

信评委函字[2018]2279D 号

招商证券股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的2019年度第一期人民币20亿元短期融资券的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，本期短期融资券的信用等级为A-1。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年十二月二十八日

招商证券股份有限公司 2019 年度第一期短期融资券信用评级报告



概况数据 (金额单位: 亿元)

招商证券	2015	2016	2017	2018.06
总资产	2,916.56	2,430.58	2,856.44	2,980.78
总负债	2,432.24	1,831.43	2,063.10	2,196.45
股东权益	484.32	599.15	793.34	784.33
营业收入	252.92	116.95	133.53	47.86
净利润	109.28	54.17	58.05	18.04
综合收益	113.00	47.97	62.81	18.36
EBITDA	176.45	100.46	106.64	46.92
平均资本回报率(%)	24.28	10.00	8.34	--
营业费用率(%)	38.84	41.29	45.77	50.37
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	4.55	2.91	3.16	--
净资本/净资产(%) (母公司口径)	105.25	80.03	72.07	69.80

注: 1、本报告数据来源为招商证券股份有限公司提供的经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具的标准无保留意见的 2015、2016 和 2017 年度财务报告以及未经审计的 2018 年上半年财务报表;

2、本报告中所引用数据除特别说明外,均为中诚信国际统计口径;对于基础数据不可得或可比适用性不强的指标,本报告中未加披露,使用“-”表示;

3、报告中净资本相关指标为母公司口径数据,其他数据为合并口径;

4、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。

资料来源:招商证券,中诚信国际整理

分析师

张晓振

xkzhang@ccxi.com.cn

王梦瑶

mywang02@ccxi.com.cn

电话:(010)66428877

传真:(010)66426100

2018 年 12 月 28 日

基本观点

中诚信国际评定招商证券股份有限公司(以下简称“招商证券”或“公司”)拟发行的 2019 年度第一期短期融资券的信用等级为 **A-1**。

优势

- 作为 A 股及 H 股上市公司,招商证券的资本补充渠道更加多元,信息披露和公司治理规范;
- 公司业务牌照齐全,品牌认可度较高,多个业务领域居于行业前列;
- 公司传统业务与创新业务协调发展,持续推进经纪业务转型,同时自营投资、资产管理及信用中介业务在营业收入中的重要性日趋提升,各项业务呈均衡发展态势;
- 风险管理制度和技术手段较为完备,风险管理能力较强;
- 作为招商局集团唯一证券业务平台,在金融板块具有重要战略地位,将得到招商局集团的持续支持。

关注

- 宏观经济持续“L”型底部震荡以及证券市场的不确定性对证券行业经营稳定性和盈利能力构成压力;
- 受资本市场持续低迷、竞争加剧以及经纪业务转型的影响,传统经纪业务收入增长承压,同时投资收益下滑,整体盈利水平下降;
- 受计提分红等因素影响,净资本指标有所弱化;
- 创新业务的开展对公司风险管理水平和合规运营能力提出更高要求。

本期融资券概况

公司此次拟发行短期融资券人民币20亿元，期限90天。

公司本期短期融资券所募集资金将用于补充公司流动资金。

公司概况

招商证券的前身为国通证券股份有限公司，其历史可追溯至1991年8月3日成立的招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）证券业务部，于1993年8月1日登记为企业法人、成为招商银行的二级法人单位，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，公司首次公开发行A股并在上海证券交易所正式挂牌上市；2016年10月，首次公开发行H股并于香港联交所上市。截至2018年3月末，注册资本达到66.99亿元，前十大股东合计持股77.94%，其中招商局集团通过下属子公司间接持有公司股份44.09%，是公司的实际控制人。

招商证券目前拥有证券市场业务全牌照，全面拓展经纪、承销、自营、直投、投资咨询、财务顾问、基金等多项证券业务。经过多年的发展和积累，公司的证券经纪业务、投行业务、研究业务等多项业务在行业排名前列。

截至2018年6月末，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，公司还直接全资控股了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“招商致远资本”）、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”）、广东金融高新区股权交易中心有限公司等。

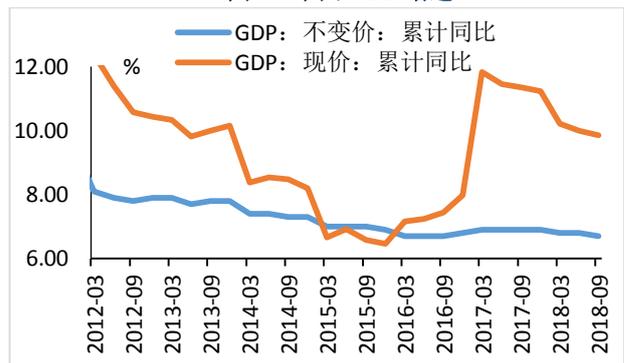
截至2017年末，公司总资产2,856.44亿元，代理买卖证券款为510.95亿元，净资产793.34亿元，母公司口径净资产541.81亿元；2017年招商证券实现营业收入133.53亿元，净利润58.05亿元。截至2018年6月末，公司总资产2,980.78亿元，净资产784.33亿元；2018年上半年实现营业收入47.86亿元，净利润18.04亿元。

近期关注

经济总体下行，结构性利好仍存

2018年三季度，在中美冲突持续与内部风险不减双重挑战下，中国经济增长有所放缓。不过，虽然经济运行所面临的内外不确定性增多，但在经济持续转型升级、宏观政策边际调整和改革开放政策效应释放等因素支撑下，四季度经济增长或略好于预期。

图1：中国GDP增速



资料来源：国家统计局

经济总体下行，但结构性利好因素仍存。前三季度，GDP同比增长6.7%，较上半年回落0.1个百分点，较去年同期回落0.2个百分点，名义GDP持续回落。其中，三季度GDP同比增长6.5%，较二季度回落0.2个百分点，较去年同期回落0.3个百分点，为2009年二季度以来最低值。内外需求放缓背景下，工业和制造业增速稳中趋缓；虽然土地购置费支撑房地产投资保持较快增长，制造业投资回升，但基建投资仍未见起色，投资持续低位运行；居民实物消费表现低迷，社会消费品零售总额增速延续个位数运行；外需对经济增长的贡献率今年以来维持在负区间，中美贸易冲突背景下出口面临的不确定性持续存在。然而，虽然经济下行压力已然显现，但经济运行中依然存在一定的积极因素：今

年以来第三产业对经济增长的贡献率维持在 60% 以上，包含服务在内的最终消费对经济增长的贡献率接近 80%，产业与需求结构持续转型；以高技术产业、战略性新兴产业等为代表的新动能增长持续快于规模以上工业，占规模以上工业增加值比重不断提升，工业内部结构有所优化；企业利润增长虽有放缓但仍处于 2015 年以来较高水平，经济运行微观基础并未出现大幅恶化；民间投资回暖，新动能投资占比提高，投资结构稳步调整。综合来看，经济增长放缓并未打断中国经济的转型升级过程，这将为未来长期可持续发展提供一定保障。此外，虽然三季度以来鲜菜、鲜果价格扰动带动 CPI 回升，但近期价格影响因素较为短期化，随着翘尾因素走弱，通胀并无需过分担忧。

展望未来，中国经济面临内部结构性风险不减和外部大国博弈的双重约束。近两年来，一系列防风险政策在一定程度上缓释了宏观风险，但风险化解和杠杆去化是长期过程，当前结构性风险依然较为突出：首先，宏观杠杆率尤其是非金融企业部门杠杆率虽然增长边际放缓但仍处于高位，债务风险仍然不容小视。今年以来，经济下行叠加融资收紧，偿债高峰期信用风险加速暴露。其次，信用扩张受阻，实体经济尤其是民营企业融资难问题突出。再次，金融系统性风险虽然有所改善，但农商行不良贷款率持续攀升，银行体系结构性风险仍存。此外，虽然中国应对汇率波动的工具较丰富，但在美联储加息、新兴市场国家货币危机频发、国内经济下行压力加大的复杂情况下，人民币汇率所面临的压力仍可能会给政策带来掣肘。从外部环境来看，中美冲突持续加大了经济运行外部环境的复杂性。

针对内外环境的变化，宏观经济政策有所调整。10 月举行的政治局会议强调“确保经济平稳运行”，货币政策边际宽松，财政通过减税降费提振内需，金融监管节奏和力度调整以减弱对市场的冲击。同时，缓解民营企业融资难等结构性问题的政策加速落地。

综合来看，虽然中国经济面临的复杂因素增多，但宏观政策边际调整，对外开放进一步扩大，改革效应继续释放都将对经济企稳产生积极作用。同时，

经济结构转型升级有助于提升经济增长质量。因此，中诚信国际认为，中国经济虽然短期存在下行压力，但迈向高质量发展的方向并未改变，长期来看仍有平稳健康发展的基础。

证券行情震荡下跌，证券市场景气度下降；多层次资本市场体系建设逐步深入，券商收入结构有所优化但对经纪业务依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响

证券行业与宏观经济环境高度相关。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 年末，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。

2016 年底，中央经济工作会议定调，要稳中求进、去杠杆，大力发展实体经济。2017 年以来，金融监管力度持续走强，针对资产管理、银行、保险等的监管政策密集出台，实质性去杠杆逐渐展开，表现为资管通道业务规模收缩，银行资产增速下落等。在供给侧改革深化过程中，2017 年股市呈现出结构性行情，2017 年全年，上证指数全年振幅 13.98%，截至 2017 年末，上证综指收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%。2018 年上半年，

上证综指震荡下跌，截至 2018 年 6 月末，上证综指收盘于 2,847.42 点，较年初下跌 13.90%。中诚信国际认为，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 2：2014-2018.6 上证综合指数变化趋势图



资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

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，总市值上升至 56.71 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 1：2015-2017 年股票市场主要指标

指标	2015	2016	2017
上市公司总数（家）	2,827	3,052	3,485
总市值（万亿元）	53.13	50.82	56.71
总成交额（万亿元）	255.05	127.38	112.46

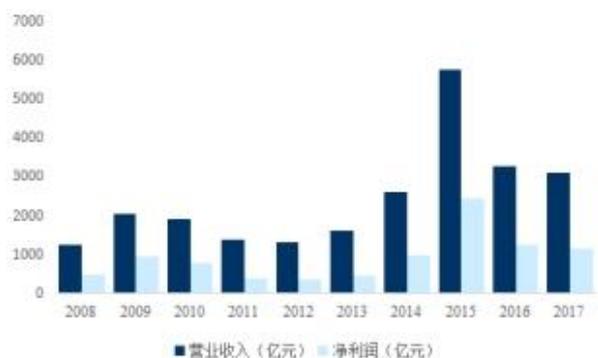
资料来源：中国证监会，东方财富 choice，中诚信国际整理

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。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 127.38 万亿元，较上年同期显著下滑。2017 年市场交易仍未改善，两市成交额 112.46 万亿元，较 2016 年继续下降 11.71%。

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、信用业务和资产管理业务五大业务板块。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。2017 年，全行业证券投资收益（含公允价值变动损益）超过代理买卖证券业务净收入成为第一大收入来源，经纪业务、自营业务和投行业务是证券公司最重要的收入来源。

2013-2015 年随着市场景气度的提升，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，全行业证券公司 2016 年和 2017 年分别实现净利润 1,234.45 亿元和 1,129.95 亿元。

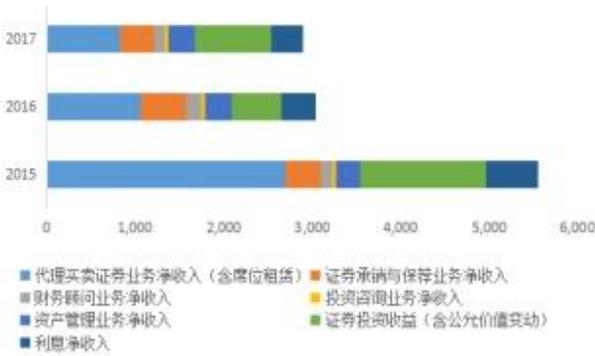
图 3：2008-2017 年证券公司营业收入和利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

图 4：2015-2017 年证券公司营业收入结构

单位：亿元



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

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。变化趋势上看，97 家参与评级的证券公司中，29 家成功升级，37 家维持去年评级，29 家降级，另有两家新设证券公司分别获得 B 级和 BBB 级。

经纪业务主要指标稳中有升，持续推进向财富管理和主券商业务转型，同时加快移动互联化进程；招商期货业务实现逆势增长，并完成风险管理子公司设立

经纪业务主要是证券代理买卖业务，以按照证券交易量的一定比例收取的佣金为主要收入来源之一。经纪业务与市场景气度密切相关，公司经纪业务收入的波动主要源自证券市场波动以及交易量变化的影响。2017 年，在股票市场呈现结构化行情的背景下，市场交投量继续下降。公司全年实现股基交易量 9.29 万亿元，同比下降 8.31%，股基交易量市场份额 4.01%，较上年提升 0.13 个百分点，行业排名上升 1 位至第 7 位。2018 年上半年，经纪业务主要指标稳中有升，实现股基交易量 4.29 万亿元，同比上升 1.97%；代理买卖净收入市场份额 4.32%，同比上升 0.12 个百分点。

招商证券营业网点分布广泛，主要集中于北京、上海、深圳及珠三角、长三角等经济发达区域，截至 2018 年 6 月末，公司拥有 12 家区域分公司和 243 家证券营业部。未来公司将保持在经济发达区域优势的同时，加大在二、三线城市的营业部布设力度，进一步提高网点覆盖面。

近年来在行业竞争加剧的影响下，佣金费率水平下滑成为行业所共同面临的挑战。为此，公司持续推进零售经纪业务向财富管理转型，整合研发资源提供高附加值服务，推出大类资产配置机制、机构 MOM 和 FOF 产品定制化服务等为客户创造了良好收益，构建了可持续的业务模式；同时，公司利用大数据分析建立精准营销模式，提升营销能力和售后服务质量，并对财富管理计划套餐进行优化升级，金融产品销售金额和财富管理计划累计客户

数继续增长。2017 年内金融产品销售 8,751 亿元，同比增长 2.24%；财富管理计划累计客户数达 254 万人，同比增长 4.1%。2018 年以来，公司继续聚焦交易型客户需求，推出“数据魔方”智能投顾产品以及短线热点组合产品；同时通过持续提升客户服务能力、丰富产品种类、加强产品创新提升金融产品配置能力，满足客户多元化资产配置需求。2018 年上半年，公司实现各类理财产品销售 4,235.42 亿元，代销金融产品净收入 9,028 万元，同比增长 106.61%，代销金融产品净收入行业排名第 8。

面对互联网金融大发展的趋势，公司在坚持深挖线下渠道资源的同时，不断推进零售经纪业务的移动互联化进程，重点打造并升级移动平台——智远一户通，加强数据运营体系、大数据平台建设，以数据驱动挖掘客户需求，以互联网思维提升客户体验。2018 年以来，公司新推出智远一户通 PC 版智能网上交易，提升客户专业化交易体验，并融入智能语音助手、自然语言处理、智能选股、云计算等科技手段，为客户提供智能化服务；公司智能投顾系统也取得新进展，推出专家在线 AI 助手，超过 70% 的提问由机器人辅助解答。此外，公司注重港股通等新业务的培育与推广，2017 年港股通累计交易量达 1,054.87 亿元，同比增长 161.62%，保持市场领先地位；2018 年上半年港股通深圳市场份额排名第 1，上海市场份额排名第 6，具备较强竞争优势。

机构客户业务方面，公司服务体系日趋完善，以投研、交易、托管服务为基础核心业务，并提供产品销售、融资融券、做市、运营外包、基金孵化、私募学院等增值服务，初步构建了为机构客户提供一揽子全方位解决方案的主券商业务综合服务体系。机构销售与研究方面，公司以客户为中心，推出差异化、个性化的研究服务，持续提升对重点公募基金投研和销售服务水平，巩固分盘领先优势。主经纪商方面，公司不断发挥主券商服务链条“销售能力+资金推介+托管实力+研发能力+主券商 PB 系统+资金实力”的优势，为私募基金、基金子公司、信托公司等主券商客户提供高品质的综合金融服务。具体来看，销售能力上，打造完善的产品代销

业务体系，与多家第三方销售平台开展合作，大力拓展私募基金多样化融资渠道；托管外包业务上，提供资产托管、清算、份额登记、估值、绩效评估等一站式服务，通过升级技术系统、优化服务流程、创新服务体系、提高营销能力，并注重合规和风险管理，保持了资产托管和基金外包服务规模的稳定，各项业务指标继续保持行业领先，截至 2018 年 6 月末，托管外包产品数量和规模分别为 17,614 只和 20,221 亿元，分别较年初增长 7.7% 和减少 2.73%，托管的备案产品数量市场份额达 26.45%，排名市场第 1，同时还大力拓展新业务类型和服务主体；研发服务上，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；主券商系统平台建设上，进一步升级 IT 系统服务，打造完整的主券商业务 IT 系统生态圈；此外，公司针对初创型私募基金的“私募学院”项目初见成效，成为主券商业务平台的特色品牌和重要组成部分。截至 2018 年 6 月末，主券商交易类证券资产规模 2,068 亿元，较 2017 年末增长 13.3%，上半年主券商股基交易量同比增长 48.9%。

除本部经纪业务外，公司于 2007 年收购深圳新基业期货经纪有限公司，更名为招商期货，是第一批获评券商全资控股的期货公司，监管分类评级中获评 A 类 AA 级，已开展期货经纪、期货投资咨询、期货资产管理等业务，并具有四大期货交易所会员资格，可代理期货市场所有业务品种。目前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。直销渠道方面，招商期货通过总部以及在北京、广州、上海、杭州四家营业部在中心城市开展业务。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。2017 年，期货市场成交呈现较为显著的下行态势，招商期货市场份额逆势增长，截至 2017 年末，金融期货和商品期货市场份额分别同比增长 89.16% 和 12.85%；此外，招商期货积极推进创新业务发展，完成风险管理子公司设立及业务备案，2017 年末期货资产管理业务规模同比增长 132.75%。整体来看，截至 2018 年 6 月末，招

商期货总资产 60.99 亿元，注册资本 6.30 亿元，上半年实现营业收入 1.64 亿元，净利润 0.74 亿元。

积极推动资本中介业务提质增效，融资融券及股票质押回购业务均实现增长，市场排名提升，业务竞争力增强，同时注重风险防控工作

公司资本中介类业务包括融资融券、约定购回式证券交易、股票质押式回购交易，目前公司资本中介业务的融资来源以公司自有资金、发债融资为主。近年来，公司积极抓住市场机遇发展资本中介业务，2017 年，A 股市场融资融券业务稳中有升，公司积极推动资本中介业务提质增效，深耕融资融券存量客户，加强研究服务支持。截至 2017 年末，公司融资融券余额为 546.99 亿元，较 2016 年增长 7.23%，市场排名升至第 6 位，全年实现融资融券利息收入 39.77 亿元，较上年微降 0.69%；截至 2018 年 6 月末，公司融资融券余额 470.38 亿元，市场份额 5.12%，上半年实现融资融券利息收入 20.26 亿元，同比增长 5.96%。股票质押回购业务方面，公司对授信政策进行优化，向客户提供全产业链服务，进一步提高了业务竞争力，截至 2017 年末公司股票质押业务待购回金额 591.28 亿元，同比增长 36.44%，市场排名升至第 5 位；截至 2018 年 6 月末，股票质押回购业务待购回余额 545.28 亿元，整体履约保障比例 230.97%。公司资本中介业务获得了较快发展，成为公司的重要收入来源，但该类业务的发展受市场行情波动影响较大，也对其信用风险管理能力提出更高要求。公司持续做好资本中介业务服务支持，积极跟踪核心大客户、重点项目，快速响应客户需求；同时做好业务风险防控及预警，针对个股风险事件及时进行压力测试，积极与客户沟通解决方案，提前预判并有效化解风险，整体业务风险可控。

投行业务向全产业链综合金融服务转型，股票承销及保荐业务行业排名提升，债券承销业务实现较快增长，业务结构不断优化，具有较强的市场竞争优势

投资银行业务作为证券公司传统业务之一，是

公司重要的收入来源，具体业务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。近年来公司投行业务向全产业链的综合金融服务转型，着力打造全产品服务平台，并在保持中小客户业务优势的同时，推进投行大项目的承揽。此外公司投行业务风控能力较强，内部控制体系、制度和流程已较为成熟完善，项目承揽和承做质量得到有效增强。2017 年，公司实现投行业务收入 21.71 亿元，占营业收入的比重为 16.25%；2018 年上半年，实现投行业务收入 5.75 亿元，占营业收入的比重为 12.01%。

股票承销和保荐业务方面，2017 年 IPO 市场受项目审核与发行提速影响，大幅扩容，但受再融资新规、减持新规和监管严审核的影响，再融资业务市场规模萎缩。在此大环境下，公司巩固完善投行业务全产品服务能力，转型发展成果进一步显现，在保持中小项目优势同时，在中大型客户和央企客户营销方面也取得进展，客户结构得到改善，并加强行业研究，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，在优势行业逐步形成品牌。公司 2017 年 A 股股票主承销金额和家数的行业排名分别为第 7 名和第 8 名，分别同比提升 4 名和 5 名。其中，IPO 承销金额排名提升 4 名，主要是部分优质中大型 IPO 项目落地提振融资规模；再融资承销金额和家数的行业排名均为第 6 名，较上年有较大幅度提升。同时，公司加大力度开发 IPO 项目储备，特别是针对优质行业的中大型企业和高成长性企业开展营销攻坚，截至 2017 年末，IPO 在会审核项目数量达 36 家，行业排名为第 3 名。2018 年以来，公司进一步提高 IPO 项目的承揽承做标准，加快存量项目执行落地，完成了一系列具有市场影响力的代表性项目。上半年 A 股股票主承销金额和家数的行业排名分别为第 9 名和第 8 名，其中 IPO 承销金额和家数分别排名行业第 6 名和第 5 名；再融资承销金额和家数分别排名行业第 9 名和第 6 名，保持了良好的市场竞争力。同时，公司全力开拓符合监管要求的优质 IPO 项目储备，特别是针对“新经济”优质企业、中大型“独角兽”企业和“硬技术”优质企业开展持续拜访和精准

营销，取得阶段性进展，截至 2018 年 6 月末，公司 IPO 在会审核项目数量达 22 家，排名行业第 4 名。

债券承销业务方面，公司重点拓展细分行业龙头企业客户，同时出于风险防控考虑，规避强周期产业。近年来，公司加大对金融机构客户和资产支持证券项目的开发，债券承销业务保持了较强的市场竞争力。同时公司积极开展业务及产品创新，2017 年成功承销了市场首单银行系类 REITs、首单互联网消费金融信托型 ABN、交易所首批 PPP 资产支持证券、首单“债券通”资产支持证券等，为更多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。2017 年公司债券承销金额逆势高速增长 45.11% 至 4,111.89 亿元，市场排名为第 2 名，其中资产支持证券、金融债、短期融资券等的承销金额均实现了较大幅度增长。2018 年以来，公司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，同时产品创新继续走在市场前列，成功承销了市场多个首单产品。上半年债券主承销金额同比增长 21.32% 至 1,672.84 亿元，排名市场第 3 名，资产证券化承销金额排名市场第 1 名，市场份额达 13.26%。

财务顾问业务方面，公司围绕实体经济和产业发展需求，积极把握国企改革、经济结构转型升级和产业整合等方面的业务机会，并购重组业务能力持续提升。2017 年以来完成多个具有较大市场影响力的项目；2018 年上半年，披露并购交易数量 8 家，排名第 6 名；披露并购交易金额 359.47 亿元，排名第 7 名。

此外，公司主动调整场外业务发展策略，2018 年上半年新增挂牌家数 9 家，排名第 7 名；截至 2018 年 6 月末，累计持续督导家数 368 家，排名第 6 名。此外，继续推进新三板定向发行业务的合规开展，大力拓展优质标的后续业务机会，上半年完成新三板定向发行项目 34 家，排名市场第 5 名；累计融资金额 30.95 亿元，排名市场第 1 名，在大项目开拓方面获得突破。

随着业务策略的调整，资产管理业务规模稳步增长，资管产品投资业绩保持良好；围绕投资、销售和风控能力的提升以及机制和流

程的建立完善，基金业务稳健发展

招商证券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，主要为客户提供证券及其他金融产品的投资管理服务，产品具体包括集合资产管理计划、定向资产管理计划、专项资产管理计划等理财服务，积极打造成为富有券商特色的全类别、全产品谱系的全功能资产管理平台。2015 年公司在原资产管理部基础上成立招商资管，通过该全资子公司从事资产管理业务。

2017 年，招商资管积极调整业务策略，一是提升主动管理能力，核心产品投资业绩大幅提升；二是大力发展资产证券化业务，全年资产证券化业务发行规模 285 亿元，同比增长 83%；三是大力拓展 MOM 业务，产品规模和投资能力行业领先；四是积极把握市场热点开展创新，推出行业内首个挂钩 DAX30 指数的招金牛份额、为银行等机构推出定制型固收产品、开发集合股票质押业务新模式等；五是严守风控合规关，全年经营保持平稳，未出现风险事件。2017 年内资产管理业务实现稳步增长，行业地位进一步提升，截至 2017 年末，资产管理业务规模达 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 位，同比提升 3 名，市场份额 4.46%，同比提升 0.82 个百分点。2018 年上半年，招商资管实现资管业务净收入 5.45 亿元，同比增长 10.77%；截至 2018 年 6 月末，资产管理总规模 6,876.64 亿元，其中主动管理规模 1,386.89 亿元，较 2017 年末增长 9.0%。资管业务净收入和资产管理规模行业排名分别为第 7 名和第 5 名。

除了资产管理子公司外，目前招商证券的资产管理平台还包括参股的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%。博时基金成立于 1998 年，是国内首批成立的五家基金管理公司之一，2018 年上半年，博时基金以“质量第一，效益优先，规模适度，风控守底”为工作方针，以提升能力和质量为主线，全面推进投研、销售、产品、风控、合规、运营等方面的工作，各项业务实现稳健增长。截至 2018 年 6 月末，博时基金资产管理规模较上年末增长 11.52% 至 8,461

亿元，其中公募基金资产管理规模 5,335 亿元。招商基金把握产品创设基于，积极把握养老金业务、财富子公司主动管理业务、国际业务等战略机遇，促进核心竞争能力的持续提升；同时注重人才梯队建设，优化公司架构，坚持价值投资、长期投资和责任投资，全力为投资者创造更多价值。截至 2018 年 6 月末，招商基金资产管理规模 4,878 亿元，其中公募基金资产管理规模 3.814 亿元，其中非货币公募基金规模排名行业第 8 名。

根据市场行情调整投资资产结构，投资规模持续增长，但投资收益受市场调整影响呈现波动；不断完善投资体系，推进创新业务发展

招商证券自营业务由权益类投资、固定收益类投资以及其他金融产品投资等组成。招商证券自营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。自营业务与市场景气度高度相关，2017 年市场呈现结构性行情，债券收益率持续上升，市场波动加剧。截至 2017 年末，公司证券投资资产为 1,073.67 亿元，较上年增加 44.94%，全年公司实现自营业务收入 8.41 亿元，同比增长 5.79%，营业收入贡献度为 6.30%。2018 年以来主要受市场波动进一步加剧影响，公司方向性投资业务收入大幅下降，使得上半年自营业务收入亏损 6.51 亿元。

权益类投资方面，公司在金融市场整体面临强监管、去杠杆的环境下，及时调整持仓结构、加大投研力度，并运用套期保值等多种策略，全年 A 股方向性投资取得较好业绩。同时，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。目前开展的业务主要包括基金做市、场内期权做市、场外衍生品交易等。截至 2017 年末，公司股票、基金投资余额分别为 137.90 亿元和 206.84 亿元，同比均有所增长，在证券投资中占比分别为 12.84% 和 19.26%；此外，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%。2018 年以来受市场调整幅度较大、波动加剧影响，方向性投资业务收入同比大幅下降；但公司基金做市业

务积极拓展项目扩大业务规模，同时场内期权做市业务报价的市场竞争力持续提升，具有所有期权品种的做市资格。

债券投资方面，公司加强宏观研究和信用研究，稳步做大投资规模，发展套利类中性策略，增加创新业务收入，并加强风险管理。年内加大债券投资规模，并注重风险管控。截至 2017 年末，债券类投资规模达 602.01 亿元，较上年增长 94.35%，在证券投资中占比提升 14.25 个百分点至 56.07%。2018 年公司通过建立更完善的投资体系，多维度策略提升投资收益，上半年债券投资收益率跑赢中债综合财富指标。

公司在现有投资业务上积极推动创新业务发展，全方面推进 FICC 综合业务平台建设，大力发展大宗商品业务，衍生品自营交易将交易品种覆盖至有色金属、黑色品种，逐步搭建起多品种、多策略组合的模式。

研究实力居于行业前列，研究范围覆盖面广，在多个行业领域具有明显优势

招商证券的研究业务主要由公司本部研究发展中心承担，向公司内外客户提供观经济、政策、行业、公司、投资策略、投资组合、创新产品的研究和服务。

公司在 1999 年即向以机构投资者为主要客户、基本面导向的卖方研究转型，为公募基金、私募基金、保险等投资机构等专业机构投资者提供研究支持服务，研究范围覆盖宏观经济分析、投资策略、行业领域及公司研究、固定收益产品及衍生品研究等。公司股票研究涉及超过 35 个行业领域及超过 1,190 家上市公司，覆盖沪深 300 指数成份股总市值的 86%，覆盖创业板成份股总市值的 74%。在食品饮料、银行、环保、轻工造纸、家电、通信、传媒、宏观经济、电子、汽车、电力设备与新能源、军工、中小市值、固定收益、煤炭、石化、房地产等领域的研究具有明显优势。2017 年公司研究团队获得“新财富本土最佳研究团队”第 6 名，18 个行业入围，其中 15 个行业获得前 5 名。截至 2018 年 6 月末，公司研发中心研究人员 180 余人。

产品和服务体系日益全面，直投业务管理规模稳步增长，海外投行业务保持业内前列

招商证券在巩固传统业务优势的同时，大力发展创新业务，并通过下属全资子公司和控股子公司开展直接投资业务、国际业务等，业务领域不断扩展，产品和服务体系日益全面。

招商证券通过招商致远资本开展直投业务。招商致远资本结合招商局集团产业背景优势和自贸区优势，贴近市场热点，加快创新产品模式探索力度。近年来坚持全面升级，持续打造在“募、投、管、退”方面的核心竞争力，同时不断加强业务发展和管理平台体系建设，推动公司从券商直投向券商私募持续转型。2017年招商致远资本创新基金模式，积极筹备设立多支基金；开拓银行、保险、公募基金、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；提升主动管理能力，密切关注高端制造、TMT等行业。截至2017年末，招商致远资本累计资产管理规模超过200亿元，稳居券商私募前列。2018年以来，招商致远资本积极联动招商局集团及招商证券内部资源，拓展创收渠道，打造合作共赢的投资生态圈；积极探索并购基金、大健康产业基金、文化产业基金、TMT基金、创投基金等基金新设机会。截至2018年6月末，招商致远资本累计资产管理规模超过210亿元，累计投资规模超过100亿元。

招商证券在香港设立招证国际，作为公司国际业务的平台。招证国际通过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，以香港为中心，在英国、韩国等地相继获得监管牌照，践行公司国际化战略，培育了中资券商领先的海外投行和环球商品等业务。2017年以来，招证国际持续建设“以客户为中心”的全功能投行业务模式，积极配合集团和总部进行战略大客户营销，推动跨境业务发展。截至2017年末，招证国际总资产224.82亿港元，全年实现营业收入10.33亿港元，净利润3.00亿港元。截至2018年6月末，招证国际总资产231.60亿港元，上半年实现营业收入2.94亿港元。

财务分析

以下分析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、2016和2017年度财务报告（风险监控指标采用母公司口径数据），以及未经审计的2018年上半年财务报表。

盈利能力

证券公司的盈利状况变化和证券市场走势有极大的相关性，2017年以来，股票市场呈现结构化行情，债券市场继续低位运行，市场波动加剧。在此环境下，招商证券不断推进各业务板块均衡发展，2017年全年实现营业收入133.53亿元，较上年增长14.17%。

从营业收入的构成来看，受证券市场行情因素影响，公司手续费和佣金收入呈逐年下降趋势，但在营业收入中的占比保持在55%以上，是公司的主要收入来源。2017年公司实现手续费和佣金净收入79.37亿元，较上年下降6.33%，占比同比下降13.01个百分点至59.44%。具体来看，公司经纪业务净收入随着市场的震荡而出现波动，2017年以来大盘指数呈现震荡上行趋势，但市场交易量仍有所缩减，同时受交易费及佣金费率下降的影响，公司经纪业务（含期货经纪业务）手续费净收入较上年减少14.50%至40.36亿元。投资银行业务方面，2017年以来，在市场环境复杂多变的情况下，公司积极调整投行业务经营策略，推动股权融资项目落地和债券产品创新，全年实现投资银行业务手续费及佣金净收入21.98亿元，较上年增长2.03%。资产管理业务方面，2017年在去通道、降杠杆等强监管的政策环境下，招商证券2017年公司资产管理业务（含基金管理业务）手续费及佣金净收入为11.45亿元，较上年略增长0.25%。

除手续费和佣金净收入以外，招商证券的利息净收入也是公司的主要收入来源。2017年以来，公司积极推动资本中介业务增长，融资融券和股票质押式回购业务稳中有升，2017年利息收入较上年增加3.83%至67.18亿元。利息支出方面，主要受卖出回购证券利息支出减少以及客户存款利息支出下降的影响，2017年公司利息支出较上年减少

11.72%至 49.22 亿元。受上述两方面共同影响,2017 年公司全年实现利息净收入 17.96 亿元,较上年大幅增长 100.66%。

投资方面,2017 年,在金融市场不稳定及资金面趋紧的大环境下,公司通过及时调整持仓结构、加大投研力度以及运用套期保值等多种策略,权益

类投资收入实现较大增长;债券类投资方面,公司大力发展套利类中性策略,增加创新业务收入,债券投资规模增长,投资业务实现稳步发展。2017 年公司实现投资收益(含公允价值变动收益)37.22 亿元,较上年大幅上升 83.89%。

表 2: 2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司营业收入构成(金额单位:百万元)

	2015		2016		2017		2018.1-6	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
手续费及佣金净收入	16,448.73	65.04	8,473.46	72.45	7,937.13	59.44	3,323.12	69.43
其中: 经纪业务	12,441.01	49.19	4,720.30	40.36	4,036.00	30.22	1,855.75	38.77
投资银行业务	2,566.25	10.15	2,154.41	18.42	2,198.24	16.46	582.75	12.18
资产管理业务	1,142.12	4.52	1,142.58	9.77	1,145.49	8.58	605.67	12.65
投资收益及公允价值变动	6,232.21	24.64	2,024.26	17.31	3,722.44	27.88	965.93	20.18
利息净收入	2,620.79	10.36	895.30	7.66	1,796.49	13.45	526.70	11.00
其他业务收入	27.22	0.11	43.74	0.37	38.10	0.29	37.75	0.79
汇兑收益	(37.16)	(0.15)	258.69	2.21	(150.38)	(1.13)	(67.34)	(1.41)
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	9.43	0.07	0.00	0.00
营业收入合计	25,291.79	100.00	11,695.45	100.00	13,353.21	100.00	4,786.16	100.00

资料来源:招商证券,中诚信国际整理

在营业支出方面,2017 年以来由于计提的绩效薪酬增加以及随着招商证券业务规模逐步扩张,网点数量不断增加,相应的置场费用及 IT 费用等投入有所增加,2017 年公司业务及管理费用支出较上年增长 26.56%至 61.12 亿元。由于费用支出上升幅度大于营业收入增长幅度,2017 年公司营业费用率较 2016 年上升 4.48 个百分点至 45.77%。此外,公司根据谨慎性原则,计提资产减值损失 0.41 亿元。

受营业收入和营业支出两方面影响,2017 年招商证券全年实现净利润 58.05 亿元,较上年增长 7.16%。考虑到可供出售金融资产的浮盈影响后,2017 年公司综合收益为 62.81 亿元,较上年增长 30.95%。从利润率来看,2017 年公司的平均资本回报率较上年下降 1.66 个百分点至 8.34%;平均资产回报率较上年下降 0.03 个百分点至 2.83%。

2018 年以来,在金融去杠杆力度加大、监管环境持续趋严、资本市场低迷的形势下,招商证券盈利指标有所弱化。2018 年上半年,招商证券实现营业收入 47.86 亿元,相当于 2017 年全年营业收入的 35.84%。从收入结构来看,2018 年上半年公司实现手续费及佣金净收入 32.23 亿元,相当于 2017 年的 41.87%,在营业收入中占比较年初上升 9.99 个百分

点至 69.43%,主要来自于证券经纪业务;实现利息净收入 5.27 亿元,相当于 2017 年全年利息净收入的 29.32%,在营业收入中的占比为 11.00%;实现投资收益及公允价值变动收益 9.66 亿元,相当于 2017 年全年的 25.95%,在营业收入中占比 20.18%。营业支出方面,2018 年上半年公司发生业务及管理费用 24.11 亿元,相当于 2017 年全年的 39.45%,营业费率较年初进一步上升 4.60 个百分点至 50.37%。受上述因素共同影响,公司 2018 年上半年实现净利润 18.04 亿元,相当于 2017 年全年的 31.09%。考虑其他综合收益后,2018 年上半年公司实现综合收益 18.36 亿元,相当于 2017 年全年综合收益的 29.23%。

中诚信国际认为,公司盈利水平很大程度与市场景气度相关,在市场环境不稳定、金融去杠杆和防风险的背景下,公司盈利指标有所弱化。未来随着公司传统业务转型、业务结构和盈利渠道日趋多元以及跨境和创新业务的不断发展,公司仍存在较大的发展空间和盈利增长点,预计随着公司战略转型的逐步实施和创新探索的不断推进,公司的盈利能力有望得到进一步提升。

资产安全性和资本充足性

2016年10月，招商证券完成公开发行境外上市外资股（H股）的工作，成功发行891,273,800股H股，募集资金净额折合人民币为89.47亿元，进一步提升了公司的资本充足性，并完善了长效资本补充机制。此外，公司2017年还成功发行了150亿元永续债，进一步补充了资本。截至2017年末，公司母公司口径净资产同比增长32.16%至751.77亿元，

净资产同比增长19.02%至541.81亿元，净资产/净资产较上年下降7.96个百分点至72.07%，风险覆盖率为300.01%，资本杠杆率为18.57%。截至2018年6月末，公司母公司口径净资产和净资产分别小幅下降至738.03亿元和515.15亿元，净资产/净资产较年初下降2.27个百分点至69.80%，风险覆盖率下降至291.11%，资本杠杆率下降至16.21%，各项指标仍远高于监管要求的最低标准。

表3：2015-2017年末及2018年6月末各风险控制指标情况（母公司口径）

项目	标准	2015	2016	2017	2018.06
净资本 (亿元)	--	487.05	455.24	541.81	515.15
净资产 (亿元)	--	462.74	568.84	751.77	738.03
风险覆盖率 (%)	≥100	301.28	319.28	300.01	291.11
资本杠杆率 (%)	≥8	17.04	24.30	18.57	16.21
流动性覆盖率 (%)	≥100	254.36	151.00	392.17	403.64
净稳定资金率 (%)	≥100	158.90	134.94	132.69	140.38
净资产/净资本 (%)	≥20	105.25	80.03	72.07	69.80
净资本/负债 (%)	≥8	33.53	43.03	38.10	33.93
净资产/负债 (%)	≥10	31.86	53.77	52.87	48.61
自营权益类证券及其衍生品/净资本 (%)	≤100	43.58	37.01	30.77	26.11
自营非权益类证券及其衍生品/净资本 (%)	≤500	148.24	98.12	148.89	178.77

注：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。

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

从投资资产结构来看，公司根据市场变化适时调整权益投资和非权益类投资的规模，截至2017年末，母公司自营非权益类证券及其衍生品占净资产的比重为148.89%，较2016年末上升了50.77个百分点；母公司自营权益类证券及证券衍生品占净资产的比重为30.77%，较2016年末下降6.24个百分点。截至2018年6月末，母公司自营权益类证券及其衍生品和自营非权益类证券及其衍生品占净资产的比重分别为26.11%和178.77%，均符合监管的要求。

从杠杆水平来看，公司业务发展使得融资需求不断上升，截至2017年末，母公司净资产/负债比率为38.10%，较2016年末下降4.93个百分点，2018年6月末该指继续下降至33.93%，杠杆水平有所上升。

总体来看，上市募集资金使得招商证券的资本实力得到提升，以净资产为核心的各项风险指标均远高于证监会制定的监管标准，反映出公司具有较高的资本充足性和资产安全性，但未来业务规模扩

张和创新业务的开展仍可能对其资本形成一定压力。

资产流动性

招商证券的流动资产主要由货币资金、买入返售金融资产、存出保证金、融出资金、融出证券、交易性金融资产、可供出售类金融资产、衍生金融资产和应收利息等组成，2017年以来，主要受买入返售金融资产、存出保证金、融出资金、融出证券、交易性金融资产和可供出售金融资产增加所致，截至2017年末，公司流动资产为2,213.93亿元，较上年上升37.58%，流动资产占自营总资产的比例为94.39%，较上年上升2.69个百分点；截至2018年6月末，该比例微降0.03个百分点至94.36%。总体来看，公司流动性水平保持良好。

表4：2015-2017年末及2018年6月末公司流动性情况（金额单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018.06
流动资产	1,920.91	1,609.17	2,213.93	2,280.75
流动负债	935.30	599.75	1,026.28	1,150.20

债务合计	843.83	758.68	1,023.31	961.23
流动资产/自营总资产(%)	94.67	91.70	94.39	94.36
流动比率(X)	2.05	2.68	2.16	1.98
流动资产/短期债务(X)	6.20	6.43	4.13	4.27

注：流动性相关指标为中诚信国际统计口径。

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

从负债来看，由于 2017 年公司卖出回购和应付短期债券的大幅增长，截至 2017 年末，公司流动负债较上年增长 70.12% 至 1,026.28 亿元。由于流动负债增速快于流动资产的增速，公司流动比率同比下降 0.53 倍至 2.16 倍。并且由于短期负债快速增长，截至 2017 年末，公司流动资产为短期债务的 4.13 倍，较上年末下降 2.30 倍。截至 2018 年 6 月末，公司流动比率较年初继续下降 0.18 倍至 1.98 倍；主要受短期借款减少影响，流动资产/短期债务上升 0.14 倍至 4.27 倍。

总体来看，招商证券资产结构较为合理，资产流动性处于较好水平。并且公司通过定期对资产和负债的规模和结构进行跟踪分析，使得资产和负债的规模及期限结构满足业务的发展，同时保持适度的优质流动性资产。未来公司负债水平的提高和多元化创新业务的不断开展将对其流动性管理提出更高要求。

偿债能力

从债务构成来看，2017 年以来，公司探索并建立了包括境内外 IPO、股权再融资、永续次级债、公司债、次级债、非公开发行公司债券、银行借款、短期公司债、短期融资券、收益凭证、收益权转让、同业拆借、转融通等融资工具在内的长、中、短期相结合的融资平台，对公司业务稳健、快速发展起到重要支撑。截至 2017 年末，公司债务余额 1,023.31 亿元，同比增长 34.88%，其中短期债务余额为 536.57 亿元，同比增长 114.33%；长期债务方面，由于公司年内偿还部分已到期的长期融资，截至 2017 年末，公司长期债务余额为 486.74 亿元，同比减少 4.25%。截至 2018 年 6 月末，公司短期债务小幅下降至 534.31 亿元，长期债务继续下降至 426.93 亿元，总债务较年初下降 6.07% 至 961.23 亿元。

从资产负债率来看，近年来该指标随着公司总

负债的增长有所上升，但均处于安全水平。截至 2018 年 6 月末，公司资产负债率较年初上升 1.37 个百分点至 67.55%。从长期来看，随着证券公司债务融资渠道的全面放开，公司的负债结构将逐渐改善。

2017 年以来，随着公司盈利能力的增强，偿债指标有所上升，2017 年公司 EBITDA 为 106.64 亿元，较上年增加 6.15%，EBITDA 利息覆盖倍数由 2016 年的 2.91 倍上升至 3.16 倍。2018 年上半年，公司盈利指标有所弱化，EBITDA 为 46.92 亿元，相当于 2017 年全年的 44.00%。

表 5：2015-2017 年末及 2018 年 6 月末偿债能力指标
(金额单位：亿元)

	2015	2016	2017	2018.06
EBITDA	176.45	100.46	106.64	46.92
资产负债率(%)	76.13	65.86	66.18	67.55
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	4.55	2.91	3.16	--
总债务/EBITDA(X)	4.78	7.55	9.60	--

注：EBITDA 相关指标为中诚信国际统计口径。

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

整体来看，在行业盈利普遍下滑的背景下，公司偿债指标有所承压，未来需对公司 EBITDA 对其债务利息支出的覆盖情况保持关注。

外部支持

招商局集团系中国国务院下属的国有独资企业，国资委持股比例为 100%，经营总部设于香港，是由国务院国有资产监督管理委员会直接管理的驻港大型企业集团，业务范围主要集中于交通（港口、公路、能源运输及物流、修船及海洋工程）、金融（银行、证券、基金、保险）、地产（园区开发与房地产）等三大核心产业，经营区域分布于中国内地、香港、东南亚等地。截至 2017 年末，招商局集团注册资本 167.00 亿元，总资产 11,976.47 亿元，净资产 5,188.64 亿元。招商证券作为招商局集团金融板块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。

中诚信国际认为，招商局集团有能力和意愿在公司需要时给予必要支持，并将此因素纳入本次评级考虑。

结论

综上，中诚信国际评定招商证券股份有限公司拟发行的 2019 年度第一期短期融资券信用等级为 **A-1**。

附一：招商证券主要财务数据

财务数据（单位：百万元）	2015	2016	2017	2018.06
货币资金及结算备付金	100,784.24	80,315.73	66,667.19	71,634.85
拆出资金	0.00	0.00	0.00	0.00
买入返售金融资产	14,334.76	18,953.14	36,099.32	40,546.75
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（不含融出证券）	62,711.48	48,047.05	72,765.99	--
交易性金融资产（不含融出证券）	--	--	--	81,997.20
可供出售类金融资产（不含融出证券）	35,739.80	24,719.52	33,275.35	--
债权投资	--	--	--	1,808.40
其他债权投资	--	--	--	24,227.07
其他权益工具投资	--	--	--	7,321.21
融出证券	117.85	200.07	304.29	252.77
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资净额	4,897.81	5,288.51	7,489.50	7,845.15
融出资金	64,389.34	53,351.54	59,235.43	52,490.01
总资产	291,655.58	243,058.43	285,643.56	298,078.43
代买卖证券款	88,749.04	67,581.72	51,095.33	56,382.85
短期债务	30,968.55	25,034.30	53,657.11	53,430.70
长期债务	53,414.84	50,833.80	48,673.50	42,692.53
总债务	84,383.39	75,868.10	102,330.62	96,123.24
拆入资金	4,000.00	1,500.00	1,470.00	3,000.00
卖出回购金融资产款	42,953.03	19,398.99	33,382.97	46,929.87
总负债	243,223.80	183,143.39	206,309.85	219,645.44
股东权益	48,431.79	59,915.04	79,333.70	78,433.00
净资本	48,705.32	45,524.14	54,180.99	51,515.16
手续费及佣金净收入	16,448.73	8,473.46	7,937.13	3,323.12
其中：经纪业务手续费及佣金净收入	12,441.01	4,720.30	4,036.00	1,855.75
投资银行业务手续费及佣金净收入	2,566.25	2,154.41	2,198.24	582.75
资产管理业务手续费及佣金净收入	1,142.12	1,142.58	1,145.49	605.67
利息净收入	2,620.79	895.30	1,796.49	526.70
投资收益及公允价值变动	6,232.21	2,024.26	3,722.44	965.93
营业收入	25,291.79	11,695.45	13,353.21	4,786.16
业务及管理费	(9,822.65)	(4,829.31)	(6,111.87)	(2,411.00)
营业利润	13,576.40	6,386.76	7,104.20	2,205.95
净利润	10,928.25	5,417.08	5,804.71	1,804.48
综合收益	11,299.83	4,796.58	6,280.95	1,835.89
EBITDA	17,644.51	10,046.16	10,663.87	4,691.89

附二：招商证券主要财务指标

财务指标	2015	2016	2017	2018.06
盈利能力及营运效率				
平均资产回报率(%)	6.46	2.86	2.83	--
平均资本回报率(%)	24.28	10.00	8.34	--
营业费用率(%)	38.84	41.29	45.77	50.37
资产安全性及资本充足性（母公司口径）				
风险覆盖率(%)	301.28	319.28	300.01	291.11
资本杠杆率(%)	17.04	24.30	18.57	16.21
流动性覆盖率(%)	254.36	151.00	392.17	403.64
净稳定资金率(%)	158.90	134.94	132.69	140.38
净资本/净资产(%)	105.25	80.03	72.07	69.80
净资本/负债(%)	25.58	43.03	38.10	33.93
净资产/负债(%)	33.53	53.77	52.87	48.61
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	43.58	37.01	30.77	26.11
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	148.24	98.12	148.89	178.77
流动性				
流动资产/自营总资产(%)	94.67	91.70	94.39	94.36
流动比率(X)	2.05	2.68	2.16	1.98
流动资产/短期债务(X)	6.20	6.43	4.13	4.27
偿债能力				
资产负债率(%)	76.13	65.86	66.18	67.55
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	4.55	2.91	3.16	--
总债务/EBITDA(X)	4.78	7.55	9.60	--

附三：招商证券基本财务指标的计算公式

流动资产=货币资金+结算备付金+应收利息+存出保证金+拆出资金+买入返售金融资产+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+衍生金融资产+融出资金+融出证券-代理买卖证券款

流动负债=短期借款+衍生金融负债+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+拆入资金+应付短期融资款+卖出回购金融资产款+应付利息+应交税费+短期应付职工薪酬

流动资产比例=流动资产/总资产

流动比率=流动资产/流动负债

短期债务=短期借款+应付短期融资款

自营总资产=总资产-代理买卖证券款

平均资产回报率=净利润/平均自营总资产

平均资本回报率=净利润/平均总资本

营业费用率=业务及管理费/营业收入

资产负债率=(总负债-代理买卖证券款)/自营总资产

净资产负债率=(总负债-代理买卖证券款)/净资产

EBITDA=税前利润+折旧及摊销费+债务利息支出

EBITDA利息倍数=EBITDA/(债务利息支出+资本化利息支出)

总债务/EBITDA倍数=平均总债务/EBITDA

附四：短期融资券信用等级的符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行微调。

中诚信国际关于招商证券股份有限公司主体信用 跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在每半年内对发行人的主体信用状况进行定期或不定期跟踪评级。

我公司将在每半年内对其主体信用状况进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2018年12月28日

