

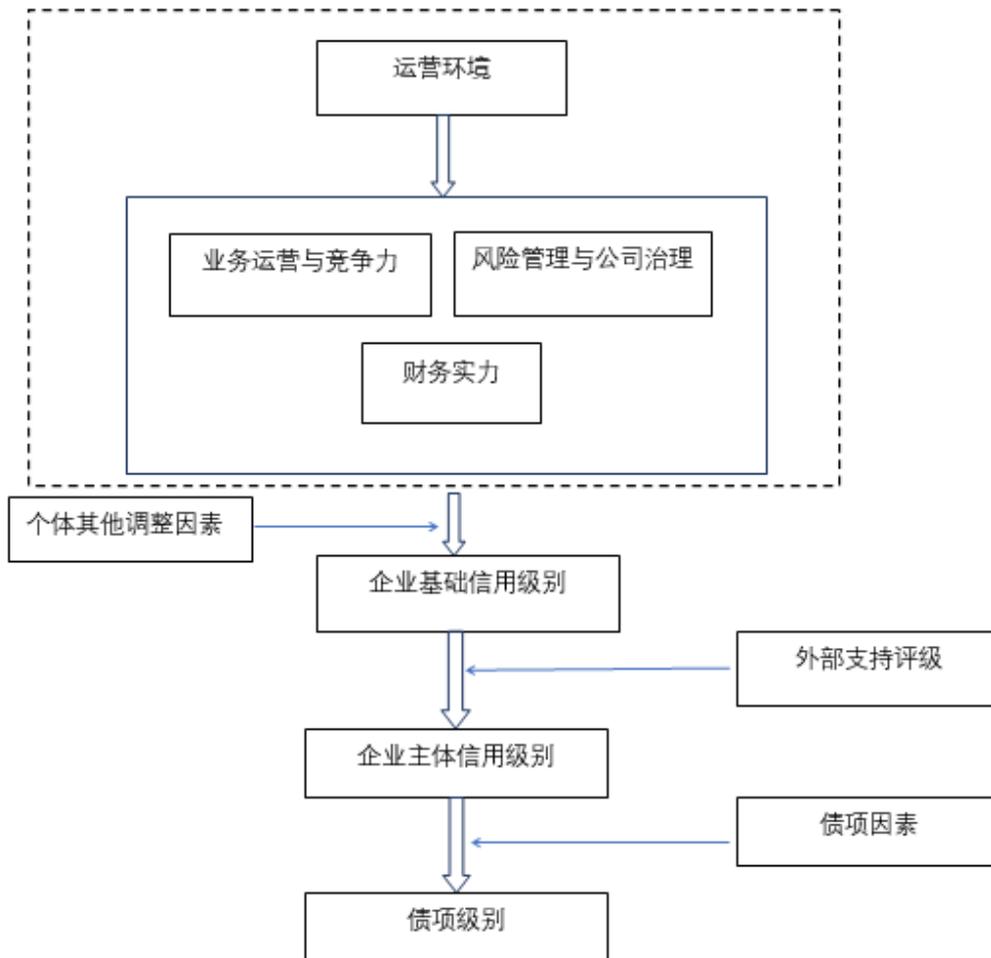
证券行业评级方法

一、评级逻辑和评级实现路径

（一）评级逻辑

- （1）证券行业风险受运营环境的影响较大；
- （2）企业基础级别需综合考虑业务运营与竞争力、公司治理与风险管理及财务实力；
- （3）在企业基础信用基础上考虑外部支持，得出主体信用级别；在企业主体信用级别基础上考虑债项因素，得出债项级别。

（二）评级实现路径



二、评级框架和分析要素

（一）运营环境评估

证券行业的运营环境是对证券公司进行评级的基础。在运营环境方面，主要的分析内容包括：宏观经济环境、金融市场环境、行业监管政策和行业发展水平，以及其他有关的行业特征。了解证券公司所处行业的基本情况，有利于分析和判断证券公司的发展趋势、经营环境、外部支持，以及营运状况、财务状况等因素可信性，为最终较为准确地判定证券公司的信用等级提供必要的依据和支持。

一级指标	二级指标	三级指标
运营环境	经济环境	宏观经济：GDP 增长、消费和投资增长、PPI、CPI、货币政策、财政政策
		金融环境：金融环境指数、金融体系发达程度及稳健性、利率和汇率政策、直接融资占比、广义货币供应量（M2）
	监管与政策	监管体制、行业监管现状、监管政策的持续和稳定性、行业政策、监管处罚
	行业发展	证券化率、证券市场规模（上市公司数量、市值、开户数、债券规模）、证券公司行业集中度/竞争格局、行业壁垒、证券公司行业整体发展情况（家数、资产、资本、收入、利润）

1. 经济环境

经济环境方面主要考察我国目前的经济规模及增长速度，据此考察国家对于金融的需求力度；并结合 PPI、CPI 指标、消费和投资情况判断经济在某一阶段是否存在过冷或过热现象，以及国家对金融政策进行对应调控的可能性。

金融市场环境主要考察金融体系和资本市场的完善程度。一方面，金融体系的完善程度是证券公司业务发展和金融创新的重要保障；另一方面，金融体系的完善程度也有助于证券公司抵御风险；金融环境主要通过利率和汇率政策、直接融资占比和 M2 来考察。

2. 监管与政策

行业政策方面主要考察国家对证券行业的政策导向，间接确定其在金融整体中受重视和支持的程度，进而确定证券行业是政策鼓励/支持发展的行业、一般行业还是限制发展的行业。

证券行业在促进社会直接融资中发挥着重要作用，在我国金融体系中具有重要地位。近年来，国家出台了一系列针对证券行业的政策和法规，在我国社会直接融资占比不高的背景下，证券行业属于国家鼓励发展的行业；同时，证券行业在我国属于发展初期，相关的制度、法规尚不健全，市场参与主体也存在非理性、违规或违法的行为，因此，国家在鼓励证券行业发展的同时，对于证券行业也设立了严格的监管措施，既包括证券公司内在的风险控制指标，也涵盖了市场主体参与市场的行为规范，并加大了违规违法行为的处罚力度，以确保证券行业健康持续发展。

3. 行业发展

行业发展水平主要考察证券行业整体的规模情况以及竞争的激烈程度。证券公司主要在证券市场经营，因此证券市场发展情况对证券公司的经营具有一定影响。我们通过考察证券化率、证券市场规模等指标来考察证券市场的发展态势及所处的阶段。

其次，证券公司行业整体发展情况、行业壁垒、集中度及发展特性也是我们考察的重要方面。近年来，证券公司整体资本规模呈上升趋势，同时业务同质化比较严重，因此证券公司力图通过多种方式来提升自身竞争实力。证券公司的竞争态势比较明显，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变，行业集中度较高。具体来说，包括中信证券、国泰君安等在内的多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式扩大资本规模、提升竞争实力；部分券商在特定地域具有一定的比较优势，比如西南证券在西南区域、国联证券在无锡区域等。从行业集中度来看，前十大证券公司的资产、收入及利润规模均在 50% 左右，行业集中度较高。此外，互联网金融的发展也进一步加剧行业竞争，成为证券公司争夺客户资源、提高客户黏性的重要手段。

(二) 个体实力评价

这部分主要考察受评证券公司在不考虑外部支持的情况下，自身的经营和管理情况。主要从业务运营与竞争力、公司治理与风险管理能力和财务实力三大部分展开分析。

1. 业务运营与竞争力

证券公司业务运营与竞争力主要从其市场竞争力和业务运营两方面来考察，具体分析框架如下。

一级指标	二级指标	三级指标
业务运营与竞争力	市场竞争力	业务规模：收入规模、收入稳定性
		业务多元化：业务牌照、各板块业务收入占比
		品牌和市场地位：总资产、净资产、净资本、优势业务行业排名
		股东背景及对公司业务的支持
		研究能力
	业务运营	经纪业务：分支机构数量/区域布局、客户基础、高净值和机构客户占比、成交金额、佣金率、市场份额、行业排名
		投行业务：渠道资源、人员配备、激励机制、业务规模、市场份额、项目储备、行业份额/排名
		资管业务：销售渠道、产品种类、受托资产规模、主动管理业务占比、行业份额/排名
		自营业务：投资规模、投资收益率/稳定性、投资结构、投资策略、行业份额/排名
		信用业务：业务规模、行业份额/排名

(1) 市场竞争力

市场竞争力是证券公司经营能力和竞争能力的综合体现；联合评级主要通过考察证券公司的业务规模、收入稳定性、业务多元化、分支机构的布局情况、牌照的齐全程度、资本实

力、与同业比较的单项业务的竞争优势、股东在业务上对公司的支持和自身研究实力等。

证券公司的整体规模对于其自身发展尤为重要；一方面，当市场行情较好的时候，资本规模较大的证券公司以及牌照齐全的证券公司可以依靠资本优势和相关牌照来迅速扩大自营业务和信用交易业务等业务规模，从而提升自身的市场地位和盈利能力，并且广泛的分支机构布局也有利于经纪业务市场份额的提升，同时分支机构布局集中的地方容易形成地域优势，经纪业务也是投行、资管、信用交易等业务的基础；另一方面，当市场行情一般的时候，资本规模较大的证券公司以及牌照齐全的证券公司依然可以凭借良好的资本充足性和多元化的业务模式在业务规模上取得优势，并且在极端行情的时候，能够依靠充足的流动性保持较强的风险抵御能力。

对于证券公司来说，业务多元化程度越高意味着其对单一业务的依赖性越低，抵御风险的能力越强，这一点在不同类型的券商上有所差异；一般来说，券商规模越大，也具有更多的资本和业务资质开展多元化的业务，而中小券商其业务可能会存在对自营和经纪业务过度依赖的情况，业务更容易受到市场波动的影响。

研究实力也是证券公司竞争力和市场地位的重要体现。对于具有较强研究实力的券商来说，研究部门主要系卖方研究，是其业务收入的重要补充，也是获得市场认可的体现；另一方面，较强的研究实力可以推动公司自营、资管等其他业务的发展，提升公司各业务协同。

（2）业务运营能力

证券公司的业务运营能力分析可以通过其单项业务发展速度、业务经营状况、市场份额、行业排名、对于市场行情的把握能力来分析。对这些因素的了解和分析，是评级工作的重点，这可以通过证券公司提供的相关材料、评级机构掌握的各种信息进行考察，也可以借助一些指标分析提供必要的帮助。

（a）经纪业务

经纪业务主要考察证券公司经纪业务的管理架构、分支机构的新设布局情况和布局策略、经纪业务人员的构成、内部人员的培训、营销服务体系的建设、金融产品的代销、业务转型策略及互联网金融的发展、佣金率的变化情况、代理买卖证券业务的市场份额、行业排名等。具体来说，证券公司的渠道建设是其获得市场占有率的基础；证券公司分支机构的布局是否广泛、营销服务体系是否健全对于证券公司获取市场份额的作用十分明显；佣金率直接影响到证券公司代理买卖证券业务的收入规模，需要关注佣金率的变化情况对经纪业务收入的影响，以及公司自身未来佣金率是否存在下降空间。在经纪业务竞争激烈的形势下，证券公司的经纪业务能否打破价格战的局限，将经纪业务向财富管理等综合金融服务转型，进而提升经纪业务的发展空间具有重要意义。此外，经纪业务的发展情况受市场行情的活跃度和佣金率水平影响较大，需要对此保持关注。

（b）投行业务

投行业务主要考察证券公司投资银行业务的管理架构、团队的分布及稳定性情况、保荐代表人的数量、业务开展流程、业务发展的基本情况、渠道资源、项目储备情况等。证券公

公司的投资银行业务发展较大程度上依赖于项目的获取和储备情况、业务团队的建设情况以及产品的定价和销售能力，激励机制则影响到投行业务团队的质量和稳定性。同时，在监管趋严的形势下，证券公司投资银行业务的合规操作也应引起重视，这影响到公司业务能否持续运行并面临人才队伍流失等问题。此外，投资银行业务的发展情况受政策和市场影响较大，存在一定不确定性。

(c) 自营业务

自营业务主要考察证券公司证券投资策略、投资结构、投资规模、投资收益率及稳定性、决策机制、抓住市场行情的能力、规避市场风险和信用风险的风控措施等。证券公司自营业务是其资金运用的重要方式，因此投资策略的选取、投资结构的调整、投资规模的确定和相关风控措施的执行不仅关系到投资收益的实现，更关系到资金的安全。此外，自营业务受市场行情影响较大，且在债券市场违约频现的背景下，需要关注相关市场风险和信用风险。

(d) 资管业务

资管业务主要考察证券公司资产管理业务的组织架构、资产管理业务的规模、产品种类、销售渠道、业务结构、特色和优势产品、行业排名等。对于证券公司资产管理业务情况的分析，不仅要从规模上来初步判断，更要从业务结构上来进一步考察证券公司的投研能力，即主动管理能力，这主要通过主动管理业务占比来考察。在监管鼓励主动管理业务发展的背景之下，具备较强投研能力的证券公司未来成长的空间更大。

(e) 信用交易业务

信用交易业务主要考察证券公司信用交易业务的开展情况、客户准入规则、行业排名、信用风险的规避和市场风险的控制情况等。证券公司的信用交易业务目前已成为证券公司收入的重要来源之一。证券公司的资本规模、对于客户的风险识别能力、股票质押的折算率等都会对信用交易业务的开展产生较大影响。此外，信用交易业务受市场行情影响较大，未来增长存在一定不确定性。

2. 公司治理与风险管理

此部分主要是对公司治理结构、内控体系和风险管理体系等三方面通过定性和定量相结合的方式综合考察衡量证券公司的治理、管理和风控能力。

公司治理与 风险管理	公司治理及内控	股权结构、“三会一层”及其效率、内控体系的建设、管理团队素质及稳定性、监管处罚
	风险管理	风险管理体系建设：风控组织架构、风控制度、四大风险评估、计量、防范等措施；
		风险管理水平： 综合：风险覆盖率 流动性：净稳定资金率、流动性覆盖率 市场及信用风险：自营权益类证券及衍生品（固定收益类证券）/净资本、 市场风险压力测试结果、信用业务杠杆率
		监管分类评价

（1）公司治理与内控

公司治理方面的考察内容包括股东大会、董事会、监事会、高级管理层权力分配与制衡机制；董事会、监事会成员是否具备履行职责所必需的专业素质、是否勤勉诚信；董事会和监事会的各专设委员会实际履行职责情况，是否具备独立性；高管层的职业素质、薪酬体系与约束激励机制。在证券公司出现困难时，公司“三会一层”的重要性和作用就会体现出来。因而，应重点关注公司股东与董事会的运作，实际的领导体制，重大决策的制定机制，以及高级管理层的专业素质和流动性。同时，对证券公司内控体系的考察主要关注其是否从企业文化、授权体系、政策程序、基本流程、监督体系、评价体系等方面建立了内控的基本框架，并重点关注各条业务线内部控制是否健全，相互之间如何进行配合与协同，以此验证内控体系的完备性和合理性以及对证券公司运营效率的影响等。同时，如证券公司受到监管处罚则证明其合规管理方面存在瑕疵，会对其信用水平产生一定影响。

（2）风险管理

（a）风险管理体系

证券公司所面临的风险包括信用风险、市场风险、操作风险和流动性风险。此部分主要关注证券公司的风险偏好与风险管理能力，包括证券公司管理层对风险管理的重视以及对于改善和提高自身风险管理能力的努力程度。联合评级重点考察的是证券公司的风险管理体系与架构，与之相关的制度和流程，以及人员配备情况等。目的在于衡量证券公司现有风控体系是否能够有效进行相关风险的识别、计量和应对，并通过风险覆盖率定量指标考察证券公司面临的风险及整体风险控制水平。

（b）信用风险

此部分主要考察证券公司在面临信用交易业务（融资融券、约定式购回和股票质押业务）以及固定收益投资业务方面等信用风险的相应风控措施。主要考察指标为：信用业务杠杆率。

（c）市场风险

此部分主要考察证券公司如何应对自营业务、新三板做市业务以及资产管理业务等面临的信用风险情况而采取的相应风控措施。对于证券公司面临的市场风险水平主要通过市场风险压力测试结果和自营权益类证券及衍生品（固定收益类证券）/净资本来评估。

（d）操作风险

此部分主要考察证券公司如何应对在业务过程中的内部流程失效、员工行为不当、信息技术系统缺陷以及外部事件影响造成损失的风险。

（e）流动性风险

此部分主要考察证券公司应对债务到期带来的偿还压力、资金需求给资金供给带来的压力以及流动性压力测试情况等；可通过流动性覆盖率和净稳定资金率考察证券公司流动性水平。

3. 财务实力

此部分主要是通过证券公司的资金来源与流动性、资本和杠杆率、盈利能力三个方面考核其财务实力。

资金来源与流动性	资金来源：融资渠道、自有负债规模/变动/结构、净稳定资金率
	流动性：自有资产结构、可快速变现资产规模及占比、流动性覆盖率
资本和杠杆率	资本：资本补充渠道、所有者权益变动/规模/构成、净资本规模（核心净资本、附属净资本）、净资本/净资产
	杠杆率：自有资产负债率、资本杠杆率、可快速变现资产/全部债务；
盈利能力	收入/利润规模及构成、营业利润率、薪酬收入比、营业费用率、平均自有资产收益率、平均净资产收益率及行业排名

（1）资金来源与流动性

融资融券、约定购回、股票质押等业务的发展使证券公司资金快速消耗，对于资金的依赖度加大；对证券公司资金来源与流动性的考察，一方面是考察其补充资金的能力及获得资金的稳定性，主要通过自有负债的规模、变动及结构以及净稳定资金率来考察，其中对于自有负债还会关注其债务来源、金额、期限、利率、担保方式等，以判断资金来源的稳定性；另一方面，考察证券公司是否有足够的流动性资产以偿还债务、履行其他到期支付义务和满足正常业务开展的资金需求，因此储备足够的优质流动资产对证券公司应对流动性风险至关重要，我们主要通过可快速变现资产规模及占比、流动性覆盖率等指标考察流动性情况。

（2）资本和杠杆率

资本是证券公司开展各项业务的基础，也是其抵御风险的最后一道屏障。目前，证监会建立了以净资本和流动性为核心的证券公司风险监控指标体系和分类监管标准，资本充足是证券公司拓展业务范围、提升业务规模的重要前提。杠杆水平是衡量证券公司资金利用及风险偏好的重要指标；杠杆水平过高意味着证券公司面临风险较大，杠杆水平过低则显示其资金利用效率较低，不能有效利用资金扩大业务规模。

联合评级通过资本补充方式、净资产及净资本规模等指标来衡量证券公司的资本充足性。资本补充方式方面，证券公司除了直接通过发行股票或通过借壳方式进入资本市场融资外，还可以通过内部利润留存积累、股东增资或定向融资等方式，证券公司资本补充方式的多样化程度越高越有利于其缓释各类风险。对于评级分析而言，符合监管指标是对证券公司资本的最低要求，非评级标准；因此，联合评级注重关注证券公司的资本规模及行业排名，以及相应的变化趋势。对于杠杆水平，我们主要通过自有资产负债率、资本杠杆率、可快速变现资产/全部债务等指标来考察。

（3）盈利能力

盈利能力是衡量证券公司长远发展的决定性因素，也是证券公司业务运营和风险控制的综合体现。营业收入、利润来源和构成情况能反映出收入和利润的稳定性和可持续性；成本控制水平能反映券商对成本费用的约束程度，对盈利能力有重要影响，考察指标包括薪酬收

入比、营业费用率；此外，平均自有资产收益率和平均净资产收益率是证券公司综合盈利能力的综合体现，上述指标越高则代表资产获利水平越高；在行业中的盈利排名情况，主要通过与同行业主要竞争对手的比较，反映其在行业中的竞争力，从而对其盈利水平做出相应的判断。

（三） 外部风险事件及调整事项

此部分主要是扣分项。对于影响受评影响的重要风险事件进行判断，外部主要考虑是否有重大政治事件、政策、市场震荡等影响证券公司，对内部是否出现重大风险、以及给经营活动生产的不利影响，如未决诉讼等。

调整事项是指未包含在评级框架之内的事件，或是这些事件对企业的影响难以用一般的信用分析框架进行评估，这些事项一旦发生，将对受评主体的信用水平或偿债能力产生重大不利影响。因此，联合评级将这些因素作为受评主体基础信用等级的调整事项，通过评估该事件对受评主体的影响程度，可下调一个甚至多个级别，具体的调整事项分类如下：

■ 可能下调级别的重大事项

- （1）公司经营方针、经营范围或生产经营外部条件等发生重大不利变化；
- （2）公司管理层发生重大变化，民营企业实际控制人发生变更，将对公司经营产生巨大影响；
- （3）发生可能影响公司偿债能力的资产被查封、扣押、冻结、抵押、质押、出售、转让、划转或报废的情况；
- （4）公司对重要下属子公司为相对控制，存在较大的失去重要子公司的风险；
- （5）公司涉嫌违法违规被有权机关调查，或者受到刑事处罚、重大行政处罚；公司董事、监事、高级管理人员涉嫌违法违纪被有权机关调查或者采取强制措施，可能影响企业经营状况的；
- （6）审计意见为非标准无保留意见，或经过现场调研，发现公司财务信息存在重大作假嫌疑；
- （7）可能对公司信用水平或偿债能力产生重大影响的其他情形。

（四） 支持性评级

证券公司的股东及实际控制人的外部支持非常重要，当股东及实际控制人具备良好的经济实力和资信状况的时候，证券公司获得实质性支持的可能性较大，包括但不限于资金支持、经营管理、业务支持、品牌、客户和渠道共享等方面。外部支持包括两个层面，一方面是支

持意愿,这主要通过被评级对象在股东或集团内的地位及股东的持股比例来考察;另一方面,是股东或支持方的支持能力,股东背景越雄厚,综合实力越强,其支持能力越强。一般意义上,一个证券公司所能获得的外部支持越广泛,支持力度越大,则该证券公司的经营状况、信用状况会相应好些,抗风险能力会强于外部支持少的证券公司,所面临的信用风险也相对较小。

(五) 债项评级

我国证券公司发行的主要是次级债券、公司债券及短期公司债,联合评级对债项的评级主要考虑债项偿付顺序、债项条款和外部增信措施等方面,从而得出最终债项级别。

三、评级方法局限性

本评级方法的分析基础是受评主体的历史经营管理情况和现状,虽然它们可以为受评主体未来偿还债务的能力判断提供有价值的线索,但并不等同于未来的实际状况。受评主体的发展及影响其偿债能力的内外部因素是动态变化的,这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同,尤其是证券公司受经营环境影响较大,同时监管态势及处罚也会对其产生重大影响;因此本评级方法对受评主体信用风险的评估结果不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

同时,方法中的考核重点,尤其是指标的选择是在随着行业不断演进而有所调整和修正的,我们将定期或不定期审查本评级方法,适时修订。

附件 相关指标计算公式

指标	计算公式
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产×100%
平均净资产收益率	净利润/平均净资产×100%
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+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+可供出售金融资产-客户资金存款-客户备付金-扣除不能快速变现的投资资产
信用业务杠杆率	(融出资金+卖出回购金融资产款)/所有者权益
全部债务	短期债务+长期债务
核心净资本	核心净资本=净资产-资产项目的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目
附属净资本	长期次级债×规定比例-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目
净资本	核心净资本+附属净资本
风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和×100%
资本杠杆率	核心净资本/表内外资产总额×100%
净资本/净资产	净资本/净资产
流动性覆盖率	优质流动性资产/未来30天现金净流出量100%
净稳定资金率	可用稳定资金/所需稳定资金×100%

注：短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债
 长期债务=长期借款+应付债券
 净资本相关指标均采用证监会监管指标