109.10	113.25	141.04
自有负债（亿元）	170.98	229.29	249.36	267.83
自有资产负债率（%）	59.94	67.76	68.77	65.50
优质流动资产/总资产（%）	10.62	17.84	21.83	/
营业收入（亿元）	17.24	14.58	26.88	29.63
利润总额（亿元）	5.15	1.27	6.52	11.11
营业利润率（%）	29.94	10.76	24.35	38.85
营业费用率（%）	68.78	82.35	66.78	54.84
薪酬收入比（%）	46.13	54.63	53.26	/
自有资产收益率（%）	1.60	0.30	1.52	2.09
净资产收益率（%）	3.35	0.84	4.79	6.33
盈利稳定性（%）	94.38	70.76	63.20	/
净资本（亿元）	102.38	80.75	72.26	80.27
风险覆盖率（%）	344.69	213.53	202.03	238.05
资本杠杆率（%）	29.47	16.07	16.21	20.11
流动性覆盖率（%）	402.07	255.19	194.25	172.80
净稳定资金率（%）	142.89	133.27	123.26	128.79
信用业务杠杆率（%）	74.96	52.73	61.33	37.54
短期债务（亿元）	126.03	118.57	95.61	106.35
长期债务（亿元）	35.05	99.86	123.43	99.66
全部债务（亿元）	161.08	218.43	219.04	206.01
EBITDA/本次债券金额（倍）	0.46	0.47	0.70	/

注：2017年应付债券中10亿元公司债期限为短期，因此调整至短期债务；公司提供，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
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
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 民生证券股份有限公司 2021年公开发行公司债券（面向专业投资者） 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，在每年民生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。

民生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。民生证券股份有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对民生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，民生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民生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，如发现民生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民生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。

如民生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民生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民生证券股份有限公司、监管部门等。