

信用评级公告

联合〔2020〕4996号

联合资信评估股份有限公司通过对国联证券股份有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的 2020 年短期公司债券（第一期）的信用状况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⁺，国联证券股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行短期公司债券（第一期）信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二〇年十二月十四日

国联证券股份有限公司2020年面向专业投资者 公开发行短期公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：A-1

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过10亿元（含）

本期债券期限：1年

偿还方式：到期一次还本付息

募集资金用途：用于补充公司营运资金

评级时间：2020年12月14日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司行业信用评级方法	V3.1.202011
证券公司主体信用评级模型	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			业务经营分析	2
			未来发展	3
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	3
			资本充足性	2
			杠杆水平	1
		流动性因素		1
		调整因素和理由		
—				--

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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，近年来主要业务发展较为均衡，各项业务处于行业中游水平，具备较强的区域竞争优势。2020年7月，公司完成A股IPO，募集资金净额19.38亿元，公司资本实力进一步增强。目前，公司资产质量较好，资本较为充足。同时，联合资信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。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险最低，安全性最高。

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年营业收入大幅增加带动盈利水平大幅提升。2020年7月，公司完成A股IPO，募集资金净额19.38亿元，公司资本实力进一步增强。

分析师：张 帆

卢芮欣

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

 地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
 中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

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不利影响。
2. **面临短期集中偿付压力。**近年来公司债务规模逐步增加，且债务主要集中在一年内，面临短期集中偿付压力，需对偿债能力和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。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
自有资产（亿元）	154.80	145.38	191.27	258.42
自有负债（亿元）	78.87	68.89	110.59	174.53
所有者权益（亿元）	75.93	76.49	80.67	83.89
优质流动性资产/总资产（%）	16.66	19.41	24.28	24.75
自有资产负债率（%）	50.95	47.38	57.82	67.54
营业收入（亿元）	12.63	9.90	16.19	8.22
利润总额（亿元）	5.17	0.72	6.86	4.38
营业利润率（%）	40.60	7.17	42.46	53.33
净资产收益率（%）	4.82	0.66	6.63	3.90
净资本（亿元）	81.96	78.29	84.00	89.02
风险覆盖率（%）	399.77	430.00	386.33	323.51
资本杠杆率（%）	43.66	46.65	37.16	28.38
短期债务（亿元）	37.18	22.67	69.76	96.77
全部债务（亿元）	75.18	65.84	103.48	165.91
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.85	0.54	1.19	0.78

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据除非特别说明均为合并口径；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为专项合并口径；3. 公司2020年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化。

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+	稳定	2020/10/15	黄生鹏 刘彦良 亓奕茗	证券公司行业评级方法（2018年12月）	阅读全文
AA+	稳定	2015/1/4	赖金昌 葛成东 张慰	联合资信证券公司信用评级方法（2014年修订版）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由国联证券股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（期）债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

张中凡

李萌

联合资信评估股份有限公司

国联证券股份有限公司2020年面向专业投资者 公开发行短期公司债券（第一期）信用评级报告

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。2020年7月，公司完成境内股票的首次公开发行（以下简称“A股IPO”）并上市交易（证券简称：国联证券，证券代码：601456.SH）；公司共发行4.76亿股，募集资金净额19.38亿元，其中4.76亿元计入股本，剩余金额计入资本公积，发行完成后，注册资本和实收资本均增加至23.78亿元。截至2020年9月底，公司注册资本和实收资本均为23.78亿元。截至2020年9月底，无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“国联集团”）及其关联方合计持有公司57.87%的股权，为公司控股股东，实际控制人为无锡市国有资产监督管理委员会。公司股权结构图见附件1-1。截至2020年9月底，持有公司5%以上股份的股东不存在质押所持公司股份的情况。

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2020年6月底，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，公司有4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”）、无锡国联创新投资有限公司（以下简称“国联创新”）和国联证券（香港）有限公司（以下简称“国联香港”）；公司员工人数为1634人（合并口径）。公司组织架构图详见附件1-2。

截至2019年底，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）；专项合并口径下净资本84.00亿元。2019年，公司实现营业收入16.19亿元，利润总额6.86亿元，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额32.49亿元。

截至2020年6月底，公司资产总额369.32亿元，其中客户资金存款88.45亿元；负债总额285.43亿元，其中代理买卖证券款102.79亿元；所有者权益83.89亿元（全部归属于母公司所有者）；专项合并口径下净资本89.02亿元。2020年1—6月，公司实现营业收入8.22亿元，利润总额4.38亿元，净利润3.21亿元（全部归属于母公司所有者）；经营活动产生的现金流量净额-12.09亿元，现金及现金等价物净增加额7.36亿元。

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

本期债券名称为“国联证券股份有限公司2020年面向专业投资者公开发行短期公司债券（第一期）”，本期债券发行总规模不超过10.00亿元（含）。本期债券票面金额为100元，按面值平价发行。本期债券期限为1年。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。本期债券到期一次还本付息。本期债券采用面向专业投资者公开发行的方式发行。

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。

本期债券无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然5—6月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长3.2%，但上半年同比依然下降1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020年上半年中国经济出现负增长，GDP累计同比下降1.6%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表1 中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年一季度	2020年上半年
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐

月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快

速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度(-14.3%)有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度(-12.0%)降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度(-5.7%)略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期(6.7%)相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出(除债务利息支出之外)，其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出(下降 30.0%)、节能环保支出(下降 15.4%)、交通运输支出(下降 13.3%)、科学技术支出(下降 12.2%)、教育支出(下降 7.6%)。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口(0.93 万亿元)大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月(5.9%)略有回落，但较上年同期(5.1%)仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难

关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息(总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”)，为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹

疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。为此,下半年财政政策要更加积极有为、注重实效,要保障重大项目建设资金,注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下,下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面,制造业投资上半年下降幅度较大(-11.7%),下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复;基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头;房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长,将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面,在疫情防控和保就业促消费相关政策措施的作用下,下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放,以及政府消费支出的适当增加,商品和服务消费或将较快恢复,消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面,未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策,对我国外需具有较大提振作用;同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长,有理由相信下半年我国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高;但由于全球疫情形势的复杂性和反复性,以及中美关系的不确定性等因素影响,外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、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。

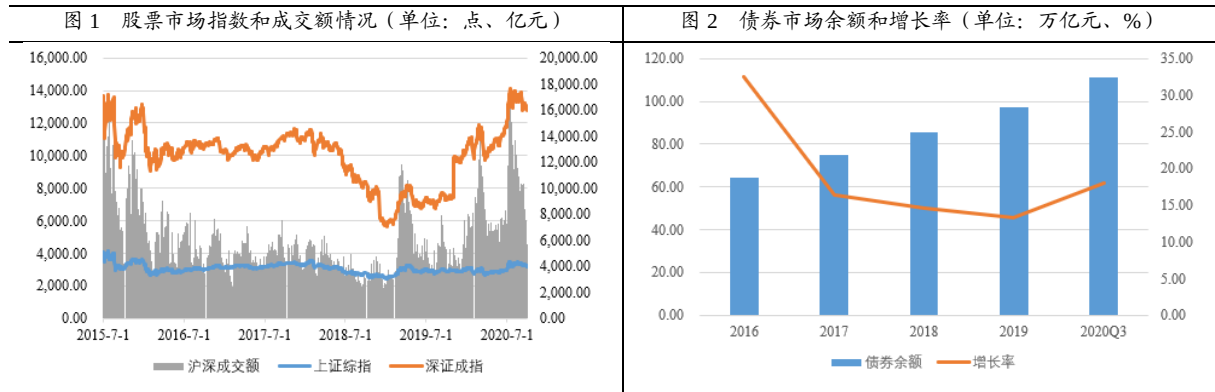
近年来,股票市场震荡加剧,2017年出现结构性行情,权重股大幅上涨,沪深交易额小幅下降,降幅收窄;2018年,经济下行压力叠加不利外部环境,沪深指数跌幅较大,投资交易量进一步萎缩;2019年,市场预期有所回暖,股票市场先扬后抑,股票市场一季度大幅上涨,贡献全年大部分涨幅,市场成交量亦大幅增长。根据交易所公布的数据,截至2019年底,上交所和深交所上市的公司合计3777家;股票市场总市值为59.29万亿元,较2018年底增长36.33%;平均市盈率为20.35倍,较2018年增长4.13个倍数。2019年全部A股成交额为127.36万亿元,日均成交额为0.52万亿元,同比增长44.81%。截至2019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年以来,债券市场违约常态化,利率延续下降趋势,债券市场规模逐年增长。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 1418.69 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 1054.15 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%。



数据来源：中国证券业协会

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》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。

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)	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83
净利润 (亿元)	2447.63	1234.45	1129.95	666.20	1230.95
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，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。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3604.83亿元和净利润1230.95亿元，分别同比增长35.37%和84.77%，经营业绩大幅改善。

2020年前三季度，随着国内疫情防控落实和复工复产推进，我国经济稳步增长，A股指数逐步企稳，中小创指数和沪深交易额大幅增长；其中上证综指涨幅4.31%，深成综指上涨21.32%，沪深交易额同比增长59.12%。截至2020年9月底，135家证券公司总资产为8.57万亿元，较2019年底增加18.04%；净资产为2.24万亿元，较2019年底增加10.89%，净资本为1.79万亿元，较2019年底增加10.49%。2020年前三季度，135家证券公司实现营业收

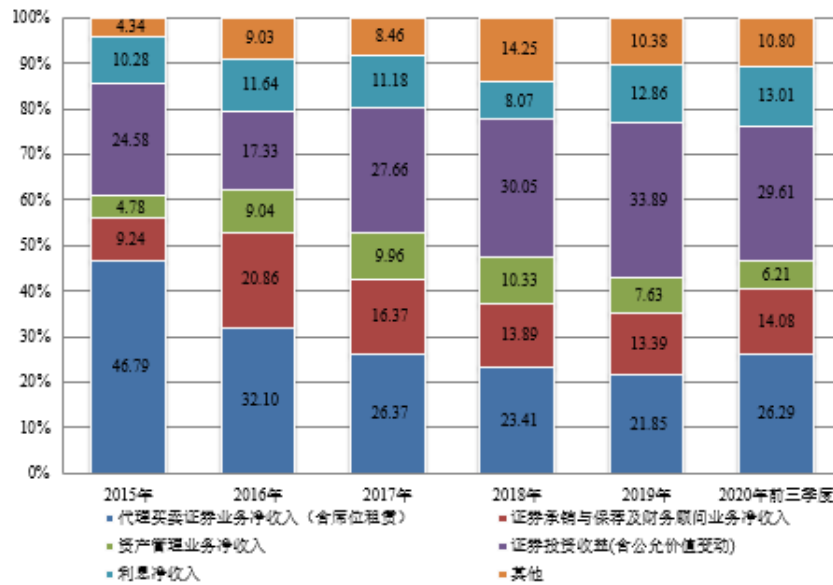
入3423.81亿元，实现净利润1326.82亿元，分别同比增长31.08%和42.51%，经营业绩同比大幅增长，其中有126家公司实现盈利。

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。2020年前三季度，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，自营投资收入占比有所下降，除此之外其他业务收入占比变动较小。

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%。2020年前三季度，证券公司代理买卖证券业务净收入900.08亿元，同比增长33.08%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，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2532.48亿元，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1027.22亿元。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%。2020年前三季度，投行业务收入482.20亿元，同比增长40.19%。

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，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，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%。

联合资信也关注到，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本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1154.50亿元，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）1221.60亿元，同比大幅增长52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63亿元，同比基本持平。

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。2020 年前三季度，证券公司资管业务收入 212.64 亿元，同比增长 12.52%。

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 9429 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 9 月末，全市场质押股份市值占总市值比重为 6.21%，较年初下降 1.46 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% 的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。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%。2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 31.72%。

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，联合资信也关注到，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，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，2020 年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司已实现 A 股上市。2020 年以来已有 6 家上市券商完成定向增发募集货币资金，其中海通证券和国信证券分别募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。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、粤开证券等多家新三板挂牌证券公司未来将筹备 A 股上市，其中华龙证券和开源证券已于新三板退市。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，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 5 家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）、野村东方国际证券、大和证券（中国）和星展证券（中国）。

同时新设金圆统一证券和甬兴证券 2 家国内券商，行业竞争进一步加剧。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等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。

2019 年 11 月，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。

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 2354.94 亿元，净利润 780.77 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.89% 和 62.75%。截至 2019 年底，前十大证券公司资产总额为 4.51 万亿元，占全行业总资产的 62.78%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 60%，行业集中度较高。

表 3 截至 2019 年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	1654.50	7917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1460.94	5593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1411.19	6367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1256.55	5621.81	248.63	90.57
5	广发证券	941.37	3943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2246.44	140.93	49.14
合计		10200.34	45056.60	2354.94	780.77

资料来源：WIND

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。

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。2020年1月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，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。

2020年2月，《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公

司证券发行管理暂行办法》的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，国内经济全面修复。

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并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020年6月，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件发布，创业板试点注册制。

2020年5月，《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》发布，次级债公开发行放开，拓宽证券公司融资渠道，有助于证券公司降本增效。

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月底，公司注册资本和实收资本均为23.78亿元，国联集团及其关联方合计持有公司57.87%的股权，为公司控股股东；无锡市国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

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2020年6月底，公司合并资产总额369.32亿元，专项合并口径净资产89.02亿元。2020年7月，公司完成A股IPO，募集资金净额19.38亿元，公司资本实力进一步增强。

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;根据江苏证监局官网的数据,截至2020年6月底,公司无锡地区营业部的数量占无锡地区证券营业部数量的24.20%。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,通过参股中海基金管理有限公司(以下简称“中海基金”)从事公募基金业务。

表4 公司主要指标排名(单位:名)

项目	2017年	2018年	2019年
净资本 (专项合并口径)	50	51	49
营业收入	59	62	51
证券经纪业务收入	47	50	49
客户资产管理业务收入	/	/	/
投资银行业务收入	59	47	50
融资类业务收入	49	38	36
证券投资收入	64	87	55

资料来源:证券业协会证券公司经营业绩排名情况,联合资信整理

3. 人员素质

目前员工结构合理,能够满足公司业务开展需求。

公司董事、监事及高管人员拥有较高的专业素质及管理经验,能够满足公司业务开展需求。

公司董事长姚志勇先生,1971年出生,工商管理硕士。曾任公司前身无锡市证券公司业务员、驻上海证券交易所场内交易员及营业部办公室主任,无锡市国联投资管理咨询有限公司投资经理、证券研究部经理及副总经理,国联集团证券投资部副总经理,无锡市国联投资管理咨询有限公司董事长兼总经理,无锡国联金融投资集团有限公司总裁助理及战略发展部总经理,无锡产权交易所有限公司执行董事及法定代表人,锡洲国际有限公司董事。现任国联集团副总裁,国联金融控股集团有限公司董事长,无锡国联金融投资集团有限公司董事。2012年8月至今任本公司董事,2013年3月至今任公司董事长。目前兼任华英证券董事长。

公司执行董事、总裁兼财务负责人葛小波

先生,1970年出生,工商管理硕士。自1997年进入中信证券股份有限公司(以下简称“中信证券”),曾任投资银行部经理、高级经理,A股上市办公室副主任,风险控制部副总经理和执行总经理,交易与衍生产品业务部、计划财务部、风险管理部、海外业务及固定收益业务行政负责人,执行委员会委员、财务负责人、首席风险官;曾兼任中信证券国际、CLSAB.V、华夏基金、中信证券投资、中信产业基金等公司董事,中国证券业协会国际战略委员会主任委员、海外委员会副主任委员。现任中国证券业协会代表、第六届会员监事。2019年10月至今任公司执行董事、总裁兼财务负责人。目前兼任华英证券董事、中海基金董事。

人员队伍方面,截至2020年6月末,公司合并口径员工总数1,634人;其中,硕士及以上占34.64%,本科占59.91%,专科及以下占5.45%;30岁及以下占比34.03%,31~40岁占比47.61%,41~50岁占比14.44%,50岁以上占比3.92%。

4. 外部支持

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57.87%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,截至2019年底,注册资本为80.00亿元。国联集团是无锡市政府国有资产运营管理和资本运作的平台,经营范围涉及环保能源、金融、纺织、物流服务和电子制造等领域,业务范围广泛,经营实力很强。截至2019年底,国联集团资产总额940.15亿元,所有者权益333.50亿元;2019年,国联集团实现营业收入和净利润分别为217.65亿元和17.29亿元。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。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91320200135914870B），截至2020年7月21日，公司未与金融机构发生过信贷关系。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2020年6月底，公司金融机构授信总额达266.20亿元，尚存未使用授信额度194.90亿元，授信金融机构22家，公司间接融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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。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8名成员组成，其中总裁1名（兼财务负责人）、副总裁3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. 管理水平

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。

作为在香港和A股上市、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。

受到监管措施方面，2017年1月—2020年6月期间，公司发生4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。2020年1月，中国证监会山东监管局就华英证券作为山东龙力生物科技股份有限公司（以下简称“龙力生物”）发行股份及支付现金购买资产并配套募集资金事项的独立财务顾问，在履行持续督导职责的2016年7月至2017年10月间，未及时发现龙力生物违规挪用募集资金的情况，部分尽职调查工作不规范，部分工作底稿保存不完整的情况，出具了《关于对华英证券有限责任公司及张国勇、范光峥采取出具警示函措施的决定》的监管措施决定书。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。

2020年11月，公司发布公告称收到中国证监会《关于对国联证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》，因公司在筹划重大资产重组过程中存在“未有效评估监管政策，对重组备选方案准备不足；未审慎评估对证券市场的影响”问题，被中国证监会采取出具警示函的行政监管措施。对此，公司将进一步加强合规管理，做好信息披露工作。

在2017—2020年券商分类评级中，公司分别被评为B类BBB级、A类A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。

七、重大事项

2020年9月30日，国联证券发布H股公告，

公司与法国爱德蒙得洛希尔银行股份有限公司（以下简称“洛希尔银行”）订立股权转让协议，公司已同意以1.15亿元收购洛希尔银行持有的中海基金的25.00%股权，收购完成后，中海基金将成为公司的控股子公司，公司将持有中海基金58.409%的股权，目前收购事项正在进行中。

八、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；2020年上半年，受证券投资业务和信用交易业务收入下降拖累，公司营业收入和净利润水平同比下降。

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%）。

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%。

2020年1—6月，公司实现营业收入8.22亿元，同比下降3.42%（行业平均+19.26%），主要系证券投资业务和信用交易业务收入不及上年同期水平所致；实现净利润3.21亿元，同比下降9.85%（行业平均+24.73%）。

表 5 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	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	3.07	37.34
投资银行业务	2.37	18.78	2.53	25.59	3.04	18.79	1.50	18.22
证券投资业务	2.16	17.13	-0.15	-1.48	4.31	26.61	1.89	22.97
资产管理与投资业务	0.64	5.08	0.61	6.16	0.80	4.93	0.43	5.22
信用交易业务	2.59	20.52	2.62	26.45	2.86	17.65	1.13	13.68
其他	-0.46	-3.67	0.38	3.81	0.46	2.84	0.41	5.02
分部间相互抵减	-0.13	-1.03	-0.08	-0.78	-0.03	-0.21	-0.20	-2.45
合计	12.63	100.00	9.90	100.00	16.19	100.00	8.22	100.00

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

2. 业务运营

（1）证券经纪业务

证券经纪业务易受市场行情影响，2017年以来，公司证券经纪业务收入随市场震荡和佣金率下滑而有所波动。

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%。

营业网点布局方面，截至2020年6月底，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的，向其他省、市、自治区辐射的格局。

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		2020 年 1—6 月	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
A 股	13403.10	0.60	9512.87	0.53	13095.79	0.51	8964.52	0.50
B 股	11.15	0.57	6.49	0.51	6.63	0.56	2.57	0.47
基金	113.62	0.06	113.41	0.06	216.44	0.12	267.34	0.23
债券	14.33	0.01	24.48	0.02	77.51	0.05	175.71	0.11
合计	13542.20	--	9657.25	--	13396.37	--	9410.14	--
平均佣金率	0.29%		0.27%		0.25%		0.23%	

资料来源：公司提供，联合资信整理

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13396.37亿元，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—2019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、49位和49位，居行业中游水平。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。

2020年上半年，公司获得证监会批复的基金投顾业务试点资格，4月21日完成首批客户的签约和交易，公司以此为契机，将基金投顾业务作为财富管理转型的重要抓手，优化产品评价体系及资产配置服务体系，加快向财富管理业务转型。此外，公司提升交易处理能力，加快高净值客户开发和服务体系建设；在提升现有人员能力的基础上，持续引进具备市场开拓能力和管理能力的团队。2020年1—6月，公司代理买

卖证券业务净收入为2.13亿元，同比增长8.67%，排名行业第50位（排名数据取自公司2020年半年度报告）；公司金融产品销售额200.40亿元，同比增长21.81%。2020年1—6月，公司证券经纪业务收入3.07亿元，同比增长14.69%。

（2）投资银行业务

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2020年6月底，华英证券保荐代表人共24名、准保荐代表人26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%。

表7 公司投行业务情况表（单位：亿元）

项目		2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
		承销额	净收入	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	0.23	0.00
	再融资	2.14	0.13	0.00	0.00	6.50	0.75	7.92	0.09
	小计	4.27	0.38	8.34	0.43	6.50	0.78	8.15	0.10
债券承销		97.60	0.88	71.40	0.86	169.42	1.00	164.46	0.99
合计		101.87	1.26	79.74	1.29	175.92	1.78	172.61	1.09

注：债券承销项目包括主承销、联合主承销和分销
资料来源：公司提供，联合资信整理

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—2019年，公司股票主承销佣金收入行业排名分别为52位、33位和31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—2019年，公司债券主承销佣金收入行业排名分别为45位、41位和45位。

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年底,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。

2020年上半年,华英证券完成再融资承销保荐项目1单、IPO分销项目1单;完成债券主承销项目23单、政府债分销项目2单,合计承销规模164.46亿元,项目数量和承销金额同比分别增长177.78%和167.41%;完成财务顾问业务(不含新三板)项目21单,其中3单为上市公司财务顾问项目,实现财务顾问收入0.14亿元;完成新三板发行项目3单,并购重组项目2单,期末持续督导企业数量111家。项目储备方面,截至2020年6月底,华英证券IPO业务已获得批文待发行项目1单、过会项目1单、申报在审项目2单;再融资业务已获得批文待发行项目1单、申报在审项目6单;现有已取得批文待发行债券项目28单,合计待发行规模484.20亿元,申报在审债券项目12单,项目储备情况良好。2020年1—6月,公司投资银行业务收入1.50亿元,同比增长28.48%。

(3) 证券投资业务

证券投资业务收入受市场行情影响波动大;公司证券投资规模逐年增长,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。

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年末,公司自营证券投资规模逐年增长,年均复合增长143.31%,且投资结构变化较大。2017—2019年,公司股票投资规模不大,持仓规模稳中有降;2019年,公司新设固定收益部,加大债券投资规模,债券投资规模由2018年底的5.95亿元大幅增加至61.45亿元,占比提高至86.57%。公司其他投资品种规模较小。截至2019年底,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。2020年上半年,公司进一步扩大债券持仓规模,开展做市业务,以客户需求为导向,通过搭建客户网络和渠道,担当债券价格发现者和流动性提供者。截至2020年6月底,公司债券持仓规模较上年底增长91.46%至117.65亿元,自营证券投资规模亦较上年底增长87.83%至133.32亿元;以利率债和AAA级别信用债为主,占比超过70%。公司其他投资品种规模较小。

2020年1—6月,公司证券投资业务收入1.89亿元,同比下降29.65%,主要系上年同期公司股票投资收益较高所致。截至2020年6月底,公司债券投资有一笔债券发生违约,为内蒙古奈伦农业科技股份有限公司2012年中小企业私募债券,债券本金840万元,公司按照公允价值计量该笔债券且公允价值为0元。

表8 公司证券投资结构表（单位：亿元、%）

项目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		2020 年 6 月底	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
股票	8.21	68.47	9.05	58.96	5.70	8.03	4.36	3.27
基金	0.05	0.42	0.15	0.98	1.63	2.30	5.54	4.16
债券	3.32	27.69	5.95	38.76	61.45	86.57	117.65	88.25
理财产品	0.41	3.42	0.20	1.30	2.20	3.10	5.77	4.33
合计	11.99	100.00	15.35	100.00	70.98	100.00	133.32	100.00

注：投资规模为各投资品种成本的期末余额
资料来源：公司提供，联合资信整理

（4）资产管理业务

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。公司资产管理业务及投资业务收入规模较小，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。

表9 公司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		2020 年 1—6 月	
		月均规模	净收入	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	69.86	0.23
	定向	158.62	0.25	141.78	0.18	289.69	0.26	236.48	0.14
	专项	9.33	--	8.20	--	12.13	0.01	12.37	0.01
	小计	248.78	0.70	225.95	0.71	374.08	0.70	318.71	0.38
按管理方式	主动管理	86.75	0.49	90.74	0.55	296.27	0.59	274.29	0.33
	被动管理	162.02	0.21	135.21	0.16	77.82	0.11	44.42	0.05
	小计	248.78	0.70	225.95	0.71	374.08	0.70	318.71	0.38

注：资产管理业务规模为母公司口径
资料来源：公司提供，联合资信整理

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年底，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。2020年上半年，公司月均受托资产规模318.71亿元，以定向产品为主，但收入主要来自集合产品；公司资产管理业务立足于加强主动管理能力，顺应监管变化加速业务转型，主动管理业务月均规模占比进一步提高至86.06%。2020年1—6月，公司资产管理及投资业务收入0.43亿元，同比增长33.78%，但对公司收入的贡献度仍较低。

（5）信用交易业务

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。2020年1—6月，公司信用交易业务收入1.13亿元，同比下降28.31%，主要系公司压降股票质押式回购业务规模所致。

融资融券业务方面，公司积极梳理融资融券展业模式，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年底，公司融资融券业务余额29.72亿元，较上年底减少35.93%。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年底，公司融资融券余额46.65亿元，较上年底增长56.97%。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—2019年，公司融资融券业务利息收入分别列行业46位、45位和50位，居行业中游水平。

2020年上半年，公司融资融券业务以“提升融资融券业务规模，合力拓展融券业务，增加两融业务的机构投资者占比”为发展思路，在风险可控的前提下，积极推动融资融券业务发展，截至2020年6月底，公司融资融券余额60.45亿元，较上年底增长29.58%。2020年1—6月，公司融资融券日均余额53.11亿元，同比增长60.70%；融资融券业务实现利息收入1.83亿元，同比增长52.50%。

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	2020 年 1—6 月
期末融资融券账户数目	18968	20187	21607	22240
期末融资融券余额	46.39	29.72	46.65	60.45
融资融券利息收入	3.22	2.90	2.62	1.83

注：期末余额含应收利息

资料来源：公司提供，联合资信整理

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—2019年，公司股票质押利息收入分别列行业46位、32位和27位，居行业中上游水平。

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	2020 年 1—6 月
股票质押式回购业务待回购余额	51.88	57.06	25.87	20.98
股票质押式回购业务利息收入	1.60	3.46	3.40	0.92

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020年上半年，公司根据市场情况进一步明确了股票质押式回购业务发展策略，在严控、

化解业务风险的前提下开展股票质押式回购业务，截至2020年6月末，公司股票质押式回购业

务待回购余额20.98亿元，较上年末下降18.90%。

(6) 子公司业务

其他子公司处于起步阶段，整体业务规模较小。

国联通宝成立于2010年，截至2019年底，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年底，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9000万元，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2131.59万元。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年底，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年底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2020年6月底，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年底，国联创新暂未投资具体项目。

2020年2月，公司出资设立香港子公司，公司持有其100%股权，注册资本3.00亿港元。国联证券（香港）主要从事控股、投资，将通过下设的子公司从事境外证券业务；国联证券（香港）的子公司正在申请证券经纪、资产管理、投资银

行业务牌照过程中。截至2020年6月底，国联证券（香港）总资产27672.98万元，净资产27650.62万元；2020年上半年实现营业收入282.90万元，利润总额271.13万元，净利润248.76万元。

3. 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。

九、风险管理分析

公司建立了较为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、高级管理层及其风险管理委员会、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。

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。

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工

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。

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年末及2020年6月底，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 年底	2018 年底	2019 年底	2020 年 6 月底	监管标准	预警指标
流动性覆盖率	385.54	1350.82	270.50	631.45	≥100.00	≥120.00
净稳定资金率	168.81	176.20	167.90	231.65	≥100.00	≥120.00

资料来源：公司监管报表，联合资信整理

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。

十、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；公司提供的2020年1—6月的财务报告未经审计。

公司自2018年1月1日起施行财政部于2017年修订的《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》、《企业会计准则第23号—金融资产转移》、《企业会计准则第24号—套期会计》和《企业会计准则第37号—金融工具列报》（以下简称“新金融工具准则”）。涉及2017年比较财务报表数据与新金融工具准则要求不一致的，公司不进行追溯调整，金融工具原账面价值和在新金融工具准则施行日的新账面价值之间的差额，计入2018年1月1日的留存收益或其他综合收益。受实施新金融工具准则的影响，2018年1月1日，公司资产总额增加602.36万元，其他综合收益减少341.26万元，未分配利润增加943.62万元。另外，公司合并范围无较大变化，综上，公司财务数据可比性较强。

截至2019年底，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）；专项合并口径下净资产84.00亿元。2019年，公司实现营业收入16.19亿元，利润总额6.86亿元，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额32.49亿元。

截至2020年6月底，公司资产总额369.32亿元，其中客户资金存款88.45亿元；负债总额285.43亿元，其中代理买卖证券款102.79亿元；所有者权益83.89亿元（全部归属于母公司所有者）；专项合并口径下净资产89.02亿元。2020年1—6月，公司实现营业收入8.22亿元，利润总额4.38亿元，净利润3.21亿元（全部归属于母公

司所有者）；经营活动产生的现金流量净额-12.09亿元，现金及现金等价物净增加额7.36亿元。

2. 资金来源与流动性

2017—2018年公司负债规模呈下降趋势，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年底，负债总额203.52亿元，较上年底增长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所致。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年底，公司自有负债68.89亿元，较上年底下降12.66%，主要系拆入资金和应付短期融资券减少所致；截至2019年底，公司自有负债110.59亿元，较上年底增长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年底，公司应付债券51.46亿元，较上年底下降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年底，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年底，应付短期融资款13.09亿元，较上年底增长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年底为10.80亿元，较上年底下降6.14%。由于负债规模增长，截至2019年底，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%，较上年底大幅下降，但仍远高于行业监管标准；自有资产负债率为57.82%，较上年底提高10.44个百分点，但仍属行业适中水平。

表 13 公司负债情况（单位：亿元、%）

分类	项目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		2020 年 6 月底	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
按科目构成	代理买卖证券款	68.79	41.76	55.95	41.03	82.12	40.35	102.79	36.01
	应付债券	38.00	23.07	59.44	43.60	51.46	25.28	79.57	27.88
	卖出回购金融资产款	2.98	1.81	0.10	0.07	36.93	18.15	75.28	26.38
	应付短期融资款	28.20	17.12	6.29	4.62	13.09	6.43	11.06	3.88
	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	17.07	10.36	--	--	--	--	--	--
	交易性金融负债	--	--	11.51	8.44	10.80	5.31	8.91	3.12
	其他	9.69	5.88	3.05	2.24	9.11	4.48	7.83	2.74
按是否自有	自有负债	78.87	47.88	68.89	50.52	110.59	54.34	174.53	61.15
	非自有负债	85.86	52.12	67.46	49.48	92.93	45.66	110.90	38.85
负债总额		164.73		136.35		203.52		285.43	

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

有息债务方面，2017—2019 年末，公司全部债务先降后升，三年年均复合增长 17.32%。截至 2019 年底，公司全部债务规模 103.48 亿元，较上年底增长 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 年底，公司短期债务占比 67.42%，较上年底提高 32.99 个百分点。

表 14 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年底	2018 年底	2019 年底	2020 年 6 月底
全部债务	75.18	65.84	103.48	165.91
其中：短期债务	37.18	22.67	69.76	96.77
长期债务	38.00	43.17	33.72	69.14
自有资产负债率	50.95	47.38	57.82	67.54
净资本/负债（母公司口径）	104.98	113.74	76.21	52.17
净资产/负债（母公司口径）	96.27	110.37	72.80	48.92

资料来源：公司定期报告和监管报表，联合资信整理

截至 2020 年 6 月底，公司负债总额 285.43 亿元，较上年底增长 40.25%，主要系市场交投活跃度提升带动代理买卖证券款增长以及公司业务规模扩张导致对外融资需求增加所致；受对外融资规模大幅增长的影响，自有负债的占比进一步提高至 61.15%。截至 2020 年 6 月底，公司全部债务 165.91 亿元，较上年底增长 60.33%，短期债务占比下降至 58.33%；自有资产负债率提高至 67.54%，但仍属适中水平。

从债务集中兑付情况来看，截至 2020 年 6 月底，公司全部债务到期情况如下表所示，主要集中于 2020 年下半年，占比 58.33%，需持续加强流动性管理。

表 15 截至 2020 年 6 月底公司全部债务到期期限情况（单位：亿元、%）

到期日年份	金额	占比
2020 年 7—12 月	96.77	58.33
2021 年	15.54	9.36
2022 年	23.19	13.98
2023 年及以后	30.41	18.33
合计	165.91	100.00

注：含正回购

资料来源：公司提供，联合资信整理

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、总体增长态势，三年年均复合增长 8.67%。截至 2018 年底，公司资产总额 212.84 亿元，较

上年底减少 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 年底，公司资产总额 284.19 亿元，较上年底增长 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、总体增长

态势，三年年均复合增长 11.16%，截至 2019 年底，公司自有资产 191.27 亿元，较上年底增长 31.56%。截至 2019 年底，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 年底，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。

表 16 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		2020 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	66.07	27.45	54.09	25.41	93.05	32.74	107.11	29.00
其中：自有货币资金	19.52	8.11	13.82	6.49	27.57	9.70	18.67	5.05
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	23.62	9.81	--	--	--	--	--	--
交易性金融资产	--	--	29.86	14.03	82.23	28.93	151.60	41.05
融出资金	46.09	19.15	29.54	13.88	46.38	16.32	59.77	16.18
买入返售金融资产	60.53	25.15	73.98	34.76	34.27	12.06	24.35	6.59
结算备付金	26.57	11.04	20.31	9.54	21.01	7.39	17.95	4.86
其中：自有结算备付金	3.84	1.60	3.26	1.53	3.60	1.27	3.53	0.96
其他	17.77	7.39	5.06	2.38	7.26	2.55	8.54	2.31
资产总额	240.66	100.00	212.84	100.00	284.19	100.00	369.32	100.00
自有资产	154.80	64.32	145.38	68.31	191.27	67.30	258.42	69.97
优质流动资产/总资产	16.66		19.41		24.28		24.75	

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，联合资信整理

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 年底，公司货币资金 93.05 亿元，较上年底增长 72.04%，其中自有货币资金为 27.57 亿元，较上年底增长 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 年底，公司融出资金 46.38 亿元，较上年底增长 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 年底，公司交易性金融资产 82.23 亿元，较上年底大幅增长 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 年底，公司买入返售金融资产 34.27 亿元，较上年底下降 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。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 369.32 亿元，较上年底增长 29.95%，主要系证券投资业务规模大幅增长带动交易性金融资产增加、市场交投活跃度提升导致客户资金存款和融出资金规模增加综合所致；公司资产仍以自有资产为主，占比 69.97%；优质流动资产/总资产为 24.75%，资产流动性较好。

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；2020 年 7 月公司完成 A 股 IPO，资本实力进一步增强。

2017—2019 年末，公司所有者权益变化不大，三年年均复合增长 3.08%。截至 2019 年底，公司所有者权益（全部归属于母公司所有者）80.67 亿元，较上年底增长 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，公司净资产波动增长，主要受计入附属净资产的次级债券规模变动的影响。截至 2019 年底，专项合并口径净资产为 84.00 亿元，较上年底增长 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 年底为 37.16%。公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

截至 2020 年 6 月底，公司所有者权益 83.89 亿元，较上年底增长 3.98%，主要系利润滚存所致，权益结构较上年底无重大变动；净资产 89.02 亿元，较上年底增长 5.98%，主要风险控制指标仍优于监管预警标准。2020 年 7 月，公司完成 A 股 IPO，募集资金净额 19.38 亿元，公司资金实力进一步增强。

表 17 公司（专项合并口径）风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年底	2018 年底	2019 年底	2020 年 6 月底	监管标准	预警指标
核心净资产	66.96	67.79	70.90	72.62	--	--
附属净资产	15.00	10.50	13.10	16.40	--	--
净资产	81.96	78.29	84.00	89.02	--	--
净资产	75.16	75.97	80.24	83.46	--	--
各项风险准备之和	20.50	18.21	21.74	27.52	--	--
风险覆盖率	399.77	430.00	386.33	323.51	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率	43.66	46.65	37.16	28.38	≥8.00	≥9.60
净资产/净资产	109.05	103.06	104.68	106.66	≥20.00	≥24.00

资料来源：公司风险控制指标监管报表

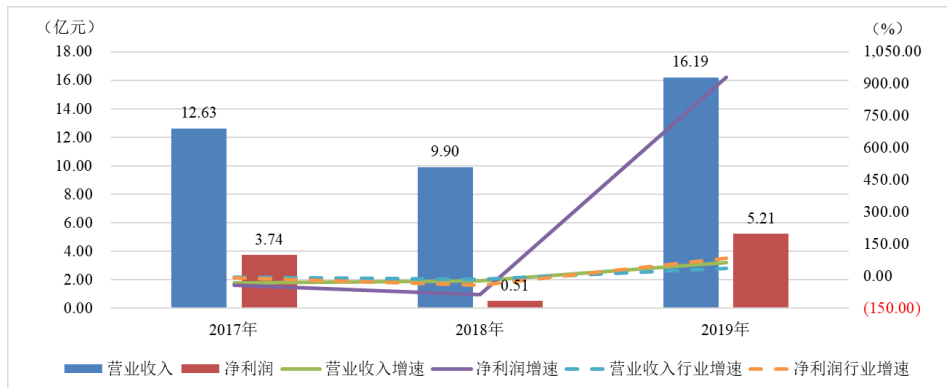
4. 盈利能力

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；2020 年上半年，受证券投资业务和信用交易业务收入下降的影响，营业收入

和净利润同比均有所下降，公司整体盈利能力较强但稳定性一般。

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，联合资信整理

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。

表 18 公司盈利指标（单位：%、名）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业费用率	58.04	76.35	57.65	46.47
薪酬收入比	36.96	48.20	39.85	28.43
营业利润率	40.60	7.17	42.46	53.33
自有资产收益率	2.66	0.34	3.10	1.43
净资产收益率	4.82	0.66	6.63	3.90
净资产收益率排名	43	61	24	/

注：2020 年 1—6 月相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

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—2019 年净资产收益率行业排名分别为第 43 位、第 61 位和 24 位，2019 年排名大幅提升。

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 3.82 亿元，同比下降 3.42%，主要系证券投资业务和信用交易业务收入不及上年同期水平所致；净利润 3.21 亿元，同比下降 9.85%。

从同行业对比来看，根据下表中的数据，与样本企业相比，2019 年公司盈利能力较好，成本控制能力和盈利稳定性指标一般，杠杆水平适中。

表 19 2019 年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
国元证券股份有限公司	3.70	1.59	52.19	25.03	57.75
红塔证券股份有限公司	6.74	2.53	37.80	41.56	67.60
中银证券股份有限公司	1.68	2.23	62.90	19.71	62.64
南京证券股份有限公司	6.53	3.18	54.01	43.99	57.98
上述样本企业平均值	4.66	2.38	51.72	32.57	61.49
国联证券	6.63	3.10	57.65	61.01	57.82

资料来源: 公司定期报告、公开资料, 联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2020 年 6 月底, 公司无对外担保。

重大未决诉讼方面, 截至 2020 年 6 月底, 公司作为一方当事人涉及的标的金额超过 1000 万元的尚未了结的诉讼或仲裁案件如下:

2012 年 11 月 9 日, 公司认购了内蒙古奈伦农业科技股份有限公司 2012 年中小企业私募债券, 内蒙古奈伦集团股份有限公司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, 公司向华南国际经济贸易仲裁委员会提起仲裁。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 (利息计至内蒙古奈伦农业科技股份有限公司履行完毕全部支付义务之日) 等, 此裁决为终局裁决。截至 2020 年 6 月 30 日, 公司已向法院申请强制执行, 尚未执行完毕。

2019 年 9 月 20 日, 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, 要求公司向第三人广州汇垠华合投资企业 (有限合伙) 退赔多收取的款项和损失等合计 55517046.9 元。2020 年 4 月 15 日, 无锡市中级人民法院出具民事裁定书, 裁定驳回张桂珍的起诉。张桂珍已于 2020 年 5 月 29 日提起上诉, 目前本案正在审理中。

2017 年 4 月 27 日, 公司以自有资金出资参与自然人彭朋持有的东方时代网络传媒股份有限公司 (股票简称: 东方网络, 股票代码: 002175.SZ) 限售流通股股票质押式回购业务。后因彭朋构成违约, 2019 年 1 月 4 日, 公司向

无锡市中级人民法院提起诉讼。2019 年 7 月 13 日, 无锡市中级人民法院判决韦越萍 (彭朋配偶) 以其与彭朋的夫妻共同财产归还公司借款本金 8100 万元及相应利息, 彭敏 (连带责任保证人) 对上述债务承担连带清偿责任、黄勇 (连带责任保证人) 以其与彭敏的夫妻共同财产对彭敏的债务承担连带清偿责任。2020 年 1 月 9 日, 公司收到无锡市中级人民法院划付的执行款项 652953.76 元。2020 年 3 月 27 日, 无锡市中级人民法院裁定将彭敏、韦越萍名下股票以物抵债给公司后, 于 2020 年 4 月 15 日作出终结本次执行的裁定。2019 年 2 月 26 日, 公司以与彭朋间的公证债权文书为依据向桂林市中级人民法院申请对彭朋名下财产强制执行, 执行目标为未偿还本金人民币 8100 万元, 以及相应的利息、违约金、债权实现费用等。2019 年 8 月 23 日, 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 3432 万股东方财富网络股票, 该股票于 2019 年 9 月 26 日进行了司法拍卖。2020 年 5 月 15 日, 公司向桂林市中级人民法院请求扣划被执行人名下剩余财产, 并对被执行人采取限制高消费等人身限制措施。目前本案尚未执行完毕。

十一、本期债券偿还能力分析

本期债的发行对公司债务结构影响不大, 相关指标对本期债券本金的保障倍数形成良好覆盖; 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最强,

安全性最高。

增长至68.75%，较发债前增加1.21个百分点。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至2020年6月底，公司全部债务165.91亿元。本期债券发行规模10.00亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模一般。以2020年6月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为10.00亿元，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将

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行10.00亿元估算相关指标对本期债券本金的保障倍数（见下表）。除现金流指标波动较大外，公司净资产（专项合并口径）、净利润、EBITDA指标均可对本期债券本金形成良好覆盖。

表 20 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
净资产（专项合并口径）/本期债券本金	7.52	7.60	8.02	8.35
EBITDA/本期债券本金	0.85	0.54	1.19	0.78
净利润/本期债券本金	0.37	0.05	0.52	0.32
经营活动现金流量净额/本期债券本金	-6.67	-0.28	3.80	-1.21

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

十二、结论

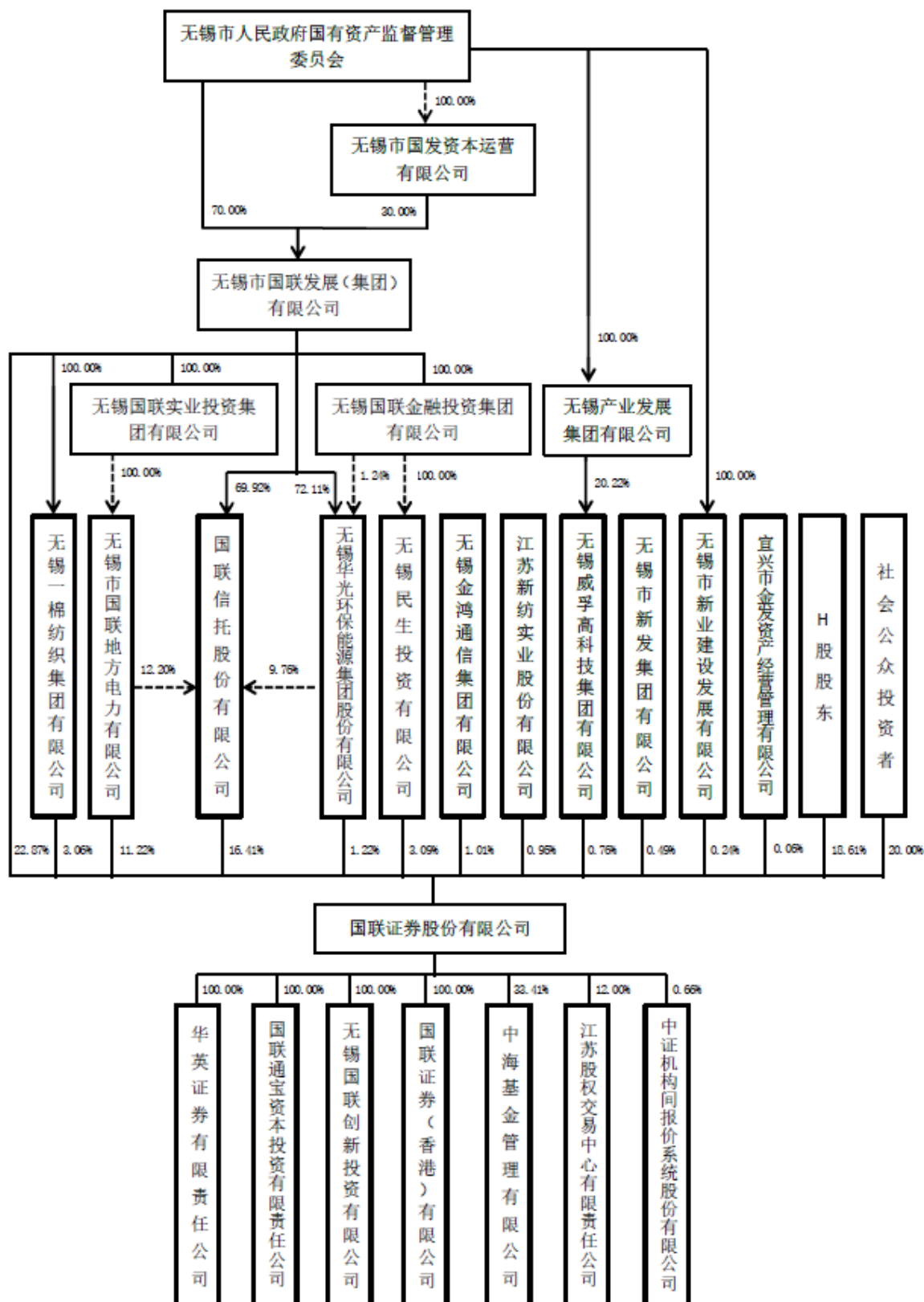
公司作为立足无锡、辐射全国的综合性上市券商，依托控股股东国联集团的综合金融平台优势和公司自身营业网点的区域优势，近年来主要业务发展较为均衡，各项业务处于行业中游水平，具备较强的区域竞争优势。2020年7月，公司完成A股IPO，募集资金净额19.38亿元，公司资本实力进一步增强。目前，公司资产质量较好，资本较为充足。联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政

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。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

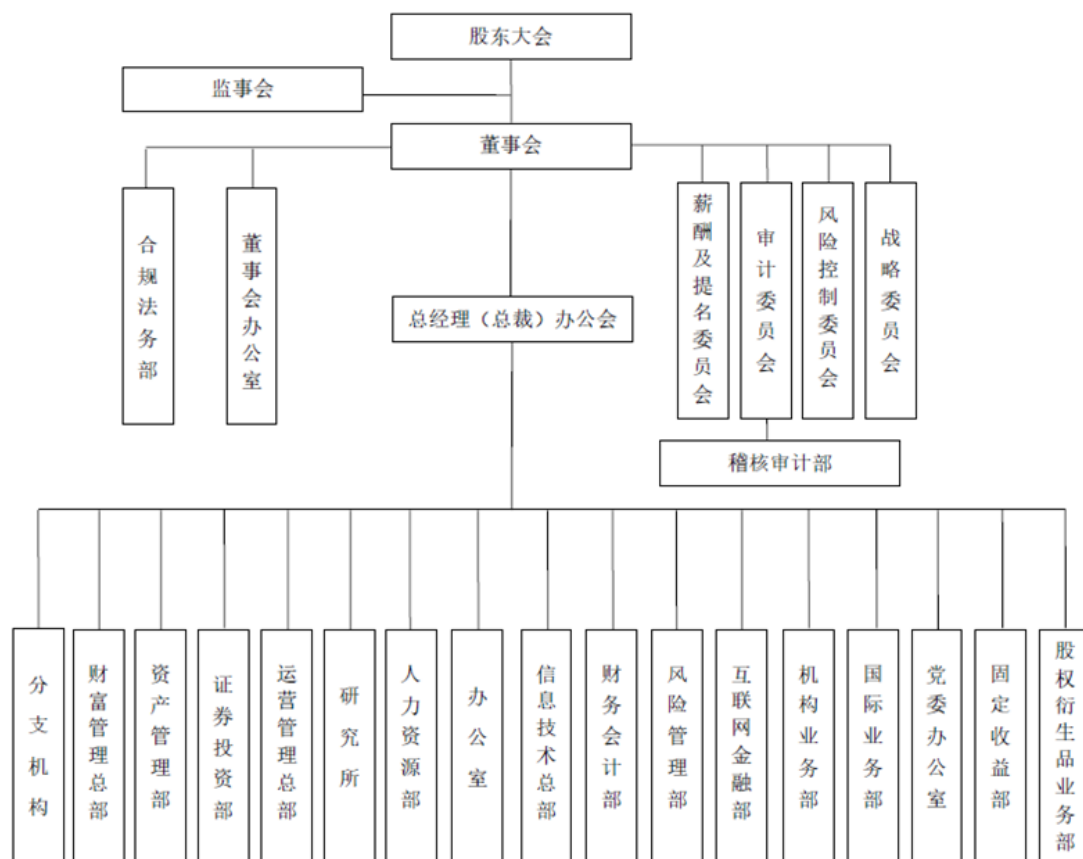
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险最低，安全性最高。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底国联证券股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 6 月底国联证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 国联证券股份有限公司主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
自有资产（亿元）	154.80	145.38	191.27	258.42
自有负债（亿元）	78.87	68.89	110.59	174.53
所有者权益（亿元）	75.93	76.49	80.67	83.89
优质流动性资产/总资产（%）	16.66	19.41	24.28	24.75
自有资产负债率（%）	50.95	47.38	57.82	67.54
营业收入（亿元）	12.63	9.90	16.19	8.22
利润总额（亿元）	5.17	0.72	6.86	4.38
营业利润率（%）	40.60	7.17	42.46	53.33
营业费用率（%）	58.04	76.35	57.65	46.47
薪酬收入比（%）	36.96	48.20	39.85	28.43
自有资产收益率（%）	2.66	0.34	3.10	1.43
净资产收益率（%）	4.82	0.66	6.63	3.90
盈利稳定性（%）	56.10	66.85	61.01	/
净资本（亿元）	81.96	78.29	84.00	89.02
风险覆盖率（%）	399.77	430.00	386.33	323.51
资本杠杆率（%）	43.66	46.65	37.16	28.38
流动性覆盖率（%）	385.54	1350.82	270.50	631.45
净稳定资金率（%）	168.81	176.20	167.90	231.65
信用业务杠杆率（%）	129.43	111.58	89.89	97.07
短期债务（亿元）	37.18	22.67	69.76	96.77
长期债务（亿元）	38.00	43.17	33.72	69.14
全部债务（亿元）	75.18	65.84	103.48	165.91
EBITDA/本期债券金额（倍）	0.85	0.54	1.19	0.78

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
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%
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: 短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+融入资金+交易性金融负债+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

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 证券公司短期公司债券信用等级设置及其含义

联合资信证券公司短期公司债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 国联证券股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行短期公司债券 (第一期) 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券发行后第六个月出具跟踪评级报告，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资信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或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对国联证券股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，国联证券股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注国联证券股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现国联证券股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对国联证券股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如国联证券股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对国联证券股份有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（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。