



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪102号

## 招商证券股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行2018年公司债券（第二期）”、“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行2018年公司债券（第三期）”、“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行2018年公司债券（第四期）”、“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行2018年公司债券（第五期）”、“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行2019年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持上述债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年四月二十六日

## 招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018年公司债券（第二期、第三期、第四期、第五期）、 2019年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

<b>债券名称</b>	招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第二期）（品种一） 招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第二期）（品种二） 招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第三期）（品种二） 招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第四期）（品种一） 招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第五期）（品种一） 招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2019 年公司债券（第一期）		
<b>债券简称及代码</b>	18 招商 G2	143626.SH	
	18 招商 G3	143627.SH	
	18 招商 G5	143712.SH	
	18 招商 G6	143392.SH	
	18 招商 G8	143762.SH	
	19 招商 G1	155208.SH	
<b>发行规模</b>	人民币 20 亿元 人民币 10 亿元 人民币 25 亿元 人民币 30 亿元 人民币 18 亿元 人民币 15 亿元		
<b>存续期限</b>	2018/06/12~2020/06/12 2018/06/12~2021/06/12 2018/07/18~2021/07/18 2018/08/08~2021/08/08 2018/09/07~2021/09/07 2019/03/08~2022/03/08		
<b>上次评级时间</b>	2018/04/20 2018/04/20 2018/06/22 2018/07/25 2018/08/14 2019/02/28		
<b>上次评级结果</b>	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

### 基本观点

2018 年，受 A 股行情震荡下行、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规出台等因素的影响，证券行业总体盈利下滑。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了招商证券股份有限公司（以下简称“招商证券”或“公司”）多项指标位列行业前列、多条线业务共同发展、整体竞争实力依然很强、合规和风险管理能力强等优势。同时，我们也关注到行业盈利水平下滑、金融强监管持续以及创新业务和国际业务的拓展使公司面临新的风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持招商证券主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，维持“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第二期）”、“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第三期）”、“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第四期）”、“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第五期）”和“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

### 正面

- 多项指标位列行业前列。2018 年，公司代理买卖净收入、代销金融产品净收入、融资融券融出资金余额、股票质押回购融出资金余额、受托管理资金规模、境内股债承销整体规模、公募基金佣金分盘均位列行业前十，市场地位总体保持稳定。
- 多条线业务共同发展，竞争实力依然很强。2018 年，公司投资管理业务实现良好业绩，资产管理业务主动管理规模大幅提升，经纪和财富管理业务、投资银行业务收入虽受市场环境影响有所下滑，但多项经营指标仍居行业前





概况数据

招商证券	2016	2017	2018
资产总额 (亿元)	2,430.58	2,856.44	3,049.31
所有者权益 (亿元)	599.15	793.34	807.92
净资本 (亿元)	455.24	541.81	528.16
营业收入 (亿元)	116.95	133.53	113.22
净利润 (亿元)	54.17	58.05	44.46
EBITDA (亿元)	119.53	120.43	118.32
资产负债率 (%)	65.86	66.18	68.44
摊薄的净资产收益率 (%)	9.03	7.30	5.48
EBITDA 利息倍数 (X)	2.23	2.53	1.92
总债务/EBITDA (X)	8.62	11.98	14.10
风险覆盖率 (%)	319.28	300.01	309.04
资本杠杆率 (%)	24.30	18.57	15.52
流动性覆盖率 (%)	151.00	392.17	277.30
净稳定资金率 (%)	134.94	132.69	159.64
净资本/净资产 (%)	80.03	72.07	69.94
净资本/负债 (%)	43.03	38.10	31.77
净资产/负债 (%)	53.77	52.87	45.42
自营权益类及其证券衍生品/净资本 (%)	37.01	30.77	22.27
自营非权益类证券及其衍生品/净资本 (%)	98.12	148.89	246.47

注：1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径；  
2、公司资产负债率的计算已扣除代理买卖证券款及代理承销证券款。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

张昕雅 xyzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年4月26日

列，公司整体竞争实力依然很强。

- 合规和风险管理能力强。公司较早地在行业内确立了全面的风险管理架构，风险管理制度和技术手段较为完备，对保障资金交易安全、制度运营稳定、道德风险防范等方面均具有重要作用。根据中国证监会券商分类评级的结果，公司2008~2018年连续十一年获得中国证监会A类AA级监管评级，为评价最高的券商之一。

关注

- 宏观经济筑底，行业盈利水平下滑。目前中国经济处于“L”型筑底阶段，2018年，受A股行情震荡下行、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规冲击等因素的影响，证券行业总体盈利下滑。2018年，公司营业收入和净利润同比分别减少15.21%和23.40%。
- 金融强监管持续。2017年，监管层提出防范化解系统性金融风险，对同业、理财、表外业务三个领域进行重点监管；同时《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》已实施。2018年，股票质押新规、资管新规陆续落地。金融强监管背景下，证券公司的合规、风控和经营适应能力受到考验。
- 创新业务和国际业务的拓展使公司面临新的风险。金融市场的震荡对公司创新产品、创新业务开展前的风险识别和控制提出更高的要求。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

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

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 募集资金使用情况

招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第二期）（品种一债券简称“18 招商 G2”、债券代码“143626.SH”；品种二债券简称“18 招商 G3”、债券代码“143627.SH”）、招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第三期）（品种二）（债券简称“18 招商 G5”、债券代码“143712.SH”）、招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第四期）（品种一）（债券简称“18 招商 G6”、债券代码“143392.SH”）、招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第五期）（品种一）（债券简称“18 招商 G8”、债券代码“143762.SH”）和招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2019 年公司债券（第一期）（债券简称“19 招商 G1”、债券代码“155208.SH”）分别于 2018 年 6 月 12 日、2018 年 7 月 18 日、2018 年 8 月 8 日、2018 年 9 月 7 日和 2019 年 3 月 8 日完成发行，实际发行规模分别为 30.00 亿元、25.00 亿元、30.00 亿元、18.00 亿元和 15.00 亿元。上述债券募集资金用途均为补充公司流动资金，截至 2019 年 3 月末，上述债券募集资金已全部用于补充公司流动资金。

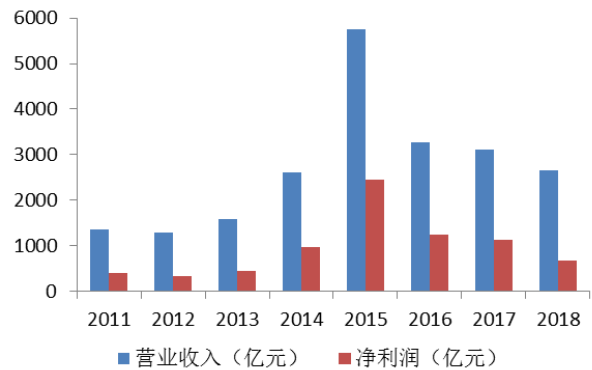
## 基本情况

2018 年，受 A 股行情震荡下行、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规出台等因素的影响，证券行业营收及利润同比下滑。公司多个板块收入下滑，但多项业务指标仍居行业前列，综合竞争实力依然很强。

根据证券业协会数据，截至 2018 年末，中国证券行业的总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产、净资产和净资本分别为 6.26 万亿元、5.32 万亿元、1.89 万亿元和 1.57 万亿元。其中，总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产同比分别增加 1.95% 和 4.72%；净资产、净资本同比分别增加 2.16% 和减少 0.63%，证券行业财务杠杆倍数（扣除客户交易结算资金后的总资产/净资产）由上年末的 2.75 倍上升至 2.81 倍。2018 年，证券行业营业收入和净利润分别为 2,662.87 亿元和 666.20 亿元，同

比分别减少 14.47% 和 41.04%。

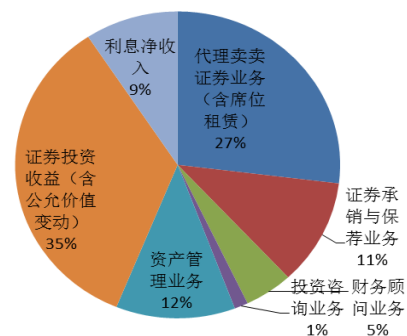
图 1：2011~2018 年证券公司营业收入和利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

分业务板块来看，2018 年证券行业分别实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）623.42 亿元、证券承销与保荐业务净收入 258.46 亿元、财务顾问业务净收入 111.50 亿元、投资咨询业务净收入 31.52 亿元、资产管理业务净收入 275.00 亿元、证券投资收益（含公允价值变动）800.27 亿元和利息净收入 214.85 亿元，同比分别减少 24.06%、32.73%、11.06%、7.18%、11.35%、7.05% 和 38.28%。2018 年，受 A 股行情震荡下行、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规冲击等因素的影响，证券行业总体盈利下滑。

图 2：2018 年证券行业收入结构



资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

招商证券于 2016 年 10 月首次公开发行 H 股，并在香港联交所主板上市，公司于 2017 年 5 月 17 日完成注册资本变更，截至 2018 年末，公司注册资本为 66.99 亿元，前十大股东合计持股 77.23%<sup>1</sup>，其中招商局集团有限公司通过下属子公司间接持有公司股份 44.09%，仍然为公司实际控制人。

<sup>1</sup> 其中香港中央结算（代理人）有限公司为公司 H 股非登记股东所持股份的名义持有人。

根据中国证监会券商分类评级的结果，公司 2008~2018 年连续十一年获得中国证监会 A 类 AA 级监管评级，为评价最高的券商之一，风险管理能力和合规管理水平受到监管部门认可。公司是证监会批准的创新试点类券商，作为国内大型综合类券商，业务领域覆盖面广，主要业务包括经纪和财富管理业务、投资银行业务、投资管理业务、投资及交易业务等。

**表 1：2015~2017 年公司经营业绩排名**

	2015	2016	2017
营业收入排名	8	10	6
净利润排名	6	8	6
净资产排名	9	6	6
净资本排名	8	8	6
总资产排名	8	7	6

资料来源：中国证券业协会，中诚信证评整理

公司主营业务由母公司及下属控股子公司共同开展，截至 2018 年末，公司全资控股 4 家境内子公司和 1 家境外子公司，包括招商证券国际有限公司（以下简称“招证国际”）、招商期货有限公司（以下简称“招商期货”）、招商致远资本投资有限公司（以下简称“招商致远”）、招商证券投资有限公司

（以下简称“招商投资”）以及招商证券资产管理有限公司（以下简称“招商资管”）；同时，公司主要参股了博时基金管理有限公司（以下简称“博时基金”）以及招商基金管理有限公司（以下简称“招商基金”）。2018 年，除投资及交易业务收入同比有所增长外，公司其他业务板块收入有不同程度的下滑，全年营业收入有所下滑，但公司经纪业务、投行业务、资管业务多项指仍居行业前列，综合竞争实力依然很强。公司全年实现营业收入 113.22 亿元，同比减少 15.21%。分业务板块来看，经纪和财富管理业务实现营业收入 64.68 亿元，同比减少 8.71%；投资银行业务板块实现营业收入 13.96 亿元，同比减少 35.68%；投资管理业务板块实现营业收入 12.90 亿元，同比减少 19.39%；投资及交易业务板块实现营业收入 8.90 亿元，同比增加 5.92%。从业务结构来看，上述各项业务占公司营业收入的比例分别为 57.13%、12.33%、11.40%和 7.87%，其中，经纪和财富管理业务、投资及交易业务收入占比有所提升。

**表 2：2016~2018 年公司营业收入构成情况**

单位：亿元、%

营业收入	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪和财富管理业务	71.04	60.74	70.86	53.06	64.68	57.13
投资银行业务	21.56	18.43	21.71	16.25	13.96	12.33
投资管理业务	12.02	10.27	16.01	11.99	12.90	11.40
投资及交易业务	7.95	6.80	8.41	6.30	8.90	7.87
其他	4.40	3.76	16.54	12.40	12.76	11.27
<b>营业收入合计</b>	<b>116.95</b>	<b>100.00</b>	<b>133.53</b>	<b>100.00</b>	<b>113.22</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

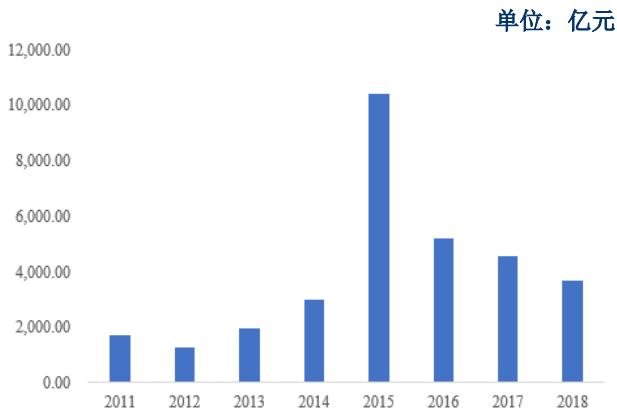
**2018 年证券市场震荡下行，股基交易量继续收缩；同期证券经纪业务行业竞争充分，佣金率持续下行。公司经纪业务受市场环境影响下滑，同时适时收缩资本中介业务规模，经纪和财富管理业务收入有所下滑。**

2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓、信用风险频发等内外部因素的共同影响，市场避险情绪增加，成交量进一步低迷，全年 A 股市场日均

成交额为 3,694 亿元，同比减少 19.45%。同时，证券经纪业务市场维持高度竞争态势，行业佣金费率维持下行趋势。受交易量下跌影响，2018 年证券行业代理买卖证券业务净收入同比减少 24.06%。



图 3：2011~2018 年证券市场日均交易金额



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

从公司自身来看，截至 2018 年末，公司在全国设立了 12 家区域分公司和 249 家证券营业部，基本覆盖全国，其中位于珠三角、长三角和京津地区等发达富裕地区的证券营业部数量合计占比 52.61%。证券经纪业务收入是公司目前最主要的收入来源之一，但其受证券市场景气度和行业竞争的影响较大。2018 年公司实现经纪和财富管理业务收入 64.68 亿元，同比减少 8.71%；占营业收入的比重为 57.13%，较上年上升 4.07 个百分点。

证券经纪业务方面，2018 年，在市场股基交易量继续下滑、行业平均佣金净费率继续下降的情况下，公司积极拓展渠道，线下持续创新营销督导管理新模式、新渠道，线上利用数字化手段开展精准营销，全年新开户 143.7 万户，正常交易客户数 1,024.72 万户，同比增加 18.96%。根据公司年报披露，公司全年实现股基交易量 7.50 万亿元，同比减少 19.20%，代理买卖证券业务净收入排名行业第 7，与上年持平。

财富管理业务方面，2018 年以来，公司持续推进零售经纪业务向财富管理转型，稳定佣金率。对财富管理平台进行全方位升级改造，实现了全面任务管理、客户管理与产品管理。同时，整合研发资源，围绕客户需求提供大类资产配置建议、“抓风口”产品推荐、售后产品绩效跟踪、机构 MOM 和 FOF 产品定制化等高附加值服务。具体来看，2018 年公司财富管理计划累计客户数达 264.37 万户，同比增加 3.94%；受市场环境及保证金产品政策影响，代销各类理财产品规模 7,541 亿元，同比减少 13.83%，但受益于销售结构优化，代销金融产品收

入实现增长，代销收入市场份额排名第 6，较上年上升 2 名。

机构客户业务方面，公司主要向公募基金、私募投资基金和保险公司客户等提供机构销售与研究、主券商以及托管与外包业务。机构销售与研究业务方面，2018 年公司继续加强路演服务精细化管理，推动研究资源多元化，提升对核心客户的服务，公募基金分盘佣金排名第 4，继续保持前列。公司持续巩固并提升研究品牌，在各项外部研究排名中均位于前列，同时聚焦公司战略，加快推动研究转型，全面提升对各业务板块的研究支持力度，深化“应用研究”。截至 2018 年末，公司共有研究人员 170 余人，A 股研究涉及超过 35 个行业领域及超过 1,240 家上市公司，在食品饮料、环保、轻工造纸、家电、通信等多个领域的研究处于业内领先水平。主经纪商业务方面，2018 年公司保持主券商系统平台建设的行业领先地位，持续完善主券商交易服务平台建设，增强特色投研服务，加速推进算法交易、绩效分析等投资和交易服务平台建设，增强客户粘性，全年主券商股基交易量同比增加 27%。托管外包业务方面，公司提供资产托管、清算、份额登记、估值、绩效评估等后台服务，对有需求的客户提供优质的投资研究和金融工程服务，协助开发个性化交易策略或产品。2018 年，公司凭借先发优势，多措并举积极获客，通过加强金融科技和精细化流程管理提高运营质量和效率，通过构建多层次服务标准实现客户服务优化，通过搭建机构服务平台实现服务智能化和线上化，保持了资产托管和外包业务的行业领先地位。截至 2018 年末，公司托管外包产品（含资管子公司）数量为 18,465 只，同比增加 12.91%，规模为 1.98 万亿元，同比减少 4.75%。根据中国证券投资基金业协会的数据，公司托管的私募基金产品数量市场份额 26.52%，且在服务超大型（50 亿元以上）规模私募证券管理人方面具有较大领先优势；公司私募基金托管外包产品数量、规模、公募基金托管数量连续五年保持全行业第一；2018 年公司提供 WOFE 托管外包服务的产品数量市场占有率居第一。

融资融券业务方面，2018 年，受 A 股下跌市

场行情影响，融资融券行业规模呈持续回落态势，公司融资融券业务亦呈现收缩态势。截至 2018 年末，公司融资融券余额为 386.81 亿元，同比减少 29.28%，市场份额 5.12%，整体维持担保比例为 267.58%。股票质押式回购业务方面，2018 年，个股风险事件频发，部分股票连续跌停，监管亦进一步加强股票质押业务规范管理，出台一系列股票质押新规。公司稳妥落实股票质押新规，严密跟踪资金用途，确保业务开展满足合规要求；加强对核心大客户、重点项目的跟踪及服务支持；同时针对个股“黑天鹅”频发的情况积极做好业务风险防控，提高预警并化解风险。截至 2018 年末，公司股票质押回购业务待购回余额 388.07 亿元，同比减少 34.37%，整体履约保障比例 220.15%，其中自有资金出资余额 228.40 亿元，整体履约保障比例 255.40%。公司资本中介业务整体维持担保比例和整体履约保障比例处于良好水平，面对复杂多变的市场环境，中诚信证评将对公司资本中介业务的风险情况保持关注。

表 3：2016~2018 年公司资本中介业务情况

单位：亿元

项目	2016	2017	2018
融资融券余额	510.08	546.99	386.81
融资融券业务利息收入	40.05	39.77	36.94
股票质押式回购待购回金额	433.37	591.28	388.07
股票质押式回购利息收入	8.29	12.42	16.79

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期货经纪业务方面，公司期货业务通过全资子公司招商期货运营，目前招商期货业务主要为期货经纪业务、期货资产管理业务和投资咨询业务，收入来源主要系代理期货交易手续费收入。公司期货经纪业务主要采用期货 IB 业务与直销相结合模式。在期货 IB 业务方面，招商期货利用招商证券在全国范围内的营业部，拓展期货客户资源；同时招商期货积极与公司总部合作，开发包括基金、私募、保险和银行等机构客户。2018 年，期货行业陆续推出原油、铁矿石、PTA 等国际化品种，以及其它新的国内品种；但受市场行情影响，行业客户权益、营业收入、净利润等指标同比均有所下降。招商期货积极推进国际化布局、强化产业客户开发，优化

IB 业务适当性管理流程，夯实经纪业务发展基础，全年股指期货市场份额同比提升 10 个百分点，在行业分类监管评级中连续第 5 年获得 A 类 AA 级评级。截至 2018 年末，招商期货总资产为 52.66 亿元，所有者权益为 14.43 亿元；2018 年全年实现营业收入 3.36 亿元，同比减少 9.62%，净利润 1.43 亿元，同比减少 15.26%。

总体来看，凭借营业网点数量优势和综合服务水平的不断提升，公司经纪和财富管理业务业绩在行业内继续名列前茅。2018 年，在市场行情下跌及竞争加剧的环境下，公司经纪和财富管理业务收入有所下滑。同时，公司持续推进经纪业务从传统代理买卖交易向财富管理服务转型，其经纪和财富管理业务仍具有很强的竞争实力。

**2018 年受 IPO 审核全面从严及再融资进度放缓影响，股权融资业务规模大幅下滑；债券市场受金融去杠杆环境影响，扩容速度减缓。公司投资银行业务收入有所下降，但多项指标仍居行业前列，继续保持了较强的市场竞争力。**

2018 年，A 股市场 IPO 审核更加严格，过会率大幅降低；再融资和减持新规持续发酵，A 股市场股权融资规模同比大幅下降。2018 年，A 股市场 IPO 发行数量 103 家，募集资金 1,374.88 亿元，同比分别减少 75.42% 和 37.11%；再融资募集资金金额（不含发行股票购买资产类增发）为 4,931.21 亿元，同比减少 42.37%。同期，受去杠杆政策影响，债券市场扩容持续放缓，全年新发行债券 43.76 万亿元，同比增长 7.94%。

公司投资银行业务包括股票承销和保荐、债券承销、并购重组及新三板业务等。2018 年受监管环境和市场环境的影响，公司全年实现投资银行业务收入 13.96 亿元，同比减少 35.68%；占营业收入的比重为 12.33%，较上年下降 3.92 个百分点。

股权融资方面，公司重点选择高成长性企业，在保持中小客户业务优势的同时开拓中大型客户和央企客户。2018 年，IPO 监管审核更加严格，同时再融资和减持新规持续发酵导致 A 股市场股权融资规模同比大幅下降，公司积极推动存量项目的



执行和落地，同时全力开拓新的优质 IPO 项目，提升项目质量和规模，特别是针对“新经济”、科创板聚焦领域优质企业，开展持续拜访和精准营销。公司年报披露，根据 Wind 统计，2018 年公司 A 股股票主承销金额和家数分别为 181.46 亿元和 15 家，分别排名行业第 8 和第 9，与上年持平；其中 IPO 承销金额和家数分别为 78.76 亿元和 8 家，分别排名行业第 5 和第 4，较上年分别上升 2 名和 3 名，再融资承销金额和家数分别为 102.71 亿元和 7 家，分别排名行业第 10 和第 11。根据中国证监会数据，截至 2018 年末，公司 IPO 在会审核项目数量 19 家（含已过会待发行项目），排名行业第 4。

债券承销业务方面，2018 年公司继续加强专业队伍建设，在不断巩固优势产品的基础上，加大对特定类型客户和资产支持证券项目的开发，债券承销业务继续保持较强的市场竞争力，资产支持证券承销规模继续排名行前列。公司年报披露，根据 Wind 统计，2018 年公司主承销债券金额（包含自主自办发行）为 4,631.08 亿元，同比增加 13.12%，排名行业第 3。其中，资产支持证券承销金额 2,327.84 亿元，排名行业第 2，市场份额 13.62%。

表 4：2017~2018 年公司股票和债券主承销情况

	2017	2018
<b>股票承销业务</b>		
主承销家数（家）	36	15
承销金额（亿元）	352.53	181.46
<b>债券承销业务</b>		
主承销家数（支）	503	709
承销金额（亿元）	4,093.96	4,631.08
<b>承销业务净收入（亿元）</b>	<b>13.53</b>	<b>8.72</b>
<b>并购及财务顾问业务</b>		
并购及财务顾问业务净收入（亿元）	4.12	3.12

注：股票承销中再融资发行不含发行股票购买资产类增发。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

并购及财务顾问业务方面，2018 年，并购市场更加理性，产业整合并购占据市场主流，公司坚持服务实体经济，紧抓经济结构转型升级和国企改革业务机会，积极撮合各方交易资源。根据 Wind 统计，2018 年公司披露并购交易数量为 15 家，披露并购交易金额为 371.30 亿元，均排名第 7。

场外市场业务方面，公司 2014 年获得首批场外做市业务资格并启动做市业务。2018 年新三板市场面临较大挑战，推荐挂牌业务量萎缩，市场较为低迷，公司持续关注市场变化、严格控制业务风险，场外市场业务继续保持行业领先地位。根据全国中小企业股份转让系统公布的《2018 年度主办券商执业质量评价结果》，公司继续被列入一档主办券商，排名行业第 4；累计为 341 家企业提供持续督导服务，排名第 6；新三板定向发行项目 47 家，排名第 5；累计融资金额 36.27 亿元，排名第 2。

总体来看，受政策环境和市场环境的影响，2018 年公司股票承销规模下滑，同时债券承销业务继续保持较强的市场竞争力，承销规模有所增长，公司投行业务多项指标仍居行业前列，综合竞争实力依然很强，未来公司投行业务仍将受到监管环境和市场环境的影响。

**2018 年资管新规正式发布，通道业务规模压缩，主动管理能力重要性凸显，受托管理资金本金规模进一步下降。公司资产管理业务主动管理规模实现较快增长，但私募股权基金管理业务收入有所波动。**

2018 年 4 月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）正式发布，廓清资管行业和资管产品本质，并对刚兑和资金池概念进行界定，为后续资管行业规范设立标准，主要对阻断监管嵌套、打破刚兑、非标处置等方面做出规定，过渡期延长至 2020 年底。在资管新规影响下，券商资管业务的主动管理能力将成为重要的竞争力来源。截至 2018 年末，证券公司托管证券市值 32.62 万亿元，受托管理资金本金总额 14.11 万亿元，同比减少 18.25%。

2015 年公司在原资产管理部基础上成立招商资管，通过全资子公司招商资管、招商致远分别开展证券资产管理业务和私募投资基金业务；通过联营公司博时基金和招商基金从事基金管理业务。2018 年公司实现投资管理业务收入 12.90 亿元，同比减少 19.39%，主要系由于私募股权基金业务收入下滑；占营业收入的比重为 11.40%，占比较上年下降 0.59 个百分点。

资产管理业务方面，2018年，公司以提升主动管理能力为核心，全线布局、重点发力，经营业绩稳步提升：一是投研能力持续提高，主动管理产品投资业绩大幅提升；二是紧抓市场热点和投资者需求，推出创新型FOF产品；三是重塑量化产品优势，量化新时代、全景多策略系列产品重磅推出；四是不断强化跨境资产配置能力，发行公司首单QDIE跨境股权投资产品，拓展跨境业务的投资范围和业务模式。截至2018年末，公司资产管理规模达7,134.65亿元，同比减少8.43%；其中主动管理规模2,313.32亿元，同比大幅增加81.86%。合规受托管理资金规模、资管业务净收入行业占比分别为4.99%和3.97%，较上年分别上升0.53和0.64个百分点；合规受托管理资金规模行业排名第4，较上年上升1名。分产品类型来看，集合资产管理产品规模1,317.75亿元，同比大幅增加179.50%；定向管理产品规模5,249.80亿元，同比减少23.65%；专项资产管理产品规模567.10亿元，同比增加27.77%。

表5：2016~2018年公司资产管理情况

单位：亿元

项目		2016	2017	2018
集合计划	金额	446.54	471.46	1,317.75
	净收入	8.09	7.88	8.27
定向计划	金额	5,619.96	6,876.35	5,249.80
	净收入	2.14	2.26	2.53
专项计划	金额	232.22	443.85	567.10
	净收入	0.42	0.18	0.13
合计	金额	6,298.72	7,791.66	7,134.65
	净收入	10.64	10.32	10.93
	净收入排名	6	5	4

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

私募股权基金管理业务方面，公司通过全资子公司招商致远开展相关业务。2018年，招商致远进一步夯实“一个致远”的投资管理平台，全方位提高“募、投、管、退”各环节专业能力，提升运营管理效能，做大做强私募股权投资业务。积极探索大健康产业基金、TMT基金、创投基金等基金新设机会，部分基金已经完成募集意向；在开拓投资人的同时，坚持加强团队专业化投资能力，逐步补充重点产业的专业人才，加大项目开发力度与项目资源统

筹能力，提升项目质量，稳固业务基础。截至2018年末，招商致远累计资产管理规模超过210亿元，累计投资规模超过100亿元，投资行业布局广泛，涉及金融科技、教育、文化、高端制造、人工智能等，投资了德必文化、今日投资等多个细分领域行业领先企业。截至2018年末，招商致远总资产为62.74亿元，归属于母公司的所有者权益为21.98亿元；2018年实现营业收入-0.15亿元，同比减少5.45亿元，实现归母净利润-1.00亿元，同比减少4.09亿元。

目前公司的资产管理平台还包括参股公司博时基金和招商基金，招商证券对两家公司的持股比例分别为49%和45%。截至2018年末，博时基金资产管理规模8,639亿元（不含子公司管理规模），同比增加13.87%，其中公募基金资产管理规模5,568亿元（剔除联接基金），同比增加26.20%。同期，招商基金资产管理规模4,937亿元（不含子公司管理规模），同比减少2.68%，其中公募基金资产管理规模3,832亿元（剔除联接基金），同比减少2.22%。截至2018年末，博时基金总资产67.13亿元，所有者权益为41.93亿元；2018年实现营业收入31.65亿元，同比增加2.04%，净利润为9.03亿元，同比减少3.76%。截至2018年末，招商基金总资产为66.12亿元，所有者权益为48.72亿元；2018年实现营业收入25.87亿元，同比减少5.82%，净利润为8.94亿元，同比增加11.31%。

总的来看，2018年公司资产管理业务主动管理大幅增长，但私募股权基金管理业务收入波动较大，导致当年投资管理板块收入下滑。长期来看，随着金融业资产管理业务竞争的加剧以及资管新规的逐步落实，公司资产管理业务发展面临挑战。

**2018年，在我国股市下行、债市震荡走强的市场环境下，公司及时调整持仓结构，进一步加大债券投资力度，投资及交易业务收入有所增长。**

2018年，国内外多种因素共振，市场波动剧烈，A股市场全年单边下行，上证综指下跌24.59%，深证综指下跌33.25%，均为历史第二大跌幅并创四年以来新低。同时，货币政策边际放松，债券市场震

荡走强，中债综合财富指数全年上涨 8.22%。2018 年公司增加债券配置比例，实现投资及交易业务收入 8.90 亿元，同比增加 5.92%；占营业收入的比重为 7.87%，较上年上升 1.57 个百分点。

权益类投资方面，2018 年因市场波动加剧，公司方向性投资业务收入同比大幅下降。同期，公司积极通过量化、对冲等方式开展市场中性投资业务，发挥策略丰富的优势，在低风险的前提下获得稳定超额收益。目前开展的业务主要包括基金做市、场内期权做市和场外衍生品交易等。基金做市业务积极拓展项目，扩大业务规模；场内期权做市业务报价的市场竞争力持续提升，场外衍生品业务利用公司渠道积极拓展客户。此外，公司强化创新驱动，持续丰富投资品种，获得跨境业务、场外期权业务一级交易商、上海期货交易所铜期权做市商等新业务资格。截至 2018 年末，公司权益类投资余额为 357.59 亿元，同比减少 15.08%；在证券投资中占比为 23.61%，较上年下降 15.61 个百分点，主要系权益类投资收缩的同时债券类投资大幅增长所致。其中，股票、基金分别为 150.08 亿元和 207.51 亿元，同比分别减少 29.96% 和增加 0.32%，在证券投资中占比分别为 9.91% 和 13.70%。此外，截至 2018 年末，公司衍生金融产品投资余额 11.50 亿元，在证券投资中占比为 0.76%。

债券投资方面，2018 年公司债券自营投资业务加强宏观研究和信用研究，大力发展套利类中性策略，加强流动性管理能力，稳步做大投资规模；通过建立更完善的投资体系，以多维度策略提升投资收益，全年债券投资收益率跑赢中债综合财富指数。截至 2018 年末，债券类投资规模为 1,106.26 亿元，同比大幅增长 83.76%，在证券投资中占比较上年上升 16.96 个百分点至 73.03%。在深耕现有业务的同时，公司积极筹备创新业务并推进其快速发展，7 月取得债券通业务做市商资格，12 月成为交易所市场首批信用风险缓释工具创设机构。商品交易业务方面，公司积极做大现有成熟策略，进一步丰富业务类型，探索新的业务模式，商品交易类业务收入显著上升。外汇业务方面，公司积极向国家外汇管理局及证监会申请结售汇业务资格。

总体来看，公司投资业务以稳健进取的投资理念为指导，坚持价值投资，追求风险可控前提下的投资收益，2018 年债券投资力度进一步加大，板块收入进一步提升，但该业务仍较易受到市场行情波动的影响。

**2018 年香港股票年初升至历史高位，后整体走低，香港 IPO 规模同比大幅增长。在竞争激烈的香港市场中，公司 IPO 承销业务继续保持行业前列，多项业务稳步开展。**

2018 年，港股市场年初升至历史高位，其后受中美贸易摩擦等影响整体走低，恒生指数跌幅 14%，日均成交额同比上升 22%。香港 IPO 金额为 2,865 亿港元，同比增加 123%，亚洲（除日本外）G3 债券融资额 2,669 亿美元，同比减少 20%。公司的国际业务由全资子公司招证国际开展。招证国际通过其下设子公司经营证券及期货合约经纪、代理人服务、上市保荐、财务顾问、企业融资、投资管理、资产管理、市场研究等业务，以及子公司所在地监管规则允许的其他业务。截至 2018 年末，招证国际总资产为 204.46 亿港元，所有者权益为 55.71 亿港元；2018 年实现营业收入 8.00 亿港元，同比减少 22.52%，实现净利润 0.89 亿港元，同比减少 70.15%。

2018 年，招证国际重点把握创新型公司来港上市机遇，策略性地加强对新经济行业公司的服务。全年完成 15 个 IPO 项目，承销金额 16.87 亿美元，IPO 融资规模香港市场排名第 5；2 个配售项目，集资额约 1.49 亿美元；3 个兼并收购及财务顾问项目，总交易金额 21.66 亿美元；11 个债券承销项目，总承销金额 4.99 亿美元。证券业务方面，招证国际加大资本中介业务拓展力度，开展日均规模同比增加 30%；直投业务经过几年的培育已取得阶段性进展，投入的优质项目逐渐为公司带来可观回报；定息收益业务受市场因素影响，逐步从自营债券投资转型至集中代客业务，积极开拓佣金业务收入，降低整体市场风险。

总体来看，2018 年，公司投资管理业务业绩良好，但受 A 股市场下跌、项目审核趋严以及公司私募股权基金管理业务收入波动影响，公司其他板块



收入均有所下降，营业收入同比下滑。但公司各主要业务实力仍稳居行业前列，综合金融服务能力仍然领先。中诚信证评将持续关注证券市场走势和政策、市场环境的变化对公司收入的影响，另外创新业务的开展可能造成公司经营风险的增加。

## 财务分析

以下分析主要基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2017 年度审计报告以及经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年度审计报告。报告中对净资产、净资本、净资本/负债等风险控制指标的描述和分析均采用母公司口径数据。

### 资产质量

2018 年，公司资本中介业务和经纪业务规模收缩，同时自营投资规模明显扩大，公司总资产有所增加。截至 2018 年末，公司资产总额为 3,049.31 亿元，同比增加 6.75%；剔除代理买卖证券款后，年末公司资产总额为 2,560.19 亿元，同比增加 9.15%。同时，得益于留存收益积累，公司所有者权益小幅增加，截至 2018 年末，公司所有者权益为 807.92 亿元，同比增加 1.84%。

从公司资产流动性来看，截至 2018 年末，公司自有资金及现金等价物余额为 112.03 亿元，同比减少 20.63%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 4.38%。从公司所持有金融资产的结构来看，2018 年，A 股市场全年单边下行，债券市场震荡走强，公司坚持稳健投资、加强风险管理，根据市场行情调整投资策略和投资结构，股票投资规模有所压缩，债券投资规模大幅增加。具体来看，公司金融资产以交易性金融资产和其他债权投资占比最高，年末分别为 1,001.25 亿元和 416.42 亿元。公司金融资产以债券、股票、基金为主，流动性相对较好，其中又以债券投资规模最大，2018 年上述两者中的债券投资额分别为 671.39 亿元和 416.42 亿元。此外，截至 2018 年末，公司融出资金余额 429.76 亿元，同比减少 27.45%，主要为对客户的融资融券业务融出的资金，担保充足，大部分账龄在 6 个月以

上；买入返售金融资产余额 330.44 亿元，同比减少 8.46%，主要系股票质押业务规模收缩，融出资金剩余期限大部分集中于一年以内。截至 2018 年末，公司流动性覆盖率为 277.30%，面临的流动性风险较小。

表 6：2016~2018 年末公司金融资产余额明细

单位：亿元

科目	分类	2016	2017	2018
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	股票投资	102.29	125.63	-
	债券投资	175.13	366.06	-
	基金投资	177.86	206.84	-
	其他	27.16	32.17	-
	小计	482.44	730.70	-
可供出售金融资产	股票投资	16.57	12.27	-
	债券投资	134.62	235.95	-
	基金投资	0.13	0.00	-
	理财产品	1.91	1.57	-
	信托投资	3.50	6.09	-
	其他投资	90.49	76.88	-
	小计	247.22	332.75	-
交易性金融资产	债券投资	-	-	671.39
	基金投资	-	-	207.51
	股票投资	-	-	82.86
	资管计划	-	-	11.89
	理财产品	-	-	4.60
	其他投资	-	-	23.00
小计	-	-	1,001.25	
债权投资	债券投资	-	-	18.44
	小计	-	-	18.44
其他债权投资	债券投资	-	-	416.42
	小计	-	-	416.42
其他权益工具投资	专户投资	-	-	67.23
	小计	-	-	67.23
合计		729.66	1,063.46	1,503.34

注：1、2018 年科目根据新金融工具准则调整；

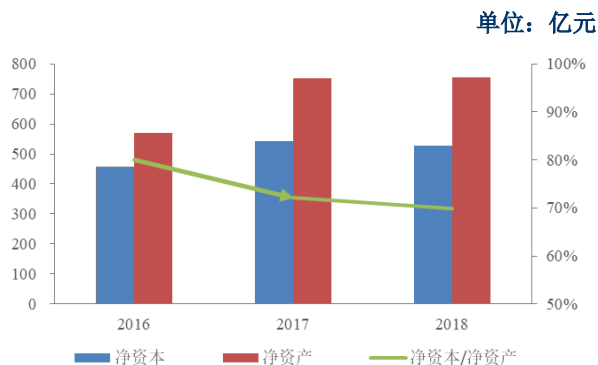
2、以上数据均经四舍五入处理，故单项数和与合计数存在尾差。

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

凭借稳健为主的经营策略，截至 2018 年末，公司净资产（母公司口径，下同）为 755.18 亿元，同比增加 0.45%；同期，净资本（母公司口径，下同）为 528.16 亿元，同比减少 2.52%。截至 2018 年末，公司净资本/净资产比值为 69.94%，较上年末下降 2.13 个百分点，但仍远高于 20% 的监管标

准。财务杠杆比率方面，截至 2018 年末，公司资产负债率为 68.44%，较上年末上升 2.26 个百分点。

图 4：2016~2018 年末公司净资产和净资本变化情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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

截至 2018 年末，公司净稳定资金率为 159.64%，高于 100% 的监管标准，较上年末提升 26.95 个百分点，公司具有较稳定的资金来源，为后续业务的开展奠定良好基础。

表 7：2016~2018 年末公司各风险控制指标情况

指标名称	预警标准	监管标准	2016	2017	2018
净资本 (亿元)	-	-	455.24	541.81	528.16
净资产 (亿元)	-	-	568.84	751.77	755.18
风险覆盖率 (%)	≥120	≥100	319.28	300.01	309.04
资本杠杆率 (%)	≥9.6	≥8	24.30	18.57	15.52
流动性覆盖率 (%)	≥120	≥100	151.00	392.17	277.30
净稳定资金率 (%)	≥120	≥100	134.94	132.69	159.64
净资本/净资产 (%)	≥24	≥20	80.03	72.07	69.94
净资本/负债 (%)	≥9.6	≥8	43.03	38.10	31.77
净资产/负债 (%)	≥12	≥10	53.77	52.87	45.42
自营权益类证券及其证券衍生品/净资本 (%)	≤80	≤100	37.01	30.77	22.27
自营非权益类证券及其衍生品/净资本 (%)	≤400	≤500	98.12	148.89	246.47

注：公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径。

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总的来看，得益于稳健的经营策略，公司各项风险控制指标均处于合理水平。相对于各项业务开展及负债规模而言，公司资本充足水平较高，对吸收非预期损失的能力较强。

表 8：截至 2018 年末公司与国内主要上市券商风险控制指标比较

指标名称	中信证券	海通证券	广发证券	招商证券	中信建投	光大证券
净资本 (亿元)	919.96	713.77	585.63	<b>528.16</b>	410.30	350.15
净资产 (亿元)	1,254.76	1,081.95	758.61	<b>755.18</b>	460.55	475.68
风险覆盖率 (%)	183.92	253.27	222.75	<b>309.04</b>	240.13	231.42
资本杠杆率 (%)	16.22	26.03	19.51	<b>15.52</b>	23.02	25.37
流动性覆盖率 (%)	247.92	477.91	404.53	<b>277.30</b>	525.32	894.79
净稳定资金率 (%)	156.16	137.11	139.77	<b>159.64</b>	196.74	151.44
净资本/净资产 (%)	73.32	65.97	77.20	<b>69.94</b>	89.09	73.61
净资本/负债 (%)	28.91	46.07	30.36	<b>31.77</b>	40.89	39.04
净资产/负债 (%)	39.44	69.84	39.33	<b>45.42</b>	45.89	53.04
自营权益类证券及证券衍生品/净资本 (%)	28.91	28.94	29.35	<b>22.27</b>	9.27	23.83
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本 (%)	230.75	117.20	240.67	<b>246.47</b>	182.35	167.99

注：净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径

数据来源：公司及其他证券公司定期报告，中诚信证评整理

## 盈利能力

公司近年来大力推行业务转型，多项业务全面

发展，传统经纪业务收入占比有所下降但仍较高水平，加之国内证券市场避险工具的运用渠道有限，公司整体的盈利水平与证券市场的走势表现出较

大的相关性。2018年，公司自营业务及资管业务实现良好业绩，但受股票交易量下滑及股票承销规模

下降影响，公司经纪业务和投行业务收入下滑，全年实现营业收入113.22亿元，同比减少15.21%。

**表 9：2016-2018 年公司营业收入情况**

单位：亿元

项目名称	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	84.73	72.45%	79.37	59.44%	64.48	56.96%
其中：经纪业务手续费净收入	47.20	40.36%	40.36	30.22%	31.54	27.86%
投资银行业务手续费净收入	21.54	18.42%	21.98	16.46%	14.46	12.78%
资产管理业务手续费净收入	11.43	9.77%	11.45	8.58%	12.02	10.62%
利息净收入	8.95	7.66%	17.96	13.45%	18.46	16.31%
投资收益	36.20	30.95%	27.12	20.31%	36.80	32.50%
公允价值变动收益	-15.96	-13.65%	10.10	7.56%	-6.42	-5.67%
汇兑净损益	2.59	2.21%	-1.50	-1.13%	-0.75	-0.67%
其他收益	0.00	0.00%	0.36	0.27%	0.41	0.37%
其他业务收入	0.44	0.37%	0.12	0.09%	0.24	0.21%
<b>营业收入合计</b>	<b>116.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>133.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>113.22</b>	<b>100.00%</b>

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从公司营业收入构成来看，近两年来手续费及佣金收入为公司最主要的收入来源，但其占营业收入的比重有所下降，2018年占比较上年下降2.48个百分点至56.96%。公司的手续费及佣金净收入主要来源于经纪业务、投行业务以及资产管理业务。由于证券经纪业务和整个证券场景气度相关度极大，2018年A股市场股基交易量下降，同时行业佣金率继续下滑，公司实现证券经纪业务手续费净收入31.54亿元，同比减少21.85%，占营业收入的比重较上年下降2.36个百分点至27.86%。投资银行业务方面，2018年，受IPO审核趋严及再融资新规等影响，公司股票承销规模下滑，全年投行业务手续费净收入为14.46亿元，同比减少34.20%，占营业收入的比重较上年下降3.69个百分点至12.78%。资产管理业务方面，2018年，公司资产管理业务主动管理规模大幅提升，全年资产管理业务手续费净收入为12.02亿元，同比增加4.92%，在营业收入占比上升2.04个百分点至10.62%。

除手续费及佣金收入外，投资收益和利息净收入也是公司营业收入的重要来源。利息净收入方面，2018年公司实施新金融工具准则调整财务报表格式，使得利息收入同比增加21.85%，同时债务规

模增长带动利息支出亦有较大幅度增长，全年实现利息净收入18.46亿元，同比增加2.76%，占营业收入的比重较上年上升2.86个百分点至16.31%。投资收益及公允价值变动损益方面，2018年，公司实现投资收益36.80亿元，同比增加35.65%，主要系债券自营投资业务收益大幅上升，同时，受A股市场行情下行影响，公司公允价值变动损益由上年的10.10亿元下降为-6.42亿元；全年投资收益及公允价值变动损益合计30.38亿元，同比减少18.40%，占营业收入的比重较上年下降1.05个百分点至26.83%。

在营业支出方面，鉴于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，因此人力成本是证券公司营业支出中最重要的组成部分，且具有一定的刚性。2018年，公司计提的绩效薪酬减少，业务及管理费同比减少7.31%至56.65亿元，但受营业收入下降幅度更大影响，业务及管理费用率为50.04%，较上年上升4.27个百分点。此外，减值损失方面，2018年公司对金融资产减值采用预期信用损失模型进行计量，对融出资金、买入返售金融资产和债权投资等资产共计计提信用减值损失1.21亿元。



表 10: 2018 年公司与同行业主要上市公司盈利能力指标比较

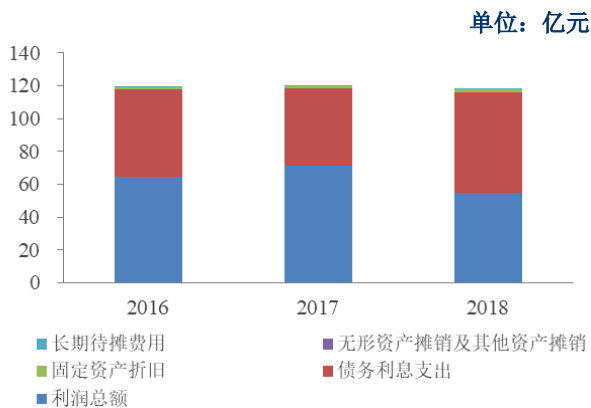
指标名称	中信证券	海通证券	广发证券	招商证券	中信建投	光大证券
营业收入 (亿元)	372.21	237.65	152.70	<b>113.22</b>	109.07	77.12
业务及管理费 (亿元)	153.08	93.83	76.21	<b>56.65</b>	56.26	51.24
净利润 (亿元)	98.76	57.71	46.32	<b>44.46</b>	31.03	2.44
业务及管理费用率 (%)	41.13	39.48	49.91	<b>50.04</b>	51.58	66.44

数据来源: 公司及其他证券公司定期报告, 中诚信证评整理

利润方面, 受上述因素共同影响, 2018 年公司营业利润和净利润分别为 54.41 亿元和 44.46 亿元, 同比分别减少 23.41% 和 23.40%。

现金获取能力方面, 公司 EBITDA 主要包括利润总额和利息支出, 2018 年公司利息支出同比增长, 但受利润下滑影响, EBITDA 为 118.32 亿元, 同比减少 1.75%。

图 5: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 2018 年, 在 A 股行情震荡下行、项目审核趋严趋缓及信用风险频发的环境下, 公司盈利规模有所下降。中诚信证评将持续关注证券市场走势和政策、市场环境对公司盈利的影响以及业务多元化发展给公司风险管控带来的挑战。

## 偿债能力

为满足自营业务规模扩张需求, 公司债务总量继续增长。截至 2018 年末, 公司总债务规模为 1,668.52 亿元, 同比增加 15.66%, 主要为卖出回购业务规模增加。从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看, 2018 年, 公司总债务/EBITDA 为 14.10 倍, 较上年上升 2.12 倍, EBITDA 利息倍数为 1.92 倍, 较上年下降 0.61 倍, EBITDA 对债务本息的覆盖程度有所减弱, 但仍处于较好水平。

从经营活动现金流看, 2018 年公司融出资金规

模、回购业务、金融资产和代理买卖证券款等规模变化, 经营活动净现金流由上年的净流出 425.54 亿元转为净流入 341.66 亿元, 经营性现金净流量/总债务为 0.20 倍。

表 11: 2016~2018 年公司偿债能力指标

指标	2016	2017	2018
总债务 (亿元)	1,030.50	1,442.61	1,668.52
资产负债率 (%)	65.86	66.18	68.44
净资产负债率 (%)	192.88	195.65	216.89
经营活动净现金流 (亿元)	-239.44	-425.54	341.66
EBITDA (亿元)	119.53	120.43	118.32
EBITDA 利息倍数 (X)	2.23	2.53	1.92
总债务/EBITDA (X)	8.62	11.98	14.10
经营性现金净流量/总债务 (X)	-0.23	-0.29	0.20

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 公司在各大银行等金融机构的资信情况良好, 截至 2018 年末, 公司 (母公司) 获得各家银行的授信额度为 2,944 亿元, 未使用额度为 2,233 亿元, 备用流动性充足。

对外担保方面, 截至 2018 年末, 公司无对外担保。未决诉讼方面, 截至 2019 年 1 月末, 公司股票质押等业务存在未决诉讼事项, 相关诉讼对公司业务经营、财务状况及偿债能力无重大影响。

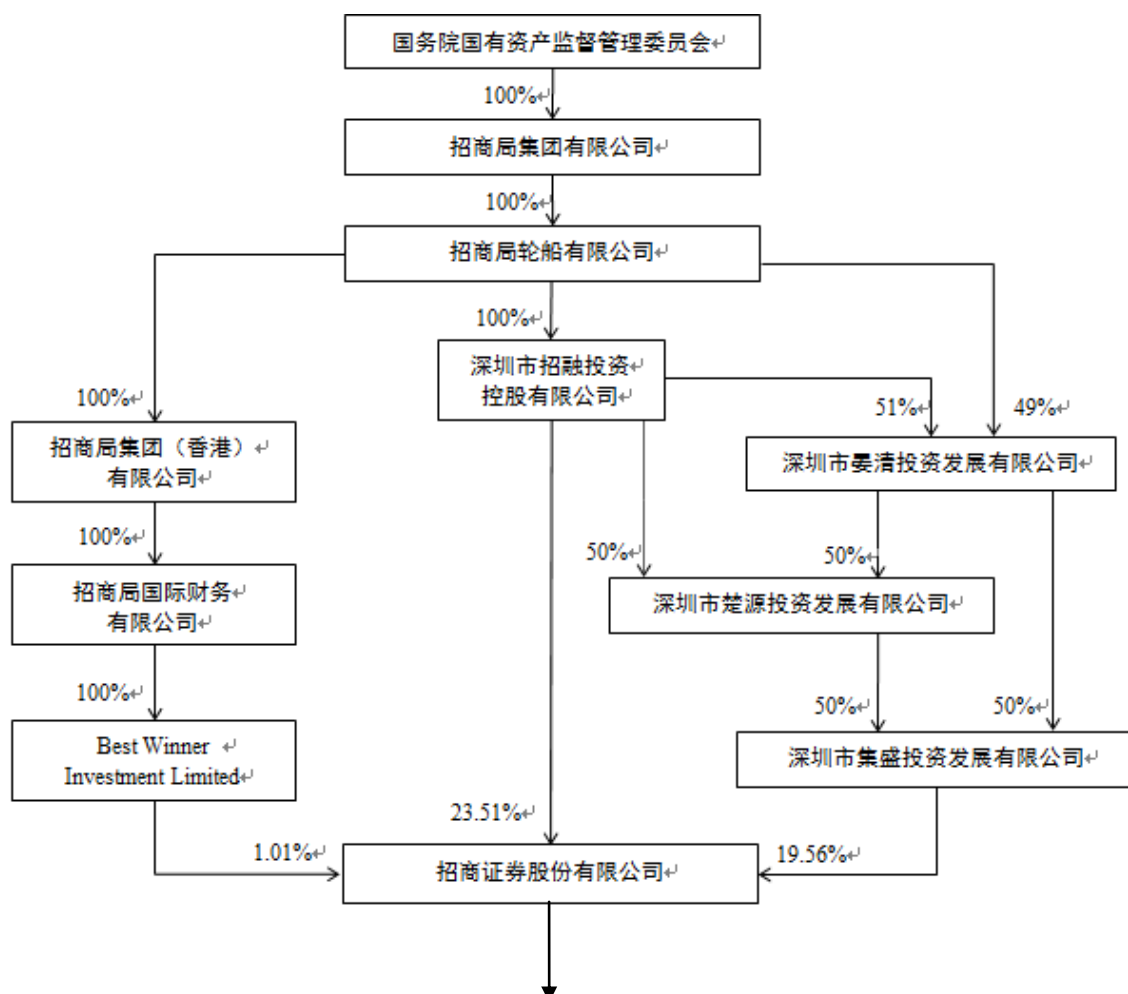
综合来看, 2018 年, 受证券市场行情震荡下行和项目审核趋严等因素影响, 公司业绩受到一定影响, 但其业务持续多元化经营, 多项业务保持行业领先, 整体业务竞争实力仍然很强。公司整体资产质量较好, 资产安全性高, 盈利能力良好。就各项业务开展规模及负债规模而言, 目前公司资本充足水平高, 综合实力和抗风险能力极强。

## 结论

综上, 中诚信证评维持招商证券主体信用等级 AAA, 评级展望稳定, 维持“招商证券股份有限公

司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第二期）”、“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第三期）”、“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第四期）”、“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第五期）”和“招商证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

附一：招商证券股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



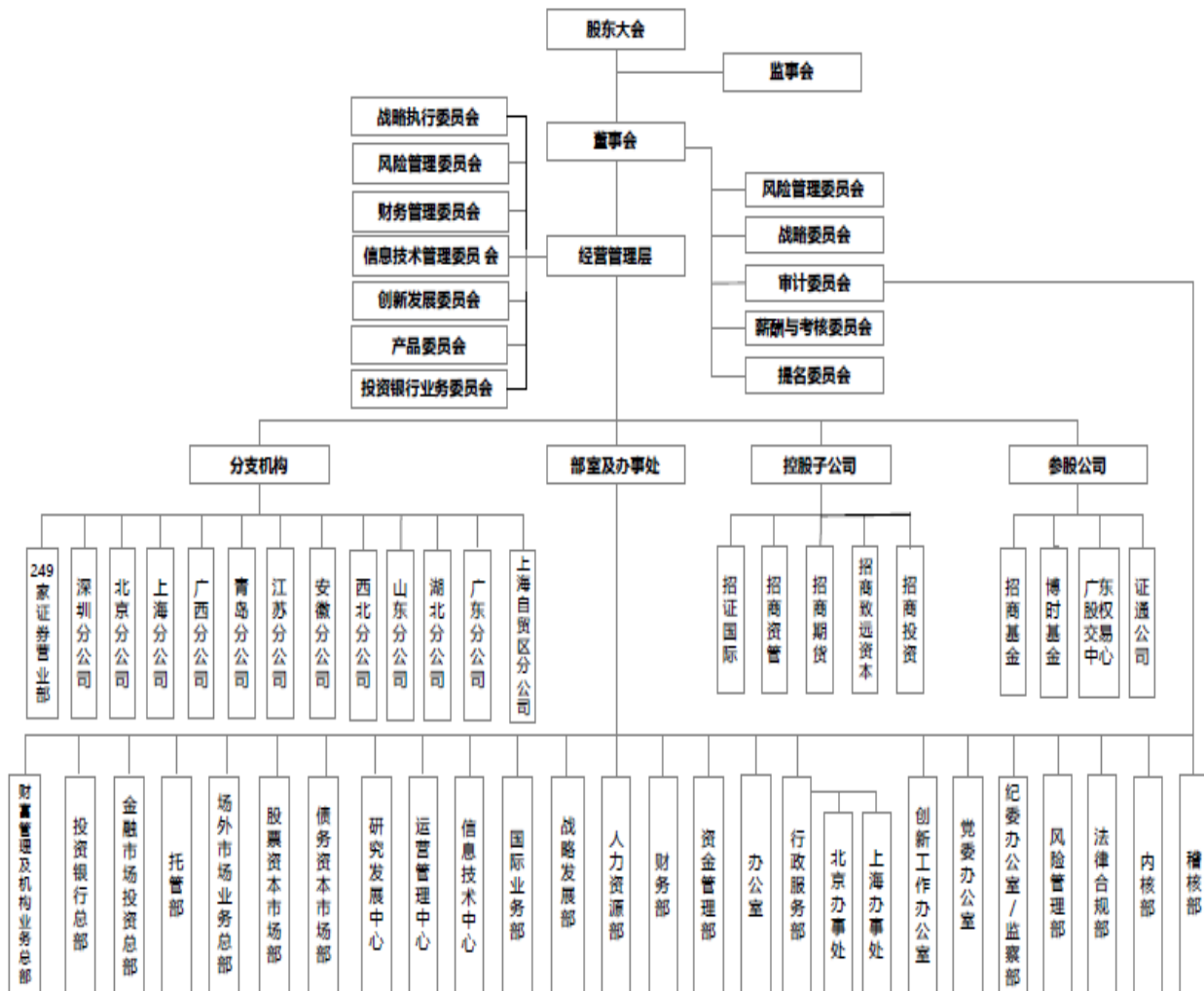
序号	子公司及主要参股公司	业务性质	注册资本（亿元）	持股比例（%）
1	招商证券国际有限公司	证券及期货合约经纪、上市保荐、资产管理	港币 41.04	100.00
2	招商期货有限公司	商品期货经纪、金融期货经纪	6.30	100.00
3	招商致远资本投资有限公司	股权投资、债券投资、财务顾问服务	21.00（注 1）	100.00
4	招商证券投资有限公司	证券投资、金融产品投资、大宗商品投资	31.00（注 2）	100.00
5	招商证券资产管理有限公司	证券资产管理	10.00	100.00
6	博时基金管理有限公司	基金募集、销售、资产管理	2.50	49.00
7	招商基金管理有限公司	基金管理	13.10	45.00

注：1、招商致远注册资本 21 亿元，实收资本 18 亿元；

2、招商投资注册资本 31 亿元，实收资本 12 亿元。



附二：招商证券股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 03 月 29 日）



**附三：招商证券股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：亿元）	2016	2017	2018
自有资金及现金等价物	125.20	141.14	112.03
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	482.44	730.70	-
交易性金融资产	-	-	1,001.25
可供出售金融资产	247.22	332.75	-
债权投资	-	-	18.44
其他债权投资	-	-	416.42
其他权益工具投资	-	-	67.23
衍生金融资产	11.10	10.22	11.50
长期投资	52.89	74.89	82.88
固定资产	5.73	6.47	15.47
总资产	2,430.58	2,856.44	3,049.31
代理买卖证券款	675.82	510.95	489.12
总债务	1,030.50	1,442.61	1,668.52
所有者权益	599.15	793.34	807.92
净资本	455.24	541.81	528.16
营业收入	116.95	133.53	113.22
手续费及佣金净收入	84.73	79.37	64.48
投资银行业务净收入	21.54	21.98	14.46
资产管理业务净收入	11.43	11.45	12.02
利息净收入	8.95	17.96	18.46
投资收益	36.20	27.12	36.80
公允价值变动收益（亏损）	-15.96	10.10	-6.42
业务及管理费用	48.29	61.12	56.65
营业利润	63.87	71.04	54.41
净利润	54.17	58.05	44.46
EBITDA	119.53	120.43	118.32
经营性现金流量净额	-239.44	-425.54	341.66
财务指标	2016	2017	2018
资产负债率（%）	65.86	66.18	68.44
风险覆盖率（%）（注）	319.28	300.01	309.04
资本杠杆率（%）（注）	24.30	18.57	15.52
流动性覆盖率（%）（注）	151.00	392.17	277.30
净稳定资金率（%）（注）	134.94	132.69	159.64
净资本/净资产（%）（注）	80.03	72.07	69.94
净资本/负债（%）（注）	43.03	38.10	31.77
净资产/负债（%）（注）	53.77	52.87	45.42
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）（注）	37.01	30.77	22.27
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）（注）	98.12	148.89	246.47
业务及管理费用率（%）	41.29	45.77	50.04
摊薄的净资产收益率（%）	9.03	7.30	5.48
净资本收益率（%）（注）	10.11	7.95	6.74
EBITDA 利息倍数（X）	2.23	2.53	1.92
总债务/EBITDA（X）	8.62	11.98	14.10
净资本/总债务（X）	0.44	0.38	0.32
经营性现金净流量/总债务（X）	-0.23	-0.29	0.20

注：1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径；

2、公司资产负债率的计算已扣除代理买卖证券款及代理承销证券款。

**附四：基本财务指标的计算公式**

自有资金及现金等价物=货币资金-客户资金存款+结算备付金-客户备付金

资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款)/(总资产-代理买卖证券款)

净资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款)/所有者权益(含少数股东权益)

EBIT(息税前盈余)=利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

业务及管理费用率=业务及管理费/营业收入

摊薄的净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/归属于母公司的所有者权益

净资产收益率(母公司口径)=净利润/净资产

总债务=期末短期借款+期末交易性金融负债+期末衍生金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付债券+期末应付短期融资款+长期借款

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出+资本化利息支出)



## 附五：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

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

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。