



信用等级通知书

信评委函字[2018]G106-1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拟发行的“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）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年四月二十日

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）信用评级报告

债券级别 AAA

主体级别 AAA

评级展望 稳定

发行主体 招商证券股份有限公司

发行规模 本次债券发行总规模不超过人民币 118 亿元（含 118 亿元），分期发行，本期债券基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 50 亿元（含 50 亿元）。本期债券分为两个品种，其中，品种一期限为 2 年，基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 25 亿元（含 25 亿元）；品种二期限为 3 年，基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 25 亿元（含 25 亿元）。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和主承销商将根据本期债券申购情况，在总发行规模内（含超额配售部分），由发行人和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，并确定最终发行规模。

债券期限 品种一期限为 2 年，品种二期限为 3 年。

债券利率 本期债券采用固定利率计息，票面年利率由发行人与主承销商通过网下询价确定。

偿还方式 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。采用单利按年计息，不计复利。

概况数据

招商证券	2015	2016	2017
资产总额（亿元）	2,916.56	2,430.58	2,856.44
所有者权益（亿元）	484.32	599.15	793.34
净资本（亿元）	487.05	455.24	541.81
营业收入（亿元）	252.92	116.95	133.53
净利润（亿元）	109.28	54.17	58.05
EBITDA（亿元）	207.36	119.53	120.43
资产负债率（%）	76.13	65.86	66.18
摊薄的净资产收益率（%）	22.56	9.03	7.30
EBITDA 利息倍数（X）	2.98	2.23	2.53
总债务/EBITDA（X）	6.54	8.62	11.98
风险覆盖率（%）	301.28	319.28	300.01
资本杠杆率（%）	17.04	24.30	18.57
流动性覆盖率（%）	254.36	151.00	392.17
净稳定资金率（%）	158.90	134.94	132.69
净资本/净资产（%）	105.25	80.03	72.07
净资本/负债（%）	33.53	43.03	38.10
净资产/负债（%）	31.86	53.77	52.87
自营权益类及其证券衍生品/净资本（%）	43.58	37.01	30.77
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	148.24	98.12	148.89

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“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）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定招商证券股份有限公司（以下简称“招商证券”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了偿债主体招商证券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。中诚信证评肯定了招商证券突出的行业地位、业务牌照齐全、品牌认可度高、风险管理能力强、多元化的融资渠道以及招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）可为公司提供强有力支持等正面因素对公司业务发展及信用质量的支持；同时，我们也关注到行业竞争日趋激烈、行业监管全面趋严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对公司经营和整体信用状况的影响。

正 面

- 突出的行业地位。公司多项经营业绩指标居行业前列。在中国证券业协会公布的 2016 年度证券公司业绩排名中，公司总资产、净资产和净资本排名分别为第 7 名、第 6 名和第 8 名，营业收入和净利润分别位列第 10 名和第 8 名，行业地位突出。
- 业务牌照齐全，品牌认可度高。目前业务领域已涵盖证券、基金、期货、直投等各个方面，且国际业务方面亦取得较大的进展，同时公司积极推进各业务条线协同合作，多个业务领域均位于行业前列。
- 风险管理能力强。公司较早的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，使开展各项工作的风险切实可控，对保障资金交易安全、制度运营稳定、道

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、2015 年末的净资本及相关比例已根据《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）进行重述。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn



杨璐 lyang@ccxr.com.cn



Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 4 月 20 日

德风险防范等方面均具有重要作用。

- 多元化的融资渠道。作为 A 股和港股上市公司，公司建立了股权、债券、银行借款、转融通以及同业拆借等融资工具于一体的融资平台，融资渠道多元化。
- 招商局集团实力雄厚，可为公司提供强有力支持。招商局集团是国务院国资委管理的大型中央企业之一，综合实力雄厚，公司是招商局集团控股的唯一证券业务平台，始终获得集团在资金、资源等方面的有力支持，在集团内具有重要的战略地位。

关注

- 行业竞争日趋激烈。随着国内证券行业加速对外开放、放宽混业经营的限制以及越来越多的券商通过上市、收购兼并的方式增强自身实力，公司面临来自境内外券商、商业银行、保险公司等金融机构的激烈竞争。
- 行业监管全面趋严。2016 年以来，监管部门全面加强了对证券市场的监督力度，并大幅提高处罚力度，证券公司合规经营压力增大。
- 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 and 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）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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

公司概况

招商证券股份有限公司（以下简称“招商证券”或“公司”）前身为招商银行股份有限公司证券业务部，于 1993 年 8 月 1 日登记为企业法人，初始注册资本为 2,500 万元。后于 1994 年增资组建为深圳招银证券公司，于 1998 年增资改制并更名为国通证券有限责任公司，于 2001 年整体改制为国通证券股份有限公司，于 2002 年更名为招商证券股份有限公司。2009 年 11 月，公司在上海证券交易所正式挂牌上市，并首次公开发行股票，注册资本增至 35.85 亿元。此后，公司经过一次资本公积转增股本、以及一次向特定对象非公开发行人民币普通股（A 股），注册资本达到 58.08 亿元。2016 年 10 月 7 日，公司在香港联合交易所主板挂牌并上市交易，同时发行 H 股 891,273,800 股，其中香港公开发售 44,564,000 股，国际发售 846,709,800 股。截至 2017 年末，公司注册资本为 66.99 亿元，前十大股东合计持股 76.81%¹，其中招商局集团通过下属子公司间接持有公司股份 44.09%，为公司实际控制人。

截至 2017 年末，公司在全国设立了 12 家区域分公司和 243 家证券营业部。此外，公司全资控股 4 家境内子公司和 1 家境外子公司，分别为：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”）；主要参股了博时基金管理有限公司（以下简称“博时基金”）、招商基金管理有限公司（以下简称“招商基金”）以及广东金融高新区股权交易中心有限公司。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额 2,856.44 亿元，所有者权益 793.34 亿元；剔除代理买卖证券款和信用交易代理买卖证券款后，公司总资产 2,345.48 亿元，资产负债率为 66.18%。2017 年，公司实现营业收入 133.53 亿元，净利润 58.05 亿元，

¹ 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。

经营活动产生的现金流量净额-425.54 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	招商证券股份有限公司
债券名称	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） 本次债券发行总规模不超过人民币 118 亿元（含 118 亿元），分期发行，本期债券基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 50 亿元（含 50 亿元）。本期债券分为两个品种，其中，品种一期限为 2 年，基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 25 亿元（含 25 亿元）；品种二期限为 3 年，基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 25 亿元（含 25 亿元）。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和主承销商将根据本期债券申购情况，在总发行规模内（含超额配售部分），由发行人和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，并确定最终发行规模。
发行规模	
债券期限	品种一期限为 2 年，品种二期限为 3 年。
债券利率	本期债券采用固定利率计息，票面年利率由发行人与主承销商通过网下询价确定。
偿还方式	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。采用单利按年计息，不计复利。
募集资金用途	补充公司流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

证券市场概况

证券行业与宏观经济环境高度相关。近年来在外围欧债危机、国内通胀高企和再融资等因素的影响下，上证综指震荡下跌至 2013 年 6 月的 1,849.65 点，为近 4 年来的最低点。2013 年是中国经济深化改革转型升级不断深入的一年，当年全国 GDP 达到 568,845 亿元，同比增长 7.7%。受到国内经济结构战略调整，境外经济局势低迷的影响，A 股市场波动较大，而且表现继续分化，2013 年末上证综指报收 2,115.98 点，同比下跌 6.75%。2014 年，股票指数和两市成交量均大幅增长，其中上证综合指数收于年内新高 3,234.68 点，较 2013 年末上涨 52.87%，深圳成份指数收于年内新高 11,014.62 点，较 2013 年末上涨 35.62%。2015 年上半年，中国资本市场在改革红利不断释放、货币政策定向宽松的宏观背景下，延续了 2014 年第四季度以来的上涨

势头，主要股指屡创新高，上证综指从 3,234.68 点上升至 5,178.19 点。但进入六月中旬后，市场在融资盘去杠杆、获利回吐等因素的影响下急促回调，股市出现巨幅震荡。监管层密集出台多项措施来稳定市场，取得初步成效，年末上证综指有所上升。截至 2015 年 12 月 31 日，上证综指为 3,539.18 点。

进入 2016 年以来，宏观经济下行压力加大，股票市场继续进入震荡下行，从 2016 年前三季度 A 股表现来看，各大指数整体均表现为下跌。但进入 10 月份以后，随着国内各金融机构资产配置压力加大以及国家对于房地产市场的连续政策调控，造成国内无风险收益率持续下滑，导致大量机构资金进入股票市场寻求高收益资产。推动股票市场指数持续上升。截至 2016 年 12 月 30 日，上证综指收盘收于 3,103.64 点，较年内最低点 2,638.30 点上涨 17.64%，年初因熔断造成的大幅下跌的影响有所修复。2017 年以来，上证综指震荡波动，截至 2017 年末，上证综指收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%。中诚信证评认为，未来在经济转型升级不断加快以及城镇化建设不断深入，外围经济企稳回升等因素的带动下，国内经济有望平稳发展，从而推动证券市场的景气度向上提升。

图 1：2014~2017 年上证综合指数变化趋势图



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

多层次资本市场体系建设方面，近年来，在大力发展资本市场的政策导向下，针对证券市场和证券公司的深层次改革陆续展开，多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。截至 2015 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）为 2,827 家，总市值达 53.13 万亿元。2016 年以来，IPO 审核提速，截至 2016 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,052 家，总市值下降至 50.82 万亿元。2017 年前三季度，

IPO 审核提速，2017 年 10 月新一届发审委履职以来，IPO 审核通过率大幅降低，2017 年 IPO 企业数量创下历史记录。截至 2017 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,485 家，总市值下降至 44.93 万亿元。与此同时，随着证券市场的发展，证券投资品种日趋多元化，基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展，多层次资本市场体系建设逐步深入。

表 2：2015~2017 年股票市场主要指标

单位：家、万亿元

指标	2015	2016	2017
上市公司总数	2,827	3,052	3,485
总市值	53.13	50.82	44.93
总成交额	255.05	126.73	111.90

资料来源：中国证监会，中诚信证评整理

交易量方面，伴随着近几年证券市场的发展，市场交易量呈现一定的波动。2013 年以来，受经济增长放缓等因素影响，我国股票指数总体下行，成交量有所增加，2013 年全年 A 股成交量为 46.87 万亿元，同比增长 48.94%。2014 年股市回暖，两市成交总额为 74.39 万亿元，同比增长 58.72%。2015 年以来，尤其是上半年股指大幅上涨情况下，市场交易量显著增长，全年成交总额 255.05 万亿元，同比增长 242.86%。2016 年，证券市场整体较为低迷，两市成交额为 126.73 万亿元，较上年同期显著下滑。2017 年全年两市成交额 111.90 万亿元，同比减少 11.65%。

从券商业务结构来看，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务和资产管理业务四大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看，虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势，收入结构得到优化，但从绝对占比看，仍较大程度的依赖于传统的经纪业务，因而整体的经营状况与宏观经济及证券场景气度息息相关。随着市场景气度的提升，2013~2015 年，全行业证券公司实现净利润 440.21 亿元、965.54 亿元和 2,447.63 亿元，总体呈现上升态势。进入 2016 年以来，证券公司整体经营情况受二级市场行情下滑影响显著，2016 年全行业证券公司实现净利润 1,234.45 亿元。受二级市场成交量及债券承销业务量下滑共同影响，2017 年证

券公司实现净利润 1,129.95 亿元,同比减少 8.47%。

图 2: 2007~2017 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

从行业风险管理能力看, 随着中国证券市场的发展, 国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平, 证监会出台《证券公司分类监管规定》, 将证券公司分为 A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中, A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司, D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起, 证监会每年对证券公司进行分类评价, 以确定其风险管理能力和合规管理水平。据 2015 年 7 月证监会披露的分类结果显示, 在全行业 119 家证券公司中, 剔除 24 家与母公司合并评价的公司外, 共有 95 家证券公司参与分类评价, 其中 AA 类公司 27 家, A 类公司 37 家, B 类公司 30 家, C 类公司 1 家, 无 D 类及 E 类公司, 全行业证券公司各项风险控制指标均已达到规定标准, 且获得 AA 级和 A 级的券商数量较上年分别增加 7 家和 19 家。但伴随着 2015 年证券行业的快速发展, 行业中亦出现了场外配资信息系统违规接入、两融违规操作招来的罚单, 以及新三板业务中的违规行为等。为加强行业监管, 证监会对多家券商进行立案调查, 根据 2016 年度公布的证券公司分类结果, 95 家参评券商中, 58 家评级下滑、30 家评级持平、仅 7 家评级上升。2017 年 7 月, 证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》, 提出全面风险管理; 新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设

投入等评级加分项; 提高净资本加分门槛等。在 2017 年分类评价中, 有 97 家券商参评, 其中 A 类有 40 家、B 类有 48 家、C 类有 9 家, 评级最高的 AA 级有 11 家。

中诚信证评认为, 证券公司分类评价是监管从严的体现, 并有望促进证券市场健康稳定发展。同时, 2017 年公布的证券公司分类评级结果较 2016 年有所改善, 反映了在监管转型和行业发展的双重驱动下, 证券公司风险管理能力不断提升。

经纪业务

经纪业务作为证券公司的传统业务, 一直以来, 在证券公司收入中的占比很高。随着 2008 年 5 月券商新设营业部重新开闸, 营业部网点扩展限制的放开, 证券公司争相新设营业部并升级服务部, 抢占经纪业务市场份额。2013 年证券公司申请新设营业部数量达 1,200 余家, 其中上市证券公司获批新设营业部数量达 471 家。2014 年, 证券公司营业部数量达到 7,199 家, 较 2013 年增长 1,414 家, 其新增营业部多为轻型营业部。截至 2015 年底, 我国共有证券公司营业部 8,170 家, 较 2014 年增加 13.49%。轻型营业部的扩张态势仍在持续, 但增速略有放缓。2016 年, 证券公司已经公告获批新设的营业部数达到 723 家。2017 年二季度开始, 监管部门收紧对证券营业部新设申请的管理, 截至 2017 年末, 证券公司营业部合计 10,089 家。

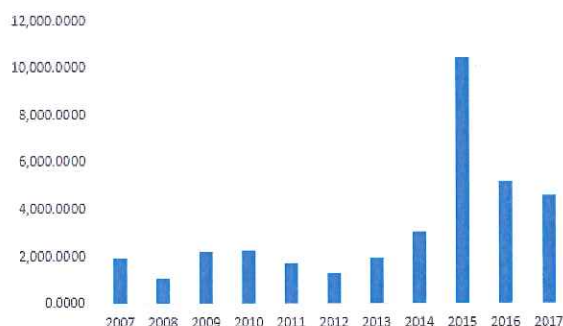
受营业部数量不断增加的影响, 证券经纪业务竞争日趋激烈, 市场集中度呈现下降趋势。尽管证券业协会于 2010 年 10 月下发了《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》, 规范行业佣金的收取, 避免恶意拉低佣金率的不正当竞争, 但随着证券公司经纪业务的竞争加剧, 全国范围内的经纪业务佣金率持续下滑。据统计, 2012 年行业平均佣金率继续下滑至 0.078%。2013 年 3 月 25 日, 中国证券登记结算有限责任公司发布了《证券账户非现场开户实施暂行办法》, 从公布日起, 投资者就可选择非现场方式申请开立证券账户。2014 年佣金率降为 0.0707%, 降了接近万分之一。2015 年, 受互联网冲击和一人多户政策的放开, 佣金率进一步降至 0.050%。2016 年, 行

业平均佣金率进一步下降至 0.034%。

2015 年 A 股市场日均成交金额为 11,079 亿元，同比增长 243.7%，其中第二季度日均成交金额为 16,681 亿元，较 2014 年日均成交额多了 4 倍。由于上半年牛市效应，市场活跃，成交金额的放量式增长对冲了佣金率的下降，所以总体来看，2015 年经纪业务收入仍实现了 156% 的增长。2016 年，证券市场行情在经历年初的急剧下跌后企稳回升，但整体较为低迷，市场交易规模显著收缩，A 股市场日均成交金额为 5,215 亿元，同比减少 52.93%。2017 年 A 股市场绩优蓝筹股表现抢眼，中小盘股表现低迷，市场结构分化明显，2017 年全年 A 股市场日均成交额为 4,582.08 亿元，同比减少 11.63%。

图 3：2007 年以来市场日均成交额情况

单位：亿元



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

经纪业务发展趋势方面，为提升服务附加价值，开拓盈利增长点，未来国内券商经纪业务的发展趋势是提供投资顾问服务、财富管理服务增值服务等。2011 年《证券投资顾问业务暂行规定》以及 2012 年《证券公司证券营业部信息技术指引》的颁布实施，标志着政策正加速推进证券经纪业务向财富管理职能方向转变。中诚信证评认为，券商经纪业务目前激烈的竞争态势必然推动该业务的升级，未来新型证券营业部的设立以及经纪业务向财富管理职能的转变是必然趋势。随着未来证券市场景气度的提升，股市成交额与换手率有望提高，券商经纪业务亦将有所增长。

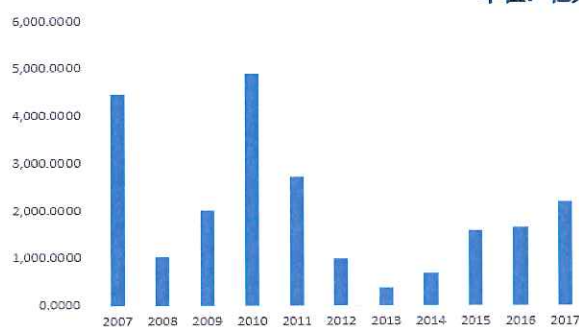
投行业务

2009 年 3 月，随着《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》的颁布，创业板正式开启，作为 A 股主板和中小板市场的重要补充，创业板的

开启一度为证券公司投行业务的发展打开了新的市场空间。但随着证券场景气度的降低以及估值水平的下滑，国内企业 IPO 数量及融资金额均大幅下滑，券商投行业务规模亦明显缩水，自 2012 年 10 月以来，国内证券市场经历了 A 股历史上时间最长的 IPO 寒冬。直至 2013 年 12 月 30 日，纽威阀门等 5 家公司获得新股发行批文后，IPO 市场开始升温好转。2014 年，在新股发行重启及市场回暖的利好因素带动下，A 股市场一共发行了 453 个股权融资项目，同比增加 96.10%；融资金额为 5,206.24 亿元，比 2013 年大幅增长 60.79%。2015 年，IPO 因受二级市场异常波动影响而暂停近 4 个月，但总体而言，A 股一级市场扩容较快。全年 A 股市场一共发行了 1,082 个股权融资项目，同比增加 72.57%；融资金额为 15,350.36 亿元，同比大幅增长 101.02%；其中，IPO 发行 224 家，融资金额 1,578.29 亿元，分别增长 79.20% 和 135.96%。2016 年，A 股共计 227 家上市公司取得批文并成功发行上市，累计募集资金 1,496 亿元，同比略有减少。2017 年全年，沪深两市 IPO 首发家数合计 421 家，首发募集资金 2,186.10 亿元，同比分别增长 69.76% 和 33.82%。中诚信证评认为，未来证券公司承销业务收入来源将得到有力补充，有利于其投行业务运营的稳定。

图 4：2007 年以来 IPO 募集资金情况

单位：亿元



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

同时，国内资本市场融资品种逐步多元化，有效地平滑了证券公司投行业务的波动。近年来随着 A 股市场融资功能的逐步完善和债券市场的快速发展，上市公司对增发、配股、债务融资需求不断增加，券商投行业务已不再单纯依赖 IPO 业务。2015 年债券融资规模达到 24.3 万亿元，同比增长近一倍。二者的大幅增长为券商贡献了 394 亿元的承销

保荐收入，增长了 64%。2016 年我国债券融资规模继续大幅增长，全年债券融资金额达 36.15 万亿元，同比增长 54.81%。2017 年在稳健中性的货币政策、金融监管持续趋严背景下，2017 年债券市场扩容放缓。2017 年全年，新发行债券规模 40.52 万亿元，同比增加 11.87%。

图 5：2007 年以来债券融资规模



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

从市场集中度来看，虽然目前证券公司投行业务仍处于高度集中的状态，但以中小项目见长的中小券商的投行业务快速发展，大券商主导的市场格局有所弱化。短期内，受 IPO 市场景气度回升及债市扩容影响，投行业务的竞争将更为激烈，但总体来看，历史业绩相对稳定和承销能力相对更强的大中型券商主导的竞争格局短期内难有大的变动。

自营业务

作为证券公司的传统业务之一，近年来直至 2015 年末我国证券公司自营规模持续增长，2015 年 125 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）1,413.54 亿元，同比大幅增长 99.01%。从自营业务投资结构来看，由于前几年股票市场表现不佳，因而券商将资金配置重心逐渐由权益类转向债券类投资，2014 年以来随着证券市场景气度的提升，证券公司自营业务收入规模显著提升。2016 年受资本市场震荡、监管趋严影响，证券公司自营业务规模及收益率显著回落，截至 2016 年末，129 家券商实现证券投资收益（含公允价值变动）568.47 亿元，同比下降 59.78%。

为进一步扩大证券公司证券自营业务的投资品种范围，2012 年 11 月，证监会公布《关于修改〈关于证券公司证券自营业务投资范围及有关

事项的规定〉的决定》，规定券商自营业务投资范围扩大至全国中小企业股份转让系统挂牌转让的证券、在境内银行间市场交易的证券（由部分扩大到全部）。此外，新三板、区域性股权交易市场挂牌转让的股票等产品纳入券商自营业务投资范围。

中诚信证评认为，随着自营投资范围的扩大，可应用金融工具的增多以及对资产配置的有效把控，券商自营业务的良好表现有望得到延续，但同时也对券商风险管控能力提出了更高的要求。

资产管理和创新业务

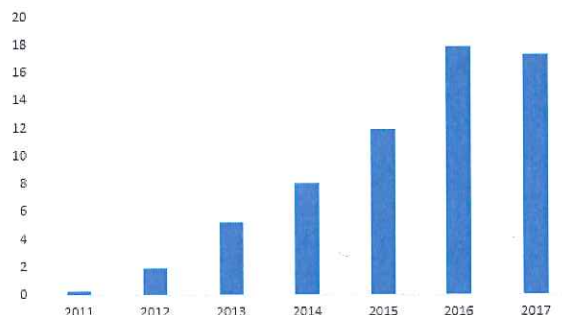
在完成综合治理后，证券公司的资产管理业务在产品的设计、投资策略与操作、营销服务等方面实现了全面转型。目前，证券公司资产管理业务已形成了涵盖集合理财、专项理财、定向理财等产品的多元化产品线。

集合理财产品的发行始于 2005 年，作为资产管理的主要产品，其产品线也扩展到股票型、债券型、货币市场型、混合型以及 FOF 型等多种系列。随着人们财富的积累，对于理财的需求也不断增长，2009 年以后券商集合理财产品规模逐年上升。受益于政府对券商资产管理政策的松绑，截至 2013 年 12 月 31 日，115 家证券公司受托管理资金本金总额为 5.2 万亿元，比 2012 年末的 1.89 万亿元增长了 1.75 倍。2014 年，证券公司托管证券市值 24.86 万亿元，受托管理资金本金总额 7.97 万亿元。2015 年券商受托管理资金本金总额为 11.88 万亿元，同比增长 49.06%，增速与去年基本持平，保持较快增长。从收入占比来看，2015 年券商资管业务收入占行业总收入的 4.78%，与 2014 年保持一致，占比仍然较低。截至 2016 年末，129 家证券公司托管证券市值 33.77 万亿元，受托管理资金本金总额 17.82 万亿元，受托规模较 2015 年末继续大幅增长；同期券商资管业务收入占行业总收入的 9.04%，同比亦有较大提高。截至 2017 年末，证券公司托管证券市值 40.33 万亿元，受托管理资金本金总额 17.26 万亿元，较上年末减少 3.14%。2016 年以来监管部门明确去杠杆、去通道的监管方向，资管行业迎来统一监管的供给侧改革，券商从事通道业务的成本大幅度上

升，2017年券商资管规模近年来首次负增长。

图 6：2011 年以来受托管理资本金规模

单位：万亿元



资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

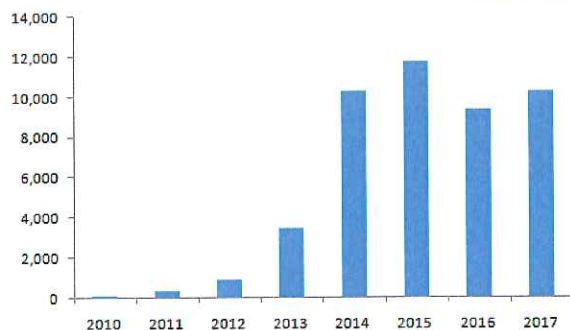
直投业务方面，为鼓励证券公司开展创新业务，增强综合业务优势，证监会在 2007 年开放券商直投试点，并于 2011 年 7 月颁布《证券公司直接投资业务管理指引》，首次提出“设立直投资基金，筹集并管理客户资金进行股权投资”。这有助于券商通过借助外部资金成立直投资基金的形式进行直接投资，从而降低对自有资金的约束。另外，2012 年 11 月 2 日，中国证券业协会发布《证券公司直接投资业务规范》，明确了直投资基金备案、直投业务规则、内部控制、直投从业人员、自律管理等相关规定，券商直接投资范围扩大到债权投资和其他投资基金，盈利空间有望增大。

融资融券业务于 2010 年正式推出，近两年发展迅速。据中国证券金融股份有限公司（以下简称“证金公司”）统计数据显示，自 2010 年 3 月中国证监会批准国泰君安、国信证券、中信证券、光大证券、海通证券和广发证券六家证券公司作为融资融券业务首批试点证券公司以来，融资买入额占两市成交额的比例不断攀升，目前达到 15% 左右的规模。融资融券业务在 2014 年表现抢眼，全年共实现收入 446.24 亿元，占券商总收入的比例为 17%，收入增速高达 141.71%。自 2014 年末融资融券余额迈上 1 万亿元的台阶后，2015 年上半年该项业务继续维持高速增长，两融规模最高突破 2.27 万亿元，其中第二季度单季融资融券日均余额达到了 1.95 万亿元。之后受市场大幅调整影响，两融规模回落至 9,000 亿元，随着市场企稳，年末两融余额达到了 1.17 万亿元，较 2014 年增长了 14.5%。2016 年以来 A 股市场成

交易萎缩，沪深两市两融余额有所缩减，年末融资融券余额为 9,392 亿元，同比减少 20.02%。2017 年下半年 A 股市场成交量有所上升，沪深两市两融余额有所增加，年末融资融券余额为 1.03 万亿元，同比增加 9.26%。

图 7：近年来证券行业融资融券额

单位：亿元



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

证券行业关注

传统业务竞争加剧，收入结构仍需改善

目前，虽然证券行业经纪业务占比有所下降，收入结构得到一定优化，但行业的盈利模式仍对经纪业务和自营业务具有很高的依赖性，其业绩的增长高度依赖于市场变化，各证券公司之间盈利模式的同质化显著。与此同时，投行业务的竞争日趋激烈。尽管银行间市场交易商协会于 2012 年 11 月公告新增中信证券、招商证券、广发证券等 10 家券商获得参与短融、中票等非金融企业债务融资工具的主承销业务资格，但短期内来看，银行间债券市场的承销业务仍由银行把控，券商进入存在一定障碍，对证券公司投行业务的推动难以快速显现。

2012 年 10 月，证监会发布修订后的《外资参股证券公司设立规则》和《证券公司设立子公司试行规定》，将合资券商外资持股比例上限由此前的 1/3 升至 49%。同时，证券公司子公司申请扩大业务范围的经营年限从 5 年缩短至 2 年。这有利于提高外资参股券商的积极性，加快券商与国际市场接轨的节奏，但同时，国内证券公司直接面对拥有雄厚实力的国际证券公司的正面竞争，对国内证券公司尤其是抢占高端客户和投资银行业务方面形成冲击。

行业创新加快，创新业务有望快速发展

经历了长期的综合治理，证券公司进入常规经营，监管机构也陆续批准了一批优质券商开展各种创新业务，直投、融资融券和股指期货等创新业务已进入正常运营。2012年5月以来监管部门进一步明确了证券业下一步发展的“路径图”，并计划从11个方面出台措施支持行业创新，包括提高证券公司理财类产品创新能力、加快新业务新产品创新进程、放宽业务范围和投资方式限制、扩大证券公司代销金融产品范围、支持跨境业务发展、推动营业部组织创新、鼓励证券公司发行上市和并购重组、鼓励证券公司积极参与场外市场建设和中小微企业私募债券试点、改革证券公司风控指标体系、探索长效激励机制以及积极改善证券公司改革开放和创新发展的社会环境等。

自证券业发展“路径图”明确后，相关具体政策措施正逐步推出，政策内容包括降低券商自营、资产管理、经纪业务风险资本准备计算比例，降低QFII资格要求，扩大券商自营业务范围等等，其余有关政策将会陆续出台。中诚信证评认为，当前我国证券业为市场提供的金融产品、交易工具、中介服务均相对较少，为使证券行业更好地为国民经济服务，监管层大力推动行业创新，促进创新业务发展。未来，随着行业创新的逐渐深入，创新业务将

为券商带来新的收入增长点，并平滑经济周期的影响，但同时也对券商风险控制能力提出更高的要求。

合规经营压力持续增加

2017年证券行业延续全面监管、从严监管，重罚各种违法违规行为，强化证券期货基金经营机构合规风控和流动性管理，发布投行、股权质押和资管新规等监管政策。预计对券商监管仍将全面从严，资质较差的券商将面临更大的经营压力。

2017年7月，国务院金融稳定发展委员会成立，统筹和协调金融改革发展与监管，一行三会保持高压监管态势，证监会、银监会相继开出史上最大罚单，2017年证监会作出行政处罚决定超200件，罚没款金额超70亿元。监管部门预计将保持高压监管态势。

2017年，IPO发行常态化，新一届发审委履职以来，审核更加严格，IPO过会率大幅降低。2016年以来，资管业务“去通道”监管文件密集出台，券商资管业务规模增速放缓。券商投行业务和资管业务经营压力将持续增加。

总体看来，在防控金融风险 and 守住不发生系统性金融风险的监管要求下，券商的合规经营压力将持续增加。

表 3：近年来证券业主要行业政策

时间	文件	说明
2012年4月	《关于修改〈关于证券公司风险资本准备计算标准的规定〉的决定》	降低券商自营、资产管理、经纪业务风险资本准备计算比例，打开证券公司创新空间。
2012年7月	《关于实施〈合格境外机构投资者境内证券投资管理办法〉有关问题的规定》	降低QFII资格要求，允许QFII为自有资金或管理的客户资金分别开立证券账户，QFII可选择多个交易券商；扩大投资范围，放宽持股比例限制。
2012年8月	《转融通业务规则（试行）》	转融通业务试点正式开启。
2012年10月	《关于修改〈证券公司设立子公司试行规定〉的决定》	符合要求的证券公司子公司，可以申请扩大业务范围。
2012年11月	《关于修改〈关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定〉的决定》	明确券商自营业务投资范围扩大至全国中小企业股份转让系统挂牌转让的证券、在境内银行间市场交易的证券（由部分扩大到全部）、新三板和区域性股权交易市场挂牌转让的股票等产品。
2012年11月	《关于证券公司类会员参与非金融企业债务融资工具主承销业务市场评价结果的公告》	新增国泰君安、招商证券、光大证券等10家券商获得参与短融、中票等非金融企业债务融资工具的主承销业务资格。
2013年2月	《证券公司资产证券化业务管理规定（征求意见稿）》	列明证券化的基础资产具体形态、降低了证券公司从事资产证券化业务的准入门槛、提高资产证券化设立与审核效率、提升流动性。
2013年3月	《证券公司债务融资工具管理暂行规定（征求意见稿）》	对现有证券公司债券、次级债有关规定细化，并允许证券公司发行受益凭证进行融资。
2013年11月	《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》	推进新股发行机制向注册制转变、强化发行人及其控股股东等责任主体的诚信义务、进一步提高新股定价的市场化程度等。

2014年5月	《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》及《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》	适当放宽财务准入指标，取消持续增长要求；简化其他发行条件，强化信息披露约束；全面落实保护中小投资者合法权益和新股发行体制改革意见的要求。
2014年6月	《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》	对境内证券公司开展沪港通业务提出原则性要求，明确了沪港通的业务范围、外资持股比例、清算交收方式、交收货币等相关事项，对投资者保护、监督管理、资料保存等内容提出了相关要求。
2014年11月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》	明确监管法规，统一以资产支持专项计划作为特殊目的载体开展资产证券化业务；将资产证券化业务管理人范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司；取消事前行政审批，实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理；强化重点环节监管，制定信息披露、尽职调查配套规则，强化对基础资产的真实性的要求，以加强投资者保护。
2015年1月	《公司债券发行与交易管理办法》	扩大发行主体范围至所有公司制法人，同时全面建立非公开发行制度，增加债权人交易场所，简化发行审核流程，加强市场监管等。
2015年5月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》	规范证券公司、基金管理公司子公司等相关主体开展资产证券化业务，保障投资者的合法权益。
2015年5月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》	规范和指导资产证券化业务的尽职调查工作，提高尽职调查工作质量。
2015年7月	《香港互认基金管理暂行规定》	规范香港互认基金在内地（指中华人民共和国的全部关税领土）的注册、销售、信息披露等活动。
2016年10月	《证券公司风险控制指标管理办法》	建立以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系。
2017年6月 (2017年10月执行)	《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》	明晰董事会、监事会、高级管理人员、合规负责人等各方职责，提高合规履职保障，加大违法违规追责力度等措施，切实提升公司合规管理有效性，不断增强公司自我约束能力，促进行业持续健康发展。
2017年7月	《关于修改〈证券公司分类监管规定〉》	促进证券公司提升全面风险管理能力，鼓励证券公司做优做强主营业务。
2017年11月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	确立资管产品的分类标准，降低影子银行风险，减少流动性风险，打破刚性兑付，控制资管产品的杠杆水平，抑制多层嵌套和通道业务，切实加强监管协调，合理设置过渡期。
2017年12月	《规范债券市场参与者债券交易业务的通知（银发[2017]302号文）》	督促各类市场参与者加强内部控制与风险管理，健全债券交易相关的各项内控制度，规范债券交易行为，并将自身杠杆操作控制在合理水平。
2018年1月	《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》	加强证券公司尽职调查要求；加强对融出资金监控；细化风控指标要求。此规定于2018年3月12日实施。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

竞争实力

突出的行业地位及全产业链优势

作为国内大型综合性券商之一，公司各项业务发展较为均衡，综合实力强，经营业绩良好。在中国证券业协会公布的2016年度证券公司业绩排名中，公司总资产、净资产和净资本排名分别为第7名、第6名和第8名，营业收入和净利润分别位列第10名和第8名。

公司业务牌照齐全，品牌认可度高，目前业务领域已涵盖证券、基金、期货、直投等各个方面，且国际业务方面亦取得较大的进展，同时公司积极推进各业务条线协同合作，多个业务领域均位于行业前列。具体来看，公司的业务规模优势尤其体现在其庞大的营业部网络体系和客户群上。截至2017年末，公司在全国设有12家区域分公司和243家

批准设立的证券营业部，营业部分布在全国29个省及直辖市，其中位于珠三角、长三角和环渤海等发达富裕地区的证券营业部数量占比62.14%，北京、上海和深圳的营业部数量合计占比30.45%。截至2017年末，公司托管外包产品数量合计16,354只（含资管子公司产品660只），规模为20,778.61亿元（含资管子公司产品7,793.88亿元），分别同比增长37.72%和23.58%。此外，公司大力拓展新的业务类型、新的服务主体，2017年获准成为业内首家为公募基金提供外包服务的公司，以及为首只外商独资企业WFOE（Wholly Foreign Owned Enterprise）私募基金提供外包服务的公司。近年来公司股基交易量始终保持在行业前列，2017年公司沪深股基交易量市场份额排名第7，较上年提升1名，广泛的营业网点布局和持续提升的服务水平巩固了公司传统经纪及财富管理业务的优势地位。与

此同时，公司投资银行、投资管理和投资与交易业务在营业收入中的重要性日趋提升，2017 年占营业收入的比重分别为 16.26%、11.99%和 6.30%，各项业务呈均衡发展趋势。公司投资银行业务在股权融资、债券承销和新三板业务方面均有良好表现，其收入及市场排名均取得了较大提升。根据 Wind 统计，2017 年，公司股票承销金额排名第 7，较去年提升 4 名；债券主承销金额排名第 2，较去年提升 2 名；资产支持证券承销金额排名第 2，较去年下降 1 名，但 2017 年主承销金额达 2,085.40 亿元，同比大幅增长 100.08%。另外，作为国内创新试点券商，公司各项创新业务进展顺利，2017 年末融资融券、股票质押式回购业务余额分别位居行业第 6 名和第 5 名，较去年分别提升 1 名和 2 名，未来创新业务的发展将成为公司传统业务的有益补充。

总的来看，作为国内大型综合性券商之一，公司业务牌照齐全，品牌认可度较高，经营业绩良好，行业地位突出。

招商局集团实力雄厚，可为公司提供强有力支持

截至 2017 年末，深圳市招融投资控股有限公司（以下简称“招融投资”）、深圳市集盛投资发展有限公司（以下简称“集盛发展”）和招商局轮船有限公司（以下简称“招商局轮船”）分别持有公司股份的 20.93%、19.56%和 2.59%，三者均位列于公司前十大股东内，亦均为招商局集团控股子公司。

招商局集团是国务院国资委管理的大型中央企业，综合实力雄厚。招商局集团历史悠久，是我国近代民族工商业的先驱，其业务主要集中于交通、金融和房地产三大核心产业，旗下拥有招商证券、招商银行、招商港口、招商轮船以及招商蛇口等一系列优秀公司。截至 2017 年 9 月末，招商局集团总资产为 11,414.31 亿元，所有者权益合计 5,103.78 亿元；2017 年 1~9 月，招商局集团营业总收入达 1,594.90 亿元，净利润为 345.65 亿元（未经审计）。

公司是招商局集团控股的唯一证券业务平台，始终获得集团在资金、资源等方面的有力支持，在集团内具有重要的战略地位。公司子公司招商致远

结合招商局集团产业背景优势和自贸优势，加快探索创新产品的模式；公司通过招商局集团内“一带一路”、“产融结合”和“融融结合”等规划获得了优质的业务及客户资源。2017 年，公司完成了多个“产融结合”、“融融结合”的项目，其中包括招商银行非公开发行 275 亿元优先股项目、招商公路换股吸收合并华北高速公路项目。

总体来看，作为招商局集团控股的唯一证券业务平台，公司能够在资本、业务等方面得到很强的支持。

业务运营

近年来，公司总资产、净资产、净资本、营业收入和净利润均居于全国同行业前列。根据中国证监会券商分类评级的结果，公司 2008~2017 年连续十年获得中国证监会 A 类 AA 级监管评级，其风险管理能力和合规管理水平受到监管部门认可。

表 4：2014~2016 年公司经营业绩排名

	2014	2015	2016
营业收入排名	7	8	10
净利润排名	7	6	8
净资产排名	3	9	6
净资本排名	6	8	8
总资产排名	6	8	7

资料来源：中国证券业协会，中诚信证评整理

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，主要业务包括经纪及财富管理业务、投资银行业务、投资银行业务、投资与交易业务、直投业务和国际业务等。近年来公司各业务板块保持良好的发展态势，2015~2017 年，公司分别实现营业收入 252.92 亿元、116.95 亿元和 133.53 亿元，其中 2016 年公司营业收入同比减少 53.76%，主要是受证券市场行情整体较为低迷影响；在 2017 年 A 股市场股基交易量下降的环境下，除公司经纪及财富管理业务收入同比小幅减少外，其他业务板块收入同比均实现不同程度的增长，当年公司营业收入同比增加 14.17%。

具体来看，2017 年公司经纪及财富管理业务实现营业收入 70.86 亿元，同比小幅减少 0.25%；投资银行业务板块实现营业收入 21.71 亿元，同比增长 0.70%；投资管理业务板块实现营业收入 16.01

亿元，同比大幅增长 33.19%；投资与交易业务板块实现营业收入 8.41 亿元，同比增长 5.79%。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 53.07%、16.26%、11.99%和 6.30%，除投资管

理业务占比较上年上升 1.71 个百分点外，其余各业务占比较上年均有所下降，其中经纪及财富管理业务下降最为显著，同比下降 7.68 个百分点。

表 5：2015~2017 年营业收入构成

单位：亿元、%

营业收入	2015		2016		2017	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪及财富管理业务	160.34	63.40	71.04	60.74	70.86	53.06
投资银行业务	25.65	10.14	21.56	18.43	21.71	16.25
投资管理业务	11.74	4.64	12.02	10.27	16.01	11.99
投资与交易业务	45.09	17.83	7.95	6.80	8.41	6.30
其他	10.10	3.99	4.40	3.76	16.54	12.40
营业收入合计	252.92	100.00	116.95	100.00	133.53	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经纪及财富管理业务

经纪及财富管理业务是公司收入的主要来源，其与市场景气度密切相关，公司经纪及财富管理业务收入的波动主要源自证券市场波动以及交易量的变化。2015~2017 年公司分别实现经纪及财富管理业务收入 160.34 亿元、71.04 亿元和 70.86 亿元，2017 年公司经纪及财富管理业务收入同比小幅减少 0.25%；占营业收入的比重为 53.06%，同比下降 7.68 个百分点。

2017 年，市场交易规模持续收缩，A 股市场股基单边交易量为 115.89 万亿元，同比下降 11.30%，连续两年下降，同时行业佣金费率继续下滑，行业平均佣金净费率为 0.354‰。在此环境下，2017 年公司坚持深挖线下渠道资源，不断推进零售经纪业务的移动互联化进程，公司全年实现股基交易量 9.29 万亿元，同比减少 8.31%，股基交易量市场份额为 4.01%，较上年提升 0.13 个百分点，排名行业第 7。

表 6：2015~2017 年公司代理买卖证券交易金额情况

年份	股票基金交易量（亿元）	市场占有率（%）
2015	220,498	4.12
2016	101,298	3.88
2017	92,881	4.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

营业网点方面，公司网点布局优势明显，且近年来网点数量保持较快增长。截至 2017 年末，公

司拥有 12 家区域分公司及 243 家证券营业部。公司营业网点分布在全国 29 个省及直辖市，其中位于珠三角、长三角和环渤海等发达富裕地区的证券营业部数量占比 62.14%，北京、上海和深圳的营业部数量合计占比 30.45%。未来公司将在做好传统业务的同时深入推动财富管理业务的发展，积极发展网点建设。

佣金率方面，近年来，随着证券市场竞争日趋激烈，行业净佣金率水平呈下滑态势。随着“一人多户”政策的放开及互联网金融的冲击，市场竞争进一步加剧，并给行业佣金率走势带来新的不确定性，佣金率水平下滑成为行业所共同面临的挑战。为提高竞争实力，公司通过加大专业化服务，以差异化增值服务来维护佣金定价权，同时因地制宜，根据营业部所处地区的佣金费率水平采取差异化、有竞争力的弹性佣金体系。

财富管理业务方面，近年来，公司不断提升服务质量，并推进零售经纪业务向财富管理转型，以缓解行业佣金率下滑带来的影响。2017 年公司金融产品销售收入和财富管理计划累计客户数继续保持增长。具体来看，2017 年公司实现金融产品销售 8,751 亿元，同比增长 2.24%；2017 年末财富管理计划累计客户数达 254 万户，同比增长 4.1%。

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。公司是国内首家

获得批准开展私募基金综合托管服务的证券公司，业务处于领先地位。根据 Wind 统计，2017 年，公司公募基金分盘交易量和交易佣金均位列行业第 3。私募基金业务服务方面，公司面向高端私募基金客户提供快速交易、种子基金孵化、托管外包、产品设计、融资融券、资金推介、跨境服务等服务。此外，公司针对初创型私募基金的“私募学院”项目初见成效，成为公司主券商业务平台的特色品牌和重要组成部分。2017 年，公司主券商交易类证券资产规模达 1,825 亿元，同比增长 39%，主券商股基交易量同比增长 24%。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。公司私募基金托管外包产品数量与规模、公募基金托管数量等指标连续四年保持全行业第 1；截至 2017 年末，公司托管外包产品数量合计 16,354 只（含资管子公司产品 660 只），规模达 20,788.61 亿元（含资管子公司产品 7,793.88 亿元），同比分别增长 37.72%和 23.58%。

融资融券业务方面，公司于 2010 年获得融资融券业务首批试点资格。受益于公司强大的自有资本实力以及广泛的客户基础，公司融资融券业务实现较快发展。相较于 2016 年末，公司融资融券和股票质押式回购业务规模稳中有升，排名均进一步提升。截至 2017 年末，公司融资融券余额为 546.99 亿元，同比增长 7.23%，市场排名较上年上升 1 名至第 6 名；全年实现融资融券业务利息收入 39.77 亿元，同比小幅减少 0.69%。股票质押式回购业务方面，公司于 2013 年获得股票质押式回购交易业务资格。2017 年公司对股票质押式回购业务授信政策进行优化，向客户提供全产业链服务，业务竞争力进一步提高，2017 年末公司股票质押业务待回购金额为 591.28 亿元，同比增长 36.44%，市场排名由 2016 年的第 7 名升至第 5 名。

表7：2015~2017年公司融资融券业务情况

单位：亿元

项目	2015	2016	2017
融资融券余额	628.16	510.08	546.99
融资融券业务利息收入	67.04	40.05	39.77
股票质押式回购待回购金额	228.18	433.37	591.28
股票质押式回购利息收入	6.92	8.29	12.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除本部经纪及财富管理业务外，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，截至 2017 年末，金融期货和商品期货市场份额同比增长 89.16%和 12.85%。期货资产管理业务方面，公司积极推进创新业务发展，2017 年完成风险管理子公司的设立及业务备案，期货资产管理业务期末规模同比增长 132.75%，行业分类监管保持 AA 级。截至 2017 年末，招商期货总资产为 56.59 亿元，所有者权益为 13.00 亿元；2017 年全年实现营业收入 3.72 亿元，同比增加 5.68%，净利润 1.69 亿元，同比增加 11.18%。

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，公司经纪及财富管理业务业绩在行业内名列前茅。虽然其短期内仍将受到证券市场行情波动、市场竞争加剧等诸多不利因素的影响，但近年来公司积极向财富管理业务转型，私募基金业务助力增长，公司经纪及财富管理业务有望保持良好的发展态势，并逐渐形成收入多元化的格局。

投资银行业务

投资银行业务作为公司传统业务之一，是公司重要的收入来源，其业务主要包括股票承销及保荐、债券承销、财务顾问和场外投资银行等业务。公司为企业客户提供一站式的境内外投资银行服务，包括境内外的股权融资、债务融资、结构化融资、场外市场挂牌、并购重组财务顾问等服务，赚取承销费、保荐费以及财务顾问费。2015~2017 年公司分别实现投资银行业务收入 25.65 亿元、21.56

亿元和 21.71 亿元，2015 年投资银行业务收入较高主要是因为当年股票主承销金额较大；2017 年投资银行业务收入同比增加 0.69%，占营业收入的比重为 16.25%，同比下降 2.18 个百分点。

表 8：公司 2015~2017 年股票和债券主承销情况

	2015	2016	2017
股票承销业务			
主承销家数（家）	52	30	46
主承销金额（亿元）	613.50	515.29	476.66
债券承销业务			
主承销家数（家）	267	349	506
主承销金额（亿元）	2,660.32	2,833.73	4,111.89
承销业务净收入（亿元）	20.17	15.76	13.53
并购及财务顾问业务			
并购及财务顾问业务净收入（亿元）	1.50	3.09	4.12

注：1、股票主承销数据采用发行日口径；2、股票主承销中再融资发行含发行股票购买资产类增发，不含可转债。

资料来源：Wind 统计，中诚信证评整理

近年来公司投行业务向全产业链的综合金融服务转型，在保持 IPO 业务稳定发展的同时，大力发展债券、再融资和并购重组业务，并不断开拓资产支持证券、PPN、短期融资券等领域，逐步实现 IPO、债券和再融资收入均衡发展。同时，公司重点打造包括 TMT、健康医疗、金融服务、基建及房地产、农业与食品饮料以及能源与交通运输等六大行业的专业服务能力和竞争力。

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同时开拓中大型客户和央企客户。2017 年公司投资银行业务全产品服务能力巩固完善，转型发展取得了一定成果，客户结构得到改善；此外，公司加强行业研究，加大医疗健康、高端装备制造、汽车、大消费等重点行业客户聚焦和开拓力度。同期，公司完成了电连技术股份有限公司、广州尚品宅配家居股份有限公司、蒙娜丽莎集团股份有限公司等一系列具有较大市场影响力的 IPO 项目。根据 Wind 统计，2017 年，公司 A 股股票主承销金额和家数分别为 476.66 亿元和 46 家，分别排名行业第 7 和第 8，分别同比提升 4 名和 5 名；其中 IPO 项目 17 个，再融资项目 29 个。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。2017 年新三板市场环境发生了重大变化，由于符合条件的拟挂牌企业客户数量逐步萎缩，大量拟挂牌企业转向 IPO，政策红利尚未推出，拟挂牌企业选择继续观望，导致新三板推荐挂牌业务增速大幅放缓。根据 Choice 金融终端数据，截至 2017 年末，新三板新增挂牌家数 2,141 家，同比下降 56.89%。在此环境下，公司主动调整场外业务的发展策略，稳步推进各业务开展，2017 年累计挂牌家数 401 家，排名第 4，同比提升 2 名，主要是因为公司积极开展更换主办券商业务，全年共换入挂牌公司 63 家。全年共完成新三板定向发行项目 88 家，排名第 5；融资金额累计 100.05 亿元，排名第 1，同比提升 4 名，主要是在大项目开拓上获得突破。

债券承销业务方面，2017 年，债券市场结构调整较为明显，根据 Wind 统计，全年信用债券（扣减国债、地方政府债、同业存单、政策银行债）发行总金额为 8.98 万亿元，同比下降 17.35%。二级资本工具、证券公司债等金融机构发行债券、可转债、可交换债等含权益属性债券和资产支持证券保持了较为强劲的增长势头，而企业债券、公司债券、中期票据、短期融资券、定向工具等传统产品发行量均出现不同程度下降，公司债券发行金额同比下降更达 60.26%。2017 年，公司加大对金融机构客户和资产支持证券项目的开发，继续加强专业队伍建设，债券承销业务保持较强的市场竞争力，资产支持证券承销规模连续三年保持行业前 3。2017 年公司债券主承销家数为 506 家，金额（包含自主自办发行）达 4,111.89 亿元，同比增长 45.11%，相对大市逆势高速增长。根据 Wind 统计，招商证券债券总承销金额（包含自主自办发行）、资产证券化承销金额排名均第 2。公司产品创新位居市场前列，2017 年公司承销了市场首单银行系类 REITs——中银招商-北京凯恒大厦资产支持专项计划，首单互联网消费金融信托型 ABN——北京京东世纪贸易有限公司 2017 年度第一期京东白条信托资产支持票据，交易所首批 PPP 资产支持证券——华夏幸福固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权资产支持专项计划。此外，公司承销了市场首单“债

券通”资产支持证券——福元 2017-2 等，为更多的境外机构提供境内外的债务融资服务，不断向国际化和多元化迈进。

总体来看，得益于公司前期积极转型和战略投入，公司投行业务实现快速发展，业务结构不断优化，具有很强的竞争实力；同时，在市场环境变化的情况下，公司及时调整业务发展策略以适应变化，投行业务继续保持行业领先优势。未来随着核心客户的不断积累，投行业务仍有较大发展空间。

投资管理业务

公司是国内首批获资产管理资格的五家券商之一，在 2002 年起即开展资产管理业务。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。近年来随着公司资产管理规模持续扩大，收入规模稳步增长，2015~2017 年公司分别实现投资管理业务收入 11.74 亿元、12.02 亿元和 16.01 亿元。

公司资产管理业务以集合资产管理、定向资产管理和专项资产管理产品为主。集合资产管理方面，公司集合资产管理产品涵盖权益类产品、量化对冲产品、固定收益类产品等，产品线齐全，能够为客户提供全方位的资产配置服务和不同风险收益类型的产品选择；定向资产管理方面，公司针对大小客户，以客户需求及风险偏好为导向定制化专业服务；专项资产管理方面，公司为客户提供全行业、标准化、专业化的资产证券化产品，为客户设计发行期限与规模利率相匹配的融资类服务业务。截至 2017 年末，公司资产管理业务金额达 7,791.66 亿元，同比增长 23.70%，主动管理业务规模 1,271.95 亿元，同比增长 24.85%；资产管理规模行业排名第 5，同比提升 3 名，市场份额 4.46%，同比提升 0.82 个百分点。分产品类型来看，集合资产管理产品规模 471.46 亿元，较年初增加 5.58%；定向管理产品规模 6,876.35 亿元，同比增长 22.36%；近两年来公司专项资产管理产品规模增速较快，专项资产管理产品规模 443.85 亿元，延续上年的增长态势，同比大幅增长 91.13%。

表 9：2015~2017 年公司资产管理情况

单位：亿元

项目		2015	2016	2017
集合计划	金额	555.44	446.54	471.46
	净收入	9.49	8.09	7.88
定向计划	金额	3,575.83	5,619.96	6,876.35
	净收入	1.10	2.14	2.26
专项计划	金额	100.01	232.22	443.85
	净收入	0.01	0.42	0.18
合计	金额	4,231.28	6,298.72	7,791.66
	净收入	10.60	10.64	10.32
	净收入排名	8	6	5

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除资产管理子公司外，目前招商证券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 2017 年末，博时基金资产管理规模 7,587 亿元（不含子公司管理规模），同比增长 23.68%，其中公募基金资产管理规模（剔除联接基金）4,412 亿元，同比增长 17.35%。同期，招商基金资产管理规模 5,073 亿元（不含子公司管理规模），同比增长 14.26%。截至 2017 年末，博时基金总资产 55.57 亿元，所有者权益为 34.91 亿元；2017 年实现营业收入 31.02 亿元，同比增加 28.46%，净利润为 9.39 亿元，同比增加 33.79%。截至 2017 年末，招商基金总资产为 66.48 亿元，所有者权益为 39.76 亿元；2017 年实现营业收入 27.47 亿元，同比增加 17.10%，净利润为 8.03 亿元，同比增加 27.83%。

总体来看，公司资管业务产品线较为完整，未来公司将进一步提升产品能力和投资管理能力。在 2017 年资管新规出台对行业造成一定冲击的环境下，通过调整业务策略，公司投资管理业务收入规模实现较快增长，对公司营业收入的贡献度有所提升，预计未来公司资产管理规模仍将保持良好的发展态势。

投资与交易业务

公司以自有资金开展权益类证券、固定收益类证券、大宗商品、另类投资以及衍生金融工具的交易和做市（包括场外市场金融产品的交易与做市），赚取投资收益。公司投资与交易业务板块下设证券投资部、固定收益部和衍生品投资部，分别负责权

益类产品、债券、衍生品及其他金融产品的投资及交易。受证券市场行情及监管政策影响，近年来公司投资与交易业务收入有所波动，2015~2017 年公司分别实现投资与交易业务收入 45.09 亿元、7.95

亿元和 8.41 亿元，2017 年投资与交易业务收入占营业收入的比重为 6.30%，较上年下降 0.50 个百分点。

表10：2015~2017年公司投资组合情况

单位：亿元、%

	2015		2016		2017	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券类投资	444.47	44.63	309.75	41.82	602.01	56.07
股票（含融出证券）	166.84	16.75	118.87	16.05	137.90	12.84
基金	250.76	25.18	177.99	24.03	206.84	19.26
理财产品	4.14	0.42	1.91	0.26	1.57	0.15
信托产品	6.04	0.61	3.50	0.46	6.09	0.57
衍生金融产品	10.16	1.02	11.10	1.50	10.22	0.95
其他	113.43	11.39	117.65	15.88	109.05	10.16
合计	995.85	100.00	740.76	100.00	1,073.68	100.00

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

权益类投资方面，目前公司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。公司权益类投资始终把风险控制放在首位，提前调整仓位，通过新股询价配售、量化、对冲等方式获取稳定收益。截至 2017 年末，公司权益类投资余额为 344.74 亿元，同比减少 16.13%；在证券投资中占比为 32.11%，同比下降 7.97 个百分点，主要系当年债券类投资大幅增长所致。其中，股票、基金分别为 137.90 亿元和 206.84 亿元，同比分别增加 16.02%和 16.21%，在证券投资中占比分别为 12.84%和 19.26%。此外，公司通过量化、对冲等方式开展衍生投资业务，在低风险的前提下获得稳定超额收益，截至 2017 年末，公司衍生金融产品余额 10.22 亿元，在证券投资中占比为 0.95%，较上年下降 0.55 个百分点。

在 A 股市场自 2015 年 6 月以来出现的较大波动环境下，为维护市场稳定，公司与其他 20 家主要证券公司于 2015 年 7 月 4 日发布联合公告，将其 2015 年 6 月 30 日净资产的 15%出资给中国证券金融股份有限公司，用于投资蓝筹股 ETF。2015 年 9 月 1 日，公司出资总额提高至不超过 2015 年 7 月 31 日净资产的 20%。截至 2017 年末，公司已完成出资共计 92.87 亿元，公允价值 76.37 亿元。

债券投资方面，2017 年债券市场资金面持续紧张，市场深度调整，债券收益率持续上升，市场波动加剧。公司债券自营继续加强宏观研究和信用研究，稳步做大投资规模，大力发展套利类中性策略，增加创新业务收入，加强利率风险管理、信用风险管理和流动性管理。截至 2017 年末，债券类投资规模为 602.01 亿元，较 2016 年末的 309.75 亿元大幅增长 94.35%，在证券投资中占比较 2016 年上升 14.25 个百分点至 56.07%。此外，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，稳步推进业务团队及系统建设。

此外，公司在深耕现有投资业务的同时积极推动创新业务的发展，2015 年取得黄金现货合约自营业务无异议函及上海黄金交易所特别会员资格，目前黄金业务已试运行，并以此推动大宗商品业务的发展；同时公司积极筹备外汇业务，结售汇业务资格正在申请。

总体来看，公司投资管理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。在市场震荡波动的情况下，公司加强风险管理，调整持仓结构，稳步做大投资规模，整体来看，公司投资风格较为稳健，自营业务盈利规模保持在一定水平。

其他业务

直投业务

公司通过全资子公司招商致远开展直投业务。招商致远主要是使用自有资金或设立直投基金，对企业进行股权投资或债权投资，或投资于与股权投资、债权投资相关的其他投资基金。招商致远结合招商局集团产业背景优势和自贸区优势，充分发挥与招商证券的协同优势，稳步提升资产管理规模。

2017 年，招商致远创新基金模式，积极筹备设立多支基金，完成设立安徽交控产业投资基金，筹备设立大创母基金、并购基金、文化产业基金、物流产业基金并取得实质性进展；持续加强投资者开拓和管理能力建设，积极开拓银行、保险、母基金、地方政府及投资平台、上市公司、第三方财富管理机构等潜在投资人，与招商公路、海尔电器集团、陕西文投等机构签订全面战略合作协议。截至 2017 年末，其资产管理规模超过 200 亿元。截至 2017 年末，招商致远总资产为 60.62 亿元，归属于母公司的所有者权益为 22.98 亿元；2017 年实现营业收入 5.29 亿元，同比增加 375.38%，实现归母净利润 3.08 亿元。

未来招商致远将协同内外部资源，逐步扩大资产管理规模；与此同时，积极开展创新业务，加强投资回报，并不断提升团队专业化投资能力，进一步提升公司的竞争实力。

国际业务

公司的国际业务由全资子公司招证国际开展。招证国际通过下设子公司经营香港市场的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、杠杆与结构融资、并购与特殊项目融资、固定收益、环球商品、投资管理、资产管理、直接投资、市场研究等业务，以及香港证券监管规则允许的其他业务。目前招证国际业务涵盖香港、英国等地的各类金融机构。截至 2017 年末，招证国际总资产为 224.82 亿港元，所有者权益为 31.84 亿港元；2017 年实现营业收入 10.33 亿港元，实现净利润 3.00 亿港元。

2017 年，招证国际主承销香港市场 10 家 IPO，承销金额 9.4 亿美元，排名全市场第 3；债券承销

项目 42 个，承销金额 33.77 亿美元，同比大增 392.30%，承销排名第 29，同比上升 13 名；跨境并购业务实现重大突破，完成 Prax Capital 出售旗下大型服装品牌予百丽集团，以及上海医药全资收购全球领先医疗公司康德乐在中国的医疗及医疗产品分销业务项目。FICC 业务方面，2017 年招证国际固定收益信用债投资年化收益率跑赢市场，带动招证国际整体投资收益同比增长 3.5 倍，获得了《财资杂志》2017 年亚洲 G3 货币债券最佳资产管理机构（Asset Managers）第 3，连续两年位居中资券商第 1。此外，公司全资子公司招商证券（韩国）有限公司 2017 年获得韩国金融委员会颁发的牌照，提供中国大陆及香港股票、债券、基金及衍生品中介服务，公司也成为业内首家进入韩国的大陆证券公司。

总体来看，公司业务领域已涵盖证券、基金、期货、直投等各个方面，且国际业务方面亦取得较大的进展，业务结构不断完善，综合实力不断增强。现阶段，由于目前中国证券市场投资品种较为单一，避险工具的利用尚不成熟，公司的经纪及财富管理业务等传统优势业务受证券市场波动的影响较大。随着中国资本市场的发展，融资融券和股指期货等创新业务的发展将使公司在创新业务方面的优势得到更好的发挥，从而减少系统性风险对公司的影响，但中诚信证评亦同时关注到创新业务的开展有可能增加公司经营风险。

内部控制及风险防范

风险管理架构

招商证券自成立以来，一直注重内部规章制度和风险防范体系的建设。公司较早的在业内建立了“董事会的战略性安排—监事会的监督检查—高级管理层及风险管理委员会的风险管理决策—风险管理相关职能部门的风控制衡—其他各部门、分支机构及全资子公司的直接管理”的五级风险管理组织体系。

公司董事会及董事会风险管理委员会负责审批公司风险偏好、风险容忍度及各类风险限额指标，审批公司经济资本分配方案，每季度召开会议，

审议季度风险报告，全面审议公司的风险管理情况。公司监事会负责对公司全面风险管理体系运行的监督检查。公司总裁和副总裁所组成的高级管理层全面负责业务经营中的风险管理，定期听取风险评估报告，确定风险控制措施，制定风险限额指标。高级管理层设立风险管理委员会，作为经营层面最高风险决策机构。公司任命了首席风险官，负责推动全面风险管理体系建设，监测、评估、报告公司整体风险水平，并为业务决策提供风险管理建议。风险管理部作为公司市场、信用、操作风险管理工作的牵头部门，履行市场风险、信用风险管理工作职责，并协助、指导各单位开展操作风险管理工作。公司财务部作为公司流动性风险管理工作的牵头部门，履行流动性风险管理职责，推进建立流动性风险管理体系。法律合规部负责牵头公司合规及法律风险管理工作，协助合规总监对公司及其工作人员的经营管理和执业行为的合规性进行审查、监督和检查工作。稽核监察部负责对公司风险管理流程的有效性及其执行情况进行稽核检查，并负责牵头至少每年一次的风险管理体系整体评价。公司各部门、分支机构及全资子公司对各自所辖的业务及管理领域履行直接的风险管理和监督职能。

公司重视规章制度体系的建设工作，建立了以《风险管理制度》、《风险管理委员会议事规则》、《业务授权管理办法》为核心，涵盖了市场风险、信用风险、操作风险、流动性风险、声誉风险等全面的风险管理制度体系，明确了各类风险管理的边界及一般性原则。

在内部授权方面，公司根据《证券公司内部控制指引》，建立以风险限额为核心的业务授权管理体系，业务授权每年颁布一次。在法定经营范围内，根据决策事项的风险等级实行逐级业务授权，并根据各单位的风险管理能力、业务授权执行情况、实际风险控制结果，实行审慎授权，在风险可控的前提下，提高决策效率。公司禁止越权操作，各级被授权人必须在被授予的权限范围内行使权力和开展业务活动，不得越权。

公司自上而下建立了从风险偏好、风险容忍度、经济资本到风险限额的风险管理量化指标体

系，风险偏好描述涵盖总体风险、市场风险、信用风险、操作风险、流动性风险等五大类型的风险偏好指标体系，覆盖公司自营投资、融资业务、投行业务、经纪业务、资产管理业务以及其他业务等六大业务条线的风险容忍度指标体系。公司每年初确定风险偏好、容忍度工作目标，并贯彻至经济资本预算及业务授权中，每月监控、报告风险偏好容忍度执行情况，并根据执行效果持续检视风险管理工作。

公司重视信息系统在现代化风险管理中的重要性，并大力投资建立相关项目，包括自行研发以及引进国内外的先进主流风险管理专业系统。目前已建立集日常实时市场行情获取、业务风险状态监控、风险量化分析计算、多维度多层次多视角的风险报表生成在内的较完整的市场风险管理信息系统，对融资融券、股票质押等资本中介类业务进行统一监控的信用风险管理信息系统，并不断随着业务的发展创新和风险管理的优化深入，持续对相关系统进行发展、升级和完善。

整体而言，公司五级风险管控体系、以及相关制度、系统的建立和完善，使开展各项工作的风险切实可控，对于保障资金交易安全、制度运营稳定、道德风险防范等方面均有重要作用。

市场风险管理

市场风险是指由资产的市场价格（包括金融资产价格和商品价格）变化或波动而引起未来损失的可能性。招商证券的市场风险主要包括公司因市场景气程度对公司经营业绩的影响，持有的金融工具的公允价值因市场价格变动而发生损失的风险，主要包括权益类风险、利率风险、商品类风险与汇率风险等。

公司的权益类风险主要来源于公司持仓组合在股票、股票组合及股指期货等权益类证券的价格及波动率变化上的风险暴露。利率风险主要来自于持仓组合在固定收益投资收益率曲线结构、利率波动性和信用利差等变化上的风险暴露。商品类风险主要来自于持仓组合在商品现货价格、远期价格及波动率变化上的风险暴露。汇率风险主要来自于持

仓组合在外汇率即期、远期价格及波动率变化上的风险暴露。

为管理控制公司面临的市場风险，公司采取了全口径、多币种、跨市场的统一市場风险管理体系，以及整体全局和具体局部的市場风险管理方法；使用一系列风险测量方法对包括多种市場情况下可能的市場风险损失情况进行测算和分析，包括风险敞口分析、敏感性分析、波动性分析、在险价值（VaR）分析等；在各业务部门、业务条线和交易策略等不同层级上均设置了相应风险限额指标体系，公司的风险限额主要包括规模、集中度、量化风险值（VaR、Greeks 等）和止损等各类指标，实行分级审批机制，风险管理部对公司各项风险限额每日进行独立监控。

信用风险管理

信用风险是指因交易对手无法履约或其信用评级、履约能力等改变而给公司带来的损失可能性。从现有的业务情况看，招商证券的信用风险主要来自于四个方面：一是融资融券、股票质押式回购交易、约定购回式证券交易等业务的客户出现违约，不能偿还对公司所欠债务的风险；二是债券、信托产品以及其他信用类产品投资业务由于发行人或融资人出现违约，所带来的交易品种不能兑付本息的风险；三是权益互换、利率互换、场外期权等场外衍生品交易中的交易对手不履行支付义务的风险；四是经纪业务代理客户买卖证券、期货及其他金融产品，在结算当日客户资金不足时，代客户进行结算后客户违约而形成的损失。

在融资融券、股票质押式回购交易、约定购回式证券交易等融资类业务方面，公司构建了多层级的业务授权管理体系，并通过客户尽职调查、授信审批、授信后检查、担保品准入与动态调整、逐日盯市、强制平仓、违约处置等方式，建立了完善的事前、事中、事后全流程风险管理体系。

在债券投资业务方面，公司建立内部信用评级体系对发行人和交易对手进行信用等级评估，通过业务授权限定投资品种和交易对手的最低等级要求以及集中度限额，并通过监测预警、风险排查等手段持续跟踪评估发行人或交易对手信用状况，对

发现的风险债券加强后续处置来管理债投资业务信用风险。

在场外衍生品交易业务方面，公司逐步建立了包括投资者适当性、客户尽职调查、交易对手授信、标的证券折算率规则、有效资产负债比监控、履约担保品管理和客户违约处理等多个方面的管理办法和配套细则，从事前、事中、事后三个环节加强重点管理。

在经纪业务方面，境内代理客户的证券交易以全额保证金结算，境外代理客户的证券及其他金融产品交易，通过加强客户授信和保证金管理，有效控制了相关的信用风险。

流动性风险管理

流动性风险是指资产负债结构不匹配无法偿还到期债务而导致资金短缺的风险及持有的金融工具在市場发生重大事件等情况下不能以合理的价格迅速变现而遭受损失的风险。公司可能面临的流动性风险的事件和因素包括：现金流紧张、融资成本持续高企、监管评级下调、融资渠道受阻、债务集中到期难以兑付等。

公司的流动性风险管理举措主要包括：建立了优质流动性资产储备和最低备付金额度制度，制定了流动性应急管理计划，在资金计划中预留最低备付金，储备了国债、央票等在极端情况下仍可随时变现的高流动性资产，以备意外支出；积极开展资金缺口管理，运用现金流缺口、敏感性分析、压力测试等管理工具，及早识别潜在风险，提前安排融资和调整业务用资节奏，有效管理支付风险；持续拓展融资渠道，均衡债务到期分布，避免因融资渠道过于单一或债务集中到期的偿付风险；建立了内部风险报告制度，及时掌握各业务及分支机构经营中的流动性风险情况，并采取措施促进公司各业务和各分支机构安全稳健地持续经营。

操作风险管理与内部控制

操作风险是指由不完善或有问题的内部程序、员工、系统以及外部事件所造成损失的风险。证券公司的操作风险既可能发生在前台业务部门，也可能发生在中后台支持部门。证券公司的操作风险管理需要构建统一的操作风险管理框架、建立职责明

确的组织架构、制定完善的业务流程和风险控制制度，但任何控制制度都有其固有限制，可能因为公司规模扩大、新业务新产品的推出、更加复杂的业务流程、日益变化的外部环境、违法行为的侵害、执行人员的认知不足等，导致流程不清晰，未严格按流程执行，或发生操作失误，或操作人员主观故意等，使内控机制的作用受到限制或失去效用，产生财务上与声誉上的损失，从而造成操作风险。

为防范操作风险，公司以搭建符合新资本协议和公司战略发展需要的操作风险管理架构为目标，建立了完善的操作风险治理和操作风险管理工具体系，并最终通过操作风险经济资本计量和分配有效引导各项业务开展；建立一体化、科学化、层次化的操作风险偏好、容忍度和管理政策制度体系，在持续跟踪评估管理现状的基础上进行差距分析，动态化完善操作风险治理架构；通过运用操作风险与控制自我评估管理工具，逐步建立流程、操作风险、控制分类架构，搭配定量和定性结合的操作风险暴露评估方式，实践符合科学化与精细化管理精神的操作风险管理工具；积极推动各单位的操作风险手册编制，以流程为核心、以各部门和分支机构为单位，形成覆盖公司全业务的操作风险手册，在基本的风险计量和评估功能之上追加后续改进和跟踪环节，形成操作风险手册内生更新循环；通过操作风险事件与损失数据收集管理工具的应用，将各项业务所面临的重要内外部操作风险事件进行归纳汇总，并明确需重点关注的爆发风险之处及其影响，推动操作风险管理向大数据基础上的事前预测转型；改进操作风险资本计量标准法，形成适应现有操作风险容忍度的操作风险经济资本测算与验证流程，通过操作风险经济资本总额的控制，保证各项业务规模与风险承受能力的合理平衡；重视操作风险管理意识的全面铺开，强调创新产品、创新业务开展前的风险识别与控制，使得操作风险管理覆盖公司各前中后台部门和分支机构，有效强化了操作风险的事前控制、事中监控和事后改进。

公司治理

公司按照相关法律法规要求建立了较为完善的公司法人治理架构，形成了股东大会、董事会、

监事会和经营管理层相互分离、相互制衡的“三会一层”公司治理结构，各层级在各自的职责和权限范围内，各司其职，确保了公司的规范经营。

股东大会是公司的最高权力机构，决定公司重大经营方针和投资计划，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案。董事会是决策机构，负责执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案，下设战略委员会、风险管理委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会和提名委员会，截至目前，董事会由 15 名董事组成，其中董事长 1 名，独立董事 5 名。监事会则是公司的内部监督机构，对股东大会负责，截至目前，公司共有监事 9 名，其中监事会主席 1 名，职工代表监事 3 名。监事会主要负责监察公司财务并监督董事及高级管理层成员的履职情况。公司设合规总监，对公司及其工作人员的经营管理和执业行为的合规性进行审查、监督和检查，对内向董事会负责并报告工作，对外向监管机构报告公司合规状况。公司在总裁室下设了风险管理委员会、信息技术管理委员会、财务管理委员会、创新发展委员会和产品委员会。

公司对高级管理人员建立了考评和激励机制。公司高级管理人员年初就职责范围内的工作明确业绩目标，年终由董事会薪酬与考核委员会进行评价；公司在现有法律框架内，根据公司取得的经营业绩，确定高级管理人员相应的年度薪酬。综合来看，目前公司法人治理结构较为完善。

发展规划

公司以“打造具有国际竞争力的中国最佳投资银行”为中长期战略目标。公司将继续坚持这一战略目标不动摇，坚持推进转型发展、创新发展和跨境发展，加快发展核心私人客户群、核心企业客户群及核心机构客户群，加快构建多元化、结构合理、协同互补的业务与盈利模式，努力建设成为具备全功能平台与全产业链服务体系的现代投资银行。自 2018 年起的三年战略期，公司将实施“变革战略”，着力全面稳健有序推进业务模式、服务体系、运营体系与管理体的变革，持续建设“以客户为中心”的全产业链服务体系，不断提升核心竞争力，力争形成“核心主业稳健增长、客户与平台开放共享、

多元业务融合共生”的发展模式。

2018年，公司将紧抓服务实体经济、资本市场建设、跨境服务、客户服务优化等领域的创新机会，积极开展各类业务及产品创新，不断提升服务企业客户、机构客户和个人客户多元化需求的能力。服务实体经济方面，将重点围绕国企混改、不良资产处置、中小企业融资服务等机会，推进国企混改基金、特殊机会基金等创新型基金的发展；资本市场建设方面，将紧抓政策型创新机会，重点推进WFOE机构合作机会的拓展，以及资产证券化、可交换债、双创债等金融工具创新；跨境服务方面，将积极争取人民币外汇业务资格，重点推进大宗商品、跨境期货、外汇业务相关的业务及产品创新；客户服务优化方面，继续大力推进金融科技在客户服务、财富管理、智能交易、业务服务系统建设等领域的应用探索，不断增强业务智能化水平，提升客户服务的精准度和有效性。

2018年公司以新三年变革战略为指引，确立了工作的12字指导方针，分别是：“促变革”、“稳增长”、“布新局”、“防风险”。具体而言，促变革是指根据变革战略要求，自上而下、自下而上相结合，切实加大在营销服务体系、运营体系、管理体系等关键领域的变革力度，取得向现代投资银行全面转型升级的新突破。稳增长是指针对公司发展中的规模瓶颈，前瞻性、多渠道增强公司资本实力，扩大资本规模；强化资本驱动，并做大各项服务业务规模与经营网点规模；在内生增长的基础上积极寻求外延增长、收购兼并的机会，促进公司整体收入和利润的增长。布新局是指在新战略期的开局之年，从金融科技、国际化、FICC、泛金融等多个维度做好战略新布局，为公司新三年乃至未来更长时间的发展培育新的动能。防风险是指严守合规经营底线，密切关注、及时跟进主要风险的变化情况，认真做好风险防控工作，不断提升风险管理水平，确保公司内控体系高效运作，全年继续保持稳健经营。

为贯彻上述战略重点的有效落实，公司建立了“战略规划、绩效管理、奖金发放和干部任免”相结合的“四位一体”的战略管理体系，并以有市场竞争

力的薪酬机制和职业发展通道来激励和吸引优秀人才，从而为公司战略发展提供人才保证。截至2017年末，招商证券员工人数为10,633人；其中，博士88人，硕士2,608人，本科5,414人，本科及以下2,523人。

总体来看，招商证券不断拓宽融资渠道，利用自身规模优势，制定了切合自身实际，具有可行性的战略规划，但战略的实施进度仍受市场环境、监管力度和同业竞争变化的影响。

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2015~2017年度审计报告。报告中对净资产、净资本、净资产/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

受益于2015年市场提振，公司各项业务保持快速发展，资产规模保持较快增长；而2016年股票二级市场行情低迷，客户交易活跃度下降，公司经纪业务和融资融券业务规模收缩，公司资产有所回落；2017年公司自营投资及资本中介业务发展抵消了股票市场交易量大幅下滑带来的影响，公司资产规模有所增长。2015~2017年末，公司资产总额分别为2,916.56亿元、2,430.58亿元和2,856.44亿元；剔除代理买卖证券款和信用交易代理买卖证券款后，资产总额分别为2,029.07亿元、1,754.77亿元和2,345.48亿元。得益于2016年公司成功完成H股公开发行，以及2017年永续次级债的发行，公司自有资本实力逐步增强，2015~2017年末，公司所有者权益分别为484.32亿元、599.15亿元和793.34亿元。

从公司资产流动性来看，随着公司资本实力的增强及融资渠道的拓宽，公司自有资金规模持续增长。2015~2017年末，公司自有资金及现金等价物余额分别为114.93亿元、125.20亿元和141.14亿元，显示了其较好的流动性。

从公司所持有金融资产的结构来看，2017年，二级市场行情震荡，A股优质大盘蓝筹与“中小创”

出现分化，债券收益率持续上升，公司坚持稳健投资、加强风险管理，根据市场行情和投资策略，稳步提升自营投资的业务规模，增加了基金、股票和债券的投资力度，并根据市场情况及时调整权益类和债券、基金的投资比例，债券投资规模大幅增加。具体来看，公司流动资产中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、融出资金、买入返售金融资产和可供出售金融资产占比最高，截至 2017 年末，四者分别为 730.70 亿元、592.35 亿元、360.99 亿元和 332.75 亿元，分别同比增加 51.46%、11.03%、90.47%和 34.60%。其中，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和可供出售金融资产以债券、股票和基金为主，流动性相对较好；2017 年上述两者中的债券增幅较大，年末债券余额分别为 366.06 亿元和 235.95 亿元，分别同比增加 109.02%和 75.27%。融出资金主要为对客户的融资融券业务融出的资金，融资融券业务占融出资金比例为 91.79%，担保充足且大部分账龄都在 6 个月内，流动性较好。买入返售金融资产主要为股票质押业务中公司持有的股票，融出资金剩余期限大部分集中于一一年以内。截至 2017 年末，公司流动性覆盖率为 392.17%，面临的流动性风险较小。

表 11：2015~2017 年公司金融资产余额明细

单位：亿元

科目	分类	2015	2016	2017
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	117.08	102.29	125.63
	债券投资	237.67	175.13	366.06
	基金投资	250.61	177.86	206.84
	其他	22.90	27.16	32.17
	小计	628.26	482.44	730.70
可供出售金融资产	股票投资	49.77	16.57	12.27
	债券投资	206.80	134.62	235.95
	基金投资	0.15	0.13	0.00
	理财产品	4.14	1.91	1.57
	信托投资	6.04	3.50	6.09
	其他投资	90.53	90.49	76.88
	小计	357.43	247.22	332.75
合计		985.69	729.66	1,063.46

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差。
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 76.13%、65.86%和 66.18%。由于

2016 年上半年公司买断式回购和融资融券收益权回购业务规模大幅减少，公司的资产负债率有所下降，较上年末下降 10.27 个百分点，在行业内处于适中水平。2017 年由于债券规模增加以及买断式、质押式回购业务快速增长，公司财务杠杆比率有所升高。

凭借稳健为主的经营策略及有效的资本补充渠道，公司近年来净资产（母公司口径，下同）规模稳步增长，2015~2017 年末公司净资产分别为 462.74 亿元、568.84 亿元和 751.77 亿元；净资本方面，近年来净资本（母公司口径，下同）规模有所波动，2015~2017 年末净资本分别为 487.05 亿元、455.24 亿元和 541.81 亿元。同期，净资本/净资产比值分别为 105.25%、80.03%和 72.07%，远高于 20%的监管标准。

图 8：2015~2017 年公司净资产和净资本变化情况



数据来源：公司提供，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。

2015~2017 年末，公司净稳定资金率分别为 158.90%、134.94%和 132.69%，高于 100%的监管标准，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 12：2015~2017 年公司风险监管指标

指标名称	预警标准	监管标准	2015	2016	2017
净资本（亿元）	-	-	487.05	455.24	541.81
净资产（亿元）	-	-	462.74	568.84	751.77
风险覆盖率（%）	≥9.6	≥100	301.28	319.28	300.01
资本杠杆率（%）	≥120	≥8	17.04	24.30	18.57
流动性覆盖率（%）	≥120	≥100	254.36	151.00	392.17
净稳定资金率（%）	≥24	≥100	158.90	134.94	132.69
净资本/净资产（%）	≥9.6	≥20	105.25	80.03	72.07
净资本/负债（%）	≥12	≥8	33.53	43.03	38.10
净资产/负债（%）	≤80	≥10	31.86	53.77	52.87
自营权益类证券及其证券衍生品/净资本（%）	≤400	≤100	43.58	37.01	30.77
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	≤400	≤500	148.24	98.12	148.89

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、2015 年末的净资本及相关比例已根据《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）进行重述。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

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

表 13：截至 2017 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	光大证券	浙商证券
净资本（亿元）	867.08	752.92	636.65	541.81	326.84	116.44
净资产（亿元）	1,232.17	1,068.59	759.80	751.77	484.22	116.74
风险覆盖率（%）	166.31	249.31	248.78	300.01	267.89	329.96
资本杠杆率（%）	16.67	27.06	22.49	18.57	25.38	25.57
流动性覆盖率（%）	290.32	188.90	155.59	392.17	233.05	872.35
净稳定资金率（%）	122.03	135.49	134.47	132.69	140.19	156.86
净资本/净资产（%）	70.37	70.46	83.79	72.07	67.50	99.75
净资本/负债（%）	29.49	50.16	38.95	38.10	37.47	49.73
净资产/负债（%）	41.91	71.20	46.48	52.87	55.52	49.85
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	33.23	30.78	35.07	30.77	28.90	2.48
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	124.35	57.72	155.11	148.89	158.82	123.95

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：各公司年度报告，中诚信证评整理

盈利能力

公司近年来大力推行业务转型，公司业务结构有所优化，但经纪业务收入、投资收益仍然是公司收入的重要来源。2015 年上半年证券指数大幅上涨，成交量保持高位运行，同期公司资本实力增长有效支持业务扩张，营业收入实现较快增长；2016 年证券市场在经历年初的大幅下跌后有所企稳，整体行情较为低迷，营业收入显著回落；2017 年证券市场呈结构化特征，公司自营业务及资本中介业务等获得较好发展，抵消了经纪业务及证券承销业务收入下滑带来的影响，营业收入实现小幅增长。

2015~2017 年，公司分别实现营业收入 252.92 亿元、116.95 亿元和 133.53 亿元。

表 14：2015~2017 年公司营业收入情况

单位：亿元

项目名称	2015		2016		2017	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	164.49	65.04%	84.73	72.45%	79.37	59.44%
其中：经纪业务手续费净收入	124.41	49.19%	47.20	40.36%	40.36	30.22%
投资银行业务手续费净收入	25.66	10.15%	21.54	18.42%	21.98	16.46%
资产管理业务手续费净收入	11.42	4.52%	11.43	9.77%	11.45	8.58%
利息净收入	26.21	10.36%	8.95	7.66%	17.96	13.45%
投资收益	63.82	25.24%	36.20	30.95%	27.12	20.31%
公允价值变动收益	-1.50	-0.59%	-15.96	-13.65%	10.10	7.56%
汇兑净损益	-0.37	-0.15%	2.59	2.21%	-1.50	-1.13%
其他收益	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.09	0.07%
其他业务收入	0.27	0.11%	0.44	0.37%	0.38	0.29%
营业收入合计	252.92	100.00%	116.95	100.00%	133.53	100.00%

注：2017 年 12 月财政部发布了《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30 号），新增“其他收益”等项目。

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，近年来手续费和佣金收入是公司最主要的收入来源，但占比有所减少，2017 年较上年减少 13.01 个百分点至 59.44%。其次为投资收益和利息净收入，2017 年投资收益及公允价值变动收益在营业收入中的占比合计为 27.87%，利息净收入在营业收入中的占比为 13.45%。

具体来看，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市场景气度相关度极大，受 2015 年下半年股指大幅下跌及日均股基交易量同比大幅下降等客观市场因素的影响，公司面临行业性佣金下滑的挑战，2016 年经纪业务收入显著下滑；2017 年 A 股市场股基交易量下降，同时佣金率呈现行业性下滑，经纪业务收入有所减少。2015~2017 年，公司分别实现证券经纪业务手续费净收入 124.41 亿元、47.20 亿元和 40.36 亿元，在营业收入中的占比呈逐年下降的态势，分别为 49.19%、40.36%和 30.22%。投资银行业务方面，凭借丰富的项目经验及项目储备，近年来公司股权、债券承销、新三板及财务顾问业务等投行类业务稳步发展。2015~2017 年，公司分别实现投资银行业务手续费净收入 25.66 亿元、21.54 亿元和 21.98 亿元。资产管理业务方面，近年来公司资产管理业

务发展较为稳定，对收入的贡献度有所提升，2015~2017 年，资产管理业务手续费净收入分别为 11.42 亿元、11.43 亿元和 11.45 亿元，在营业收入中的占比分别为 4.52%、9.77%和 8.58%。

投资收益方面，2015 年公司根据市场行情变动及时调整投资策略和持仓结构，加大债券、基金投资规模及占比，取得了良好的投资业绩。2016 年在证券市场行情整体低迷的情况下，公司各项投资规模均有所下滑，当期投资收益及公允价值变动收益虽出现较大幅度下滑。2017 年公司积极调整持仓结构、加大投研力度，取得较好的投资业绩，投资收益及公允价值变动收益同比有所增长。2015~2017 年，投资收益及公允价值变动收益合计分别为 62.32 亿元、20.24 亿元和 37.22 亿元，在营业收入中的占比分别为 24.65%、17.31%和 27.88%。

此外，利息净收入为公司的另一大收入来源。2015~2017 年，公司分别实现利息净收入 26.21 亿元、8.95 亿元和 17.96 亿元。2016 年利息净收入同比下降 65.84%，主要是由于 2016 年 A 股市场震荡下行，交易量大幅萎缩，市场融资融券规模大幅下降所致。2017 年，利息净收入同比大幅增长 100.66%，主要是股权质押回购利息收入增加，卖出回购金融资产利息支出减少所致。

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。从业务及管理费用率来看，公司 2015~2017 年业务及管理费用率分别为 38.84%、41.29%和 45.77%，

近年来有所增长主要系计提的绩效薪酬增加、公司业务规模扩张，以及租赁费、软硬件维护费及网络使用费等投入增加所致，其成本控制能力仍处于较好水平。

表 15：2017 年公司与同行业主要上市公司盈利能力指标比较

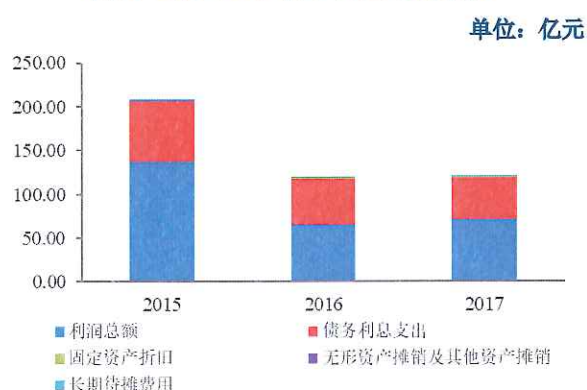
指标名称	中信证券	海通证券	广发证券	招商证券	光大证券	浙商证券
营业收入（亿元）	432.92	282.22	215.76	133.53	98.38	46.11
业务及管理费（亿元）	169.93	97.55	94.61	61.12	52.34	17.74
净利润（亿元）	119.77	98.76	90.83	58.05	31.27	10.64
业务及管理费用率（%）	39.25	34.57	43.85	45.77	53.20	38.47

数据来源：公司及其他证券公司定期报告，中诚信证评整理

营业利润方面，由于 2016 年股票二级市场行情低迷，市场交易量下跌，公司营业利润和净利润水平显著下滑。2017 年金融去杠杆、强监管持续，公司根据市场情况及时调整发展策略，总体保持稳健发展，营业利润和净利润有所增长。2015~2017 年，公司分别实现营业利润 135.76 亿元、63.87 亿元和 71.04 亿元，同期分别实现净利润 109.28 亿元、54.17 亿元和 58.05 亿元。

EBITDA 获取能力方面，公司 EBITDA 主要来自于利润总额，2015~2017 年，公司分别实现 EBITDA 207.36 亿元、119.53 亿元和 120.43 亿元，公司 EBITDA 获取能力受营业收入规模的影响较大，仍处于较高水平。

图 9：2015~2017 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，公司近年来大力推行业务转型，创新业务增长较好，传统经纪业务收入占比有所下降但仍保持优势，公司业务结构有所优化。在股票二级市场佣金下滑和交投萎缩的不利影响下，2016 年公司收入及盈利规模大幅下滑，其中经纪业务业绩下滑尤为明显。2017 年在金融去杠杆、强监管持续、

证券市场交易活跃度下滑的背景下，公司收入及盈利规模有所增长，展现出极强的抗风险能力。由于传统业务受证券市场走势波动影响较为显著，我们也将持续关注证券市场走势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

近年来公司债务总量有所波动，2015~2017 年末，公司总债务规模分别为 1,355.72 亿元、1,030.50 亿元和 1,442.61 亿元。截至 2016 年末，公司总债务同比下降 23.99%，主要系买断式回购和融资融券收益权回购业务规模大幅减少，卖出回购金融资产相应减小等所致。截至 2017 年末，公司总债务同比增加 39.99%，主要系公司短期公司债券规模增加以及买断式和质押式回购业务快速增长所致。

从经营活动现金流看，2015~2017 年，公司经营净现金流分别为 11.98 亿元、-239.44 亿元和 -425.54 亿元。2016 及 2017 年公司经营性现金流大幅净流出，主要系金融资产、回购业务和融出资金规模等的变化所致。

从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2015~2017 年总债务/EBITDA 的比值分别为 6.54 倍、8.62 倍和 11.98 倍，EBITDA 利息倍数分别为 2.98 倍、2.23 倍和 2.53 倍，相较于 2015 年公司 EBITDA 对债务本息的覆盖程度有所减弱，但其整体偿债能力仍处于良好水平。

表 16：2015~2017 年公司偿债能力指标

指标	2015	2016	2017
总债务（亿元）	1,355.72	1,030.50	1,442.61
资产负债率（%）	76.13	65.86	66.18
净资产负债率（%）	318.95	192.88	195.65
经营活动净现金流（亿元）	11.98	-239.44	-425.54
EBITDA（亿元）	207.36	119.53	120.43
EBITDA 利息倍数（X）	2.98	2.23	2.53
总债务/EBITDA（X）	6.54	8.62	11.98

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 2017 年末，公司（母公司）获得各家银行的授信额度为 2,589 亿元，未使用额度为 1,864 亿元，备用流动性充足。

对外担保方面，截至 2017 年末，公司无对外担保。

或有事项方面，截至 2017 年末，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

总体来看，近年证券市场整体行情低迷，公司经纪及财富管理业务受到一定影响，但通过多元化经营，优化自身业务结构，整体业务竞争实力仍居行业前列。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，中诚信证评评定招商证券股份有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“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）”信用级别为 **AAA**。

关于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）的跟踪评级安排

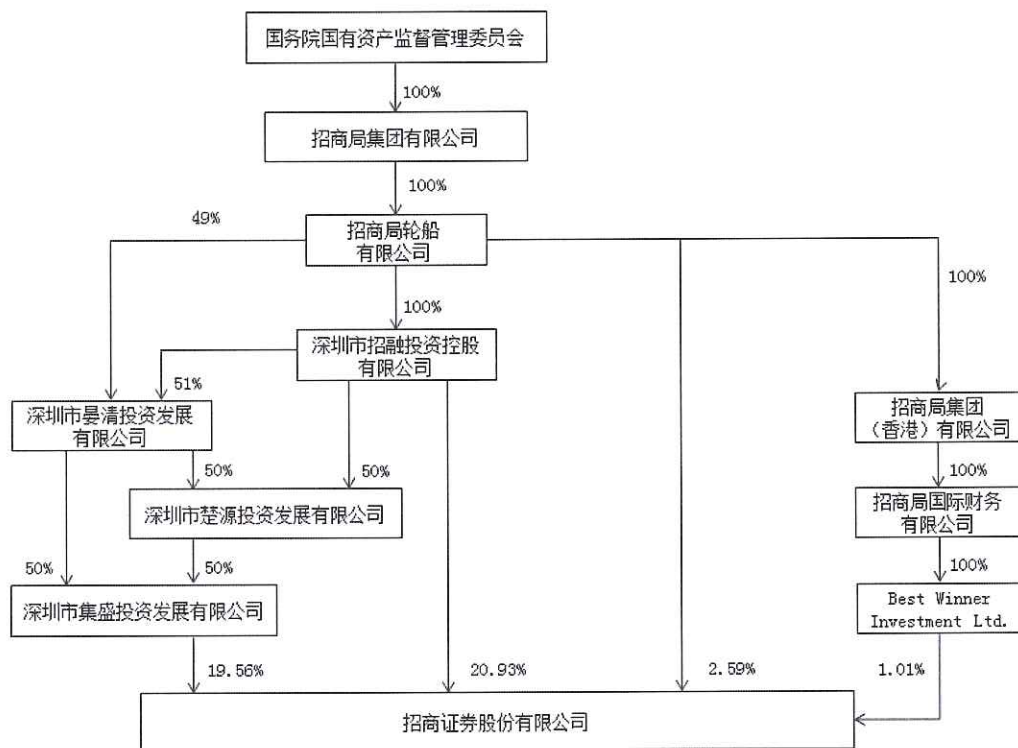
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：招商证券股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）

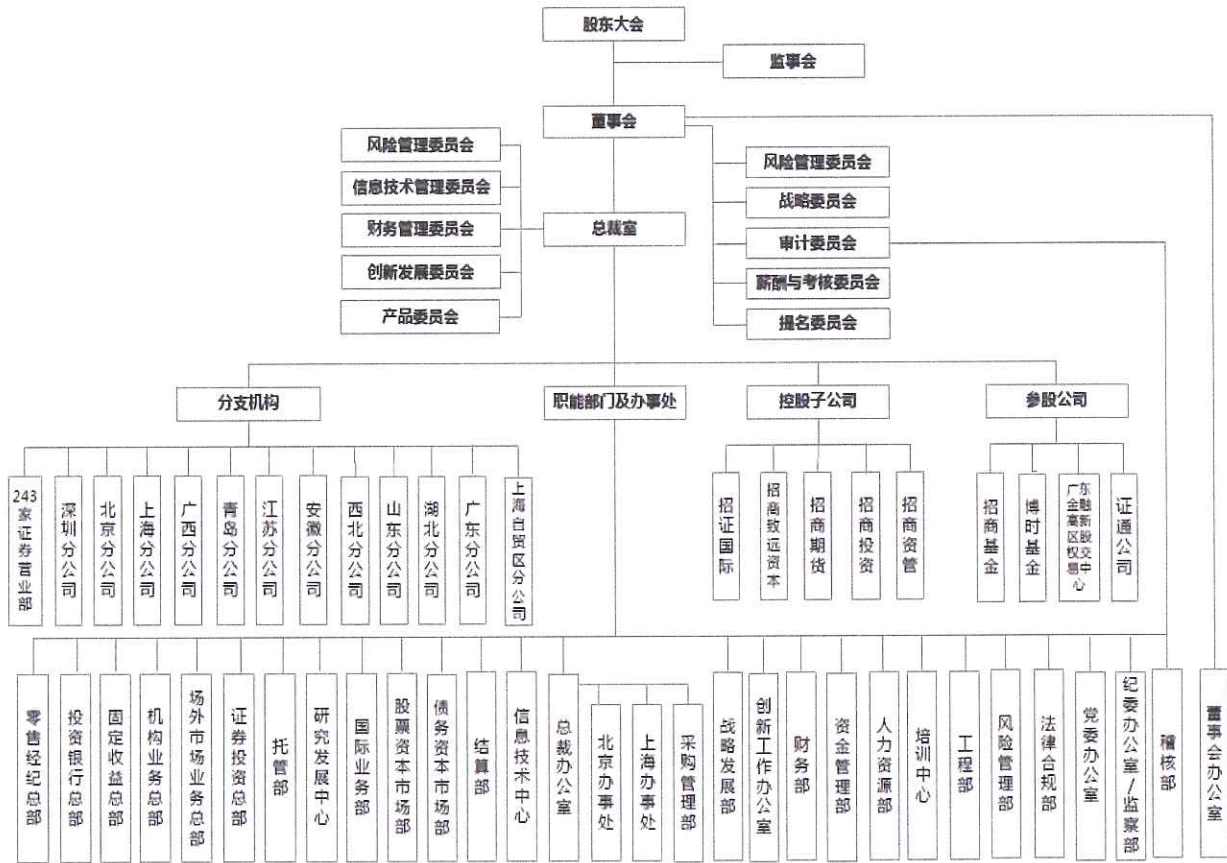


序号	子公司及主要参股公司	业务性质	注册资本（亿元）	持股比例（%）
1	招商证券国际有限公司	证券及期货合约经纪、上市保荐、资产管理	港币 18.04（注 1）	100.00
2	招商期货有限公司	商品期货经纪、金融期货经纪	6.30	100.00
3	招商致远资本投资有限公司	股权投资、债券投资、财务顾问服务	17.00（注 2）	100.00
4	招商证券投资有限公司	证券投资、金融产品投资、大宗商品投资	12.00	100.00
5	招商证券资产管理有限公司	证券资产管理	10.00	100.00
6	博时基金管理有限公司	基金募集、销售、资产管理	2.50	49.00
7	招商基金管理有限公司	基金管理	13.10	45.00
8	广东金融高新区股权交易中心有限公司	非上市公司股权、债权、权益产品等相关金融产品的挂牌、转让、融资	1.00	32.50

注 1：2018 年 3 月，公司向招证国际增资 23 亿港元，招证国际实收资本由 18.04 亿港元增至 41.04 亿港元。

注 2：2017 年 12 月，公司召开第六届董事会第六次会议，同意向招商致远增资 4 亿元，并完成首期增资 1 亿元，招商致远实收资本增至 18 亿元。2018 年 1 月，招商致远完成工商登记变更，认缴注册资本增至 21 亿元。

附二：招商证券股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附三：招商证券股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：亿元）	2015	2016	2017
自有资金及现金等价物	114.93	125.20	141.14
交易性金融资产	628.26	482.44	730.70
可供出售金融资产	357.43	247.22	332.75
衍生金融资产	10.16	11.10	10.22
持有至到期金融资产	-	-	-
长期投资	48.98	52.89	74.89
固定资产	4.51	5.73	6.47
总资产	2,916.56	2,430.58	2,856.44
代理买卖证券款	767.33	610.41	460.86
总债务	1,355.72	1,030.50	1,442.61
所有者权益	484.32	599.15	793.34
净资本	487.05	455.24	541.81
营业收入	252.92	116.95	133.53
手续费及佣金净收入	164.49	84.73	79.37
投资银行业务净收入	25.66	21.54	21.98
资产管理业务净收入	11.42	11.43	11.45
利息净收入	26.21	8.95	17.96
投资收益	63.82	36.20	27.12
公允价值变动收益（亏损）	-1.50	-15.96	10.10
业务及管理费用	98.23	48.29	61.12
营业利润	135.76	63.87	71.04
净利润	109.28	54.17	58.05
EBITDA	207.36	119.53	120.43
经营性现金流量净额	11.98	-239.44	-425.54
财务指标	2015	2016	2017
资产负债率（%）	76.13	65.86	66.18
风险覆盖率（%）（注）	301.28	319.28	300.01
资本杠杆率（%）（注）	17.04	24.30	18.57
流动性覆盖率（%）（注）	254.36	151.00	392.17
净稳定资金率（%）（注）	158.90	134.94	132.69
净资本/净资产（%）（注）	105.25	80.03	72.07
净资本/负债（%）（注）	33.53	43.03	38.10
净资产/负债（%）（注）	31.86	53.77	52.87
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）（注）	43.58	37.01	30.77
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）（注）	148.24	98.12	148.89
业务及管理费用率（%）	38.84	41.29	45.77
摊薄的净资产收益率（%）	22.56	9.03	7.30
净资本收益率（%）（注）	20.85	10.11	7.95
EBITDA 利息倍数（X）	2.98	2.23	2.53
总债务/EBITDA（X）	6.54	8.62	11.98
净资本/总债务（X）	0.36	0.44	0.38
经营性现金净流量/总债务（X）	0.01	-0.23	-0.29

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、《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）新增“资本杠杆率”、“流动性覆盖率”及“净稳定资金率”指标，修订“自营固定收益类证券/净资本”为“自营非权益类证券及证券衍生品/净资本”，修订“净资本/各项风险资本准备之和”为“风险覆盖率”；

3、2015 年末的净资本及相关比例已根据《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）进行重述。

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+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)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。