

信用等级公告

联合〔2020〕513号

国联证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对国联证券股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）（疫情防控债）进行综合分析和评估，确定：

国联证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

国联证券股份有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）（疫情防控债）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年三月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

国联证券股份有限公司 2020 年公开发行 公司债券（第一期）（疫情防控债）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期债券规模：不超过 15.00 亿元（含）

本期债券期限：2 年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2020 年 3 月 23 日

主要财务数据：

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
自有资产（亿元）	154.80	145.38	191.27
自有负债（亿元）	78.87	68.89	110.59
所有者权益（亿元）	75.93	76.49	80.67
优质流动资产/总资产（%）	16.66	19.41	24.28
自有资产负债率（%）	50.95	47.38	57.82
营业收入（亿元）	12.63	9.90	16.19
净利润（亿元）	3.74	0.51	5.21
营业利润率（%）	40.60	7.17	42.46
净资产收益率（%）	4.82	0.66	6.63
净资本（亿元）	81.96	78.29	84.00
风险覆盖率（%）	399.77	430.00	386.33
资本杠杆率（%）	43.66	46.65	37.16
短期债务（亿元）	37.18	22.67	79.94
全部债务（亿元）	75.18	65.84	103.48
EBITDA（亿元）	8.48	5.43	11.93
EBITDA 利息倍数（倍）	3.09	1.33	3.26
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.08	0.12
EBITDA/本期发行额度（倍）	0.57	0.36	0.80

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2. 本报告中涉及净资本、净资产指标为公司专项合并口径

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国联证券股份有限公司（以下简称“公司”或“国联证券”）的评级反映了公司作为立足无锡、辐射全国的综合性上市券商，依托控股股东无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“国联集团”）的综合金融平台优势和公司自身营业网点的区域优势，各项业务处于行业中游水平，具备较强竞争优势。目前，公司资产质量较好，资本较为充足。

联合评级也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化，以及市场信用风险上升等因素可能对公司经营带来不利影响。

未来，随着公司进一步增强自身的资本实力和品牌影响力，公司业务规模有望扩大、盈利水平有望提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 股东实力很强，能够对公司形成有力支持。公司控股股东国联集团作为无锡市政府产业整合和资本运作的综合金融平台，资本实力强，能够在资金、品牌、客户、渠道等方面给予公司较大支持。

2. 区域竞争优势较强，各项业务处于行业中游水平。公司作为立足无锡、辐射全国的综合性上市券商，在无锡地区营业网点较多，具有较强的区域竞争优势，主要业务发展较为均衡，各项业务处于行业中游水平。

3. 资本充足性和资产流动性较好，2019 年盈利水平大幅提升。公司资产流动性较好，资本充足性好，融资渠道畅通；2019 年营业收入

入大幅增加带动盈利水平大幅提升。

关注

1. 公司经营易受运营环境影响。经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

2. 面临一定集中偿付压力。2019 年以来，公司债务规模增长较快，且到期时间集中在 2020 年，需对流动性状况保持关注。

3. 盈利波动性大。2018 年受市场行情波动以及公司股票质押式回购业务发生减值影响，公司营业收入和净利润大幅下降，公司盈利波动性大。

分析师

卢芮欣

电话：010-85172818

邮箱：lurx@unitedratings.com.cn

张 帆

电话：010-85172818

邮箱：zhangfan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

 张中凡

联合信用评级有限公司

一、主体概况

国联证券股份有限公司（以下简称“公司”或“国联证券”）前身是成立于 1992 年的无锡市证券公司，初始注册资本 0.32 亿元。1998 年，经中国人民银行及中国证监会批准，无锡市证券公司改制为有限责任公司，名称变更为无锡证券有限责任公司，注册资本增至 0.50 亿元。2001 年，无锡证券有限责任公司实施股权变更及增资扩股，更名为国联证券有限责任公司，注册资本增至 10.00 亿元。2008 年，公司完成股份制改造并更为现名，注册资本增至 15.00 亿元。2015 年 7 月，公司首次公开发行外资股（H 股）并在香港联交所主板上市交易（证券简称：国联证券，证券代码：1456.HK）；发行完成后，公司的注册资本由人民币 15.00 亿元增加至人民币 19.02 亿元。截至 2019 年末，公司注册资本和实收资本均为 19.02 亿元，前十大股东持股情况见下表，无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“国联集团”）直接和间接持有公司 72.35% 的股份，为公司的控股股东，无锡市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“无锡市国资委”）持有国联集团 100.00% 股权，公司实际控制人为无锡市国资委（股权结构详见附件 1）。

表 1 截至 2019 年末公司前十大股东持股情况（单位：亿股、%）

股东名称	股东性质	持股数量	持股比例	所持股份质押或冻结情况
无锡市国联发展（集团）有限公司	国有法人	5.44	28.59	无
香港中央结算（代理人）有限公司	境外法人	4.42	23.26	无
国联信托股份有限公司	国有法人	3.90	20.51	无
无锡市国联地方电力有限公司	国有法人	2.67	14.03	无
无锡民生投资有限公司	境内非国有法人	0.74	3.86	质押：73,500,000 股
无锡一棉纺织集团有限公司	国有法人	0.73	3.83	无
无锡华光锅炉股份有限公司	国有法人	0.29	1.53	无
无锡金鸿通信集团有限公司	境内非国有法人	0.24	1.26	无
江苏新纺实业股份有限公司	境内非国有法人	0.23	1.18	无
无锡威孚高科技集团股份有限公司	境内非国有法人	0.18	0.95	无
合计	--	18.83	99.00	--

注：香港中央结算（代理人）有限公司所持股份为 H 股非登记股东所有

资料来源：公司定期报告

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理；证券投资基金代销；融资融券业务；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2019 年末，公司在江苏、上海、北京、浙江、广东、山东等省市中心区域拥有 87 家营业部及 13 家分公司。此外，公司控股 3 家全资子公司，分别为华英证券有限责任公司（以下简称“华英证券”）、国联通宝资本投资有限责任公司（以下简称“国联通宝”）和无锡国联创新投资有限公司（以下简称“国联创新”）；公司员工人数为 1,597 人（合并口径）。

截至 2019 年末，公司资产总额 284.19 亿元，其中客户资金存款 65.48 亿元；负债总额 203.52 亿元，其中代理买卖证券款 82.12 亿元；所有者权益 80.67 亿元（全部归属于母公司所有者）；专项合并口径¹下净资产 84.00 亿元。2019 年，公司实现营业收入 16.19 亿元，净利润 5.21 亿元（全部归属于母公司所有者）；经营活动产生的现金流量净额 37.97 亿元，现金及现金等价物净增加

¹ 含国联证券母公司和子公司华英证券，下同。

额 32.49 亿元。

公司注册地址：江苏省无锡市金融一街 8 号；法定代表人：姚志勇。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“国联证券股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）”。本期债券发行规模为不超过 15.00 亿元（含 15.00 亿元）。本期债券发行期限 2 年。本期债券采用单利按年计息，不计复利，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。本期债券票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。本期债券面向合格投资者公开发行。本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行等相关费用后，用于补充公司营运资金，其中不低于 10% 用于支持疫情防护防控相关业务，包括但不限于补充为疫区或因疫情受损的客户提供股权质押业务的资金；为疫区或因疫情受损的客户提供两融业务的资金；利用股权质押或者两融等业务为参与疫情防控的企业，如医药研发、医疗器械制造、物资运输仓储、疫区建设施工等提供相应的资金支持；补充投资疫区或因疫情受损或参与疫情防控的企业发行的疫情防控类金融产品等业务的资金；补充发行人自身受疫情影响的业务板块的营运资金。具体用于补充支持疫情防护防控相关业务的资金规模，将根据疫情发展情况进行适当调整。公司将根据本期债券募集资金的实际到位情况及资金使用需要，进一步安排具体的补充营运资金明细，可能对拟定的金额进行适当调整。

三、行业分析

公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等，核心业务属证券行业。

1. 证券行业概况

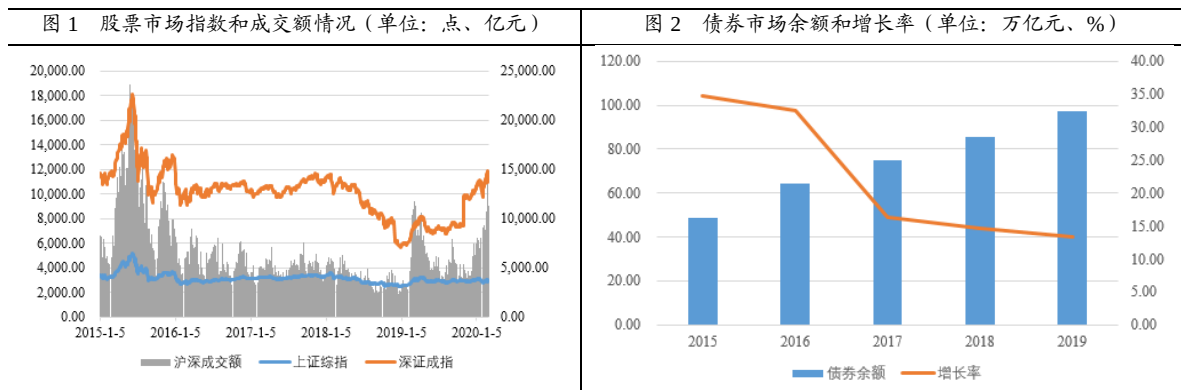
股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长。根据交易所公布的数据，截至 2019 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,777 家；股票市场总市值为 59.29 万亿元，较 2018 年底增长 36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018

年下半年以来,定向降准配合积极财政政策使债市出现分化,地方债和高等级债券认购资金充裕,同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019 年,债券市场违约常态化,利率延续下降趋势。根据 WIND 数据,截至 2019 年底,债券余额为 97.11 万亿元,较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面,2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只,发行额达 45.18 万亿元,同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1,418.69 万亿元。其中,现券交易成交金额为 213.49 万亿元,回购交易成交金额为 1,054.15 万亿元,同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面,根据中国期货业协会统计数据,2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元,同比增长 37.85%。其中,中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元,同比增长 166.52%,占全国市场份额 23.96%。



资料来源: WIND, 联合评级整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》(以下简称《建议》)指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场,推进股票和债券发行交易制度改革,提高直接融资比重,降低杠杆率”,同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月,证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式,科创板正式开板;7 月 22 日,科创板首批公司上市交易,中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 3 月,新证券法正式实施,加大了资本市场违法违规成本,有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境;全面推行注册制,公司债、企业债注册制已全面实施,创业板注册制改革落地也为时不远,将进一步扩大证券市场规模。

随着资本市场建设力度的加大,证券市场规模逐步扩大;证券公司经营受市场及政策影响较大。

近年来,证券公司的数量呈稳步增长态势。2015-2019 年,证券公司净资产规模逐年扩大,总资产规模波动增长,2019 年增幅较大;盈利能力呈现倒 U 型走势,2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩,2017 年证券公司盈利水平小幅下降,2018 年盈利水平进一步大幅下降;2019 年,受市场行情和政策等因素影响,证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看,证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主,营业收入水平较易受到市场行情的影响,未来转型压力较大。

表 2 证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数(家)	125	129	131	131	133

盈利家数（家）	124	124	120	106	120
盈利家数占比（%）	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入（亿元）	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87	3,604.83
净利润（亿元）	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20	1,230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

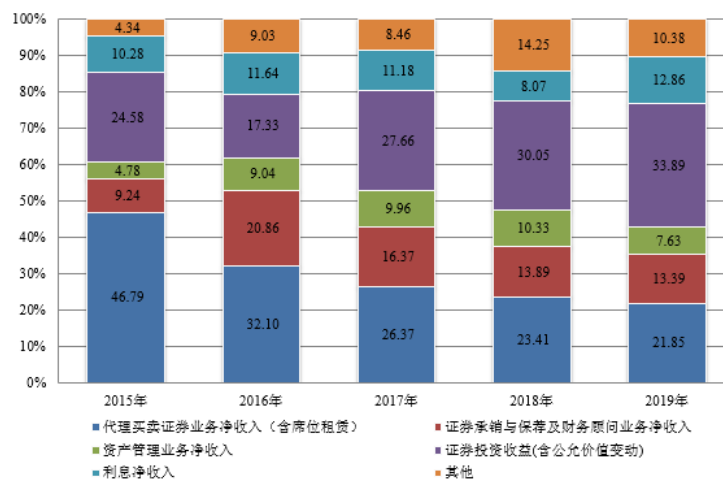
2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力。据不完全统计，截至 12 月 13 日，年内至少有 42 家证券公司因存在各种违规行为遭处罚，涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理问题等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,604.83 亿元，全年实现净利润 1,230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

2. 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2019 年证券公司盈利水平显著上升，前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持 20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017 年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；2018 年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比增加至 30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019 年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。

图3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。

证券公司投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；再融资、并购重组政策松绑将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2,532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下降10.58%，延续下降走势。科创板方面，自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委，109家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模1,027.22亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019年证券公司承销各类债券金额7.78万亿元，同比增长31.92%。基于上述因素，2019年，全行业实现证券

承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 482.65 亿元，同比增长 30.46%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2019 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 48.36%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 42.42%。

联合评级也关注到，在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时，科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资产且令其面临更大投资风险，或将减弱证券公司盈利稳定性；因此，此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，该业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长 51.46%，成为第一大收入来源。2018 年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018 年债券市场新增 43 家违约主体，较 2017 年 9 家大幅增加，违约金额达 1,154.50 亿元，系 2017 年违约金额的 3.42 倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续 2018 年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长。同时，2019 年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2019 年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1,221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2019 年末，证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元，较 2018 年末下降 12.90%；2019 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.16 亿元，同比基本持平。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2019 年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年

3月31日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至2019年末，融资融券余额1.02万亿元，较2018年末增长34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至2019年11月末，深沪两市股票质押回购融资余额9,429亿元，较2018年末下降20.94%；股票质押回购质押股票总市值1.8万亿元，占A股总市值3.3%，较2018年末下降1.3个百分点，较2017年底峰值下降2.90个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过80%的上市公司为469家，较年初减少117家，降幅分别为13.80%和20.00%。截至2020年2月末，市场质押总股数5,705.83亿股，市场质押股数占总股本的8.41%，分别较2019年末进一步下降1.73%和0.17个百分点；控股股东持股质押比例超过80%的上市公司为467家，较2019年末减少2家，高比例质押风险有所化解。2019年，证券公司实现利息净收入463.66亿元，同比大幅增长115.81%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2019年，已有至少5家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，联合评级也关注到，目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。

3. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019年以来，国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市，同时，湘财证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际和中泰证券IPO已通过发审委审核，预计将于2020年A股发行。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向A股的雄心。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019年10月，中国证监会宣布，自2020年1月1日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立3家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

同时，随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2019年6月末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计1,146.59亿元，净利润396.13亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为64.08%和59.42%。截至2019年6月底，前十大证券公司资产总额为4.27万亿元，占全行业总资产的60.12%。前十大证券公司上述财务指

标占比均超过 55%，行业集中度较高。

表 3 截至 2019 年 6 月末主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1,597.32	7,238.66	217.91	66.64
2	国泰君安	1,388.37	5,403.70	140.95	53.37
3	海通证券	1,371.28	6,229.07	177.35	60.68
4	华泰证券	1,182.03	4,930.13	111.07	41.00
5	广发证券	933.53	3,994.07	119.42	44.40
6	招商证券	823.19	3,503.59	85.40	35.14
7	申万宏源	746.24	3,467.97	74.68	30.32
8	银河证券	691.59	3,106.46	73.68	26.05
9	国信证券	539.04	2,339.43	65.34	25.99
10	东方证券	527.30	2,472.25	80.79	12.54
合计		9,799.89	42,685.33	1,146.59	396.13

数据来源：WIND

此外，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司，也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向。

4. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018—2019 年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

5. 未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2019年7月，证监会发布了2019年证券公司分类结果，在参选的98家券商中，51家分类评级结果与上年持平，28家券商被下调评级，19家证券公司上调评级；38家券商被评为A类，数量比2018年减少2家。整体来看，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019年8月，证监会就《证券公司风险控制指标计算标准》公开征求意见，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。

《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向。

四、规模与竞争力

公司作为无锡市唯一一家全国性综合类上市法人证券公司，业务资质齐全，在无锡地区具有较强的市场竞争力和品牌影响力。

公司是在无锡市注册的唯一一家全牌照法人证券公司，已经形成经纪业务、投行、资产管理、证券投资、融资融券业务等在内较为完整的业务体系，是一家中型综合性上市券商。根据中国证券业协会披露的排名情况（除特别说明外，排名数据来源下同），整体规模和主要业务收入指标排名行业中游。截至2019年末，公司合并资产总额80.67亿元，专项合并口径净资本84.00亿元，2019年，实现营业收入16.19亿元、净利润5.21亿元。此外，公司还通过全资子公司国联通宝从事私募基金投资业务，通过另类投资子公司国联创新从事对外投资、创业投资、实业投资和股权投资，通过参股中海基金从事公募基金业务。

公司在无锡地区具有较强的市场竞争力和品牌影响力。由于长期深耕本地市场，公司具备忠实且稳定的客户群体。无锡地区（含江阴、宜兴）的38家证券营业部已实现对无锡市辖区内的所有行政区县的全面覆盖。截至2019年末，公司无锡地区客户达75.30万户，占公司客户总数的67.00%；公司在无锡地区的股基市占率0.29%。

表4 公司主要指标排名（单位：名）

项目	2017年	2018年
净资本	50	51
营业收入	59	62
证券经纪业务收入	47	50
客户资产管理业务收入	/	/
投资银行业务收入	59	47
融资类业务收入	49	38
证券投资收入	64	87
参与排名证券公司数量	98	98

注：客户资产管理业务收入的行业排名，证券业协会仅公布行业中位数以上的证券公司
资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合评级整理

公司控股股东为无锡市大型国企，其区域地位突出且综合实力很强，能为公司发展提供较大支持。

公司控股股东国联集团直接及间接持有公司 72.35%的股权。国联集团是由无锡市国资委于 1997 年出资设立并授予国有资产投资主体资格的国有独资企业集团，注册资本为 80.00 亿元。国联集团是无锡市资产规模最大的市属国有企业，主要从事国有资产经营、代理投资、投资咨询和投资服务等，主要涵盖以电站成套设备生产和垃圾焚烧发电等为主的环保能源领域、纺织领域、以证券和信托等为主的金融业务领域，并辅以商贸旅游、机场经营、物业管理等业务，业务范围广泛，经营实力很强。截至 2019 年 9 月末²，国联集团资产总额 898.76 亿元，所有者权益 339.25 亿元；2019 年 1—9 月，国联集团实现营业总收入和净利润分别为 160.20 亿元和 14.09 亿元。国联集团作为地方政府产业整合和资本运作的平台，资本实力很强，在无锡市拥有很强的政府支持，能够在资金、品牌、客户、渠道等方面给予公司较大支持。

五、公司治理与内控

1. 股权结构和公司治理

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构，目前员工结构合理，能够满足公司业务开展需求。

公司股权较为集中，截至 2019 年末，公司注册资本 19.02 亿元，国联集团直接及间接持有公司 72.35%的股份，为公司控股股东。公司根据《公司法》《证券法》等法律法规以及监管规定，建立股东大会、董事会、监事会、管理层之间分权制衡、各司其职的公司治理结构，确保了公司的规范运作。建立健全包括基本制度、管理办法、工作细则三个层级的制度体系，公司整体法人治理机制运行良好。

股东大会是公司最高权力机构。近年来，公司按照相关规定召开股东大会，表决程序和决议内容符合相关要求。近年来，公司股东大会审议通过了修改公司章程、实施增资扩股、开展新业务等多项议案，较好地保障了股东的知情权、参与权和表决权。

公司董事会现由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名；董事会设董事长 1 名，由董事会选举产生。董事会下设战略委员会、风险控制委员会、审计委员会、薪酬及提名委员会等专门委员会。公司非执行董事姚志勇先生担任战略委员会、风险控制委员会主席职务，独立非执行董事卢远瞩先生和吴星宇先生分别担任薪酬及提名委员会主席和审计委员会主席。近年来，公司董事会会议审议通过了公司机构设置调整方案、财务预决算方案、年度经营计划、利润分配方案等多项议案。董事会及其下设专门委员会较好地履行了决策职能。

公司监事会现由 5 名监事组成，其中股东代表监事 3 名、职工监事 2 名；监事会设监事会主席 1 名。近年来，公司监事会会议审议通过了监事会年度工作报告、公司年度报告、合规管理报告、利润分配预案等多项议案。此外，监事还通过列席股东大会、董事会、经营管理会议履行监督职能。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，总裁对董事会负责。公司高级管理层现由 9 名成员组成，其中总裁 1 名（兼财务负责人）、副总裁 4 名、合规总监 1 名、首席风险官 1 名、董事会秘书 1 名、首席信息官 1 名。公司高级管理层成员均具有较高的学历背景和丰富的经营管理经验，有助于公司的科学经营决策和稳健发展。

² 国联集团相关数据取自 Wind

人员队伍方面,截至2019年末,公司合并口径员工总数1,597人;其中,硕士及以上占34.19%,本科占60.36%,专科及以下占5.45%。

2. 内控与合规

公司组织架构能够满足业务发展的需要,且建立了较为完善的内控管理体系,内控管理整体水平较高但仍需进一步完善。

作为在香港上市、注册在境内的公司,公司严格遵守上市地和境内的法律、法规及规范性文件的要求,依法合规运作。

公司建立了“董事会—合规总监—合规法务部—部门合规风控岗”的合规管理组织体系。董事会对公司经营活动的合规性负最终责任;合规总监对内向董事会汇报,对外向监管部门汇报,负责指导合规法务部落实公司各项合规管理工作;部门合规风控岗具体执行合规风控工作。

公司建立了包括各项业务在内的内部控制制度,加强对各项业务的风险监控和提示,控制措施涵盖了各项业务事前、事中和事后等环节,主要业务控制措施得到有效执行。此外,公司还建立了涵盖资金管理和会计控制、信息系统控制、反洗钱、子公司管理、关联交易控制、对外担保、重大投资等方面的内控制度。

受到监管措施及行政处罚方面,2017—2019年,公司发生3次被证券监管部门采取行政监管措施的情况。2017年4月,中国证监会江苏监管局就公司信息技术、交易单元的管理制度不完善等问题,对公司出具了行政监管措施决定书,责令公司改正并责令增加内部合规检查次数。2017年8月,中国证监会江苏监管局就华英证券作为江苏金鑫建材有限公司2014年中小企业私募债券的受托管理人,未及时发现其未按照约定用途使用募集资金的行为出具了行政监管措施决定书,要求华英证券加强法律法规学习,增强守法合规意识,对存在的问题切实进行整改。2017年11月,中国证监会四川监管局就华英证券作为崇州市兴旅景区管理有限公司2014年中小企业私募债的主承销商及2015年非公开发行公司债券的主承销商与受托管理人,未能有效监督发行人募集资金管理及信息披露工作,出具了行政监管措施决定书。公司在接到监管处置措施后积极开展整改,目前整改工作均已完成。在2017—2019年券商分类评级中,公司分别被评为B类BBB级、A类A级和A类A级证券公司,目前整体处于行业较好水平。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务收入来自证券经纪、信用交易、投资银行业务,证券投资业务受市场行情影响波动较大,受此影响,公司收入和利润波动较大且高于行业平均水平;2019年得益于市场回暖以及公司各项业务积极发展,公司营业收入和净利润实现较大幅度的增长,增幅优于行业平均水平。

2017—2019年,公司营业收入和净利润波动大,波动幅度大于行业平均水平。2018年,受市场行情以及监管趋严的影响,公司营业收入和净利润同比均有较大幅度的下降,降幅均高于行业平均水平。2019年,得益于市场回暖以及公司各项业务积极发展,公司营业收入和净利润均实现较大幅度的增长,2019年实现营业收入16.19亿元,同比增长63.62%,增幅优于行业平均水平(+35.37%),实现净利润5.21亿元,同比增加4.71亿元,增幅远高于行业平均水平(+84.77%)。

表 5 公司分板块营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	5.45	43.18	3.98	40.26	4.76	29.40
投资银行业务	2.37	18.78	2.53	25.59	3.04	18.79
证券投资业务	2.16	17.13	-0.15	-1.48	4.31	26.61
资产管理与投资业务	0.64	5.08	0.61	6.16	0.80	4.93
信用交易业务	2.59	20.52	2.62	26.45	2.86	17.65
其他	-0.46	-3.67	0.38	3.81	0.46	2.84
分部间相互抵减	-0.13	-1.03	-0.08	-0.78	-0.03	-0.21
合计	12.63	100.00	9.90	100.00	16.19	100.00

注：资产管理与投资业务包含了国联通宝的股权投资业务

资料来源：公司定期报告，联合评级整理

从收入构成看，公司营业收入主要来自证券经纪、信用交易和投资银行业务，2017—2019 年，三者合计占比分别为 82.49%、92.30%和 65.83%；证券投资业务受市场行情影响波动较大，占营业收入的比重变化较大，2017—2019 年分别为 17.13%、-1.48%和 26.61%。

2. 业务运营

受证券市场行情波动及行业佣金率持续下滑的影响，公司证券经纪业务收入呈波动下降的趋势；2019 年得益于证券市场交投活跃度提升，公司代理买卖证券交易量回升带动证券经纪业务收入增长。

公司经纪业务资格齐全，能够为客户提供证券代理交易、代销金融产品以及期货中间介绍等多种服务，是公司营业收入的重要来源。公司经纪业务由财富管理总部进行组织管理。2017—2019 年，受证券市场行情波动以及行业佣金率持续下滑的影响，公司证券经纪业务收入呈波动下降的趋势，三年年均复合下降 6.56%；2019 年，得益于证券市场交投活跃度提升，公司证券经纪业务收入 4.76 亿元，同比增长 19.48%。2017—2018 年，公司证券经纪业务收入行业排名分别为第 47 位和 50 位，居行业中游水平。

营业网点布局方面，截至 2019 年末，公司共有证券营业部 87 家、分公司 13 家，87 家营业部中江苏省内 60 家（其中无锡地区 38 家），江苏省外 27 家，主要分布在上海、北京、浙江等 14 个省（市、自治区），构成了以江苏为重心，向其他省、市、自治区辐射的格局。

近年来，公司以“做大客户基数，做大客户资产”为目标持续推进传统经纪业务向财富管理业务转型。公司积极推进业务智能化，成立公司数字化运营项目小组，创新客户服务模式，智能客服在国联尊宝 APP 等渠道的顺利上线，提供 7×24 不间断服务。同时，公司改革投顾体系，加强投顾产品研发、供给及相关支持平台建设，充实量化型投顾人才，积极推动智能投顾业务，为传统经纪业务赋能，通过“掘金量化平台”实现对高净值客户的增值服务。针对机构客户，公司为经纪业务的核心客户提供极速交易服务，也为公司拓展私募基金业务所需的量化交易服务完善了基础交易通道。此外，公司积极营销两融客户，努力做大经纪业务客户资产。

代理买卖证券业务方面，受证券市场行情波动的影响，公司代理买卖证券交易额存在一定的波动，2019 年为 13,396.37 亿元，同比增长 38.72%。公司代理买卖证券以 A 股为主，2019 年市场份额为 0.51%。同时，在市场竞争日趋激烈和行业佣金率下行的背景下，公司经纪业务综合佣金率亦呈下降趋势，2019 年为 0.25‰，略低于行业平均水平。2019 年，公司实现代理买卖证券业务净收入 3.35 亿元，同比增长 26.78%。2017—2018 年，公司代理买卖证券业务收入（含席位租赁）分别列行业 47 位和 49 位，居行业中游水平。

表 6 公司代理买卖证券交易量（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
A 股	13,403.10	0.60	9,512.87	0.53	13,095.79	0.51
B 股	11.15	0.57	6.49	0.51	6.63	0.56
基金	113.62	0.06	113.41	0.06	216.44	0.12
债券	14.33	0.01	24.48	0.02	77.51	0.05
合计	13,542.20	--	9,657.25	--	13,396.37	--
平均佣金率	0.29‰		0.27‰		0.25‰	

资料来源：公司提供

代销金融产品业务方面，公司代销金融产品以公司资产管理部自主研发资产管理产品为主，2017—2019 年，公司金融产品销售额存在一定的波动，分别为 324.04 亿元、304.55 亿元和 322.88 亿元。

公司投行业务行业排名位于行业中游水平，债券承销业务是投行业务收入主要来源；投行项目储备较为充足。

公司通过全资子公司华英证券开展投资银行业务（含新三板）。华英证券系 2011 年公司在原投资银行业务的基础上与苏格兰皇家银行共同设立，初始注册资本 8.00 亿元，公司占其 66.70% 的股权；2017 年，公司向苏格兰皇家银行收购其持有的华英证券 33.30% 的股权，华英证券成为公司的全资子公司。截至 2019 年末，华英证券投行团队（合并口径）人员 287 人，其中保荐代表人共 25 名、准保荐代表人 30 名。2017—2019 年，公司投资银行收入呈逐年增长态势，年均复合增长 13.26%，其中 2019 年增幅高于 2018 年，2019 年实现投资银行收入 3.04 亿元，同比增长 20.09%。2017—2018 年，公司投资银行业务收入行业排名分别为第 59 位和 47 位，居行业中游水平。

从股权承销来看，近年来，公司股权项目较少，承销金额和净收入受单笔业务规模和费率影响大，2017 年和 2018 年各有 1 单 IPO 项目落地，承销金额分别为 2.13 亿元和 8.34 亿元，2019 年无 IPO 项目落地；2017 年和 2019 年各有 1 单再融资项目落地，承销金额分别为 2.14 亿元和 6.50 亿元。2017—2018 年，公司股票主承销金额行业排名分别为 63 位和 42 位。

从债券承销来看，公司承销的债券产品以企业债和公司债为主，受项目储备与一级发行市场环境的影响，2017—2019 年承销金额波动较大，在经历 2018 年度的下降后，2019 年承销金额同比大幅增长 137.28%。2017—2018 年，公司债券主承销金额行业排名分别为 52 位和 58 位。根据 Wind 统计的数据，2019 年，公司债券主承销金额行业排名 52 位。

表 7 公司投行业务情况表（单位：亿元）

项目		2017 年		2018 年		2019 年	
		承销额	净收入	承销额	净收入	承销额	净收入
股权	IPO	2.13	0.25	8.34	0.43	0.00	0.03
	再融资	2.14	0.13	0.00	0.00	6.50	0.75
	小计	4.27	0.38	8.34	0.43	6.50	0.78
债券承销		97.60	0.88	71.40	0.86	169.42	1.00
合计		101.87	1.26	79.74	1.29	175.92	1.78

资料来源：公司提供

在财务顾问业务方面，除专注于上市公司并购重组财务顾问、改制、辅导财务顾问等传统业务外，华英证券积极尝试股权激励、员工持股计划等各类财务顾问业务，丰富业务类型，为客户

提供全方位金融服务。2017—2019 年，公司财务顾问（不含新三板）分别实现净收入 0.15 亿元、0.35 亿元和 0.54 亿元。

公司新三板业务原由本部场外市场部负责开展，2019 年公司撤销场外市场部，改由华英证券承接新三板推荐挂牌、持续督导及财务顾问业务，由公司证券投资部承接新三板做市业务。2019 年 8 月，华英证券取得全国中小企业股份转让系统有限责任公司批准的从事推荐业务资格。截至 2019 年末，公司累计推荐挂牌企业达 130 家（含已摘牌企业 41 家），市场排名第 34 位；已协助 89 家企业完成股票发行业务，总规模达到 24.21 亿元，市场排名第 53 位；同时完成并购重组业务 16 单。

项目储备方面，截至 2019 年末，公司股票承销保荐业务申报在审项目 4 单，其中 IPO 主承销项目 3 单，再融资项目 1 单；公司债券承销业务已取得批文、待发行项目 22 单，申报在审项目 12 单。

公司证券投资业务收入受市场行情影响波动大；证券投资规模逐年增长，但结构变化较大，2019 年公司新设固定收益部，债券投资规模大幅增长，已成为主要投资品种。

公司证券投资业务根据投资品种的不同，建立了三个专业投资团队，分别由证券投资部、固定收益部和股权衍生品业务部三个业务部门负责权益类投资、固定收益类投资和量化及衍生品类投资（股权衍生品业务部正在筹设过程中）。其中，权益类投资主要包括上市公司股票、基金等证券品种，权益类投资以具有中长期上升空间的蓝筹股为主。固定收益类业务主要涵盖银行间、交易所债券投资及相应的债券回购业务。受证券市场行情波动的影响，公司证券投资业务收入波动大，2017—2019 年分别为 2.16 亿元、-0.15 亿元和 4.31 亿元。2017—2018 年，公司证券投资业务收入行业排名分别为第 47 位和 50 位，居行业中游水平。

公司权益类证券投资业务始终坚持价值投资理念，以仓位控制为纲，以挖掘并长期持有核心资产为主要投资思路，密切跟踪重点行业板块，加强价值分析。公司于 2019 年下半年设立固定收益部，引入专业投资团队，固定收益类证券投资以做大规模、做稳收益为目标，一方面基于专业能力，通过投入公司资本并承担风险，在市场上建立交易头寸；另一方面以客户需求及交易对手的需求为出发点，选取低久期、高信用等级、高流动性的品种进行操作，为客户提供高质量的做市及市场观点服务，更好的推动客户交易的达成。

2017—2019 年公司自营证券投资月均规模逐年增长，年均复合增长 63.29%，但投资结构变化较大。2017—2019 年，公司股票月均投资规模不大，持仓规模较为稳定，占比逐年下降至 18.30%。公司回购业务投资规模变动较大，占比亦有较大幅度的波动。2019 年，公司新设固定收益部，加大债券投资规模，债券月均投资规模同比大幅增长 261.05%至 18.20 亿元，占比亦提高至 53.59%。截至 2019 年末，公司债券投资期末余额 61.77 亿元；其中，银行及其他金融机构债券（含存单）占比 20.93%，外部评级全部为 AAA，企业债券占比 75.51%，外部评级集中于 AA+及以上。公司其他投资品种规模较小。受市场行情影响，公司证券投资业务投资收益率³波动大，2017—2019 年分别为 16.98%、-0.54%和 12.69%。截至 2019 年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本和自营非权益类证券及其衍生品/净资本分别为 7.47%和 85.00%，均符合监管标准。

表 8 公司证券投资结构表（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
股票	5.50	43.16	7.15	26.06	6.21	18.30

3 投资收益率=（证券投资业务分部投资收益+公允价值变动损益+利息净收入）/投资规模

基金	0.25	1.99	0.06	0.22	1.98	5.83
债券	3.11	24.43	5.04	18.38	18.20	53.59
回购	2.21	17.36	14.91	54.36	6.78	19.96
其他	1.66	13.07	0.27	0.97	0.79	2.32
合计	12.74	100.00	27.42	100.00	33.96	100.00

注：投资规模为各投资品种成本的月均余额

资料来源：公司提供

公司积极提升主动管理能力，2019 年主动管理规模大幅提升带动资产管理业务规模整体较快增长，但资产管理业务收入对公司营业收入贡献度仍一般。

公司资产管理业务由资产管理部负责经营管理；资产管理部负责产品设计、项目开拓和投资运作等工作，为客户提供多样化的投资管理以及融资服务，对各分支机构的资产管理业务进行战略规划及业务管理。公司资产管理业务收入规模较小，2017—2019 年分别为 0.64 亿元、0.61 亿元和 0.80 亿元，对公司营业收入的贡献度一般。

公司资产管理业务积极提升主动管理能力，完善产品线布局；发力 ABS 业务领域，积极推进 ABS 产品落地；加强与银行等金融机构的业务合作，推动标准类资产管理规模的有序扩大；完善公募投资的相关制度体系及人员配置，推进大集合产品的公募化改造。2018 年，受去通道监管政策的影响，公司资产管理业务月均规模同比下降 9.18%至 225.95 亿元。2018 年末，公司新设北京市场团队，引入北方地区城商行为主的定向产品客户，产品以固定收益类主动管理计划为主。得益于此，2019 年，公司月均受托资产规模同比大幅增长 65.56%至 374.08 亿元，主动管理业务月均规模占比提高至 79.20%。公司资产管理业务收入主要来自于主动管理业务。

表 9 资产管理业务规模及收入情况（单位：亿元）

项目		2017 年		2018 年		2019 年	
		月均规模	净收入	月均规模	净收入	月均规模	净收入
按产品类型	集合	80.82	0.45	75.97	0.52	72.26	0.43
	定向	158.62	0.25	141.78	0.18	289.69	0.26
	专项	9.33	--	8.20	--	12.13	0.01
	小计	248.78	0.70	225.95	0.71	374.08	0.70
按管理方式	主动管理	86.75	0.49	90.74	0.55	296.27	0.59
	被动管理	162.02	0.21	135.21	0.16	77.82	0.11
	小计	248.78	0.70	225.95	0.71	374.09	0.70

注：资产管理业务规模为母公司口径

资料来源：公司提供

公司信用交易业务居行业中游水平；2019 年公司改变信用交易业务发展策略，积极发展融资融券业务，持续压降股票质押式回购业务规模；公司股票质押式回购业务出现风险事件并发生减值。

公司信用交易业务主要包括融资融券、股票质押式回购交易等业务，公司财富管理总部下设的融资融券业务部是融资融券业务的执行部门，公司股票质押式回购业务由资产管理部负责经营管理。2017—2019 年，公司信用交易业务收入基本保持稳定，分别为 2.59 亿元、2.62 亿元和 2.86 亿元。2017—2018 年，公司融资类业务收入行业排名分别为第 59 位和 47 位，居行业中游水平。

融资融券业务方面，公司积极梳理公司融资融券展业模式，逐步配套客户投顾服务方式和员工展业支撑工具；推进融资融券业务客户策略交易服务，满足高净值客户多层次的需求；制定专

项营销活动方案，优化员工激励机制和提升营销竞争力；为客户提供了更优化的操作体验和更快速稳定的系统支持，提高了融资融券业务整体效率。

受 A 股市场交易量下降的影响，2018 年末，公司融资融券业务余额 28.29 亿元，较上年末减少 39.02%。2019 年 A 股市场行情有所回暖，公司在防控风险的前提下，积极发展融资融券业务，截至 2019 年末，公司融资融券余额 46.65 亿元，较上年末增长 64.90%。但由于日均规模不及 2018 年且利率水平同比亦有所下滑，2019 年公司融资融券利息收入同比下降 9.66%至 2.62 亿元。2017—2018 年，公司融资融券业务利息收入分别列行业 46 位和 45 位，居行业中游水平。

表 10 公司融资融券业务情况表（单位：户、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
期末融资融券账户数目	18,968	20,187	21,607
期末融资融券余额	46.39	28.29	46.65
融资融券利息收入	3.22	2.90	2.62

资料来源：公司提供

股票质押式回购业务方面，2017 年公司大力发展股票质押式回购业务，2018 年股票质押式回购业务规模增速趋缓。2019 年以来，公司股票质押式回购业务以控制规模总量、化解风险为经营思路，主动排查化解业务风险，逐步压缩股票质押式回购业务总体规模。截至 2019 年末，公司股票质押式回购业务待回购余额 25.87 亿元，较上年末下降 54.66%；但由于日均规模下降幅度较小且公司提高利率水平，2019 年实现股票质押式回购业务利息收入 3.40 亿元，较上年基本持平。2017—2018 年，公司股票质押利息收入分别列行业 46 位和 32 位，居行业中游水平。

表 11 公司股票质押式回购业务情况表（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
股票质押式回购业务待回购余额	51.88	57.06	25.87
股票质押式回购业务利息收入	1.60	3.46	3.40

资料来源：公司提供

由于信用交易业务整体规模逐年下降，信用业务杠杆率亦逐年下降趋势，2017—2019 年分别为 129.43%、111.58%和 89.89%，属适中水平。

股票质押式回购业务违约方面，公司与江阴中南重工集团有限公司（以下简称“中南集团”）签订股票质押式回购业务协议，质押标的为中南文化（002445.SZ），质押股数 4,882.23 万股，公司融出资金 1.81 亿元；2019 年 9 月 4 日，江阴市人民法院出具执行裁定，将中南重工持有的上述股票直接抵债给公司，并于 9 月 5 日完成过户；中南集团已申请破产重组，公司后续将继续追偿；截至 2019 年末，公司针对该笔业务已计提减值准备 1.21 亿元。公司与自然人彭朋签订股票质押式回购业务协议，质押标的为东方网络（002175.SZ）限售流通股，公司融出资金 0.81 亿元，因彭朋构成违约，公司向法院递交《民事起诉状》并已获得法院裁定书；目前质押标的已完成司法拍卖，公司收回资金 0.52 亿元，公司后续将继续追偿；截至 2019 年末，公司针对该笔业务已计提减值准备 0.33 亿元。

其他子公司处于起步阶段，整体业务发展规模较小。

国联通宝成立于 2010 年，截至 2019 年末，注册资本和实收资本均为 2.00 亿元，公司持股比例 100.00%。国联通宝原来从事以自有资金开展股权投资业务，以及设立基金开展股权投资业务，成立以来作为一般合伙人发起设立并运作了三个基金，另外作为有限合伙人入股一个基金并担任

其财务顾问。截至 2019 年末，国联通宝通过自有资金和管理的直投资基金投资了 8 个项目，累计投资 9,000 万元，实现 7 个项目的顺利退出（含 1 个项目部分退出），并实现累计收益 2,131.59 万元。2016 年，按照中国证券业协会发布的《关于发布<证券公司私募投资基金子公司管理规范>及<证券公司另类投资子公司管理规范>的通知》的相关要求，国联通宝变更为私募基金子公司，取得了中国证券投资基金业协会颁发的《私募投资基金管理人登记证书》，开展私募投资基金业务，并于 2018 年 4 月完成工商变更登记。国联通宝根据监管要求不再开展自有资金直接股权投资业务，对原存续的自有资金直接股权投资业务及管理的基金等存量业务进行整改。截至 2019 年末，国联通宝管理的基金有 1 只已完成注销，1 只正在办理主要手续中。国联通宝规范为私募投资基金子公司后，截至 2019 年末尚未设立私募投资基金开展股权投资业务。

2019 年 7 月，公司出资设立另类投资子公司国联创新，注册资本 5.00 亿元，公司持股比例 100.00%。截至 2019 年末，公司尚未出资。国联创新主要业务为利用自有资金从事科创板跟投业务，并于 2019 年 11 月取得了中国证券业协会会员资格。截至 2019 年末，国联创新暂未投资具体项目。

3. 重大事项

2016 年 12 月，中国证监会受理了公司 A 股发行的申请。2018 年 10 月，公司发布公告称，因计划通过增发 H 股股份进行融资，根据《发行监管问答—首次公开发行股票申请审核过程中有关中止审查等事项的要求》的规定，公司向中国证监会提交了关于中止 A 股发行审查的申请，并于 2018 年 10 月收到中国证监会的行政许可申请中止审查通知书。2018 年 11 月公司临时股东大会审议批准了发行股份的一般性授权决议案。2019 年 12 月，公司发布公告称，已终止 H 股再融资的相关工作，公司 A 股首次公开发行股票已恢复审查。

4. 未来发展

公司战略定位较明确，制定的措施可行性较高，有助于公司目标的逐步实现，培育特色化的竞争力。

未来，公司将继续推进股权融资工作，加快现代证券控股集团建设，推进香港子公司建设与国际业务布局，优化营业网点布局，加强风险管理体系、信息系统和财务分析体系建设，提升产品创设能力和投资管理能力，加快推进业务创新转型。一是财富管理业务在资产配置服务、私募产业链、融资融券和收益互换等领域加强客户开发和服务，形成核心竞争力。二是投行业务在提供全产业链价值服务的同时，在股票承销、债券承销和财务顾问等基础业务的个别领域或行业形成特色。三是建设金融市场业务，以研究和机构销售业务、固定收益业务、股权衍生品业务为抓手，提升服务金融机构的能力。四是建立健全市场化、科学化、精细化的人力资源管理和服务体系，深化以市场化为核心的绩效考核与薪酬分配机制，打造一支有竞争力、有工作激情的高素质员工队伍，提升人均创收能力。

七、风险管理分析

公司建立了健全的全面风险管理体系，较好地保障了各项业务的稳健发展，整体风险管理水平较高；但随着业务规模的扩张和监管力度的增强，公司需进一步提高风险管理水平。

公司建立了董事会及其风险控制委员会、高级管理层及起风险管理委员会、风险管理部门、各部门内设的风险管理组织四个层级管理架构，保障风险管理体系有效运行。公司已将子公司华

英证券、国联通宝纳入全面风险管理体系。公司以《国联证券全面风险管理基本制度》为基础，针对不同风险类型制定相应的风险管理办法，规范了各类风险的识别、评估、监测、应对和报告的方法和流程，以保证公司实现风险全覆盖及“可测、可控、可承受”管理目标。

市场风险管理

市场风险是指因市场价格（股票价格、商品价格、利率、汇率）的不利变动而导致公司业务发生损失的风险。目前，公司承受市场风险的主要为自营业务、资产管理业务和做市业务等。影响公司的市场风险因子主要是权益类风险因子、利率风险因子和信用价差风险因子。

公司主要采取以下方法控制市场风险：（1）敏感性分析：公司通过不同的敏感性参数设置设定限额控制及调整金融产品的市场风险，确保整个组合的市场风险在预期范围内；（2）集中度控制，公司在各层级执行业务限额（包括业务及产品），并通过限制市场风险敞口方式控制风险承受能力，公司每年调整限额，以反映市场行情、业务状况及公司风险承受水平的变化；（3）在险价值方法，公司使用每日在险价值评估风险敞口及公司债务、股权投资相对或绝对风险，并及时监控公司相关风险限额；（4）压力测试及情景分析，公司采用压力测试及情景分析来监控风险敞口；（5）随着公司国际化的拓展，汇率风险逐步显现。公司将保持对外汇市场的持续关注，不断加强制度建设和内部管理，谨慎开展境外融资。如计划开展境外业务时将考虑通过外汇远期、期权对冲等一系列措施对冲、缓释汇率风险，以支持公司境外业务的开拓。

信用风险管理

信用风险是指债务人、交易对手没有履行契约中的义务而造成公司经济损失的风险。信用风险包括交易对手风险、担保品风险。

目前，公司已上线信用风险管理系统，通过尽职调查和内部评级等措施，控制交易对手主体和担保品信用风险，通过量化指标的监测，结合信用评级分析、债务主体资本结构与偿债能力分析、信用压力测试等方法，对信用风险进行计量和管理。此外，公司根据市场行情和个股的风险对担保品的价值做周期性调整。

流动性风险管理

流动性风险是指公司无法以合理成本及时获得充足资金以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。公司自营、资产管理、信用交易业务的快速发展都对流动性提出了更高的要求。

为有效应对和管理流动性风险，公司采取如下措施：（1）高效管理资金来源、融资安排及资金配置；（2）根据公司的业务发展、财务状况及融资能力，同时考虑经营过程中所涉及流动性风险及其他相关风险，确定各项业务的流动性风险偏好、正常流动性水平及流动性风险限额；（3）在资金运用达到流动性限额时进行压力测试，采取适当措施确保各业务线的流动性风险敞口在授权阈值以内；（4）建立充足的流动性储备，确保在紧急情况下提供额外资金来源。

2017—2019年，公司的流动性风险指标均优于监管预警标准，但仍需要持续加强流动性管理。

表 12 公司流动性风险指标（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	监管标准	预警指标
流动性覆盖率	385.54	1,350.82	270.50	≥100	≥120
净稳定资金率	168.81	176.20	167.90	≥100	≥120

资料来源：公司监管报表

操作风险管理

操作风险指在公司运营过程中，由于不恰当或失效的内部流程、人员和系统或外部事件导致

公司发生损失的风险。

针对操作风险,公司建立健全内控机制,定期在全公司范围内开展内部控制有效性评估工作;设置专人负责管理操作风险,规范优化相关业务流程;整理统计操作风险事件发生频率及相应损失以建立损失数据库;此外,公司通过内部培训、年度考核等多种方式不断强化各岗位人员的行为适当性与操作规范性;并建立应急风险处置预案并定期演练,确保设备、数据、系统的安全,防范因信息系统故障而导致的突发性、大范围的操作风险。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年的财务报告均经德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并被出具了无保留的审计意见。近年来,公司合并范围无较大变化,公司财务数据可比性较强。

2. 资金来源与流动性

2019 年以来,公司负债规模有所增加,资金来源主要为应付债券、应付短期融资款和卖出回购金融资产款,杠杆水平呈上升趋势且债务集中在一年内,需持续加强流动性管理。

2017—2019 年末,公司负债总额先降后升、总体增长,三年年均复合增长 11.15%;截至 2019 年末,负债总额 203.52 亿元,较上年末增长 49.27%,主要由于证券市场交投活跃度提升带动代理买卖证券款增加以及自有负债规模增加。2017—2019 年末,自有负债呈波动增长趋势,三年年均复合增长 18.41%。截至 2018 年末,公司自有负债 68.89 亿元,较上年末下降 12.66%,主要系拆入资金和应付短期融资券减少所致。截至 2019 年末,公司自有负债 110.59 亿元,较上年末增长 60.54%,主要系债券正回购业务规模增加所致。2017—2019 年末,公司自有负债占负债总额比重分别为 47.88%、50.52%和 54.34%,逐年提高。截至 2019 年末,公司自有负债主要由应付债券(占比 46.53%)、卖出回购金融资产款(占比 33.39%)、应付短期融资款(占比 11.84%)和交易性金融负债(占比 9.77%)构成。

截至 2019 年末,公司应付债券 51.46 亿元,较上年末下降 13.43%,主要系到期兑付的收益凭证和债券规模高于当期新发行的债券规模所致。截至 2019 年末,公司卖出回购金融资产款 36.93 亿元,基本为当期新增,主要系公司正回购业务规模增加所致。截至 2019 年末,应付短期融资款 13.09 亿元,较上年末增长 107.99%,主要系发行短期融资券所致。公司交易性金融负债全部为合并结构化主体其他份额持有人利益,2019 年末为 10.80 亿元,较上年末下降 6.14%。由于负债规模增长,截至 2019 年末,公司专项合并口径净资产/负债和净资产/负债指标分别为 76.21%和 72.80%,较上年末大幅下降,但仍远高于行业监管标准;自有资产负债率为 57.82%,较上年末提高 10.44 个百分点,但仍属行业适中水平。

表 13 公司负债情况表(单位:亿元、%)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
负债总额	164.73	136.35	203.52
其中:卖出回购金融资产款	2.98	0.10	36.93
拆入资金	6.00	0.00	2.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	17.07	--	--
交易性金融负债	--	11.51	10.80

应付债券	38.00	59.44	51.46
应付短期融资款	28.20	6.29	13.09
自有负债	78.87	68.89	110.59
全部债务	75.18	65.84	103.48
其中：短期债务	37.18	22.67	79.94
长期债务	38.00	43.17	23.54
自有资产负债率	50.95	47.38	57.82
净资本/负债	104.98	113.74	76.21
净资产/负债	96.27	110.37	72.80

注：短期债务中包含一年内到期的应付债券
 资料来源：公司定期报告、监管报表，联合评级整理

有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务先降后升，三年年均复合增长 17.32%。截至 2019 年末，公司全部债务规模 103.48 亿元，较上年末增长 57.18%。从有息债务结构看，由于 2019 年新增卖出回购金融资产款规模大，2019 年末，公司短期债务占比 77.25%，较上年末提高 42.82 个百分点。从集中兑付情况来看，截至 2019 年末，公司有息债务到期情况如下表所示，主要集中于 2020 年，占比 77.25%，需持续加强流动性管理。

表 14 截至 2019 年末公司有息债务到期期限情况（单位：亿元、%）

到期日年份	金额	占比
2020 年	79.94	77.25
2021 年	15.25	14.74
2022 年	8.29	8.01
合计	103.48	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司资产以自有资产为主，资产变现能力较强，流动性较好，资产质量较高。

2017—2019 年末，公司资产总额呈先降后升态势，三年年均复合增长 8.67%。截至 2018 年末，公司资产总额 212.84 亿元，较上年末减少 11.56%，主要系代理买卖业务以及融资融券业务规模下降导致客户资金存款、客户备付金以及融出资金减少所致。截至 2019 年末，公司资产总额 284.19 亿元，较上年末增长 33.53%，主要由于代理买卖证券业务、融资融券业务和债券投资规模上升导致客户资金存款、融出资金和交易性金融资产增加所致。公司资产以自有资产为主，2017—2019 年末，公司自有资产占资产总额比重分别为 64.32%、68.31%和 67.30%；自有资产亦呈先降后升态势，三年年均复合增长 11.16%，截至 2019 年末，公司自有资产 191.27 亿元，较上年末增长 31.56%。截至 2019 年末，公司资产主要由自有货币资金（占比 9.70%）、融出资金（占比 16.32%）、交易性金融资产（占比 28.93%）、买入返售金融资产（占比 12.06%）构成。受限资产方面，截至 2019 年末，公司共有 41.78 亿元资产的所有权或使用权受到限制，占资产总额的 14.70%，系卖出回购和转融通担保物。

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，三年年均复合下降 18.67%，自有货币资金和客户资金存款均呈波动增长态势。截至 2019 年末，公司货币资金 93.05 亿元，较上年末增长 72.04%，其中自有货币资金为 27.57 亿元，较上年末增长 99.57%。

2017—2019 年，公司融出资金受融资融券业务规模的影响有所波动。截至 2019 年末，公司融出资金 46.38 亿元，较上年末增长 57.03%；从融出资金期限来看，3 个月以内的占比 27.74%、3~6 个月的占比 17.32%、6 个月以上的占比 54.94%；已计提减值准备 614.52 万元。

公司自 2018 年 1 月 1 日实施新金融工具准则，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重分类至交易性金融资产。受债券投资规模增长的影响，截至 2019 年末，公司交易性金融资产 82.23 亿元，较上年末大幅增长 175.39%；公司交易性金融资产中，债券占比 81.92%、股票占比 6.82%。

2017—2019 年，公司买入返售金融资产规模受股票质押回购业务和债券逆回购规模的影响波动下降，三年年均复合下降 24.76%。截至 2019 年末，公司买入返售金融资产 34.27 亿元，较上年末下降 53.68%，主要系股票质押回购业务以及债券逆回购规模减少所致；已计提减值准备 1.72 亿元。

得益于优质流动资产的增长，2017—2019 年，优质流动资产/总资产逐年增长，分别为 16.66%、19.41%和 24.28%，资产流动性较好。

表 15 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额	240.66	212.84	284.19
其中：自有货币资金	19.52	13.82	27.57
自有结算备付金	3.84	3.26	3.60
融出资金	46.09	29.54	46.38
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	23.62	--	--
交易性金融资产	--	29.86	82.23
买入返售金融资产	60.53	73.98	34.27
可供出售金融资产	10.60	--	--
自有资产	154.80	145.38	191.27
自有资产/资产总额	64.32	68.31	67.30
优质流动资产	25.53	28.10	46.24
优质流动资产/总资产	16.66	19.41	24.28

注：“优质流动资产/总资产”中的“优质流动资产”和“总资产”为专项合并口径
 资料来源：公司定期报告、公司提供，联合评级整理

3. 资本充足性

公司所有者权益稳定性较好，各项风险控制指标均符合监管标准，资本充足性较好。

2017—2019 年，公司所有者权益变化不大，三年年均复合增长 3.08%。截至 2019 年末，公司所有者权益（全部归属于母公司所有者）80.67 亿元，较上年末增长 5.47%，主要系利润留存所致；所有者权益中，股本和资本公积合计占比 50.40%，未分配利润占比 25.08%，公司股东权益的稳定性尚可。利润分配方面，2017 年公司未实施利润分配，2018 年公司派送现金红利 0.95 亿元，占 2018 年母公司净利润的比重为 64.48%，2019 年公司拟不实施利润分配，利润留存对资本补充的作用较好。

从主要监管指标来看，2017—2019 年，公司净资本波动增长，主要受计入附属净资本的次级债券规模变动的影响。截至 2019 年末，专项合并口径净资本为 84.00 亿元，较上年末增长 7.29%；由于表内外资产总额增长，资本杠杆率指标有所下降，2019 年末为 37.16%。公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 16 公司风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	监管标准	预警标准
核心净资本	66.96	67.79	70.90	--	--
附属净资本	15.00	10.50	13.10	--	--
净资本	81.96	78.29	84.00	--	--
净资产	75.16	75.97	80.24	--	--
各项风险准备之和	20.50	18.21	21.74	--	--
风险覆盖率	399.77	430.00	386.33	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率	43.66	46.65	37.16	≥8.00	≥9.60
净资本/净资产	109.05	103.06	104.68	≥20.00	≥24.00

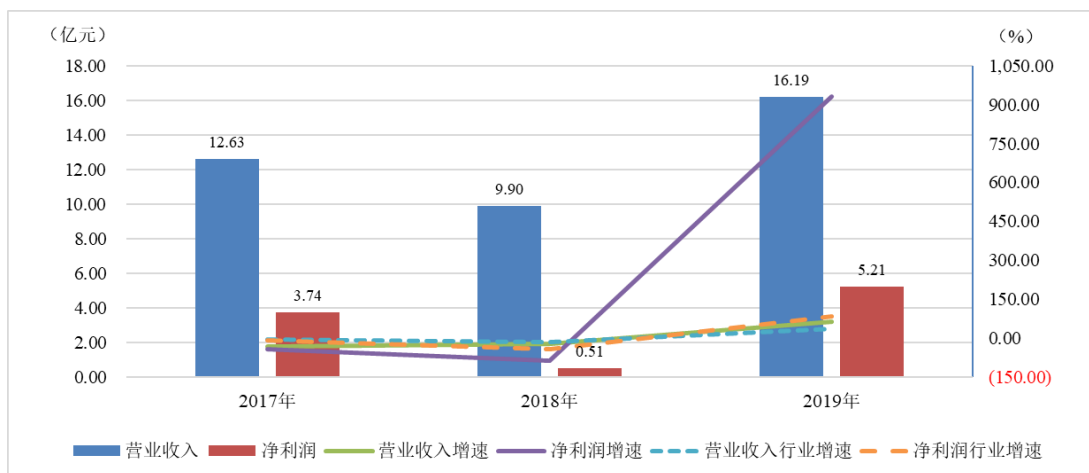
资料来源：公司净资本监管报表，以上指标均为专项合并口径

4. 盈利能力

受市场行情变化以及公司业务发展的影响，公司收入和利润水平波动较大；受计提较大规模信用减值损失计提的影响，2018 年公司盈利能力下滑明显；2019 年营业收入大幅增加带动盈利指标提升。

2017—2019 年，受市场行情变动的影响，公司营业收入波动较大，三年年均复合增长 13.25%；2019 年实现营业收入 16.19 亿元，同比增长 63.62%，增幅高于行业平均。

图 4 公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司定期报告，联合评级整理

2017—2019 年，公司营业支出整体呈增长态势，三年年均复合增长 11.48%。2018 年公司营业支出 9.19 亿元，同比增长 22.51%，主要系公司计提信用减值损失 1.54 亿元所致。2019 年公司营业支出 9.32 亿元，同比基本持平；从支出构成来看，以业务及管理费为主，占比为 100.19%，占比超过 100.00%主要是由于信用减值损失转回 0.12 亿元。2017—2019 年，受营业收入波动的影响，营业费用率、薪酬收入比均出现波动，2018 年上升后，2019 年均下降至 2017 年相近水平；2019 年，公司营业费用率和薪酬收入比分别为 57.65%和 39.85%。

从利润规模来看，公司利润总额主要由营业利润贡献，2017—2019 年，公司盈利规模波动较大。2018 年，由于营业收入下降的同时计提较大规模的信用减值准备，公司营业利润、利润总额和净利润同比均有较大幅度的降幅，降幅均超过 85%。2019 年，得益于营业收入大幅提升且营业成本同比基本保持稳定，公司营业利润、利润总额和净利润同比大幅增加，分别为 6.88 亿元、6.86 亿元和 5.21 亿元。

从盈利指标来看,2018 年受利润规模下降影响,公司各项盈利指标均有较大幅度的下滑;2019 年得益于利润规模的大幅增加,各项盈利指标亦大幅回升,公司营业利润率 42.46%、自有资产收益率 3.10%、净资产收益率 6.63%。根据证券行业排名,公司 2017—2018 年净资产收益率行业排名分别为第 43 位和第 61 位,下降幅度较大,但整体排名仍处于行业中游水平。

表 17 公司盈利指标表(单位: %、名)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业费用率	58.04	76.35	57.65
薪酬收入比	36.96	48.20	39.85
营业利润率	40.60	7.17	42.46
自有资产收益率	2.66	0.34	3.10
净资产收益率	4.82	0.66	6.63
净资产收益率排名	43	61	/

资料来源: 公司定期报告、公开资料, 联合评级整理

从同行业对比来看,根据下表中的数据,与样本企业相比,2018 年公司盈利能力、成本控制能力和盈利稳定性较弱,杠杆水平较低。2019 年,公司盈利能力大幅提高,成本控制能力亦有所增强,但盈利稳定性仍较弱;杠杆水平提升较快,但属行业适中水平。

表 18 证券公司行业财务指标比较(单位: %)

项目	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
国元证券(2018 年)	2.68	1.21	57.94	28.99	56.31
民生证券(2018 年)	0.84	0.30	82.35	57.77	68.23
南京证券(2018 年)	2.34	1.37	68.75	28.49	41.71
上述样本企业平均值	1.95	0.96	69.68	38.42	55.42
国联证券(2018 年)	0.66	0.34	76.35	66.85	47.38
国联证券(2019 年)	6.63	3.10	57.65	61.01	57.82

注: 因同业公司尚未披露 2019 年年报,故采用 2018 年度数据进行对比

资料来源: 公司定期报告、公开资料, 联合评级整理

5. 偿债能力

公司偿债指标整体表现一般,但考虑到公司股东背景很强且作为上市公司融资渠道较为畅通等因素,公司整体偿债能力仍属很强。

2017—2019 年,公司流动性覆盖率和净稳定资金率保持稳定且均高于 120%以上,公司短期偿债指标表现较好。

随着利润总额波动增长,公司 EBITDA 亦波动增长,2017—2019 年年均复合增长 18.62%。2019 年,EBITDA 为 11.93 亿元,同比大幅增长 119.87%;EBITDA 主要由利润总额(占比 57.52%)和利息支出(占比 30.71%)构成;EBITDA 全部债务比和 EBITDA 利息倍数分别为 0.12 倍和 3.26 倍,同比均有提高,EBITDA 对全部债务的保护能力一般,EBITDA 对利息的保护能力较好。

表 19 公司偿债能力指标表(单位: %、亿元、倍)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
流动性覆盖率	385.54	1,350.82	270.50
净稳定资金率	168.81	176.20	167.90
EBITDA	8.48	5.43	11.93

EBITDA 全部债务比	0.11	0.08	0.12
EBITDA 利息倍数	3.09	1.33	3.26

资料来源：公司定期报告，联合评级整理

截至 2019 年末，银行授信额度 189.80 亿元，已使用额度 35.50 亿元。

截至 2019 年末，公司无对外担保。

重大未决诉讼方面，截至 2019 年末，公司尚未了结的重大诉讼或仲裁案件如下：

2012 年 11 月公司认购了内蒙古奈伦农业科技股份有限公司（以下简称“奈伦农业”）2012 年中小企业私募债券，内蒙古奈伦集团股份有限公司（以下简称“奈伦集团”）为该债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，债券到期后发生违约。2015 年 8 月华南国际经济贸易仲裁委员会作出裁决，裁决内蒙古奈伦农业科技股份有限公司向公司支付债券本金 840 万元，另行支付违约赔偿金、延期补偿金和支付债券利息等；公司已向法院申请强制执行，目前尚未执行完毕。

2017 年 2 月，公司与广州汇垠华合投资企业（有限合伙）（以下简称“汇垠华合”）开展股票质押式回购交易业务，汇垠华合提供其所持有的 2,277 万股华明装备（002270.SZ）限售流通股股票进行质押，公司向其融出资金 12,200 万元，张桂珍提供连带责任保证担保并办理强制执行公证。汇垠华合与张桂珍先后构成违约。公司向无锡市中级人民法院起诉汇垠华合，请求判令后者偿还本金及利息并支付违约金等。因公司后续收回全部本金、利息及违约金，2019 年 8 月无锡市中级人民法院根据公司申请，裁定准许公司撤诉。此外，公司向无锡市仲裁委提出仲裁申请，请求裁决保证人张桂珍对主协议项下债务承担连带保证责任并予偿付；因部分实现债权的费用未收回，2019 年 8 月公司向无锡仲裁委员会提出申请书，将仲裁标的金额变更为 100.00 万元。后因公司收到张桂珍汇款 100.00 万元，2019 年 9 月无锡仲裁委员会根据公司申请裁定准许公司撤回本案。2019 年 9 月张桂珍以质押式证券回购纠纷为由，向无锡市中级人民法院提起诉讼，要求公司向第三人汇垠华合退赔多收取的款项和损失等合计 0.56 亿元。无锡市中级人民法院已受理该案件。2019 年 12 月 30 日，无锡市中级人民法院开庭审理了本案。截至 2019 年末，本案尚在审理过程中。

2017 年 4 月，公司与彭朋开展股票质押式回购交易业务，彭朋以其所持有的 2,100 万股东方财富网络（002175.SZ）限售流通股股票进行质押，向公司融入资金 12,000 万元。2018 年 4 月公司与彭朋签署《补充协议》，确认已归还本金合计 3,800 万元，剩余本金 8,200 万元（后彭朋又归还 100 万元）。后因彭朋构成违约，2019 年 1 月公司向无锡市中级人民法院提起诉讼，无锡市中级人民法院受理了本案。2019 年 2 月公司向桂林市中级人民法院申请强制执行，请求依法强制执行彭朋未偿还本金 8,100 万元，以及相应的利息、违约金、债权实现费用等，该法院于 4 月受理。2019 年 8 月桂林市中级人民法院出具执行裁定书，裁定拍卖彭朋质押给公司的 3,432 万股东方财富网络股票。该等股票于 2019 年 9 月进行了司法拍卖。2019 年 12 月桂林市中级人民法院作出裁定，终结本次执行程序。2019 年 7 月无锡市中级人民法院作出判决，判决韦越萍以其与彭朋的夫妻共同财产归还公司借款本金 8,100 万元及相应利息，彭敏、黄勇对前述债务承担连带清偿责任。截至 2019 年末，公司已向无锡市中级人民法院申请强制执行，本案仍在进行过程中。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2019 年 12 月 9 日，公司未与金融机构发生过信贷关系。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至2019年末，公司全部债务103.48亿元。2020年1月1日—3月15日，公司发行债券和短期融资券合计50.00亿元，偿还债券和短期融资券合计17.00亿元，公司债务规模有所提高，债务结构有所优化。

本期债券发行规模不超过15.00亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模一般；以2019年末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为15.00亿元，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，公司自有资产负债率60.89%，较发债前提高3.07个百分点，杠杆水平有所提高，但仍属行业适中水平。

2. 本期债券偿付能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行 15.00 亿元估算相关指标对本期债券本金的保障倍数（见下表），各项指标表现良好。考虑到本期债券所募集的资金拟用于补充营运资金，增加的营运资金将用于主营业务相关领域，以支持公司的长期发展及核心竞争力的培育，未来公司的经营规模和盈利能力将进一步增强；且公司作为上市公司，拥有较通畅的直接和间接融资渠道，能够为本期债券提供较强的现金流保障。

表 20 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2019 年
净资产（专项合并口径）/本期债券本金	5.35
净利润/本期债券本金	0.35
EBITDA/本期债券本金	0.80
经营活动现金流量净额/本期债券本金	2.53

资料来源：公司定期报告，联合评级整理

综合以上分析，并考虑到公司作为全国性综合类上市证券公司，股东背景很强且支持力度较大，公司立足无锡、辐射全国，具备较强经营实力；融资渠道畅通，公司对本期债券的偿还能力很强。

十、综合评价

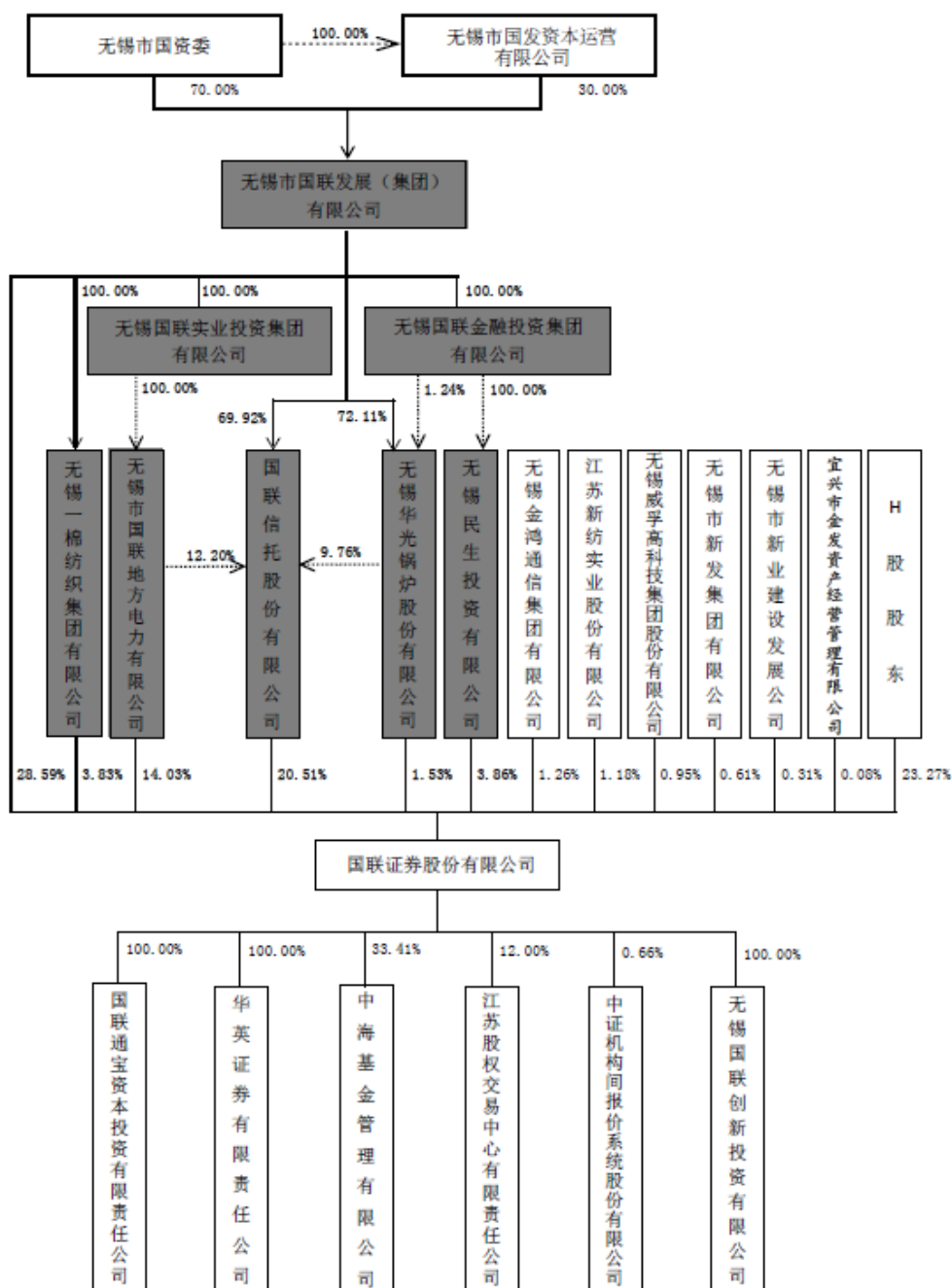
公司作为立足无锡、辐射全国的综合性上市券商，依托控股股东国联集团的综合金融平台优势和公司自身营业网点的区域优势，各项业务处于行业中游水平，具备较强竞争优势。目前，公司资产质量较好，资本较为充足。

联合评级也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化，以及市场信用风险上升等因素可能对公司经营带来不利影响。

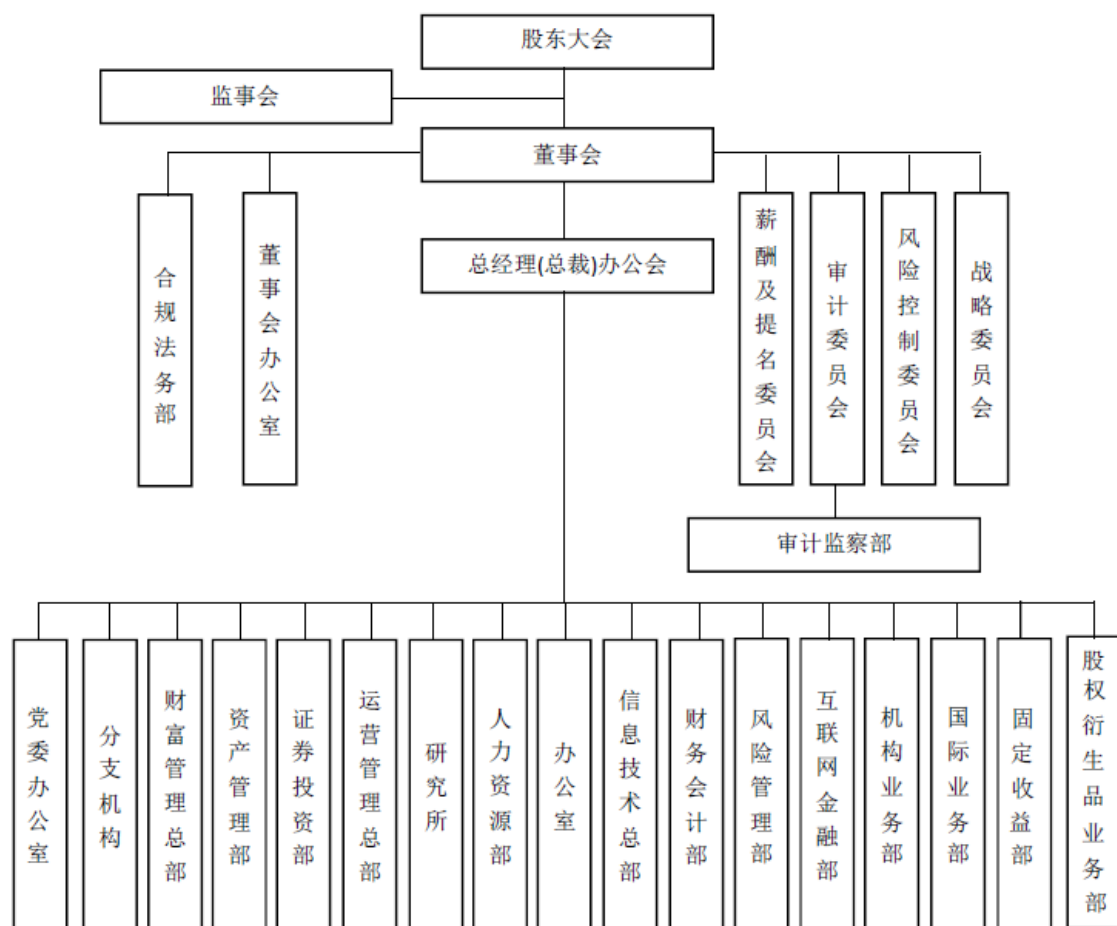
未来，随着公司进一步增强自身的资本实力和品牌影响力，公司业务规模有望扩大、盈利水平有望提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 国联证券股份有限公司
股权结构图（截至 2019 年末）



附件 2 国联证券股份有限公司 组织结构图（截至 2019 年末）



附件 3 国联证券股份有限公司 主要财务指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
自有资产（亿元）	154.80	145.38	191.27
所有者权益（亿元）	75.93	76.49	80.67
自有负债（亿元）	78.87	68.89	110.59
自有资产负债率（%）	50.95	47.38	57.82
优质流动资产/总资产（%）	16.66	19.41	24.28
营业收入（亿元）	12.63	9.90	16.19
净利润（亿元）	3.74	0.51	5.21
营业利润率（%）	40.60	7.17	42.46
营业费用率（%）	58.04	76.35	57.65
薪酬收入比（%）	36.96	48.20	39.85
自有资产收益率（%）	2.66	0.34	3.10
净资产收益率（%）	4.82	0.66	6.63
盈利稳定性（%）	56.10	66.85	61.01
净资本（亿元）	81.96	78.29	84.00
风险覆盖率（%）	399.77	430.00	386.33
资本杠杆率（%）	43.66	46.65	37.16
流动性覆盖率（%）	385.54	1,350.82	270.50
净稳定资金率（%）	168.81	176.20	167.90
信用业务杠杆率（%）	129.43	111.58	89.89
短期债务（亿元）	37.18	22.67	79.94
长期债务（亿元）	38.00	43.17	23.54
全部债务（亿元）	75.18	65.84	103.48
EBITDA（亿元）	8.48	5.43	11.93
EBITDA 利息倍数（倍）	3.09	1.33	3.26
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.08	0.12
EBITDA/本期发行额度（倍）	0.57	0.36	0.80

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
自有资产	总资产-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-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-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-结构化主体其他份额持有人投资份额
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%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值×100%
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动资产/总资产	优质流动资产/总资产×100%; 优质流动资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+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+卖出回购金融资产+其他负债科目中的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务

EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

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；

BB 级：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：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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 国联证券股份有限公司 2020年公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年国联证券股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

国联证券股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。国联证券股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注国联证券股份有限公司的相关状况，如发现国联证券股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如国联证券股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至国联证券股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送国联证券股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年三月二十三日