

招商证券股份有限公司

2012 年及 2014 年公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AAA 级

12 招商 01 信用等级：AAA 级

12 招商 02 信用等级：AAA 级

12 招商 03 信用等级：AAA 级

14 招商债信用等级：AAA 级

评级时间： 2016 年 4 月 28 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概要

编号:【新世纪跟踪[2016]100106】

跟踪对象:招商证券股份有限公司 2012 年及 2014 年 公司债券

	本次		前次	
	主体评级/展望/债项评级	评级时间	主体评级/展望/债项评级	评级时间
12 招商 01	AAA/稳定/AAA	2016 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2015 年 4 月
12 招商 02	AAA/稳定/AAA	2016 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2015 年 4 月
12 招商 03	AAA/稳定/AAA	2016 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2015 年 4 月
14 招商债	AAA/稳定/AAA	2016 年 4 月	AAA/稳定/AAA	2015 年 7 月

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
金额单位:人民币亿元			
总资产(亿元)	838.60	1934.08	2916.56
总资产*(亿元)	571.41	1357.14	2029.07
股东权益(亿元)	271.84	415.96	484.32
归属于母公司所有者权益(亿元)	271.59	415.37	483.51
净资本(亿元)	140.41	254.49	371.54
总负债*(亿元)	299.57	941.18	1544.75
营业收入(亿元)	60.89	110.02	252.92
净利润(亿元)	22.37	38.85	109.28
资产负债率(%)	52.43	69.35	76.13
净资本/总负债*(%)	46.87	27.04	24.05
净资本/有息债务(%)	53.87	30.93	27.67
员工费用率(%)	27.44	29.47	30.04
资产管理业务净收入与基金管理业务净收入/营业收入(%)	3.87	3.88	4.52
营业利润率(%)	43.67	45.11	53.68
平均资产回报率(%)	4.36	4.03	6.45
平均资本回报率(%)	8.45	11.30	24.28

注:根据招商证券 2013-2015 年经审计的财务报表、2013-2015 年净资产计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算,其中,净资产及风险控制指标为母公司数据。

跟踪评级观点

跟踪期内,虽然国内资本市场出现较大波动,但招商证券各项业务仍发展平稳,市场地位进一步稳固,资本中介等创新业务快速突破,公司整体盈利能力得到提升。随着各类债务融资工具的发行和证券业创新业务的加速发展,公司杠杆经营程度有所上升,流动性管理能力面临较大挑战,风险管理能力仍存在较大提升空间。

- 招商证券特许经营资质较为齐全,传统业务与创新业务发展均处于行业较领先水平,具有较高的品牌认可度。
- 招商证券资本实力较强,且资本补充渠道较通畅。
- 作为招商局集团下属核心子公司之一,招商证券能够获得股东信用支持。
- 当前我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段,经济下行压力较大,证券业运营风险较高。
- 国内证券公司同质化竞争较严重,其他金融机构也在部分业务领域对证券公司构成竞争,同时,互联网金融发展对证券公司业务构成冲击,招商证券将持续面临激烈的市场竞争压力。
- 招商证券信用交易业务扩张较快,占用流动性较多,致使公司对有息债务依赖较大,杠杆经营程度上升较快,这将持续挑战公司的流动性管理能力。
- 创新业务品种的不断丰富与规模的逐步扩大,尤其是融资融券业务的快速发展,给招商证券的资本补充、融资能力和风险管理带来一定的压力。

分析师

刘兴堂 liuxingtang@shxsj.com
袁轶凡 yyf@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《中国证券行业信用评级方法（2014版）》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

跟踪评级报告

按照招商证券股份有限公司（以下简称招商证券、该公司或公司）2012 年及 2014 年公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据招商证券提供的 2015 年经审计的财务报告及相关经营数据，对招商证券的经营状况、财务状况及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经中国证券监督管理委员会证监许可【2013】73 号文核准，该公司获准发行总额不超过 100 亿元（含 100 亿元）的公司债券。公司于 2013 年 3 月 5 日至 7 日发行 12 招商 01【5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权（以下简称“3+2 年期品种”），初始发行规模为 30 亿元】、12 招商 02【5 年期（以下简称“5 年期品种”），初始发行规模为 15 亿元】和 12 招商 03【10 年期（以下简称“10 年期品种”），初始发行规模为 55 亿元】。

经中国证券监督管理委员会证监许可【2015】512 号文核准，该公司获准发行公开发行为 55 亿元的公司债券（简称为“14 招商债”），并于 2015 年 5 月 28 日发行完毕，期限为 10 年，票面利率为 5.08%。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

招商局集团有限公司（简称“招商局集团”）为招商证券实际控制人，截至 2015 年末，招商局集团通过旗下深圳市招融投资控股有限公司、深圳市集盛投资发展有限公司和招商局轮船股份有限公司间接合计持有公司 50.86%的股权。

跟踪期内，招商证券公司董事、监事和其他高级管理人员基本保持稳定。

（二）业务运营

从宏观经济发展和市场变化趋势来看，一方面，由于经济转型任务依旧严峻，相对宽松的货币政策和较为积极的财政政策依然是未来一段时间的主旋律，这将对债券市场形成一定支撑；另一方

面，随着改革深化，股票市场长期来看仍具有较高的投资价值。在上述两因素的共同作用下，我们认为短期内影响证券行业的外部环境依然向好，证券行业整体信用质量不会发生方向性变化。同时，我们也关注到近期外部经济环境复杂多变，债券市场由于前期收益率下行速度较快，已经出现一定的调整压力，且个券信用风险不断积聚，证券公司面临的外部环境不确定性因素在增多。

从政策导向看，2014 年以来，证券行业延续了前期创新的改革方向，以点带面稳步推动创新业务制度建设逐一落地实施。受 2015 年 6 至 7 月股票二级市场断崖式下跌的影响，证券行业创新脚步有所放缓，但中长期改革转型的思路不变。随着后续改革的陆续跟进，证券公司业务范围将得到极大地扩展，资本实力雄厚和融资渠道畅通的证券公司业务结构将持续改善。证券行业创新带来业务扩展的同时，创新业务的集中释放、专业能力急需提升和杠杆经营水平趋升将持续考验证券公司的风险管理能力和人才补充压力。

从行业竞争看，证券行业外部竞争压力正日趋激烈，通道类业务向资本中介业务转化虽已初见成效，但整体经营依然受制于股市和债市波动，资本实力、杠杆经营水平和风险管理能力的差异使证券公司信用质量继续分化。一方面，资本中介业务为证券公司业务结构转型带来契机，拥有客户基础优势和资本实力雄厚或者资本补充渠道畅通的证券公司尤其受益，此类证券公司在由通道类业务向资本中介业务转化过程中已走在行业前列。另一方面，证券行业面临的外部竞争压力增大，负债渠道拓宽和资本中介业务发展使证券公司拥抱杠杆经营和进行业务转型的同时，亦对其杠杆经营能力提出更高要求，尤其是杠杆催生的股市剧烈震荡，将持续考验证券公司的信用风险管理能力和流动性管理能力。

总体来看，2014 年 6 月 IPO 再度重启后，在股市大幅拉升的情况下，股权再融资需求旺盛；债券一级市场，证券公司投行业务量得到提升。受益于各业务线的增长，证券公司经营业绩大幅增长。伴随着 2014 年下半年和 2015 年上半年流动性宽松带来的一波股债双牛，我国沪、深股市累计成交额放量增长，债券市场收益率快速下行，由此带来证券公司经纪业务、自营业务和资本中介业务的大幅增长。

面对复杂多变的宏观经济和市场环境，招商证券依托其庞大的

客户基础、敏锐的市场洞察力和较强的创新能力，依旧保持较强竞争力，各项业务市场排名稳中有升。2015 年上半年，公司抓住股票市场大幅上涨的有利契机，一方面，大力发展资本中介业务，带动相关经纪收入和利润大幅增长；另一方面，积极扩大自营业务规模，投资收益也成长较快。此外，公司在保持 IPO 业务市场地位的同时，成功把握了债务资本市场和再融资市场改革创新机遇，通过大力发展债券、资产证券化、再融资和并购重组等业务带动投行业务收入大幅增长。2015 年下半年，受股票市场大幅调整的影响，公司各项业务特别是资本中介业务和自营投资业务受到一定冲击，收入和利润均出现一定波动，但总体仍相对稳健。从目前来看，公司的收入结构正逐年改善，盈利稳定程度在同业中居于较高水平。。

图表 1. 招商证券营业收入和营业利润分业务结构（单位：亿元，%）

营业收入	2014 年		2015 年	
	金额	比例	金额	比例
经纪和财富管理	67.29	61.16	160.34	63.40
投资银行	13.43	12.20	25.65	10.14
投资管理	8.32	7.56	11.74	4.64
投资及交易	16.09	14.63	45.09	17.83
其他	4.90	4.45	10.10	3.99
合并	110.02	100.00	252.92	100.00
营业利润	2014 年		2015 年	
	金额	比例	金额	比例
经纪和财富管理	35.60	71.73	107.02	78.83
投资银行	8.04	16.19	14.91	10.98
投资管理	6.14	12.38	5.56	4.09
投资及交易	9.33	18.81	25.20	18.56
其他	-9.49	-19.11	-16.93	-12.47
合并	49.63	100.00	135.76	100.00

资料来源：招商证券

在区域分布上，招商证券营业收入和营业利润主要集中在广东地区。证监会放开营业部设立限制后，公司加大了全国范围的网点布局，收入和利润的区域集中度得到了一定改善。

图表 2. 招商证券营业收入和营业利润分地区结构（单位：%）

营业收入	2013 年	2014 年	2015 年
广东地区	52.75	56.97	53.38
上海地区	7.02	6.76	8.20
北京地区	14.38	14.10	14.32
香港地区	6.58	4.73	3.31
其他地区	19.26	17.43	20.79
合计	100.00	100.00	100.00
营业利润	2013 年	2014 年	2015 年
广东地区	37.82	31.61	33.20
上海地区	11.24	11.67	12.75
北京地区	23.87	24.80	22.15
香港地区	1.74	0.76	1.75
其他地区	25.34	31.16	30.15
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：招商证券

招商证券的经纪和财富管理业务是公司最主要的收入来源。随着证券公司经纪业务由传统单一的通道业务向以满足客户需求为中心，多样化的财富管理业务转型，公司积极顺应形势，开展由“圈地”向“圈地与耕地并重”的业务转型扩大投资顾问队伍，优化服务平台与产品体系，推广智远理财财富管理计划，并积极发展融资融券和股票质押回购等资本中介业务，进一步巩固公司在经纪和财富管理业务领域的优势。

截至 2015 年末，招商证券已拥有 200 家证券营业部和 11 家公司，有效客户数量为 480 余万户。公司营业部主要分布在广东、北京和上海等地，其他营业部分布在 20 多个省、直辖市和自治区，已形成了覆盖全国的业务网络，其业务规模、经营范围、客户基础在国内证券公司中居前列。

受益于较广泛的营业部布局，招商证券经纪业务市场地位保持行业前列，股基交易量市场占有率保持平稳。2015 年全年股基交易量市场份额 4.12%，市场排名第 8 位¹，2015 年末托管资产 21584.39 亿元。

¹因2015 年中信证券与中信（浙江）、申银万国证券与宏源证券合并，交易所追溯调整了股基交易量2014 年排名，调整后，2014年招商证券股基交易量排名为第8位，融资融券余额排名为第7位。

图表 3. 招商证券经纪业务整体情况

	2013 年	2014 年	2015 年
股票基金交易量（亿元）	41307	66147	220498
市场份额（%）	4.272	4.180	4.120
托管资产（亿元）	9075.66	14410.85	21584.39
营业部家数（家）	100	162	200

资料来源：招商证券

近年来，由于监管机构已放松新型营业部设立限制，证券公司经纪业务竞争将更趋激烈，招商证券经纪业务佣金水平将承受下行压力。

资本中介业务方面，得益于 2015 年上半年股票市场回暖，招商证券融资融券业务规模显著扩大，截至 2015 年 6 月末，母公司融资融券余额达 1125 亿元。2015 年年中及下半年，我国证券市场出现较大波动，公司资本中介业务受到一定影响，融出资金规模有所缩减。截至 2015 年末，母公司融资融券余额降至 628 亿元。2015 年，融资融券业务实现利息收入 67.04 亿元，较 2014 年增长 41.37 亿元。融资融券业务收入已成为公司经纪业务收入的重要部分。相较融资融券业务，公司股票质押式回购业务和约定回购业务规模相对较小，截至 2015 年末，股票质押式回购业务融出资金净额分别为 96.17 亿元，较 2014 年末增加 37.81 亿元；至 2015 年末，约定式回购已无融出资金。

整体来看，2015 年我国股票市场行情对招商证券两融业务的开展形成了显著的影响，但公司两融业务规模仍处于持续扩张状态，资金需求量较大。鉴于公司经纪业务客户基础雄厚，未来两融业务仍有进一步发展空间，公司的融资能力和流动性管理能力将持续受到考验。

投行业务方面，2015 年以来，得益于国内直接融资市场良好的发展环境，以及招商证券前期积极转型和战略性投入，公司投资银行业务在业务收入和市场排名方面均取得了较大提升。公司着力打造全产品服务平台，提升综合服务能力，在努力保持 IPO 业务市场地位的同时，大力发展债券、再融资和并购重组业务，不仅实现了并购重组业务的有效突破，债券、再融资业务市场排名的大幅提升，同时也实现了 IPO、债券和再融资业务收入的均衡发展。

2015 年招商证券国内股权主承销金额合计 477.89 亿元（其中，

IPO: 49.68 亿元, 增发: 428.21 亿元); 国内债券主承销金额合计 2258.00 亿元; 资产证券化承销金额合计 823.66 亿元; 新三板新增挂牌企业 114 家。截至 2015 年末, 公司累计 36 个保荐类项目通过证监会审核, 43 个保荐项目在会审核。根据 wind 资讯的统计, 2015 年公司国内股票主承销金融排名第 4, 较 2014 年前进 5 位; 国内债券主承销金额行业排名第 3, 较 2014 年前进 5 位; 资产证券化承销金额排名行业第 1, 较 2014 年前进 3 位; 新三板挂牌企业家数行业排名第 7, 较 2014 年前进 1 位。

证券投资业务是招商证券的营业收入的重要来源之一, 但易受证券市场波动影响, 收入贡献较不稳定。公司证券投资业务以稳健进取的投资理念为指导, 坚持价值投资, 连续多年保持正收益。

招商证券权益类自营投资积极配置仓位, 稳健选股, 取得了良好的投资收益; 同时通过量化、对冲等方式, 在低风险的前提下获取稳定超额收益。目前开展的业务包含股指期货套利、收益互换、基金做市等, 均取得了较好的投资收益。其中, 收益互换交易与基金做市交易等资本中介业务收入占比显著提升, 逐步降低了对市场机会的依赖。

债券投资方面, 在经济增速持续下滑, 央行货币政策逐渐转为宽松的背景下, 招商证券在严控信用风险的前提下加大仓位久期, 优化仓位结构及投资品种, 投资业绩大幅提升。

2013-2015 年, 招商证券证券投资业务分别实现分部收入 7.10 亿元、16.09 亿元和 45.09 亿元。

图表 4. 招商证券证券投资业务情况 (单位: 亿元, %)

	2013 年末	2014 年末	2015 年末
证券投资规模 (亿元)	218.98	510.00	985.69
其中: 债券 (%)	51.41	54.57	45.09
股票 (%)	23.04	29.92	16.93
基金 (%)	14.20	7.92	25.44
其他 (%)	11.35	7.58	12.54
净资本/证券投资规模 (%)	64.12	49.90	37.69
	2013 年	2014 年	2015 年
证券投资业务分部收入 (亿元)	7.10	16.09	45.09

资料来源: 招商证券

注: 证券投资规模=以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资

受益于集合和定向资产管理业务的快速发展, 招商证券资产管理业务管理规模增长较快, 收入水平亦有所提升。自开展资产管理业务以来, 公司始终位居券商资产管理行业第一梯队。

2015 年招商证券资产管理业务持续将创新产品的开发作为工作重点, 通过对产品模式、投资工具、投资策略等多方面的创新, 构建了更加齐备的创新产品线。为使原有集合理财产品更加适应日益变化的市场需求, 挖掘产品潜力, 公司还对部分集合理财产品进行了合同变更、产品结构改造等工作。

截至 2015 年末, 招商证券受托管理资金规模为 4144.06 亿份, 较 2014 年末增长 133.80%; 2015 年全年实现资产管理业务净收入 10.50 亿元。

图表 5. 招商证券资产管理业务情况

	2013 年	2014 年	2015 年
集合资产管理业务净收入 (亿元)	1.62	3.18	9.35
专项资产管理业务净收入 (亿元)	0.02	0.01	0.02
定向资产管理业务净收入 (亿元)	0.11	0.39	1.13
受托客户资产管理业务净收入合计 (亿元)	1.75	3.58	10.50
受托客户资产管理业务净收入行业排名 (位)	11	9	-
年末受托资金规模 (亿份)	688.88	1772.51	4144.06
年末受托资金规模行业排名 (位)	25	15	-

资料来源: 招商证券

(三) 风险管理

2015 年, 招商证券持续完善以经济资本为基础的风险管理制度

体系、风险控制指标动态监控系统与净资本应急机制、压力测试等。2015 年，证监会对公司的分类监管评级结果为 A 类 AA 级。

市场与信用风险

在市场风险管理方面，招商证券在制定包括风险限额、交易限额、止损限额、规模及比例限额等市场风险限额管理体系的基础上，通过优选库、备选库和禁止库等股票池进行自营业务及资产管理业务的股票选择，并在交易过程中实行集中交易制度。在市场风险计量方面，公司在国内同业中较早建立了以风险价值（VAR）模型为核心的量化指标体系。公司建立独立的风险监控系统，实现对市场风险的测量、监控、预警和报告。

在信用风险管理方面，招商证券通过内部信用评级模型对交易对手和交易产品进行内部信用评级管理，根据评级高低，分别授予交易对手和交易产品不同的交易规模限额和结算方式，并定期调整限额。公司建立了信用风险衡量系统及历史数据分类保存的数据库，定期审查风险衡量数据的估值是否符合外部环境及市场条件，通过风险衡量系统和历史数据库能较有效的识别和控制信用风险。在信用风险计量方面，公司参照巴塞尔协议，建立了量化信用风险计量模型，对短期融资券、企业债投资组合的信用风险进行测算评估，并计入经济资本占用额。

目前招商证券市场风险与信用风险主要源自证券投资业务、融资融券业务、约定购回式证券交易业务和股票质押式回购交易业务。

截至 2015 年末，招商证券母公司自营固定收益类证券占净资本的比重和自营权益类证券及证券衍生品占净资本的比重分别为 174.05% 和 57.36%。

图表 6. 招商证券自营业务风控指标（单位：%）

	2013 年末	2014 年末	2015 年末	预警标准	监管标准
自营固定收益类证券/净资本	98.28	117.48	174.05	<400	<500
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	48.17	35.98	57.36	<80	<100

资料来源：招商证券

注：本表数据为母公司口径数据

权益类证券投资方面，2015 年末，招商证券母公司口径权益类

持仓规模为 196.46 亿元，较之 2014 年末增加 125.11 亿元。从结构来看，其他类权益投资占比增长较快，这主要受公司先后两次出资 92.87 亿元交由证金公司专项用于蓝筹 ETF 等投资所致。

在 A 股市场的异常波动期间，监管层采取了一系列稳定市场措施，招商证券亦积极参与稳定市场的行动。除直接出资外，公司还将其 2015 年 A 股股票方向性投资额度由（实时）净资本的 15% 调整为（以投资成本计）不超过 2015 年 6 月 30 日净资本规模的 50%；并承诺上证综指在 4500 点以下时，在 2015 年 7 月 3 日余额基础上，自营股票盘不减持，并择机增持。以上因素使得公司面临的 A 股方向性投资规模急剧扩大，A 股市场的波动将可能对公司经营产生重大影响。

图表 7. 招商证券权益类证券投资构成情况（单位：%）

	2013 年末	2014 年末	2015 年末
股票	84.71	66.72	44.18
股票基金	4.00	6.46	0.57
混合基金	0.69	3.50	1.37
集合理财产品	8.25	8.53	3.95
信托产品	1.73	9.76	3.08
其他	0.62	5.03	46.86

资料来源：招商证券

注：本表数据为母公司口径数据

固定收益类证券投资方面，2015 年末，招商证券母公司口径固定收益类证券投资总规模为 646.48 亿元，较 2014 年末增加 347.73 亿元。公司持有债券的债项等级大部分为 AA 级及以上。

图表 8. 招商证券固定收益类证券投资构成情况（单位：%）

	2013 年末	2014 年末	2015 年末
政府债券	1.30	10.76	18.49
公司债券	71.07	68.58	40.99
债券基金	5.56	1.80	1.47
其他	22.08	18.86	39.05

资料来源：招商证券

注：本表数据为母公司口径数据

对于融资融券业务信用风险管理，一方面，招商证券通过客户选择机制对融资融券客户进行严格的审批；另一方面，在实际操作过程中，通过审贷分离、分级授信制度及维持担保比例实时盯市监

控等措施对融资融券业务信用风险进行控制。另外，公司对融资融券业务标的证券、可充抵保证金证券名单及保证金比例和折算比例进行定期审核调整；并建立融资融券业务风险管理系统，以净资本监控和盯市预警指标为核心进行全面风险监控。2013-2015 年末，母公司口径融资融券余额分别为 197.63 亿元、578.25 亿元和 628.16 亿元，占各期期末净资本的比重分别为 140.75%、227.22%和 169.07%。

流动性风险

近年来，招商证券资产构成逐步向信用交易业务融出资金转化，资产端流动性有所弱化。2015 年以来，公司融出资金规模随证券市场波动而先增后降，截至 2015 年末融出资金净额为 643.89 亿元，占总资产*的比重为 31.73%，较 2014 年末下降 11.44 个百分点。公司货币资金*和证券投资合计规模及占比相应增加，资产流动性状况有所好转。

图表 9. 招商证券资产构成占比情况（单位：%）

	2013 年末	2014 年末	2015 年末
货币资金*	4.55	5.44	4.53
证券投资业务	38.32	37.58	48.58
买入返售金融资产	5.02	5.56	7.06
融出资金	35.15	43.18	31.73
小计	83.04	91.75	91.91
总资产*	100.00	100.00	100.00

资料来源：招商证券

注：本表货币资金已扣除客户资金存款，比例计算已扣除代理买卖证券款、代理承销证券款及信用交易代理买卖证券款

负债端来看，招商证券债务融资手段较为丰富，融资渠道较为畅通。2013 年公司发行公司债后，债务期限结构一度有所优化，但在 2015 年上半年融资融券业务呈爆发式增长的背景下，公司期限错配压力一度逐步增大。为支持信用交易业务发展、调整债务结构以及缓解流动性压力，公司于 2015 年上半年累计发行了 350 亿元次级债券和 55 亿元公司债券。2015 年下半年，公司信用交易业务规模明显缩减，债务规模有所下降。截至 2015 年末，公司短期债务及有息债务规模分别为 827.03 亿和 1342.51 亿元。

整体来看，2015 年以来，我国股票市场的波动对招商证券的流动性状况造成了显著影响。2015 年上半年招商证券融入资金较多，

股票市场走势回落后，信用交易业务的收缩造成了较大规模的资金富余，同时随着短期债务的到期，公司短期债务占有息债务的比重有所下降，流动性压力有所缓解。

图表 10. 招商证券债务构成情况（单位：亿元，%）

	2013 年末	2014 年末	2015 年末
卖出回购金融资产款	43.58	491.39	429.53
短期债务	160.58	728.51	827.03
有息债务	260.63	822.79	1342.51
短期债务/有息债务	61.61	88.54	61.60
货币资金*/短期债务	16.19	10.13	11.13

资料来源：招商证券

注 1：短期债务=期末短期借款+期末衍生金融负债+期末交易性金融负债+期末卖出回购金融资产+期末拆入资金+期末应付短期融资券+期末应付结构化主体持有人净资产；

注 2：有息债务=期末短期借款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付短期融资券+期末应付结构化主体持有人净资产+期末应付债券+期末长期借款。

（四）盈利能力

与同业相比，招商证券经营相对较稳健，2005 年至今，公司经营连续保持盈利，营业收入与净利润保持在行业前十以内。2015 年以来，得益于上半年证券市场回暖对证券投资业务及信用交易业务的推动，公司营业收入取得较快增长。2015 年，公司分别实现营业收入和净利润 252.92 亿元和 109.28 亿元，分别较 2013 年增长 129.87%和 181.33%。历年来，公司营业收入和净利润行业排名均位于行业前十名。

图表 11. 招商证券收入与利润情况

	2013 年	2014 年	2015 年
营业收入（亿元）	60.89	110.02	252.92
同比变动（%）	30.45	80.69	129.87
证券行业营业收入变动（%）	22.99	63.45	-
净利润（亿元）	22.37	38.85	109.28
同比变动（%）	35.79	73.61	181.33
证券行业净利润变动（%）	33.68	119.33	-
营业收入行业排名（位）	9	7	-
净利润行业排名（位）	6	7	-

资料来源：招商证券、Wind

对博时基金和招商基金的股权投资，为招商证券贡献了相对稳

定的利润来源。2013-2015 年，招商证券对两家基金公司的投资收益分别占营业收入的 4.34%、3.02%和 2.14%。

图表 12. 博时基金和招商基金主要财务数据

	2013 年	2014 年	2015 年
博时基金长期股权投资收益（亿元）	2.08	2.24	2.94
招商基金长期股权投资收益（亿元）	0.56	1.08	2.46
上述投资占营业收入的比重（%）	4.34	3.02	2.14

资料来源：招商证券

招商证券营业利润率随市场变化而波动。得益于上半年股市快速上涨，国内证券市场交易极为活跃，2015 年公司股基交易量达 220,498 亿元，较 2014 年增长 233.35%，受此带动，公司经纪和财富管理业务营业利润率上升较为明显至 66.75%，较 2014 年增长 13.84 个百分点。投资银行业务方面，虽然市场竞争日趋激烈，但得益于前期积极转型和公司的战略性投入，其投行业务市场地位的进一步巩固。2015 年公司投资银行业务毛利率为 58.15%，较 2014 年略有下降，但仍维持在相对较高水平。证券投资业务方面，受 2015 年下半年股票市场大幅向下调整的影响，公司证券投资收益特别是权益类投资收益出现了一定波动，但整体毛利率仍较稳定。

图表 13. 招商证券营业利润率（单位：%）

	2014 年	2015 年
营业利润率	45.11	53.68
其中：经纪和财富管理业务	52.91	66.75
投资银行业务	59.86	58.15
投资及交易业务	58.00	55.89

资料来源：招商证券

招商证券 2015 年业务及管理费较 2014 年增长 105.50%，主要由于收入和业务量增长带来的成本增加，以及新设营业部数量较多导致的运营成本上升，但波动幅度低于同期营业收入的波动幅度。近年来，得益于营业收入的快速增长以及自身较强的成本控制能力，公司业务管理费占营业收入的比呈下降趋势。

图表 14. 招商证券成本费用变化（单位：%）

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
营业收入变动	-25.28	-19.45	-10.70	30.45	80.69	129.87
业务及管理费用变动	-29.89	4.56	6.50	20.64	55.65	105.50
员工费用变动	-35.25	-3.65	11.27	32.77	94.04	134.34
业务及管理费/营业收入	35.24	45.74	54.55	50.45	43.44	38.84
员工费用/业务及管理费	51.36	47.33	49.45	54.42	67.84	77.36

资料来源：招商证券

综合而言，招商证券盈利能力在行业内居前列，综合竞争力较强，随着资本中介业务的发展，公司收入结构有所改善，但受证券市场波动的影响依然较大，盈利稳定性仍有提升空间。2013-2015 年，公司平均资产回报率分别为 4.36%、4.03%和 6.45%。

（五）资本与杠杆

受益于 2009 年 11 月在上海证券交易所公开发行上市，招商证券资本实力得到明显增强。2014 年 5 月，公司非公开发行人民币普通股，募集资金 111.49 亿元，资本实力进一步增强。

图表 15. 招商证券资本实力（单位：亿元，位）

	2010 年末	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年末
净资产	234.42	240.56	251.37	264.07	405.58	462.74
行业排名	5	6	6	6	3	-
净资本	140.63	144.90	156.22	140.41	254.49	371.54
行业排名	6	6	6	8	6	-

资料来源：中国证券业协会

注：本表数据为母公司口径数据

招商证券股东权益构成中未分配利润占有较大比重，2013-2015 年末，未分配利润占比分别为 27.33%、22.28%和 26.15%。公司现金分红政策对其资本构成稳定性有一定影响，2013 年及 2014 年，公司现金分红金额（含税）分别为 8.89 亿元和 15.39 亿元。根据公司 2015 年年度利润分配预案，当期实际分配现金利润总额为 14.35 亿元，加上 2015 年中期已经分配的现金股利 29.27 亿元，全年合计分配现金利润总额为 43.62 亿元。

图表 16. 招商证券净资产构成情况 (单位: %)

	2013 年末	2014 年末	2015 年末
股本	17.15	13.96	11.99
资本公积	34.76	46.65	40.06
盈余公积	7.45	5.77	7.05
一般风险准备	14.43	11.23	13.84
未分配利润	27.33	22.28	26.15
其他综合收益	-1.21	-0.04	0.74
少数股东权益	0.09	0.14	0.17
股东权益合计	100.00	100.00	100.00

资料来源: 招商证券

2014 年四季度及 2015 年上半年, 我国股票市场有所回暖, 带动证券公司资本中介业务的快速发展。招商证券通过多种方式融入资金支持业务发展, 负债经营程度和资产负债率上升较快。至 2015 年 6 月末, 资产负债率升至 79.30%。2015 年年中及下半年, 我国证券市场出现较大波动, 公司资本中介业务受到一定影响, 融出资金规模有所缩减, 公司负债水平也有所下降。截至 2015 年末公司资产负债率为 76.13%。较之 2014 年末, 公司母公司口径净资产及净资产对负债的覆盖度有所下降。

图表 17. 招商证券资本与杠杆情况 (单位: %)

	2013 年末	2014 年末	2015 年末	预警标准	监管标准
资产负债率	52.43	69.35	76.13	-	-
净资本/净资产	53.17	62.75	80.29	>48%	>40%
净资本/负债	52.24	28.96	25.58	>9.6%	>8%
净资产/负债	98.24	46.15	31.86	>24%	>20%
净资本/各项风险资本准备之和	761.63	803.73	728.19	>120%	>100%

资料来源: 招商证券

注: 本表中净资产及风险控制指标为母公司数据

综上所述, 当前我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段, 经济下行压力较大, 证券业运营风险较高。国内证券公司同质化竞争较严重, 其他金融机构也在部分业务领域对证券公司构成竞争, 同时, 互联网金融发展对证券公司业务构成冲击, 招商证券将持续面临激烈的市场竞争压力。跟踪期内, 公司抓住行业发展的有利契机, 资本中介和投资银行业务等业务快速发展, 公司整体市场地位进一步稳固, 利润规模得到较大提升。公司债务规模增幅较快, 杠

杆经营程度逐步上升，在市场上下大幅波动的环境之下，公司流动性管理难度大幅上升，其流动性管理能力面临着更大的挑战。随着创新业务品种的不断丰富与创新业务规模的逐步扩大，公司风险管理能力存在较大提升空间。

同时，我们仍将持续关注（1）国内外经济形势变化及其对证券行业的影响；（2）金融市场监管环境与政策导向变化，对证券行业竞争格局与业务模式构成的影响；（3）招商证券杠杆经营程度上升对公司流动性管理能力提出的挑战；（4）招商证券创新业务发展所带来的风险管理压力。

附录一：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2013 年	2014 年	2015 年	-
总资产（亿元）	838.60	1934.08	2916.56	-
总资产*（亿元）	571.41	1357.14	2029.07	-
股东权益（亿元）	271.84	415.96	484.32	-
归属于母公司所有者权益（亿元）	271.59	415.37	483.51	-
营业收入（亿元）	60.89	110.02	252.92	-
营业利润（亿元）	26.59	49.63	135.76	-
净利润（亿元）	22.37	38.85	109.28	-
资产负债率（%）	52.43	69.35	76.13	-
权益负债率（%）	110.20	226.27	318.95	-
净资本/总负债*（%）	46.87	27.04	24.05	-
净资本/有息债务（%）	53.87	30.93	27.67	-
货币资金/总负债*	8.68	7.84	5.96	-
员工费用率（%）	27.44	29.47	30.04	-
手续费及佣金净收入/营业收入（%）	60.44	56.18	65.04	-
受托客户资产管理与基金管理业务净收入/营业收入（%）	3.87	3.88	4.52	-
营业利润率（%）	43.67	45.11	53.68	-
平均资产回报率（%）	4.36	4.03	6.45	-
平均资本回报率（%）	8.45	11.30	24.28	-
监管口径数据与指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	监管标准值
净资本（亿元）	140.41	254.49	371.54	>2 亿元
净资本/各项风险资本准备之和（%）	761.63	803.73	728.19	>100%
净资本/净资产（%）	53.17	62.75	80.29	>40%
净资本/负债（%）	52.24	28.96	25.58	>8%
净资产/负债（%）	98.24	46.15	31.86	>20%
自营权益类证券及证券衍生品（包括股指期货）/净资本（%）	48.17	35.98	57.36	<100%
自营固定收益类证券/净资本（%）	98.28	117.48	174.05	<500%

注：根据招商证券2013-2015年经审计的财务报表、2013-2015年净资本计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算，其中，净资本及风险控制指标为母公司数据。

附录二：

招商证券调整后资产负债简表

财务数据	2013 年末	2014 年末	2015 年末
总资产*（亿元）	571.41	1357.14	2029.07
其中：货币资金*（亿元）	26.00	73.80	92.02
结算备付金*（亿元）	4.82	11.59	22.91
融出资金（亿元）	200.87	585.95	643.89
交易性金融资产（亿元）	154.80	361.22	628.26
买入返售金融资产（亿元）	28.66	75.45	143.35
可供出售金融资产（亿元）	64.18	148.78	357.43
长期股权投资（亿元）	48.53	44.55	48.98
总负债*（亿元）	299.57	941.18	1544.75
其中：短期借款（亿元）	14.19	28.44	30.90
拆入资金（亿元）	10.00	46.00	40.00
应付短期融资券（亿元）	78.00	143.63	278.78
卖出回购金融资产款（亿元）	43.58	491.39	429.53
应付债券（亿元）	99.80	99.82	529.61
股东权益（亿元）	271.84	415.96	484.32
其中：股本（亿元）	46.61	58.08	58.08
少数股东权益（亿元）	0.25	0.59	0.81
负债*和股东权益（亿元）	571.41	1357.14	2029.07

注：根据招商证券2013-2015年经审计的财务报表整理、计算。其中，货币资金*和结算备付金*已分别剔除客户资金存款和客户备付金，总资产*和总负债*为剔除代理买卖证券款、代理承销证券款、信用交易代理买卖证券款后的净额。

附录三：

各项数据与指标计算公式

指标名称	计算公式
总资产*	期末资产总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款
总负债*	期末负债总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款
货币资金*	期末货币资金-期末客户存款
结算备付金*	期末结算备付金-期末客户备付金
短期债务	期末短期借款+期末衍生金融负债+期末交易性金融负债+期末卖出回购金融资产+期末拆入资金+期末应付短期融资券+期末结构化产品应付优先级本金
有息债务	期末短期借款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付短期融资券+期末应付债券+期末长期借款+期末结构化产品应付优先级本金
资产负债率	期末总负债*/期末总资产*×100%
权益负债率	期末总负债*/期末所有者权益×100%
净资本/总负债*	报告期净资本/期末总负债*×100%
货币资金/总负债*	期末货币资金*/期末总负债*×100%
员工费用率	报告期职工费用/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
平均资产回报率	报告期净利润/[(期初总资产*+期末总资产*)/2]×100%
平均资本回报率	报告期净利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2]×100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资本为母公司数据

附录四：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 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 级 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 级 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 级 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。
投机级	BB 级 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 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 级 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 级 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 级 不能偿还债务。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 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 级 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 级 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 级 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。
投机级	BB 级 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 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 级 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 级 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 级 不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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