

招商证券股份有限公司

2015 年次级债券

跟踪评级报告

主体长期信用等级：AAA 级

15 招商 01 信用等级：AA⁺ 级

15 招商 02 信用等级：AA⁺ 级

评级时间： 2015 年 4 月 10 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.

招商证券股份有限公司 2015 年次级债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2015]100071】

跟踪对象:招商证券股份有限公司 2015 年次级债券

	本次		首次	
	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
15 招商 01	AAA/稳定/AA ⁺	2015 年 4 月	AAA/稳定/AA ⁺	2015 年 3 月
15 招商 02	AAA/稳定/AA ⁺	2015 年 4 月	AAA/稳定/AA ⁺	2015 年 3 月

主要财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
金额单位:人民币亿元			
总资产(亿元)	755.37	838.60	1934.08
总资产*(亿元)	454.26	571.41	1357.14
股东权益(亿元)	257.68	271.84	415.96
归属于母公司所有者权益(亿元)	257.66	271.59	415.37
净资本(亿元)	156.22	140.41	254.49
总负债*(亿元)	196.59	299.57	941.18
营业收入(亿元)	46.66	60.89	110.02
净利润(亿元)	16.46	22.37	38.85
资产负债率(%)	43.28	52.43	69.35
净资本/总负债*(%)	79.47	46.87	27.04
净资本/有息债务(%)	90.27	53.87	30.93
员工费用率(%)	26.97	27.44	29.47
资产管理业务净收入与基金管理业务净收入/营业收入(%)	2.15	3.87	3.88
营业利润率(%)	40.06	43.67	45.11
平均资产回报率(%)	4.01	4.36	4.03
平均资本回报率(%)	6.53	8.45	11.30

注:根据招商证券 2012-2014 年经审计的财务报表、2012-2014 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。

分析师

刘兴堂 叶晓明

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

跟踪期内,招商证券各项业务发展平稳,市场地位稳固,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,公司杠杆经营程度快速上升,流动性管理压力增大,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。
- 随着资本中介业务的发展,招商证券收入结构有所改善,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。
- 招商证券资本中介业务扩张较快,占用流动性较多,致使公司对短期债务依赖较大,杠杆经营程度上升较快,公司面临持续的流动性管理压力。
- 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。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪公司对本期债券的跟踪评级观点,并非引导投资者买卖或持有本期债券的一种建议。报告中引用的资料主要由招商证券提供,所引用资料的真实性由招商证券负责。

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）2015 年次级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 2014 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

招商证券于 2015 年 3 月 19 日完成了 2015 年第一期次级债券的发行，债券简称“15 招商 01”，发行规模为 100 亿元，票面利率 5.48%，期限为 3 年，附第 2 年末发行人赎回选择权。2015 年 3 月 24 日，公司完成了 2015 年第二期次级债券的发行，债券简称“15 招商 02”，票面利率 5.58%，期限为 5 年，附第 3 年末发行人赎回选择权。

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 2014 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合计持有公司 50.86% 的股权。

跟踪期内，该公司董事、监事和其他高级管理人员基本保持稳定。

（二）业务运营

2014 年我国宏观经济仍面临复杂的国际环境，美国经济在量化宽松政策刺激下继续复苏，但是欧洲经济增长仍整体乏力、复苏前景仍不明朗，日本宽松货币政策对经济的刺激效应明显下降。国际石油价格明显下降，石油输出国的经济增长受挫，国家风险有所上升。金砖国家经济增速多数仍呈现回落态势。其中，俄罗斯因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁和石油价格下跌双重因素影响下，面临较为严峻的经济增长下降形势。2014 年 10 月以来，美国已经开始有序退出量化宽松货币政策，但仍继续维持低利率货

币政策；日本经济不振促使日本继续实施量化宽松和低利率货币政策；欧洲为了促进经济增长，继续缓减主权债务风险和银行业的结构性危机，量化宽松的货币政策继续实施。

2014 年在国际经济整体弱势复苏的过程中，我国进出口差额经历了先降后升、投资增速基本稳定、消费拉动力仍需提升。整体而言，2014 年我国的经济增速出现了回落中趋稳的迹象，但是下行压力仍然较大。同时，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业景气度继续回落，产业的结构性风险继续提升，行业内的发债主体等级下调增多。

我国宏观经济正面临潜在增速下降、人口红利消失以及对投资依赖程度较高等问题，自贸区的建立有利于加强我国贸易与海外的对接，有利于进一步融入国际经济和贸易，自贸区的发展有望成为拉动我国经济增长的重要引擎。

2014 年以来，国家推进的“一带一路”战略对解决我国过剩产能、推进人民币国际化、强化国家安全等方面具有重要意义。未来“一带一路”具体规划的落地与实施将会带动沿线基础设施建设，包括边境口岸设施和中心城市市政基础建设、跨境铁路扩能改造、口岸高速公路等互通互联项目建设，促进区域一体化发展；依托沿线基础设施的互通互联，贸易和生产要素也将得以优化配置，丰富产业链建设，利于相关行业发展。

2014 年 6 月以来，我国首次试点地方政府债券自发自还，并对《预算法》进行了修订、对财政管理体制进行了改革、对地方政府债务实行限额管理。这些法规 and 政策的出台，有利于规范地方政府的举债行为和债务管理，有利于防范和化解地方政府债务风险。预期 2015 年，在财政政策上，我国将在修订后的预算法、财政管理体制下，继续实施积极的财政政策；在货币政策上，将随国际和国内经济增长和宏观政策的变化做适度调整，其中，进一步降低实体经济的融资成本和实施适度宽松的货币政策将是主要的政策取向。预期 2015 年，我国将继续维持相对稳定的经济增长。

从中长期看，随着经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大，我国经济仍将保持稳定的增长。同时，随着“一带一路”战略的实施，我国的基础设施建设和相关行业将会获得一定的增长，行业风险将会逐渐下降。但是，在国际

经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险。

受市场发展水平和监管环境影响，国内证券公司业务模式相对单一，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，盈利水平易受证券场景气度影响，周期性波动明显。2013年以来，佣金率整体下滑促使证券公司推动转型，积极抢占融资融券市场份额。受益于客户准入门槛降低，证券公司两融业务发展迅速，并已成为部分证券公司的主要盈利贡献点。两融业务规模的爆发式增长在一定程度上改善了证券公司的盈利能力，但同时也会导致公司杠杆经营水平上升，暴露出部分公司在融资能力、流动性管理及客户信用风险管理上的不足。目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。与此同时，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险，并且互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面临激烈的市场竞争压力。

随着证券市场监管的放松和创新业务与品种的丰富，以及股指期货等风险对冲工具的逐步推出，证券公司运营模式和收入结构将有所改善。2012年5月，证券公司创新发展研讨会召开，证券业步入创新发展阶段，证券业在资本要求、负债经营、市场准入和产品创新等方面取得较大突破。随着我国金融市场的持续改革与不断创新，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，证券公司杠杆经营程度将有所上升，资本补充、融资能力和风险管理能力有待同步提高。

招商证券在创新类业务上起步较早，具有较好的发展基础；公司以招证国际作为其国际业务平台，有利于各项业务的人才培养和经验储备；公司营业部分布于全国各地，拥有庞大的客户基础。公司投资银行业务在保持中小企业 IPO 项目竞争优势的同时，对客户进行全覆盖、重点突破，并在优势行业逐步形成品牌，2014年 IPO

重启后，投资银行业务对公司营业收入的贡献重新体现；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，投资回报多年来优于同期上证指数表现；公司资产管理业务规模发展迅速，整体综合实力位居行业第一梯队，对公司营业收入的贡献逐年增加。此外，在维持传统业务竞争力的同时，公司不断加大对创新类业务的拓展，融资融券等创新业务发展迅速。整体来看，公司的收入结构正逐年改善，但盈利稳定性仍有提升空间。

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	2013 年		2014 年	
	金额	比例	金额	比例
经纪业务	42.06	69.07	67.29	61.16
证券投资业务	7.10	11.66	16.09	14.63
投资银行业务	3.85	6.33	13.43	12.20
资产管理业务	2.01	3.31	3.77	3.42
直投业务	1.89	3.11	4.02	3.65
总部及合并抵消等	3.97	6.52	5.43	4.93
合并	60.89	100.00	110.02	100.00
营业利润	2013 年		2014 年	
	金额	比例	金额	比例
经纪业务	17.60	66.17	31.24	62.95
证券投资业务	5.64	21.19	14.45	29.11
投资银行业务	-0.25	-0.93	8.43	16.98
资产管理业务	1.26	4.74	3.02	6.09
直投业务	1.50	5.65	3.41	6.87
总部及合并抵消等	0.84	3.18	-10.92	-22.00
合并	26.59	100.00	49.63	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有望得到改善。

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	2012 年	2013 年	2014 年
广东地区	68.44	52.75	56.97
上海地区	4.84	7.02	6.76
北京地区	9.43	14.38	14.10
香港地区	2.70	6.58	4.73
其他地区	14.59	19.26	17.43
合计	100.00	100.00	100.00
营业利润	2012 年	2013 年	2014 年
广东地区	71.69	37.82	31.61
上海地区	6.68	11.24	11.67
北京地区	14.03	23.87	24.80
香港地区	-6.94	1.74	0.76
其他地区	14.54	25.34	31.16
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：招商证券

招商证券的经纪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，并将融资融券业务作为战略发展的重点，进一步巩固公司在证券经纪业务领域的优势。

截至 2014 年末，招商证券已拥有 162 家证券营业部和 11 家分公司，有效客户数量为 317.9 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。2014 年全年股基交易量市场份额 4.18%，市场排名第 6 位，2014 年末托管资产 14410.85 亿元。

图表 3. 招商证券经纪业务整体情况

	2012 年	2013 年	2014 年
股票基金交易量 (亿元)	25983	41307	66147
市场份额 (%)	4.025	4.272	4.180
托管资产 (亿元)	8199.66	9075.66	14410.85
营业部家数 (家)	96	100	162

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。

近年来，招商证券两融业务发展迅速，截至 2014 年末，母公司融资融券余额 578.25 亿元，较 2013 年末上升 192.83%，规模位列行业第 5 位。2014 年，融资融券业务实现利息收入 25.67 亿元，较 2013 年增长 14.75 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。

图表 4. 招商证券融资融券业务情况 (单位：亿元、户)

	2012 年末	2013 年末	2014 年末
融资融券业务客户开户数量	20105	61623	134164
对全体客户融资融券余额	48.26	197.63	578.25
对全体客户融资融券排名	8	5	5
股票质押式回购待回购金额	-	24.20	97.70

资料来源：招商证券

注：本表数据为母公司口径数据

近年来招商证券两融业务扩张较快，资金需求较大。公司主要通过同业拆借、转融通、发行公司债和短期融资券进行资金筹措，资金压力较大。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将受到较大考验。2013 年受政策环境影响，招商证券投资银行业务营业收入和营业利润贡献出现了较明显回落。2014 年 IPO 重启后，投资银行业务的收入贡献重新体现。

IPO 业务方面，招商证券在前期积累的基础上持续发力，发行项目数量和发行金额均位列行业第二名，2014 年累计 17 个保荐类项目通过中国证监会审核，56 个保荐项目在会审核。

债券承销业务方面，招商证券主要从事公司债和企业债承销业务，并于 2012 年获得中国银行间交易商协会颁发的银行间市场非金

融企业债务融资工具主承销商资格。2014 年公司抓住城投债新品种业务机会，实现突破性发展，全年债券承销收入突破 4 亿元。

此外，招商证券致力于构建投行业务的全产品服务能力，对并购、债券和资产证券化业务进行了持续的投入与培育，并对短板业务实行战略性投入，在债券、资产证券化、再融资等业务领域实现了较大的突破。

截至 2014 年末，招商证券 IPO 项目在会审核 35 家，过会待发行 1 家，储备项目 170 家；非公开发行业项目在会审核 13 家，过会待发行 1 家，项目储备 23 家；股权债权类项目储备总数近 400 家；场外挂牌推荐储备项目数量达 200 余家。

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。

2012-2014 年，招商证券证券投资业务分别实现分部收入 11.03 亿元、7.10 亿元和 16.09 亿元。

图表 5. 招商证券证券投资业务情况

	2012 年末	2013 年末	2014 年末
证券投资规模 (亿元)	293.25	218.98	510.00
其中: 债券 (%)	67.03	51.41	54.57
股票 (%)	11.88	23.04	29.92
基金 (%)	16.74	14.20	7.92
其他 (%)	4.36	11.35	7.58
净资本/证券投资规模 (%)	53.27	64.12	49.90
	2012 年	2013 年	2014 年
综合投资收益 (亿元)	15.80	11.15	28.44
综合投资收益率 (%)	6.10	4.36	7.80

资料来源: 招商证券

注 1: 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

注 2: 综合投资收益=投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益+可供出售金融资产公允价值变动净额

注 3: 综合投资收益率=综合投资收益×2/(上期末证券投资规模+本期末证券投资规模)×100%

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。截至 2014 年末, 公司受托管理资金规模为 1772.51 亿份, 全年实现资产管理业务净收入 3.58 亿元。2014 年, 公司紧跟市场步伐, 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, 推出多只业内原创性创新产品, 包括首只 MOM “智远群英荟 MOM”、首只定增对冲产品“汇智之中新融创定增对冲”、首只份额对赌产品“一触即发之多空宝”等。QDII 业务也实现突破, 成功实施一单 QDII 定向业务。公司于业内首批推出天添利 T+0 快速取现业务, 截至 2014 年末, 天添利规模稳居行业同类产品第三。此外, 公司陆续发行了量化对冲类(量化对冲系列)、固定收益类(质押宝系列)等多种类型的集合管理计划。资管产品发行数量、规模以及各项经营指标等均得到显著提升。

招商证券集合资产管理业务规模 230.51 亿份, 管理产品 39 个, 其中分级产品 10 个。集合资管产品中自有资金合计 3.33 亿份, 其中 2.65 亿份对接了分级产品的次级份额。公司定向资产管理业务规模 1516.47 亿份, 管理产品 166 个。

图表 6. 招商证券资产管理业务情况

	2012 年	2013 年	2014 年
集合资产管理业务净收入（亿元）	0.83	1.62	3.18
专项资产管理业务净收入（亿元）	-	0.02	0.01
定向资产管理业务净收入（亿元）	0.01	0.11	0.39
受托客户资产管理业务净收入合计（亿元）	0.83	1.75	3.58
受托客户资产管理业务净收入行业排名（位）	11	11	-
年末受托资金规模（亿份）	191.24	688.88	1772.51
年末受托资金规模行业排名（位）	29	25	-

资料来源：招商证券

由于金融机构资产管理业务同质化竞争加剧，招商证券资产管理业务平均管理费率呈下降趋势。2014 年以来公司资产管理业务规模虽较 2013 年有明显增长，但受托资产管理业务净收入的增幅较小。

招商证券已着手进行资产管理子公司筹备和公募业务资格申请的准备工作。未来，在招商证券资产管理子公司成立后，公募业务也将成为一块主营业务。

（三）风险管理

2014 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。2014 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。

截至 2014 年末，招商证券母公司自营固定收益类证券占净资产的比重和自营权益类证券及证券衍生品占净资产的比重分别为 117.48% 和 35.98%。

图表 7. 招商证券自营业务风控指标 (单位: %)

	2012 年末	2013 年末	2014 年末	预警标准	监管标准
自营固定收益类证券/净资产	147.25	98.28	117.48	<400	<500
自营权益类证券及证券衍生品/净资产	31.86	48.17	35.98	<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，2014 年末，招商证券母公司口径权益类持仓规模为 71.35 亿元，较之 2013 年末增加 15.60 亿元。配置结构上看主要体现为基金、集合理财产品、信托产品及其他投资的增加。

图表 8. 招商证券权益类证券投资构成情况 (单位: %)

	2012 年末	2013 年末	2014 年末
股票	69.39	84.71	66.72
股票基金	19.33	4.00	6.46
混合基金	-	0.69	3.50
集合理财产品	6.20	8.25	8.53
信托产品	-	1.73	9.76
其他	5.07	0.62	5.03

资料来源：招商证券

注 1：本表数据为母公司口径数据

固定收益类证券投资方面，2014 年末，招商证券母公司口径固定收益债券投资总规模为 298.95 亿元，较 2013 年末增加 162.19 亿元。公司持有债券的债项等级大部分为 AA 级及以上。

图表 9. 招商证券固定收益类证券投资构成情况 (单位: %)

	2012 年末	2013 年末	2014 年末
政府债券	0.44	1.30	10.76
公司债券	73.55	71.07	68.58
债券基金	2.26	5.56	1.80
其他	23.75	22.08	18.86

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。2012-2014 年末, 母公司口径融资融券余额分别为 48.26 亿元、197.63 亿元和 578.25 亿元, 占各期期末净资本的比重分别为 30.89%、140.75% 和 227.22%。

流动性风险

2013 年以来, 招商证券资产构成逐步向资本中介业务融出资金转化, 资产端流动性较之往年有所弱化。截至 2014 年末, 公司合并口径融出资金合计 585.95 亿元, 较 2013 年大幅增加 385.08 亿元。同期, 公司证券投资规模为 510.00 亿元, 较 2013 年末增加 291.02 亿元, 其中债券投资合计 278.29 亿元, 包括用于债券正回购业务的受限债券 166.60 亿元, 质押比例较 2013 年末有所升高。

图表 10. 招商证券资产构成占比情况 (单位: %)

	2012 年末	2013 年末	2014 年末
货币资金*	4.54	4.55	5.44
证券投资业务	64.55	38.32	37.58
买入返售金融资产	0.48	5.02	5.56
其中: 股票质押式回购	0.24	4.19	5.01
约定式购回	0.23	0.54	0.00
融出资金	11.54	35.15	43.18
小计	81.11	83.04	91.75
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, 招商证券主要通过发行长期限债券、转融通以及两融收益权转让等中长期负债手段支持资本中介业务发展, 通过同业拆借、卖出回购债券、持有分级产品次级份额、发行短期限债券及收益凭证等短期负债手段支持证券自营业务发展及补充流动资金。2013 年公司发行公司债后, 债务期限结构一度有所优化, 但在 2014 年四季度融资融券业务呈爆发式增长的背景下, 公司证券投资业务对短期债务的依赖逐渐增大。截至 2014 年末, 公司短期债务大幅增至 728.51 亿元, 有息债务增至 822.79 亿元, 分别较 2013 年末增长 353.68% 及 215.69%, 债务期限结构亦较 2013 年末有所缩短。

整体来看, 2014 年以来, 招商证券资本中介业务规模大幅增长, 占用了公司较多的流动性, 同时在下半年证券市场回暖的情况下, 公司证券投资业务对短期债务依赖加大, 金融资产变现能力有所减弱, 公司流动性管理压力趋升。鉴于公司经纪业务客户基础雄厚, 品牌优势较为突出, 资本中介业务仍有发展空间。截至本评级报告出具日, 公司已发行了 15 招商 01、15 招商 02 各 100 亿元的次级债券, 并在积极推进公司债券及后续多期次级债券的发行工作, 债务期限结构得到了一定的优化。

图表 11. 招商证券债务构成情况 (单位: 亿元, %)

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

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。2014 年, 公司分别实现营业收入和净利润 110.02 亿元和 38.85 亿元, 分别较 2013 年增长 80.69% 和 73.61%。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。由于公司定位为综合型证券公司, 且业务体量较大, 营业收入及净利润波动幅度接近证券行业整体波动幅度。

图表 12. 招商证券收入与利润情况

	2012 年	2013 年	2014 年
营业收入 (亿元)	46.66	60.89	110.02
同比变动 (%)	-10.70	30.45	80.69
证券行业营业收入变动 (%)	-4.77	22.99	-
净利润 (亿元)	16.46	22.37	38.85
同比变动 (%)	-18.03	35.79	73.61
证券行业净利润变动 (%)	-16.37	33.68	-
营业收入行业排名 (位)	8	9	-
净利润行业排名 (位)	5	6	-

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。2013-2014 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% 和 3.02%。

图表 13. 博时基金和招商基金主要财务数据

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

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。2013 年股基市场行情较 2012 年有所好转，2014 年证券市场更趋活跃，特别在下半年两市成交量不断放大，股基市场单边交易量较 2013 年上升 63.62%，公司经纪业务营业利润率回升至 46.43%；受益于中小承销项目上的相对优势和较高的承销费率，公司投资银行业务营业利润率 2011 年之前维持在较高水平，但 2012 年以来，同质化竞争加剧使其面临下降压力，尤其是 2013 年 IPO 暂停使其营业利润率大幅下降，2014 年以来随着 IPO 的重启，公司投资银行盈利能力重新得到体现；证券投资业务方面，相较同业，凭借适时调整投资结构和加大股指期货套期保值力度，公司证券投资业务营业利润率波动较小。

图表 14. 招商证券营业利润率（单位：%）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
营业利润率	57.77	60.16	49.02	40.06	43.67	45.11
其中：经纪业务	70.62	61.03	50.65	34.89	41.84	46.43
投资银行业务	68.35	59.15	53.62	37.38	-6.40	62.77
证券投资业务	89.71	78.86	74.19	75.22	79.34	89.78

资料来源：招商证券

招商证券 2014 年业务及管理费较 2013 年增长 55.65%，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，公司业务及管理费中员工费用占比有所上升，受同业竞争加剧、创新业务需求等因素影响，未来公司人员成本仍将面临上升压力。

图表 15. 招商证券成本费用变化 (单位: %)

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
营业收入变动	76.53	-25.28	-19.45	-10.70	30.45	80.69
业务及管理费用变动	58.59	-29.89	4.56	6.50	20.64	55.65
员工费用变动	120.06	-35.25	-3.65	11.27	32.77	94.04
业务及管理费/营业收入	37.56	35.24	45.74	54.55	50.45	43.44
员工费用/业务及管理费	55.61	51.36	47.33	49.45	54.42	67.84

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。2012-2014 年, 公司平均资产回报率分别为 4.01%、4.36%和 4.03%。

(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。2009 年末, 公司净资产 222.53 亿元, 同比增长 197.40%, 行业排名由 2008 年末的第 11 大幅提升至第 3。资本市场融资渠道的建立, 改善了公司资本补充机制, 为其业务竞争力的提升奠定了较好的基础。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 16. 招商证券资本实力 (单位: 亿元, 位)

	2009 年末	2010 年末	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2014 年末
净资产	222.53	234.42	240.56	251.37	264.07	405.58
行业排名	3	5	6	6	6	3
净资本	179.76	140.63	144.90	156.22	140.41	254.49
行业排名	5	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, 2012-2014 年末, 未分配利润占比分别为 25.12%、27.33%和 22.28%。公司现金分红政策对其资本构成稳定性有一定影响, 2012-2013 年, 公司现金分红金额 (含税) 分别为 6.62 亿元和 8.89 亿元。

图表 17. 招商证券净资产构成情况 (单位: %)

	2012 年末	2013 年末	2014 年末
股本	18.09	17.15	13.96
资本公积	36.67	34.76	46.65
盈余公积	7.07	7.45	5.77
一般风险准备	13.63	14.43	11.23
未分配利润	25.12	27.33	22.28
其他综合收益	-0.59	-1.21	-0.04
少数股东权益	0.01	0.09	0.14
股东权益合计	100.00	100.00	100.00

资料来源: 招商证券

近年来, 招商证券积极利用债务融资手段支持资本中介业务和证券自营业务的开展, 负债规模上升较快。得益于 2014 年非公开发行股票对股东权益的贡献, 截至 2014 年末公司资产负债率增至 69.35%, 增幅略低于同等规模的证券公司, 净资本对负债的覆盖度下降至 28.96%。总体来看, 随着融资融券等业务的持续扩张, 未来公司资产负债率仍将继续上升。

图表 18. 招商证券资本与杠杆情况 (单位: %)

	2012 年末	2013 年末	2014 年末	预警标准	监管标准
资产负债率	43.28	52.43	69.35	-	-
净资本/净资产	62.15	53.17	62.75	>48%	>40%
净资本/负债	84.81	52.24	28.96	>9.6%	>8%
净资产/负债	136.47	98.24	46.15	>24%	>20%
净资本/各项风险资本准备之和	1135.11	761.63	803.73	>120%	>100%

资料来源: 招商证券

注: 本表中净资本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, 公司业务发展平稳, 市场地位稳固, 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。公司债务规模增幅较快, 杠杆经营程度逐步上升, 且自营投资和资本中介业务占用资金较多使其面临持续的流动性管理压力。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所带来的流动性管理压力；（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	2012 年	2013 年	2014 年	-
总资产 (亿元)	755.37	838.60	1934.08	-
总资产* (亿元)	454.26	571.41	1357.14	-
股东权益 (亿元)	257.68	271.84	415.96	-
归属于母公司所有者权益 (亿元)	257.66	271.59	415.37	-
营业收入 (亿元)	46.66	60.89	110.02	-
营业利润 (亿元)	18.69	26.59	49.63	-
净利润 (亿元)	16.46	22.37	38.85	-
资产负债率 (%)	43.28	52.43	69.35	-
权益负债率 (%)	76.29	110.20	226.27	-
净资本/总负债* (%)	79.47	46.87	27.04	-
净资本/有息债务 (%)	90.27	53.87	30.93	-
货币资金/总负债*	10.48	8.68	7.84	-
员工费用率 (%)	26.97	27.44	29.47	-
手续费及佣金净收入/营业收入 (%)	52.35	60.44	56.18	-
受托客户资产管理与基金管理业务 净收入/营业收入 (%)	2.15	3.87	3.88	-
营业利润率 (%)	40.06	43.67	45.11	-
平均资产回报率 (%)	4.01	4.36	4.03	-
平均资本回报率 (%)	6.53	8.45	11.30	-
监管口径数据与指标	2012 年末	2013 年末	2014 年末	监管标准 值
净资本 (亿元)	156.22	140.41	254.49	>2 亿元
净资本/各项风险资本准备之和 (%)	1135.11	761.63	803.73	>100%
净资本/净资产 (%)	62.15	53.17	62.75	>40%
净资本/负债 (%)	84.81	52.24	28.96	>8%
净资产/负债 (%)	136.47	98.24	46.15	>20%
自营权益类证券及证券衍生品 (包括 股指期货)/净资本 (%)	31.86	48.17	35.98	<100%
自营固定收益类证券/净资本 (%)	147.25	98.28	117.48	<500%

注：根据招商证券2012-2014年经审计的财务报表、2012-2014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	2012 年末	2013 年末	2014 年末
总资产*（亿元）	454.26	571.41	1357.14
其中：货币资金*（亿元）	20.60	26.00	73.80
结算备付金*（亿元）	11.51	4.82	11.59
融出资金（亿元）	52.41	200.87	585.95
交易性金融资产（亿元）	243.87	154.80	361.22
买入返售金融资产（亿元）	2.17	28.66	75.45
可供出售金融资产（亿元）	49.38	64.18	148.78
长期股权投资（亿元）	44.38	48.53	44.55
总负债*（亿元）	196.59	299.57	941.18
其中：短期借款（亿元）	7.87	14.19	28.44
拆入资金（亿元）	1.11	10.00	46.00
应付短期融资券（亿元）	20.00	78.00	143.63
卖出回购金融资产款（亿元）	141.23	43.58	491.39
应付债券（亿元）	0.00	99.80	99.82
股东权益（亿元）	257.68	271.84	415.96
其中：股本（亿元）	46.61	46.61	58.08
少数股东权益（亿元）	0.02	0.25	0.59
负债*和股东权益（亿元）	454.26	571.41	1357.14

注：根据招商证券2012-2014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