

招商证券股份有限公司
及其发行的 12 招商 03 与 14 招商债
跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2019]100033】

评级对象： 招商证券股份有限公司及其发行的 12 招商 03 与 14 招商债

	12 招商 03	14 招商债
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2019 年 4 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 4 月 25 日
前次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2018 年 4 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 4 月 27 日
首次评级：	AAA/稳定/AAA/2012 年 11 月 19 日	AAA/稳定/AAA/2014 年 12 月 4 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
总资产（亿元）	2430.58	2856.44	3049.31
总资产*（亿元）	1754.77	2345.48	2560.19
股东权益（亿元）	599.15	793.34	807.92
归属于母公司所有者权益（亿元）	598.26	792.30	807.23
净资本（亿元）	455.24	541.81	528.16
总负债*（亿元）	1155.62	1552.15	1752.27
营业收入（亿元）	116.95	133.53	113.22
净利润（亿元）	54.17	58.05	44.46
资产负债率（%）	65.86	66.18	68.44
净资本/总负债*（%）	39.39	34.91	30.14
净资本/有息债务（%）	44.98	37.97	31.90
员工费用率（%）	21.37	26.64	26.28
资产管理业务净收入与基金管理业务净收入/营业收入（%）	9.77	8.58	10.62
营业利润率（%）	54.61	53.20	48.06
平均资产回报率（%）	2.86	2.83	1.81
平均资本回报率（%）	10.00	8.34	5.55

注：根据招商证券 2016-2018 年经审计的财务报表整理、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 liuxingtang@shxsj.com
 何泳萱 hyx@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对招商证券股份有限公司（简称招商证券、发行人或公司）及其发行的 12 招商 03 与 14 招商债的跟踪评级反映了 2018 年以来招商证券在投资及交易业务方面继续保持优势，同时也反映了公司在风险管理能力等方面继续面临压力。

主要优势

- 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。

主要风险

- 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。
- 在金融业强监管、去杠杆的政策背景下，证券行业监管日趋严格，这将对招商证券的合规管理能力和风险管理能力提出更高的要求。

➤ 未来展望

通过对招商证券及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为上述债券还本付息安全性极强，并给了上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



招商证券股份有限公司

及其发行的 12 招商 03 与 14 招商债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照招商证券股份有限公司 2012 年公司债券(10 年期) (以下简称“12 招商 03”)信用评级和招商证券股份有限公司公开发行 2014 年公司债券 (以下简称“14 招商债”)信用评级的跟踪评级安排, 本评级机构根据招商证券股份有限公司提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据, 对招商证券的财务状况、经营状况、现金流量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, 进行了定期跟踪评级。

招商证券于 2013 年 3 月完成 2012 年公司债的发行, 债券分别简称为“12 招商 01”、“12 招商 02”和“12 招商 03”, 其中“12 招商 01”和“12 招商 02”均于 2018 年 3 月到期; 2015 年 5 月完成 2014 年公司债券的发行, 债券简称为“14 招商债”, 详细信息见图表 1。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
12 招商 03	55.00	10	5.15	2013 年 3 月	无异常
14 招商债	55.00	10	5.08	2015 年 5 月	无异常

资料来源: 招商证券

公司管理

跟踪期内, 招商证券实际控制人未发生变化, 仍为招商局集团有限公司 (以下简称“招商局集团”)。截至 2018 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 Best Winner Investment Limited 间接合计持有公司已发行总股份数的 44.09%。同年末, 公司注册资本为 66.99 亿元。

截至 2018 年末, 招商证券资产总额 3049.31 亿元, 所有者权益 807.92 亿元 (其中, 归属于母公司所有者权益 807.23 亿元)。2018 年公司实现营业收入

113.22 亿元，净利润 44.46 亿元（其中，归属于母公司所有者的净利润 44.25 亿元）。

业务运营

2018 年，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策带来的全球性信用收缩，我国股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。在此背景下，证券行业营收和利润均较上年同期有所减少。经纪业务及证券自营业务受市场波动影响较大；新股及再融资规模的下降亦导致投行业务收入降低；资管新规对资产管理业务的监管影响逐步减小，业务盈利水平有一定回升。

同年，受股票市场震荡加剧的影响，证券公司股票质押业务的风险有所加大，业务规模增速相应放缓，使得信用业务占比较高的证券公司整体资产负债规模增速下滑；同时，债券市场收益率持续下行，大部分证券公司固定收益类投资杠杆有所增加。整体来看，证券公司资产端自营业务规模占比提高，资本中介业务规模占比波动较大；为满足投资需求，负债端融资规模均有不同程度上升，其中卖出回购金融资产规模随债券市场行情好转增长较快，但证券公司债务水平仍较低，整体流动性较为宽松。

综合来看，证券行业经营业绩虽受市场周期影响较大，整体盈利大幅收窄，但因监管环境转变及非通道业务的稳定贡献，行业收入结构有所优化。债务融资工具的多样化发行使得证券公司整体流动性风险可控，但在债市的大幅波动以及信用风险持续暴露的背景下，固定收益自营业务占比较大的证券公司面临的市场风险和流动性风险管理压力明显上升。

招商证券坚持以客户为中心，向个人、机构及企业客户提供多元、全方位的金融产品和服务并从事投资与交易。公司的经纪和财富管理业务主要包括零售经纪与财富管理、资本中介业务和机构客户服务等；投资银行业务包括股票承销和保荐、债券承销、财务顾问、场外市场业务等；公司投资管理业务包括资产管理业务、私募股权基金管理业务、基金管理业务等；投资及交易业务包括权益类、固定收益证券及其他金融产品投资及交易（以下简称“证券自营业务”）。

2018 年以来，招商证券除投资及交易业务较上年有小幅增长外，其他各项业务均较年初有所下滑。得益于债券市场收益率的持续下行，公司投资及交易业务营收及利润持续增长；受市场股基交易量及两融、股票质押业务规模下滑影响，加之证券市场指数的持续下滑，公司经纪和财富管理业务营收及利润均较上年有所下降；监管趋严及 IPO 发审速度放缓亦使得公司投资银行业务业绩出现下滑；公司投资管理业务营收和利润下降主要系直接投资项目公允价值变动的影响。

整体来看，招商证券各项业务仍易受市场及行业竞争影响。随公司改革创新持续推进及市场环境的不变化，其营收及营利结构有一定分化。

图表 2. 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	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
经纪和财富管理	71.04	60.74	70.86	53.06	64.68	57.13
投资银行	21.56	18.43	21.71	16.25	13.96	12.33
投资管理	12.02	10.27	16.01	11.99	12.90	11.40
投资及交易	7.95	6.80	8.41	6.30	8.90	7.87
其他	4.40	3.76	16.56	12.40	12.76	11.27
合计	116.95	100.00	133.53	100.00	113.22	100.00

营业利润	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
经纪和财富管理	36.21	56.69	33.91	47.73	26.43	48.57
投资银行	13.33	20.87	10.71	15.08	4.04	7.43
投资管理	8.18	12.80	12.95	18.23	8.97	16.49
投资及交易	3.31	5.18	5.14	7.24	6.79	12.48
其他	2.85	4.46	8.33	11.73	8.18	15.04
合计	63.87	100.00	71.04	100.00	54.41	100.00

资料来源：招商证券

1. 经纪和财富管理

招商证券经纪和财富管理业务主要包括零售经纪与财富管理、资本中介业务和机构客户服务等。

（1）零售经纪与财富管理

跟踪期内，零售经纪与财富管理业务仍是招商证券最主要的收入来源。2018 年，公司积极拓展渠道，线下持续创新营销督导管理新模式、新渠道，线下网点数量保持增长，线上利用数字化手段开展精准营销，促进客户增长。

截至 2018 年末，招商证券证券营业部数量为 249 家，较年初新增 6 家；同期末有效客户数量为 1024.72 万户，较年初增长 18.96%。受证券市场持续震荡的影响，公司股票基金交易量逐年下降，2016-2018 年，公司股基交易量分别为 101298 亿元、92881 亿元和 75046 亿元，市场份额分别为 3.88%、4.01% 和 3.95%。2016-2018 年公司代理买卖业务净收入分别为 38.58 亿元、32.08 亿元和 24.06 亿元。股票基金交易量和经纪业务佣金率的持续下降使得公司代理买卖证券业务净收入持续承压，为稳定佣金率，公司持续推进零售经纪业务向财富管理转型。

图表 3. 招商证券证券经纪业务整体情况

	2016 年	2017 年	2018 年
股票基金交易量（亿元）	101298	92881	75046
市场份额（%）	3.88	4.01	3.95
营业部家数（家）	222	243	249
部均代理买卖证券业务净收入（万元/家）	1737.92	1320.35	966.35

资料来源：招商证券

注：证券经纪业务佣金率=代理买卖证券业务净收入/股票、基金交易额*100。

2018 年，通过对财富管理平台进行全方位升级改造，招商证券实现了全面任务管理、客户管理与产品管理。公司财富管理计划累计客户数达 264.37 万户，较上年同比增长 3.94%。受市场环境及保证金产品政策影响，公司代销各类理财产品规模较上年同比减少 13.83%，但受益于销售结构优化，代销金融产品收入实现逆势增长，代销收入市场份额排名第 6，同比提升 2 名。

招商证券股票期权经纪业务具有较强的市场竞争力。截至 2018 年末，公司股票期权累计开户数市场份额为 8.57%，排名第 1，交易量排名第 6。2018 年，公司荣获上海证券交易所颁发的“首届十佳期权经纪商”。

期货业务方面，招商证券通过全资子公司招商期货有限公司开展期货经纪业务。跟踪期内，公司积极推进国际化布局、强化产业客户开发，优化 IB 业务适当性管理流程，公司股指期货市场份额较上年同比增加 10 个百分点。

(2) 资本中介业务

2018 年，受 A 股下跌市场行情影响，融资融券行业规模呈现持续回落态势，部分股票亦出现连续跌停。同时，股票质押新规的出台亦对证券公司资本中介业务能力，特别是风控水平提出了更高要求。

跟踪期内，招商证券稳妥落实股票质押新规，严密跟踪资金用途，确保业务开展满足合规要求；持续做好资本中介业务宣传推广，加强对核心大客户、重点项目的跟踪及服务支持；同时针对个股“黑天鹅”频频发生的情况积极做好业务风险防控，提前预警并化解风险。截至 2018 年末，公司融资融券余额（母公司口径）为 386.81 亿元，较上年同比下降 29.28%，融资融券市场份额为 5.12%，较上年减少 0.21 个百分点，两融业务整体维持担保比例为 267.58%；同年末，公司股票质押式回购业务待购回余额达 388.07 亿元，整体履约保障比例为 220.15%，自有资金出资余额为 228.40 亿元，整体履约保障比例为 255.40%。

图表 4. 招商证券证券信用业务情况（单位：亿元）

	2016 年	2017 年	2018 年
融资融券余额	510.08	546.99	386.81
股票质押式回购业务待回购余额	433.37	591.28	388.07
自有资金出资余额	-	-	228.40
融资融券业务收入	40.05	39.77	36.94
股票质押回购收入	8.29	12.42	16.79

资料来源：招商证券

(3) 机构客户服务

机构销售与研究

跟踪期内，招商证券继续加强路演服务精细化管理，推进研究资源多元化，提升对核心客户的服务，2018 年公司公募基金分盘佣金排名第 4，继续保持前列。

研究业务方面，招商证券持续巩固并提升研究品牌，在各项外部研究中排名前列；同时聚焦公司战略，加快推动研究转型，全面提升对各业务板块的研究支持力度，深化“应用研究”。截至 2018 年末，公司共有研究人员 170 余人，研究范围涵盖宏观经济分析、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；A 股研究涉及超过 35 个行业领域及超过 1240 家上市公司，覆盖沪深 300 指数成份股总市值的 86%、创业板成份股总市值的 78%。在食品饮料、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、金融、房地产等领域的研究处于业内领先水平。

主经纪商

招商证券不断发挥业务均衡、特色突出的综合实力竞争优势，为私募基金、信托公司等主券商客户提供高品质、一站式的综合金融服务。2018 年，公司持续保持主券商系统平台建设的行业领先地位，持续完善主券商交易服务平台建设，增强特色投研服务，加速推进算法交易、绩效分析等投资和交易服务平台建设，增强客户粘性，公司主券商股基交易量较上年同比增长 27%。

托管与外包

2018 年，招商证券凭借先发优势，紧追市场热点，精心策划，通过举办行业会议、协同营销等营销手段积极获客；通过加强金融科技和精细化流程管理，提高运营质量和效率；通过构建多层次服务标准，实现客户服务优化，增加客户粘性；通过搭建机构服务平台，实现服务智能化和线上化，保持了资产托管和外包业务的行业领先地位。

截至 2018 年末，招商证券托管外包产品（包含资管子公司）数量为 18465 只，较上年同比增长 12.91%，规模为 19801.88 亿元，较上年同比减少 4.75%；根据中国证券投资基金业协会的数据，公司托管的私募基金产品数量市场份额为 26.52%。公司私募基金托管外包产品数量、规模、公募基金托管数量连续五年保持全行业第一；2018 年，公司提供 WFOE 托管外包服务的产品数量市场占有率位居第一。

2. 投资银行业务

2018 年，A 股 IPO 监管审核趋严、发审速度放缓、过会率大幅降低，同时再融资和减持新规的持续发酵，使得国内股票一级市场的首次公开发行和股权融资规模均同比大幅下降；债券市场方面，公司债、中期票据、短期融资券和资产支持证券均保持增长，但企业债发行规模出现了一定程度的下降，国内债券市场融资规模仍维持整体增长。在此背景下，2018 年招商证券投资银行业务经营情况有所波动，营业收入与营业利润贡献度均较上年有所下滑。

股票承销和保荐业务方面，招商证券积极推动存量项目的执行和落地，同时全力开拓新的优质 IPO 项目，提升项目质量和规模，特别是针对“新经济”、科创板聚焦领域优质企业，开展持续拜访和精准营销。根据 Wind 统计，公司 A 股股票主承销金额和家数分别排名行业第 8 和第 9，与上年持平。其中，IPO 承销金额、家数分别排名行业第 5 和第 4，较上年上升 2 名和 3 名；再融资承销金额和家数分别排名行业第 10 和第 11。根据中国证监会数据，截至 2018 年末，公司 IPO 在会审核项目数量达 19 家（含已过会待发行项目），排名行业第 4。2018 年，公司完成了郑州银行、长城证券、厦门盈趣科技、中铝国际工程 IPO 和牧原食品优先股等股权融资项目。

债券承销方面，招商证券继续加强专业队伍建设，在不断巩固优势产品的基础上，加大对特定类型客户和资产支持证券项目的开发，债券承销业务继续保持了较强的市场竞争力，资产支持证券承销规模继续排名行业前列。根据 Wind 统计，2018 年，公司主承销债券金额（包含自主自办发行）为 4631.08 亿元，较上年同比增长 13.12%，排名行业第 3。其中，资产支持证券承销金额为 2327.84 亿元，排名行业第 2，市场份额 13.62%。同年，在保持传统债券承销业务优势的基础上，公司加大创新产品业务领域的资源投入，并加强国际业务领域布局，成功发行了多个首单产品，包括：市场首批“一带一路”熊猫公司债券——普洛斯洛华中国海外控股(香港)有限公司“一带一路”公司债券、招商局港口控股有限公司“一带一路”公司债券；首单长租公寓抵押贷款资产证券化产品“招商创融-招商蛇口长租公寓资产支持专项计划”；境内首单通过债券通（北向通）引入境外投资人的住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）项目“建元 2018 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券”等。

图表 5. 招商证券股票主承销业务整体情况（单位：亿元）

	2016 年	2017 年	2018 年
A 股首次公开发行	59.92	93.23	78.76
A 股再融资发行	455.36	259.30	102.71
股票承销金额合计	515.29	352.53	181.46
公司债	1083.68	385.12	680.77
金融债	290.50	1080.50	1288.48
短期融资券	40.00	112.66	51.58
资产支持证券	1042.30	2085.40	2327.84
其他	377.25	430.28	282.41
债券主承销金额合计	2883.73	4093.96	4631.08

资料来源：招商证券

注 1：2016 年再融资发行含发行股票购买资产类增发，不含可转债；2017 年和 2018 年再融资发行不含发行股票购买的资产类增发。

注 2：含证券公司自主自办发行；其他包括地方政府债、国际机构债和政府支持机构债券。

财务顾问业务方面，招商证券坚持服务实体经济，紧抓经济结构转型升级和国企改革业务机会，积极撮合各方交易资源。2018 年，根据 Wind 统计，公司披露并购交易数量为 15 家，披露并购交易金额为 371.30 亿元，均排名行业第 7。同年，公司完成了首例红筹上市公司控股权回归 A 股的项目“招商港口资产组项目”，实现了招商局集团港口资产在 A 股整体上市。

场外市场业务方面，跟踪期内，招商证券持续关注市场变化、严格控制业务风险。2018 年，公司累计为 341 家企业提供持续督导服务，排名第 6；新三板定向发行项目 47 家，排名第 5；累计融资金额 36.27 亿元，排名第 2。

3. 投资管理

资产管理

招商证券通过全资子公司招商证券资产管理有限公司（以下简称“招商资管”）开展证券资产管理业务。

2018 年，招商资管通过提高投研能力、紧抓市场热点和投资者需求、重塑量化产品、强化夸奖资产配置能力等措施，不断提升主动管理能力。截至 2018 年末，招商资管资产管理规模合计 7134.65 亿元，同比下降 8.43%；其中主动管理规模 2313.32 亿元，同比增长 81.86%；同年末资管业务规模行业排名为第 4 位，较 2017 年末上升 1 位。

从产品结构看，得益于主动管理产品投资业绩的大幅提升，招商资管集合资产管理规模增幅较大；得益于招商证券在资产支持证券项目发行方面的优势，招商资管专项资产管理规模稳步提升；受资管新规影响，招商资管定

向业务规模同比有所下降。综合来看，公司通道业务规模不断压降，主动管理规模快速提升。

图表 6. 招商证券资产管理业务情况

	2016 年	2017 年	2018 年
期末集合资产管理业务规模（亿元）	446.54	471.46	1317.75
期末专项资产管理业务规模（亿元）	232.22	443.85	567.10
期末定向资产管理业务规模（亿元）	5619.96	6876.35	5249.80
期末资产管理规模合计（亿元）	6298.72	7791.66	7134.65
期末集合资产管理业务净收入（亿元）	8.08	7.87	8.27
期末专项资产管理业务净收入（亿元）	0.42	0.18	0.13
期末定向资产管理业务净收入（亿元）	2.14	2.26	2.53
期末资产管理业务净收入合计（亿元）	10.64	10.32	10.93
资产管理规模行业排名（位）	8	5	4

资料来源：招商证券

私募股权基金管理业务

招商证券通过招商致远资本投资有限公司（以下简称“招商致远资本”）开展私募股权基金管理业务。

2018 年，招商致远资本进一步夯实“一个致远”的投资管理平台，全方位提高“募、投、管、退”各环节专业能力，提升运营管理效能，做大做强私募股权投资业务；依托既有业务优势和基础，积极联动招商局集团内部资源，拓展创收渠道，打造合作共赢的投资生态圈；积极推动产融结合，抓住市场机遇，不断创新基金设立模式，加大基金募集力度。同年，招商致远资本积极探索大健康产业基金、TMT 基金、创投基金等基金新设机会，部分基金已经完成募集意向；在开拓投资项目的同时，逐步加强团队专业化投资能力，补充专业人才，加大项目开发力度与项目资源统筹能力，提升项目质量，稳固业务基础。截至 2018 年末，招商致远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，投资行业涉及金融科技、教育、文化、高端制造、人工智能；投资了德必文化、今日投资等多个领先企业。

基金管理

招商证券通过联营公司博时基金管理有限公司（以下简称“博时基金”）和招商基金管理有限公司（以下简称“招商基金”）从事基金管理业务。

1) 博时基金

招商证券持有博时基金 49% 的股权。2018 年末，博时基金资产管理规模 8639 亿元（不含子公司管理规模），其中公募基金资产管理规模 5568 亿元（剔除联接基金）。根据 Wind 数据，同年末，博时基金非货币公募基金规模排名行业第 1。

2) 招商基金

招商证券持有招商基金 45% 的股权。截至 2018 年末，招商基金资产管理规模 4937 亿元（不含子公司管理规模），其中公募基金资产管理规模 3832 亿元（剔除联接基金）。根据 Wind 数据，同年末，招商基金非货币公募基金规模排名行业第 8。

4. 证券自营业务

招商证券证券自营业务包括权益类、固定收益证券及其他金融产品投资及交易。投资及交易业务是公司重要的收入来源之一，但易受证券市场波动影响，收入贡献较不稳定。截至 2018 年末，公司证券投资规模合计 1503.34 亿元，同比增长 41.36%，其中，公司股票投资余额合计 150.08 亿元，同比增长 8.83%；债券投资余额合计 1106.26 亿元，同比增长 83.76%。2018 年证券投资业务分部收入为 8.90 亿元，同比增长 5.83%。

权益类投资业务方面，招商证券一直坚守价值投资理念，强化仓位管理，优化持仓结构，加大投研力度，根据市场变化严格控制风险敞口，探索多策略的自营模式。跟踪期内，由于市场波动加剧，公司方向性投资业务收入同比大幅下降。在此背景下，公司积极通过量化、对冲等方式开展基金做市、场内期权做市、场外衍生品交易等市场中性投资业务，发挥策略丰富的优势，在低风险的前提下获得稳定超额收益。同时，公司强化创新驱动，持续丰富投资品种，获得跨境业务、场外期权业务一级交易商、上海期货交易所铜期权做市商等新业务资格。

债券自营投资业务方面，招商证券加强宏观研究和信用研究，大力发展套利类中性策略，加强流动性管理能力，稳步做大投资规模，通过建立更完善的投资体系，以多维度策略提升投资收益，在复杂的经营环境中取得较好成绩。同时，公司积极筹备创新业务并推动其快速发展，2018 年 7 月取得了债券通业务做市商资格，同年 12 月成为交易所市场首批信用风险缓释工具创设机构。商品交易业务方面，公司积极做大现有成熟策略，进一步丰富业务类型，探索新的业务模式。外汇业务方面，公司积极向国家外汇管理局及证监会申请结售汇业务资格。

图表 7. 招商证券证券投资业务情况（单位：亿元，%）

	2016 年末	2017 年末	2018 年末
证券投资规模（亿元）	729.67	1063.46	1503.34
其中：债券（%）	42.45	56.61	73.59
股票（%）	16.29	12.97	9.98
基金（%）	24.39	19.45	13.80
其他（%）	16.86	10.97	2.63
净资本/证券投资规模（%）	62.39	50.95	35.13

	2016 年末	2017 年末	2018 年末
证券投资业务分部收入（亿元）	7.95	8.41	8.90

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 2:2018 年会计科目调整后，证券投资规模=交易性金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资；

注 3：净资产数据按《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）计算。

OTC 产品销售和交易方面，2018 年，资管新规的落地和逐步实施，对各类金融产品风险防范提出更高要求，场外产品创新日趋谨慎。同时，市场环境较为低迷，叠加存量规模较大因素，招商证券融资需求下降，收益凭证发行收缩。跟踪期内，公司共发行收益凭证 224 只，发行规模 205.36 亿元。

做市业务方面，2018 年三板做市指数较上年下跌 27.65%，招商证券做市业务整体采取收缩策略，为控制风险逐步退出为部分股票做市，并积极减仓回笼资金。截至 2018 年末，公司在做市股票共 36 只。

5. 海外业务

招商证券以全资子公司招商证券国际有限公司（以下简称“招证国际”）为平台开展海外业务。招证国际通过设立不同子公司分别经营证券及期货合约经纪、代理人服务、上市保荐、财务顾问、企业融资、投资管理、资产管理、市场研究等业务，以及子公司所在地监管规则允许的其他业务。近年来，招证国际以香港为中心，在英国、韩国等地相继获得监管牌照。

2018 年，香港股票市场年初升至历史高位，其后受中美贸易摩擦等因素影响整体走低。招证国际重点把握创新型公司来港上市机遇，策略性的加强对新经济行业公司的服务。跟踪期内，公司完成 15 个 IPO 项目，承销金额 16.87 亿美元；2 个配售项目，集资额约 1.49 亿美元；3 个兼并收购及财务顾问项目，总交易金额 21.66 亿美元；11 个债券承销项目，总承销金额 4.99 亿美元。证券业务方面，公司加大资本中介业务拓展力度，直投业务经过几年的培育已取得一定进展，投入的优质项目逐渐为公司带来回报；定息收益业务受市场因素影响，逐步从自营债券投资转型至集中代客业务，积极开拓佣金业务收入，降低整体市场风险。

海外子公司方面，招商证券韩国公司除开展中港股票代理买卖业务外，还积极推进 IPO 承销、债券及美股代理买卖业务等，持续稳定发展。公司英国公司主要以大宗商品期货交易为主，于跟踪期内首次实现盈利。

风险管理

跟踪期内，招商证券持续优化风险管理组织架构，并根据《证券公司风险指标管理办法》及配套规则，积极调整公司内部各项风险管理制度流程及风控指标的控制机制，同时公司还成为行业首批申请并表监管试点的证券公司之一。此外，公司自 2008 年至 2018 年连续十一年获得中国证监会 A 类 AA 级监管评级。

1. 市场与信用风险

在市场风险管理方面，招商证券建立了“全口径、多币种、跨市场”的统一市场风险管理体系，并根据董事会制定的风险偏好、风险容忍度系列指标，统一进行经济资本分配，综合考虑各类投资的风险收益情况，结合相互间相关性和分散化效应将整体的风险限额分配至各业务部门和各业务线，并相应制定业务授权。通过整体全局和具体局部的市场风险管理方法，建立了较为完善的市场风险管理组织架构，并较好地控制了市场风险。但这些方法的使用及有效性具有一定的局限性，并会受到系列因素的影响，如套期保值的有效性、市场流动性变化、对冲价格相关性等。因此公司根据市场发展和组合变化情况，通过对市场风险的实时与准确的评估，不断加强调整风险管控措施，主动积极地管理市场风险。

在市场风险计量方面，招商证券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，估算在某一给定时间范围和一定置信区间内，由证券价格变动而引起的最大可能的持仓亏损。同时通过压力测试、敏感性分析等方法对 VAR 模型进行补充。此外，公司还建立了市场风险限额管理体系，并根据市场情况、业务发展需求持续对其进行调整和完善。

在信用风险管理方面，招商证券坚持“审慎主动”的信用风险管理理念，综合运用信用风险限额、内部信用评级、担保品量化管理、信用风险计量模型等多种管理方法对信用风险进行管理。针对资本中介业务，公司构建了多层次业务授权管理体系，并通过尽职调查、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；针对债券投资业务，公司建立了内部信用评级系统，并通过业务授权限定投资品种和交易对手的最低等级要求，综合运用分散化策略降低投资品种和交易对手违约带来的损失程度；在场外衍生品交易业务方面，公司亦通过事前、事中、事后三个环节加强管理，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方法和配套细则；针对经纪业务，公司要求境内代理客户的证券交易以全额保证金结算，加强境外代理客户的证券及其他金融产品交易的授信和保证金管理。

投资及交易业务方面，2018 年，招商证券的债券投资规模大幅上升，权益投资规模略有下降，因而公司自营非权益类证券及其衍生品占净资产的比重（母公司口径）有所上升，自营权益类证券及证券衍生品占净资产的比重（母公司口径）略有下降，期末分别为 246.47% 和 22.27%，优于监管标准值。

图表 8. 招商证券自营业务风控指标（单位：%）

	2016 年末	2017 年末	2018 年末	预警标准	监管标准
自营非权益类证券及其衍生品/净资产	98.12	148.89	246.47	≤400	≤500
自营权益类证券及证券衍生品/净资产	37.01	30.77	22.27	≤80	≤100

资料来源：招商证券

注 1：本表数据为母公司口径数据；

注 2：上述指标根据《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版)计算；

注 3：监管标准值取自《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版)，2016 年 10 月 1 日起正式实施。

从权益类投资看，跟踪期内股票市场表现低迷，且面临金融市场强监管和去杠杆压力。在此背景下招商证券及时调整持仓结构、积极开展量化、对冲业务，以控制方向性投资面临的市场风险。2018 年，公司权益类市场风险价值¹（合并口径）期末值为 1.92 亿元，最高值为 2.55 亿元，最低值为 1.62 亿元，平均值为 2.21 亿元；权益类市场风险价值（母公司口径）期末值为 1.89 亿元，最高值为 2.47 亿元，最低值为 1.62 亿元，平均值为 2.17 亿元。

从固定收益类投资看，2018 年，招商证券积极把握债市行情，及时调整仓位，债券投资规模较上年大幅上升。受此影响，公司年末利率类市场风险价值（母公司口径）为 4852 万元，较年初下降 155 万元。同期末，公司境内债券投资风险敞口（母公司口径）合计 1196.73 亿元，同比增长 106.53%。从债券投资信用等级看，公司主要持有 AA+级以上信用债、国债和政策性银行债，债券违约风险相对可控。公司全年计提 464.93 万元债权投资减值损失，转回其他债权投资减值损失 103.19 万元。

资本中介业务方面，截至 2018 年 6 月末，招商证券融资融券余额（母公司口径）和股票质押式回购业务待购回金额分别为 470.38 亿元和 545.28 亿元。随着市场行情震荡下行，公司在 2018 年下半年压缩了两融及股质业务规模。截至 2018 年末，公司两融及股质业务余额分别为 386.81 亿元和 388.07 亿元，同比分别下降 29.28% 和 34.37%。得益于较为完善的全流程风险管理体系，公司资本中介业务信用风险相对可控。2018 年末，公司融资融券业务整体维持担保比率为 267.58%，股票质押整体履约保证比例为 220.15%。

¹置信水平为 95%，观察期为 1 个交易日，下同。

2. 流动性风险

跟踪期内，招商证券以股票质押式回购为主的买入返售金融资产占用资产规模有所下降，证券投资业务规模在总资产中占比上升。截至 2018 年末，公司以股票质押业务为主的买入返售金融资产和证券投资净额分别为 330.44 亿元和 1503.34 亿元，同比分别下降 30.55 亿元和上升 439.88 亿元；同期末买入返售金融资产和各类证券投资净额占总资产*的比重分别为 12.91% 和 58.72%，同比分别下降 2.48 个百分点和上升 13.38 个百分点。受股票市场行情低迷的影响，2018 年公司融出资金余额有所下降，占总资产*的比重也随之下降。截至 2018 年末，公司融出资金余额合计 429.76 亿元，同比下降 27.45%；占总资产*的比重为 16.79%，同比下降 8.47 个百分点。

图表 9. 招商证券资产构成占比情况（单位：%）

	2016 年末	2017 年末	2018 年末
货币资金*	6.24	4.32	2.85
证券投资业务	41.58	45.34	58.72
买入返售金融资产	10.80	15.39	12.91
融出资金	30.40	25.26	16.79
小计	89.02	90.31	91.27
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

从负债端来看，招商证券债务融资手段较为丰富，融资渠道较为畅通。跟踪期内公司通过发行多期公司债补充了一定规模的中长期资金，但由于证券投资规模增长仍相对较快，公司加大了短期融资力度，短期债务规模大幅上升。此外，随着债券投资规模的上升，公司卖出回购金融资产规模也有所增加。受此影响，2018 年末，公司短期债务规模、短期债务占有息债务的比重均有所上升。

图表 10. 招商证券债务构成情况（单位：亿元，%）

	2016 年末	2017 年末	2018 年末
卖出回购金融资产款	193.99	333.83	612.68
短期债务	522.16	955.88	1120.53
有息债务	1012.07	1426.76	1655.47
短期债务/有息债务	51.59	67.00	67.69
货币资金*/短期债务	20.96	10.60	6.51

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。

整体来看，2018 年末，招商证券流动性覆盖率（母公司口径）保持在较高水平，净稳定资金率（母公司口径）大幅上升。2018 年以来金融市场波动性较大，股票二级市场震荡下行，债券违约事件频发，在证券投资占用资金规模上升的背景之下，短期融资占比上升，公司流动性监管指标均远高于 120% 的预警标准。

图表 11. 招商证券母公司口径流动性监管指标（单位：%）

	2016 年末	2017 年末	2018 年末	预警标准	监管标准
流动性覆盖率	151.00	392.17	277.30	≥120	≥100
净稳定资金率	134.94	132.69	159.64	≥120	≥100

资料来源：招商证券

注 1：本表数据为母公司口径数据；

注 2：上述指标根据《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版)计算；

注 3：监管标准值取自《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版)，2016 年 10 月 1 日起正式实施。

财务质量

1. 公司盈利能力

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，营业收入与净利润位居行业前 10 位以内。跟踪期内，受市场行情震荡下行、IPO 发审速度下降及监管趋严等因素影响，公司营业收入及净利润同比下滑。2018 年，公司实现营业收入 113.22 亿元，实现净利润 44.46 亿元；分别较 2017 年下降 15.21% 和 23.40%。

图表 12. 招商证券收入与利润情况

	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入（亿元）	116.95	133.53	113.22
同比变动（%）	-53.76	14.17	-15.21
证券行业营业收入变动（%）	-42.97	-5.08	-14.47
净利润（亿元）	54.17	58.05	44.46
同比变动（%）	-50.43	7.16	-23.40
证券行业净利润变动（%）	-49.57	-8.47	-41.04
营业收入行业排名（位）	10	6	-
净利润行业排名（位）	8	6	-

资料来源：招商证券、Wind

招商证券营业利润率随市场变化而波动。跟踪期内，股票二级市场震荡下跌，股基交易量大幅下滑，同时监管趋严，IPO 过会率大幅降低，在此背景下，尽管投资及交易业务营业利润率保持增长，但公司经纪业务、投行业务和投资管理业务营业利润率均有所下降。受此影响，公司整体营业利润率有所下降。2018 年公司营业利润率为 48.06%，同比下降 5.14 个百分点。

图表 13. 招商证券营业利润率（单位：%）

	2016 年	2017 年	2018 年
营业利润率	54.61	53.20	48.06
其中：经纪和财富管理业务	50.97	47.85	40.85
投资银行业务	61.82	49.36	28.96
投资及交易业务	41.66	61.15	76.24
投资管理业务	68.06	80.92	69.51

资料来源：招商证券

2018 年，招商证券业务及管理费随着营业收入回落而下降，但下降幅度小于营业收入的下降幅度，主要是由于业务推广费、租赁费等业务费用增加所致。目前，公司业务管理费占营业收入的比仍控制在合理水平。

图表 14. 招商证券成本费用变化（单位：%）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入变动	30.45	80.69	129.87	-53.76	14.17	-15.21
业务及管理费用变动	20.64	55.65	105.50	-50.83	26.56	-7.31
员工费用变动	32.77	94.04	134.34	-67.11	42.37	-16.38
业务及管理费/营业收入	50.45	43.44	38.84	41.29	45.77	50.04
员工费用/业务及管理费	54.42	67.84	77.36	51.74	58.21	52.51

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。近年来，随着业务结构的优化，公司收入结构也有所改善，但仍易受证券市场波动的影响，盈利稳定性仍有提升空间。2018 年公司平均资产回报率和平均资本回报率分别为 1.81% 和 5.55%，分别较上年下降 1.02 个百分点和 2.78 个百分点。

2. 资本与杠杆

跟踪期内，招商证券未通过公开市场和股东增资的方式补充自有资本，随着部分次级债到期，资本规模略有下降。截至 2018 年末，公司净资产（母公司口径）为 755.18 亿元，净资本为 528.16 亿元，同比分别增长 0.45% 和下降 2.52%。

图表 15. 招商证券资本实力（单位：亿元，位）

	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
净资产	264.07	405.58	462.74	568.84	751.77	755.18
行业排名	6	3	9	6	6	-
净资本	140.41	254.49	371.54	455.24	541.81	528.16
行业排名	8	6	8	8	6	-

资料来源：中国证券业协会

注 1：本表数据为母公司口径数据；

注 2：2015 年末净资本数据未经重述。

招商证券股东权益构成中未分配利润占有较大比重，2016-2018 年末，未分配利润占比分别为 23.96%、21.42%和 21.23%。公司现金分红政策对其资本构成稳定性有一定影响。近年来，公司现金分红比例较为稳定，根据公司 2018 年度利润分配预案，公司拟每 10 股派发现金股利 2.64 元（含税），合计 17.69 亿元，占公司 2018 年合并报表归属母公司所有者的净利润的 39.97%，占比与 2017 年度基本持平。

图表 16. 招商证券净资产构成情况（单位：%）

	2016 年末	2017 年末	2018 年末
股本	11.18	8.44	8.29
资本公积	45.95	34.71	34.08
盈余公积	6.47	5.43	5.77
一般风险准备	12.72	10.69	11.39
未分配利润	23.96	21.42	21.23
其他综合收益	-0.44	0.27	0.58
其他权益工具	-	18.91	18.57
少数股东权益	0.15	0.13	0.09
股东权益合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：招商证券

2018 年以来，招商证券证券投资规模保持较快增长，资金需求量有所上升。2017 年公司发行了四期永续次级债券，资本实力得到补充，公司整体杠杆水平仍较为稳定。截至 2018 年末公司资产负债率为 68.44%，同比上升 2.26 个百分点。从净资本监管指标（母公司口径）看，2018 年末除风险覆盖率外各指标均有所下降，但仍处于较优水平。

图表 17. 招商证券资本与杠杆情况（单位：%）

	2016 年末	2017 年末	2018 年末	预警标准	监管标准
资产负债率	65.86	66.18	68.44	-	-
净资本/净资产	80.03	72.07	69.94	≥24%	≥20%
净资本/负债	43.03	38.10	31.77	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	53.77	52.87	45.42	≥12%	≥10%
风险覆盖率	319.28	300.01	309.04	≥120%	≥100%

	2016 年末	2017 年末	2018 年末	预警标准	监管标准
资本杠杆率	24.30	18.57	15.52	≥9.6%	≥8%

资料来源：招商证券

注 1：本表中净资产及风险控制指标为母公司数据；

注 2：净资产相关数据按《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）计算；

注 3：监管标准值取自《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版），2016 年 10 月 1 日起正式实施。

跟踪评级结论

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，招商证券将持续面临激烈的市场竞争压力。跟踪期内，市场震荡下行，受此影响，公司各项业务都受到冲击，除投资及交易业务业绩保持增长外，其他业务业绩均同比下滑。受证券投资规模上升的影响，公司资金需求量有所增大，短期融资规模有所上升。随着部分次级债到期，公司净资产略有下降，杠杆水平相对稳定。但在金融强监管、去杠杆的政策背景下，公司业务发展及风险管理仍将持续面临压力。

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）证券市场波动及创新业务发展对招商证券风险管理能力提出的挑战。

附录一：
主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2016年	2017年	2018年	-
总资产（亿元）	2430.58	2856.44	3049.31	-
总资产*（亿元）	1754.77	2345.48	2560.19	-
股东权益（亿元）	599.15	793.34	807.92	-
归属于母公司所有者权益（亿元）	598.26	792.30	807.23	-
营业收入（亿元）	116.95	133.53	113.22	-
营业利润（亿元）	63.87	71.04	54.41	-
净利润（亿元）	54.17	58.05	44.46	-
资产负债率（%）	65.86	66.18	68.44	-
权益负债率（%）	192.88	195.65	216.89	-
净资本/总负债*（%）	39.39	34.91	30.14	-
净资本/有息债务（%）	44.98	37.97	40.01	-
货币资金*/总负债*	9.47	6.53	4.16	-
员工费用率（%）	21.37	26.64	26.28	-
手续费及佣金净收入/营业收入（%）	72.45	59.44	56.96	-
受托客户资产管理与基金管理业务净收入/营业收入（%）	9.77	8.58	10.62	-
营业利润率（%）	54.61	53.20	48.06	-
平均资产回报率（%）	2.86	2.83	1.81	-
平均资本回报率（%）	10.00	8.34	5.55	-
监管口径数据与指标	2016年	2017年	2018年	监管标准值
净资本（亿元）	455.24	541.81	528.16	≥2 亿元
风险覆盖率（%）	319.28	300.01	309.04	≥100%
净资本/净资产（%）	80.03	72.07	69.94	≥20%
净资本/负债（%）	43.03	38.10	31.77	≥8%
净资产/负债（%）	53.77	52.87	45.42	≥10%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	37.01	30.77	22.27	≤100%
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	98.12	148.89	246.47	≤500%

注1：根据招商证券2016-2018年财务审计报告整理、计算，其中，净资本及风险控制指标为母公司数据。

注2：监管标准值取自《证券公司风险控制指标管理办法》（2016年修订版），2016年10月1日起正式实施。

附录二：

招商证券调整后资产负债简表

财务数据	2016 年末	2017 年末	2018 年末
总资产* (亿元)	1754.77	2345.48	2560.19
其中：货币资金* (亿元)	109.45	101.31	72.89
结算备付金* (亿元)	15.75	39.84	39.13
融出资金 (亿元)	533.52	592.35	429.76
交易性金融资产 (亿元)	482.44	730.70	1001.25
买入返售金融资产 (亿元)	189.53	360.99	330.44
可供出售金融资产 (亿元)	247.22	332.75	-
其他债权投资 (亿元)	-	-	416.42
其他权益工具投资 (亿元)	-	-	67.23
长期股权投资 (亿元)	52.89	74.90	82.88
总负债* (亿元)	1155.62	1552.15	1752.27
其中：短期借款 (亿元)	32.52	66.11	15.82
拆入资金 (亿元)	15.00	14.70	35.19
应付短期融资券 (亿元)	217.82	470.46	348.50
卖出回购金融资产款 (亿元)	193.99	333.83	612.68
应付债券 (亿元)	504.65	472.30	534.19
股东权益 (亿元)	599.15	793.34	807.92
其中：股本 (亿元)	66.99	66.99	66.99
少数股东权益 (亿元)	0.89	1.04	0.70
负债*和股东权益 (亿元)	1754.77	2345.48	2560.19

注：根据招商证券2016-2018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 ² *×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 ² *+期末总资产 ² *)/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

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示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	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《证券行业信用评级方法》（发布于2018年3月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。