

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《国联证券股份有限公司2019年主体长期信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。



信用等级公告

联合〔2019〕362号

联合资信评估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。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年九月二十日



国联证券股份有限公司

2019 年主体长期信用评级报告

本次评级结果

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2019 年 9 月 20 日

主要数据

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
资产总额(亿元)	239.92	240.66	212.84	246.73
自有资产(亿元)	143.66	171.87	156.89	165.76
自有负债(亿元)	64.70	95.94	80.40	86.74
总债务(亿元)	41.82	75.18	65.84	68.61
股东权益(亿元)	78.96	75.93	76.49	79.02
净资本(亿元)	83.89	81.96	78.29	85.88
净资产(亿元)	77.80	75.16	75.97	78.46
自有资产负债率(%)	45.04	55.82	51.25	52.33
净资本/净资产(%)	107.82	109.05	103.06	109.46
净资本/负债(%)	193.69	104.98	113.74	117.96
净资产/负债(%)	179.64	96.27	110.37	107.77
风险覆盖率(%)	762.27	399.77	430.00	516.55
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
营业收入(亿元)	18.36	12.62	9.90	8.51
净利润(亿元)	6.44	3.74	0.51	3.56
EBITDA(亿元)	11.54	7.83	5.46	-
营业费用率(%)	45.40	58.08	76.35	-
平均自有资产收益率(%)	4.02	2.37	0.31	-
平均净资产收益率(%)	8.08	4.82	0.67	-
总债务/EBITDA(倍)	3.62	9.60	12.06	-
EBITDA 利息倍数(倍)	4.80	3.74	1.34	-

数据来源：公司年度报告、审计报告及提供资料，联合资信整理
注：2019 年上半年财务报表未经审计

分析师

卢司南 刘彦良

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

评级观点

联合资信评估有限公司（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”）的评级反映了其作为中型证券公司，在业务经营、区域内竞争力及股东支持等方面所具备的优势。2015 年 7 月，公司在香港联合交易所成功上市，资本实力得到增强，有助于其建立长效资本补充机制。同时，联合资信也关注到，2017 年以来，受国内股市行情较为低迷影响，股票质押爆仓事件频发，公司股票质押式回购业务也有逾期且低于平仓线的情况发生，面临一定的信用风险。

目前，公司在筹划 H 股增发以及申请 A 股 IPO，若上述计划成功实施，公司资本实力将进一步增强，有利于各项业务的持续发展以及提高自身的抗风险能力。另一方面，在证券行业监管趋严、证券市场行情低迷的环境下，公司营业收入和净利润明显下滑，盈利的稳定性有待增强，盈利水平有待提升。综上，联合资信评估有限公司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，该评级结论反映了公司偿还债务的能力很强。

优势

1. 公司业务发展立足于江苏及无锡市场，近年来当地经济基础完善，融资需求旺盛，能够为公司投资银行业务提供丰富的项目储备，区位优势较为明显。
2. 公司财务杠杆处于较低水平，资本充足，为未来业务的发展提供了较为广阔的空间；上市后，资本补充渠道进一步完善，有助于其建立长效资本补充机制。
3. 公司实际控制人为无锡市国有资产监督管理委员会，控股股东为无锡市国联发展（集团）有限公司，能够在资金、品牌、客户、

渠道等方面给予公司较大支持。

关注

1. 创新业务较快发展对公司内部控制、风险管理、资本补充等方面提出更高要求；股票质押式回购业务出现风险事件，并发生减值，后续处理情况需关注，公司信用风险管理水平需提升。
2. 宏观经济增速放缓、证券市场波动、行业竞争加剧以及监管政策趋严等因素对公司主营业务发展产生一定负面影响，盈利稳定性有待增强，盈利水平有待提升。

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。

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、该公司信用等级自 2019 年 9 月 20 日至 2020 年 9 月 19 日有效；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。

国联证券股份有限公司

2019 年主体长期信用评级报告

一、主体概况

国联证券股份有限公司（以下简称“公司”）前身是于1992年成立的无锡市证券公司，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12月，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5月，公司完成股份制改造，更名为国联证券股份有限公司，注册资本增至15.00亿元。2015年7月6日，公司在香港联合交易所公开发行4.43亿股H股，股本增至19.02亿股。截至2019年6月末，公司前五大股东持股情况见表1。

表1 公司前五大股东持股情况 单位：%

股 东	持股比例
无锡市国联发展（集团）有限公司	28.59
国联信托股份有限公司	20.51
无锡市国联地方电力有限公司	14.03
无锡民生投资有限公司	3.86
无锡一棉纺织集团有限公司	3.83
合 计	70.82

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

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；投资管理；股票（包括人民币普通股、外资股）和债券（包括政府债券、公司债券）的承销与保荐；证监会批准的其他业务（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6月末，公司在江苏、上海、

北京、浙江、广东、山东等省、自治区、直辖市拥有87家证券营业部及13家分公司；并拥有2家全资子公司——华英证券有限责任公司（以下简称“华英证券”）和国联通宝资本投资有限责任公司（以下简称“国联通宝”），同时参股中海基金管理有限公司（持股比例33.41%，以下简称“中海基金”）、江苏股权交易中心以及中证机构间报价系统股份有限公司3家公司；公司及控股子公司员工人数为1564人。

截至2018年末，公司资产总额212.84亿元，其中客户资金存款40.27亿元；负债总额136.35亿元，其中代理买卖证券款55.95亿元；所有者权益76.49亿元，净资本78.29亿元。2018年，公司实现营业收入9.90亿元，净利润0.51亿元。

截至2019年6月末，公司资产总额246.73亿元，其中客户资金存款65.89亿元；负债总额167.71亿元，其中代理买卖证券款80.97亿元；所有者权益79.02亿元，净资本85.88亿元。2019年1—6月，公司实现营业收入8.51亿元，净利润3.56亿元。

公司注册地址：江苏省无锡市金融一街8号

公司法定代表人：姚志勇

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

（1）国内经济环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济

运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%（见表 2），较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构

性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文

化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放

缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

表 2 宏观经济主要指标 单位：%、亿元

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
GDP 增长率	7.4	6.9	6.7	6.9	6.6
CPI 增长率	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1
PPI 增长率	-1.9	-5.2	-1.4	6.3	3.5
M2 增长率	12.2	13.3	11.3	8.2	8.1
固定资产投资增长率	15.7	10.0	8.1	7.0	5.9
社会消费品零售总额增长率	10.9	10.7	10.4	10.2	9.0
进出口总额增长率	2.3	-7.0	-0.9	14.2	9.7
进出口贸易差额	23489	36865	33523	28718	23303

数据来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理

2. 行业分析

(1) 证券市场概况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。历经 20 多年的发展，我国证券市场初步形成以股票市场、债券市场及衍生品市场为主的市场格局，市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。2018 年以来受监管趋严、金融去杠杆、社融同比大幅回落、信用风险爆发等因素影响，

我国股票市场交易量持续萎缩，美联储信用政策收紧带来的全球性信用收缩以及贸易战进一步加剧了股市震荡，股票市场持续处于低迷状态，各项证券指数、融资总额、成交金额、总市值等均有所下跌。截至 2018 年末，我国境内上市公司数量 3584 家，股票总市值达 43.49 万亿元。2018 年，全年境内股票筹资金额 12107.35 亿元；全年股票成交金额 89.65 万亿元；证券化率（股票总市值/GDP 总值）为 48.31%（见表 3）。

表 3 2014—2018 年我国股票市场主要指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
期末境内上市公司数(家)	2613	2827	3052	3485	3584
股票融资总额(亿元)	9043.10	16107.23	21095.81	17223.86	12107.35
期末股票市价总值(万亿元)	37.25	53.13	50.82	56.75	43.49
股票全年成交金额(万亿元)	74.39	253.30	126.51	111.76	89.65
期末上证综合指数(点)	3234.68	3539.18	3103.64	3307.17	2493.90
证券化率(%)	58.53	78.51	68.30	68.54	48.31

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较

快增长的态势（见表 4）。2018 年，我国债券市场发行总额 43.85 万亿元，年末债券存量余额 88.60 万亿元。

表 4 2014—2018 年我国债券市场发行额及托管余额 单位：万亿元

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
市场发行总额	12.19	23.20	36.37	40.80	43.85
期末债券存量余额	36.00	48.53	64.31	74.69	88.60

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

中国证券业协会根据证券公司未经审计财务报表数据统计显示,截至2018年末,我国共有131家证券公司,全行业总资产为6.26万亿元,净资产为1.89万亿元,净资本为1.57万亿元,较上年末有所上升,资本实力保持稳定。由于证券公司收益水平与证券市场行情高度正相关,近年来我国证券行业净利润呈现较强波动性。2018年,受股票市

场行情低迷影响,证券公司各项主要业务收入均呈下降态势,全行业实现营业收入2662.87亿元,净利润666.20亿元,盈利能力持续下降。与此同时,证券公司行业集中度不断提升,大、中、小型证券公司业绩分化格局愈加明显,前十大证券公司在全行业营业收入和净利润中的占比均有所提升,业绩稳定性较强。

表5 证券公司主要财务数据

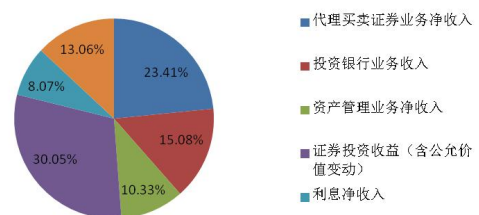
项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
证券公司(家)	120	125	129	131	131
盈利家数(家)	119	124	124	120	106
营业收入(亿元)	2602.84	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87
代理买卖证券业务净收入(亿元)	1049.48	2690.96	1052.95	820.92	623.42
证券承销与保荐业务净收入(亿元)	240.19	393.52	519.99	384.24	258.46
财务顾问业务净收入(亿元)	69.19	137.93	164.16	125.37	111.50
投资咨询业务净收入(亿元)	22.31	44.78	50.54	33.96	31.52
资产管理业务净收入(亿元)	124.35	274.88	296.46	310.21	275.00
证券投资收益(含公允价值变动)(亿元)	710.28	1413.54	568.47	860.98	800.27
利息净收入(亿元)	446.24	591.25	381.79	348.09	214.85
净利润(亿元)	965.54	2447.63	1234.45	1129.95	666.20
项 目	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
总资产(万亿)	4.09	6.42	5.79	6.14	6.26
净资产(万亿)	0.92	1.45	1.64	1.85	1.89
净资本(万亿)	0.68	1.25	1.47	1.58	1.57

资料来源:中国证券业协会网站,联合资信整理

(2) 主营业务

目前我国证券公司主营业务主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、自营业务和信用业务构成(见图1)。在市场环境持续低迷、IPO募资大幅下滑、监管政策收紧导致券商业务调整压力有所加大等因素的影响下,2018年证券公司收入延续下行趋势,业绩表现进一步下滑,其中经纪业务和自营业务仍是我国证券公司目前最主要收入来源,但2018年经纪业务、投资银行业务收入降幅明显,资产管理业务收入亦有所下降但收入占比略有提升,子公司相关的期货、大宗商品等其他业务对证券公司的盈利贡献度则呈现显著提升的态势。

图1 2018年证券公司主营业务收入结构图



资料来源:中国证券业协会网站,联合资信整理

经纪业务

2014—2015年股票牛市使证券公司经纪业务收入带来爆发式增长,随着市场回归平淡,沪深两市交易额大幅下降。2017年,受交易量及佣金费率下降影响,证券公司经纪业务收入同比持续下滑;2018年以来,在市场行情不佳、A股走势疲弱、市场交易量下降、行业内竞争加剧等多重因素的叠加下,证券公司经纪业务

延续下行走势，当年实现代理买卖业务净收入 623.42 亿元，同比下降约 24%；代理买卖业务净收入占全部营业收入的 23.41%，占比较上年亦有所下降，不再是占比最高的业务板块，为证券公司第二大收入来源。

投资银行业务

2018 年以来，随着 IPO 审核标准趋严，投行项目审核有所趋缓，IPO 发行数量明显下降；再融资审核收紧、再融资规模持续收缩、发行周期拉长；债券发行规模有所回升，并购重组和新三板业务较为低迷，证券公司投资银行业务收入持续下降。2018 年，证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 258.46 亿元，较上年明显下降，财务顾问与投资咨询业务净收入也有所下降；投行业务收入占营业收入的比重为 15.08%，占比较上年亦有所下降。

自营业务

自营业务主要包括债券投资和股票投资，自营业务的业绩表现受市场行情影响较大。近年来，随着监管层放开证券公司的投资范围以及准许证券公司设立另类投资子公司，证券公司自营业务逐步从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018 年以来，受股票市场单边下挫、债券市场收益率整体下行影响，证券公司投资收益有所下降。2018 年，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）800.27 亿元，同比下降 7.05%，占营业收入的比重为 30.05%，占比较上年继续上升，已成为证券公司的第一大收入来源。

资产管理业务

目前，证券公司资产管理业务产品体系主要由集合资产管理、单一资产管理及专项资产管理等构成。2016 年以来监管层发布多项监管政策，证券公司通道业务在业务准入、资金来源、产品杠杆、风险准备等方面受到多项限制，2018 年 4 月大资管新规落地，重点集中于引导消除多层嵌套、资金池、刚性兑付、去杠杆等问题，资管业务规模尤其是通道业务规模持续收缩。去通道压力、新业务开展缓慢、金融

市场波动增大等因素加大了证券公司资管业务发展的难度，致使资管业务收入也出现下滑。2018 年，证券公司实现受托资产管理业务净收入 275.00 亿元，较上年有所下降，占营业收入的比重为 10.33%，占比略有提升。

信用业务

近年来，证券公司资本中介类业务发展迅速。2018 年以来，证券公司前两年发力的股票质押业务逐步进入密集到期阶段，股市大幅下挫以及去杠杆所产生的信用紧缩导致上市公司及控股股东出现了流动性风险和信用风险，股票质押业务面临较大的风险敞口。随着股市震荡下行，两融规模出现明显回落；受股票质押新规、资金成本上升、信用风险暴露及券商主动收缩业务等因素影响，证券公司股票质押业务规模增速明显有所放缓，减值计提压力有所上升，对业绩表现形成一定负面影响。2018 年，证券公司实现利息净收入 214.85 亿元，同比降幅较为明显。

（3）监管政策

近年来，证监会在继续推进证券公司创新发展的同时，推出多项风险管理措施，并加强违规处罚力促，要求证券公司在发展过程中要不断提高风险控制能力和合规管理水平，增强风险防范能力。

2018 年 3 月，证监会发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，对证券公司开展投资银行类业务的内部控制组织架构、薪酬考核与奖金延期支付制度、总部与分支机构的职责范围、项目内核流程等方面做了更加严格的规定。

2018 年 4 月，中国人民银行等多部委发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，明确给出了资管业务、管理产品和刚性兑付的准确定义，针对资管产品去杠杆、规范资金池和去通道化等重点领域，提出了明确监管要求并对存量业务实行新老划断，将过渡期设置至 2019 年；同月，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公

司，放宽外资股比例限制，并逐步开放合资证券公司业务范围，对于外商证券公司和境外金融机构投资者为重大利好，有利于进一步促进我国证券业的对外开放，推动我国证券业向更加规范、健康的方向发展。

2018年6月，证监会发布CDR交易管理办法，以存托凭证互挂方式实现的“沪伦通”蓄势待发，CDR业务从无到有至快速进入实质性开展阶段，未来将有望拓宽证券公司的业务边界；同期，证监会先后发布多个公告，意在尝试允许符合国家战略、科技创新能力突出并掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能等领域的企业在境内公开发行股票或存托凭证管理，进一步表明境内证券市场逐步扩大对外开放的范围。

2018年10月，监管层引导纾解股权质押危机，券商、保险等金融机构，深圳、上海等地方政府纷纷出资设立各种纾困基金，缓解上市公司股权质押危机，同月证券行业基金协会推动设立证券行业支持民营企业发展资产管理计划，有利于缓解股权质押业务风险，利于证券公司业务更稳健地开展；11月，中央拟在上交所设立科创板并试点注册制，进一步完善了我国多层次资本市场的架构，预计将为证券公司带来新的业务机会。

2019年1月，证监会研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，拟放宽证券公司投资成份股、ETF等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，鼓励证券公司加大对权益类资产的长期配置力度；同期，证监会就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则、《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》向社会公开征求意见，《征求意见稿》允许QFII和RQFII参与交易所融资融券，准入门槛方面取消数量型指标，将有助于提升QFII和RQFII的资金利用效率，引进境外长期资金，进一步便利全球资本配置中国。此外，证监会拟取消融资融券的“平仓

线”不得低于130%的统一限制，并扩大担保物范围和标的证券范围，预计将进一步提升两市融资融券规模，提升市场交易活跃度。

总体看，2018年市场环境低迷，证券行业利润水平有所下行，展望未来，证券行业“马太效应”将愈加明显，龙头券商经营状况将保持稳定，行业分化预计将有所加剧，中小券商面临的生存环境将愈加严峻；下半年以来监管层面出台多项利好政策，股票质押业务风险有所缓解，科创板的设立、CDR等业务的开闸有望为证券公司带来新的利润增长点；证券公司上市、增资等补充资本的动作将有所持续，资本实力预计将保持增长。与此同时，资管新规、同质化低水平竞争、佣金率探底等因素下证券公司仍面临较大的转型压力，2019年资管业务将进入存量整改、增量创新的关键阶段，通道业务将继续收缩，未来主动管理、财富管理、机构与高净值客户将是证券公司转型的重点；证券市场对外开放程度有所加大，证券行业竞争环境趋于激烈，外资机构在财富管理和经纪机构业务方面的优势可能将对本土券商形成一定压力。此外，证券行业的发展与经济发展和市场运行走势关联度较高，当前国际形势错综复杂、国内经济仍存下行压力、市场行情波动较大等因素仍然存在且未来走势面临的不确定性较大，可能仍将对证券公司盈利能力带来压力。

三、公司治理与内部控制

无锡市国有资产监督管理委员会（以下简称“无锡市国资委”）是代表无锡市政府履行国有资产出资人职责，依法行使对市属国有资产监督管理的职能，承担国有资产保值增值责任的地方国有资产管理机构，是公司的实际控制人。公司控股股东为无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“国联集团”）；截至2019年6月末，国联集团及其关联方合计持有公司72.35%的股权，公司股权结构图见附录1。

国联集团是1999年1月注册成立的国有独资有限责任公司，是无锡市国资委授权经营的国有资产经营机构，注册资本80亿元。国联集团作为地方政府产业整合和资本运作的平台，资本实力强，在无锡市拥有较大的政府隐性支持，公司能够在资金、品牌、客户、渠道等方面获得国联集团较大的支持。

公司根据《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》等法律法规和规范性文件要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的相互分离、相互制衡的公司治理结构和运作机制，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，审议通过了年度报告、董事会工作报告、监事会工作报告、财务预算报告、利润分配方案、股权融资授权、债务融资授权、关于延长A股发行计划及相关授权等多项议案，较好地保障了股东的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3名。近年来，公司董事会会议审议通过了各项定期工作报告、会计政策变更、修订基本管理制度、关联交易等多项议案。董事会下设薪酬及提名、风险控制、审计、战略共4个专门委员会，各专门委员会按照相关议事规则召开会议，分别对财务报告、内部控制、风险管理、高管薪酬与考核等事项提出意见和建议，为董事会决策发挥重要作用。

公司监事会由5名监事组成，其中职工监事2名。近年来，公司监事会会议审议通过了年度报告、年度合规管理工作报告、内部控制评价报告、监事会工作报告、财务工作报告等多项议案。此外，监事会还通过列席股东大会、董事会和经营管理会议的方式履行监督职能。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，总裁对董事会负责。公司高级管理人员包括总裁、副总裁、董事会秘书、合规总监、首席风险官、

财务总监以及实际履行上述职务的人员。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，这有助于公司的科学经营决策和稳健发展。

总体看，公司搭建了较为完整的公司治理架构，公司治理机制运行良好。

2. 内部控制

公司按照相关法律法规及公司章程建立了分工明确、相互制衡的内部控制体系。近年来公司不断建立健全内部控制体系，并根据业务发展需要逐步完善组织架构设置。公司按照前、中、后台分离原则设置部门机构，组织架构图见附录2。

公司根据相关规章制度的要求，逐步优化内部控制环境、完善内部控制制度、强化监督措施。公司建立了涵盖环境控制、业务控制、资金管理和会计控制、电子信息控制、人力资源与薪酬管理、合规管理与风险控制等方面的内控制度。近年来，公司注重内部控制体系的建设和完善，将内部控制管理和合规文化建设作为公司发展战略的重要组成部分。公司建立了较规范的法人治理结构，形成职责分明、相互制衡的内部控制体系；公司不断完善内部控制制度，控制措施涵盖了各项业务事前、事中和事后等环节；形成了部门内部岗位之间、部门之间互相制衡，合规风控和稽核审计部门独立监督的全方位内部控制体系。

公司董事会下设的审计委员会和风险控制委员会分别负责监督公司的稽核审计及风险管理工作，审查公司的内控及风险控制制度，审核公司的财务信息及披露工作，对公司的风险状况和风险管理能力进行评价。审计监察部对公司的内部控制情况进行审计检查，并将审计结果及时汇报公司董事会、监事会及高级管理层，责成被审计单位制定整改计划，并根据整改情况确定是否进行后续审计，督促被审计单位落实整改情况。

总体看，公司内部控制组织架构逐步健全，

对业务风险的监控比较到位，能够较好地支撑各项业务的发展；公司 2016 年在中国证监会公布的证券公司分类评价结果中获评 A 级，在 2017 年分类评价结果中获评 BBB 级，公司 2018 年及 2019 年在中国证监会公布的证券公司分类评价结果中获评 A 级，整体处于行业中游偏上水平。

3. 发展战略

在综合考虑宏观经济形势、行业发展及自身特点等因素的基础上，公司制定了新的发展战略。未来，公司将以提升客户体验为宗旨，围绕“全面提升综合能力、做大业务基数”的基本思路，扎根无锡，深耕本地市场，拓展华东市场，延伸全国市场，努力将自身打造成为优势业务特色显著、融资补充实力强的区域型券商。

为实现以上远景目标，公司将重点推进以下几方面的战略措施：一是积极推进 A 股上市工作，开辟多元化融资渠道，增强可持续发展潜力；二是深入推进综合金融战略，以服务地方经济为发展的重要使命，加快建设综合金融客户服务平台，打造区域综合金融全服务链，为助力实现个人财富增值、企业对接资本市场、政府投融资、城市经济发展提供高效的一体化综合金融服务；三是进一步拓宽经营范围，争取获得基金托管业务、另类投资子公司、国际业务相关牌照，提升服务的多元化水平，丰富收入来源；四是加快推进落实金融科技战略，加快提升大数据仓库、智能投顾、证券交易服务软件、微信平台等移动互联网平台及智能应用的建设水平，在平台建设、营销模式创新、渠道引流、产业链资本投资布局等领域探索实

施战略合作；五是持续推进区域战略，重点布局无锡、苏州、常州各乡镇以及成都、长沙、武汉、合肥等中西部经济增速较快的战略区域，抢抓更多新增市场；六是大力实施人才强企战略，加快引进包括互联网金融、系统研发、投行业务等在内的高端专业人才，打造结构合理、竞争力强的专业人才梯队。

总体看，公司战略定位明确，制定的措施可行性高，有助于公司目标的逐步实现，培育特色化的竞争力，但另一方面，近年来证券市场波动加剧、金融监管趋严以及券商业务同质化竞争日益激烈给公司部分盈利类目标的实现带来一定挑战。

四、主营业务分析

1. 经营概况

目前我国证券行业形成了以净资本和流动性为核心的行业监管体系，资本规模与证券公司的发展潜力、业务规模和竞争实力息息相关；从净资本规模及利润实现情况来看，近年来公司处于行业中上游水平（见表 6）。在业务开展方面，公司能够借助控股股东国联集团的综合平台和资源优势，获得更多业务发展机会。

公司主营业务主要包括：证券经纪业务、证券投资业务、资产管理业务、信用交易业务等；同时，公司通过控股子公司华英证券和国联通宝分别从事投资银行业务（含新三板业务）和直接投资（私募股权投资）业务；近年来各业务板块对公司营业收入的贡献情况见表 7。

表 6 公司经营业绩排名数据

项 目	2016 年排名	2017 年排名	2018 年排名
总资产	60	60	62
净资产	58	62	60
净资本	50	50	51
营业收入	48	59	62

净利润	41	48	61
-----	----	----	----

注：2016 年、2017 年和 2018 年各年末行业证券公司数量分别为 129 家、131 家、131 家

资料来源：中国证券业协会，联合资信整理

表 7 公司各板块业务收入水平及其在营业收入中的占比 单位：亿元、%

业务板块	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经纪业务	7.59	41.30	5.45	43.18	3.98	40.26
投资银行业务	4.64	25.25	2.37	18.78	2.53	25.59
资产管理业务	1.34	7.30	0.64	5.08	0.61	6.16
证券自营业务	1.46	7.97	2.16	17.13	-0.15	-1.48
信用业务	1.95	10.62	2.59	20.52	2.62	26.45

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2. 业务经营分析

(1) 经纪业务

证券经纪业务是公司营业收入的重要来源，近年来立足于无锡及江苏市场，深耕华东市场，同时在全国范围内实现有效布局。截至 2019 年 6 月末，公司 87 家营业部中在江苏省内有 60 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），构成了以无锡及江苏省为重心的，向其他省、市、自治区不断辐射的格局。江苏为中国经济较为发达的地区，良好的经济基础及活跃的金融环境有力地促进了公司的业务发展。2016—2019 年上半年，公司证券经纪业务代理买卖证券实现的手续费及佣金净收入来自江苏省内的占比始终保持 80% 以上。

公司经纪业务收入主要来自代理买卖证券业务，与证券市场活跃度有较强的正相关性。近年来，随着“一人多户”政策的放开以及互联网证券的发展，证券行业竞争进一步加剧，行业佣金率水平不断下滑（见表 8）；在此背景下，加之证券市场行情波动加剧，公司根据市场行情下调部分优质客户债券佣金收费标准，对公司经纪业务产生一定不利影响，佣金率降至行业平均以下水平，经纪业务手续费及佣金净收入不断下滑（见表 9）。

表 8 公司佣金率与行业水平对比 单位：‰

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
行业平均净佣金率	0.38	0.34	0.31
公司平均净佣金率	0.32	0.29	0.27

资料来源：中国证券业协会数据，联合资信整理

表 9 公司经纪业务佣金收入情况 单位：亿元

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
手续费及佣金净收入	5.89	4.18	2.95
其中：代理买卖证券佣金净收入	5.51	3.95	2.64

资料来源：公司提供，联合资信整理

近年来，公司经纪业务围绕“做大客户基数、做大客户资产”的战略目标，以“散户机构化、服务产品化”为发展主线，打造适合公司自身财富管理业务的发展特色，增强公司主动服务能力。为此，公司利用网点优势做大做强产品销售，保证传统经纪业务在无锡等地区的市场竞争优势；同时，借助取得非现场开户业务资格等优势，加快推进互联网转型步伐，积极推动在线业务的发展，并于 2017 年创新投顾业务模式，通过搭建在线投顾业务平台、丰富智能投顾内涵、推动量化交易研究来打破区域限制，增强主动服务客户能力，加强无锡地区外业务拓展。得益于以上措施，公司证券经纪客户数量持续上升，2019 年 6 月末证券经纪客户总数 114.84 万户。此外，公司大力发展金融产品代销业务，推动经纪业务由通道模式向财富管理模式转型，并大力推广期货 IB 业务、期权经纪业务以及沪港通、深港通等创新业务，为客户提供多元化服务，拓展经纪业务收入来

源。

2019 年上半年，公司证券经纪业务实现收入 2.68 亿元，占营业收入的 31.44%，收入水平较之前年度同期水平有所提升，这一方面是由于券商佣金率下滑空间有限；另一方面，股市二级市场表现好于 2018 年；但经纪业务收入在营业收入中的占比降至 31.44%，这主要是由于证券投资业务收入水平较往年同期有较大提升。总体看，近年来经纪业务对公司的利润贡献度有所下降，业务发展水平与股市行情密切相关。目前，公司大力推动经纪业务转型，以提高经纪业务抵御市场波动的能力，实现财富管理业务收入可持续发展，未来转型效果需持续关注。

（2）信用交易业务

公司信用交易业务主要包括融资融券、转融通、股票质押式回购交易、约定购回式证券交易等业务。近年来，公司以股票质押式回购业务和融资融券业务为代表的信用交易业务得到较快发展，已成为公司的重要收入和利润来源之一，有效改善了公司的业务结构和收入结构。

公司财富管理总部下设的融资融券部是融资融券业务的执行部门，公司主要通过营业部为证券经纪客户提供融资融券等服务并进行客户关系管理，受公司证券营业部主要分布于江苏省影响，融资融券业务亦主要集中于江苏省。2017 年以来，受证券市场整体低迷和券商间利率竞争日益激烈的影响，公司融资融券业务收入持续下滑，业务发展情况见表 10。

表 10 公司融资融券业务发展情况 单位：亿元、个、%

	2016 年	2017 年	2018 年
开户分支机构数量	61	76	77
融资融券余额	43.80	46.40	29.72
其中：融资余额	43.66	46.23	29.64
融券余额	0.14	0.17	0.08
融资融券余额市场份额	0.494	0.449	0.419
融资融券利息收入	3.61	3.23	2.89

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司较为注重融资融券业务风险管控，根据监管部门适当性管理新规要求不断提高融资融券业务风险管理水平，截至本报告出具日，公司融资融券业务未发生大面积平仓事件和重大投诉纠纷事件。公司自 2018 年起，对融资融券业务以预期信用损失为基础确认损失准备，公司根据“三阶段法”预期信用损失模型，对全部续存的融资类业务合约进行单项测试。经测试：截至 2018 年末，公司除 1 笔融资融券业务处于第三阶段外，其他融资融券业务尚处于第一或第二阶段，且相关业务期末履约维持担保比例均高于 130%。截至 2019 年 6 月末，公司融资融券业务均处于第一或第二阶段，且相关业务履约维持担保比例均高于 130%，符合《企业会计准则》的相关规定。

除融资融券业务外，公司深耕无锡及周边上市公司，深入挖掘上市公司金融服务需求，建立健全股票质押式回购业务标准，同时加强产品创新研究。2017 年，由于银行业融资渠道逐步收紧，公司把握市场机会进一步加大股票质押式回购业务开拓力度，导致相关业务规模增长较快。2018 年，受监管发布股票质押式回购交易业务新规的影响，公司加强了股票质押式回购交易业务风险防控力度，于 2018 年 1 月停止受理“小融宝”业务权限开通申请并停止“小融宝”初始交易，股票质押式回购交易业务增速明显放缓。截至 2018 年末，公司股票质押式回购业务待回购余额 57.06 亿元，全年实现利息收入 3.46 亿元，相关业务发展情况见表 11。

表 11 公司股票质押业务发展情况 单位：%、亿元、家

	2016 年	2017 年	2018 年
期末融入方家数	302	490	110
平均融资金额	0.04	0.19	0.52
平均质押率	39.81	40.07	38.97
平均利率	5.65	5.70	7.24
股票质押回购利息收入	0.80	1.60	3.46

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

2017 年以来，随着市场股票质押式回购交易业务风险的逐步暴露，公司股票质押式回购

业务减值准备计提规模明显上升。2018 年，公司施行新金融工具准则，采用预期信用损失模型对期末存续股票质押式回购交易进行单项测试，并计提减值准备，新减值模型采用三阶段模型，一般认为履约保障比例大于警戒线为第一阶段，位于警戒线与平仓线之间为第二阶段，小于平仓线（违约）为第三阶段。第一阶段可视为信用风险自初始发放资金后未出现显著上升的情形，第三阶段可视为已发生信用减值。截至 2018 年末，公司对股票质押式回购交易余额按其所属阶段的不同分别评估计算预期信用损失，累计计提减值准备 1.82 亿元，占股票质押式回购业务期末融资余额比重为 3.16%。

2019 年上半年，公司股票质押回购业务提升了利率水平，因此实现利息收入 1.96 亿元，较上年同期增长 28.78%；融资融券业务收入 1.21 亿元，较上年同期下降 27.01%，虽然受市场行情回暖影响公司上半年融资融券余额较 2019 年期初有所增加，但是日均余额仍不及 2018 年同期水平。整体而言，2019 年上半年，公司信用交易业务对营业收入的贡献度有所下降。

总体看，公司信用交易业务发展迅速，已经成为公司新的收入增长点，但考虑到监管机构对杠杆交易的风险管控政策，信用交易业务面临一定发展限制，同时资本市场的波动对信用交易业务未来发展的影响值得关注。

（3）投资银行业务

公司主要通过下属子公司华英证券开展投资银行业务；同时，公司自身作为主办承销商为企业提供新三板推荐挂牌、做市、定增等服务，但整体业务规模不大。华英证券为公司与苏格兰皇家银行公众有限公司（以下简称“苏格兰皇家银行”）于 2011 年合资设立的外资参股证券公司，注册资本 8.00 亿元。2017 年，公司收购苏格兰皇家银行持有的华英证券股份，华英证券成为公司的全资子公司。

公司总部位于江苏省无锡市，江苏及无锡地区经济基础完善，融资需求旺盛。2019 年上半年，江苏省新增 A 股上市公司数量 11 家，累计 A 股上市公司数量 407 家，新增数量位居全国第一，累计总数位居全国第三。截至 2019 年 6 月末，无锡共有 A 股上市公司数量 76 家，总数位居全国第十。近年来，公司利用区域基础优势，积极开发无锡、江阴、宜兴地区市场，当地良好的资本市场环境，能够为华英证券投行业务的项目储备提供丰富的项目资源。

2015 年以来，公司借助 IPO 业务重启、股票再融资业务发展以及债券市场总体规模迅速扩大、中小企业私募债推出、新三板市场建立等契机，调整业务结构，采取“股债并重”的发展策略，实现了股票融资业务和债券发行业务的较快发展，股票融资和债券发行数量和承销金额均快速增长，投资银行业务对营业收入的贡献度持续提升。但 2017 年以来，由于股票二级市场行情低迷和监管层加强对 IPO 发行的审核，证券公司股票承销业务受到较大影响（见表 12），同时债券承销业务也由于债券市场违约事件频发和行业竞争加剧，业务发展面临一定压力，公司股权融资和债券发行数量和承销金额均明显下降，投资银行业务手续费收入大幅下滑。2018 年，面对资本市场持续低迷、外部监管持续从严的环境，公司不断增加股权融资和债券发行业务项目储备，加深无锡总部市场开拓力度，着重探索综合金融业务，一定程度上缓解了投资银行业务发展压力。2016—2018 年，公司投资银行业务分别实现手续费及佣金净收入 3.85 亿元、1.64 亿元和 1.92 亿元。根据中国证券业协会公布的数据显示，2018 年，公司股票主承销佣金收入及债权主承销佣金收入在行业中的排名分别为第 33 位和第 41 位。

表 12 公司证券承销业务统计 单位：家、亿元

年 度	2016 年	2017 年	2018 年
-----	--------	--------	--------

	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额
股权融资	7	65.33	2	4.27	1	8.34
债券发行	20	222.00	12	97.60	11	71

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

在平衡好股权和债权业务的同时，华英证券投资银行业务向多元化方向发展，开辟经营收入多渠道来源。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。2016—2018 年，公司财务顾问分别实现净收入 0.32 亿元、0.15 亿元和 0.35 亿元；2018 年，公司并购重组财务顾问业务收入水平在行业中的排名为第 38 位。

2019 年以来，在 IPO 快速发展的市场环境下，华英证券在强化债券承销业务的同时进一步开拓股票承销项目尤其是 IPO 项目。截至 2019 年 6 月末，债券承销业务方面已取得批文、待发行债券 18 单，待发行规模 238 亿，申报在审债券项目 7 单；股票保荐承销业务方面，申报在审项目 5 单，IPO 主承销在审项目 4 单，再融资在审项目 1 单。2019 年上半年，公司投资银行业务实现收入 1.17 亿元，在营业收入中的占比为 13.70%。

总体看，公司控股子公司华英证券投资银行业务市场定位较为明确，得益于良好的地理位置及股东背景，项目储备情况较好，与同业机构相比，具有较为明显的竞争优势，但值得注意的是，该业务板块易因受到股票二级市场行情、监管对 IPO 发行审核趋严等外部因素的影响而波动。

（4）证券投资业务

公司证券投资业务主要包括权益类投资、固定收益类投资和衍生品投资。公司证券投资业务由证券投资部负责经营管理，以追求风险可控下的合理收益为目标，以挖掘业务增长确定性高、估值有相对优势的投资

品种为主要投资思路，采取均衡资产配置策略。公司按照投资标的不同在证券投资部设立权益类投资团队、固定收益类投资团队和衍生品投资团队，并新设量化投资团队开展股指期货和期权等投资业务。公司制定了相应的分级授权体系和投资决策流程，并不断优化和完善证券投资业务管理制度及规范细则，明确投资决策、操作流程、业务授权及相关风险控制措施，自营业务风险控制能力逐步增强。

由于企业会计准则变更，公司将管理并投资的结构化主体纳入合并范围，相关负债计入交易性金融负债科目，相关资产计入交易性金融资产科目。近年来，公司根据证券市场行情波动情况不断调整证券投资结构，合理控制投资仓位，并通过股指期货等衍生金融工具对冲证券市场波动风险。权益类投资方面，公司坚持价值投资理念，密切跟踪重点行业板块，加强价值分析，近年来根据市场行情重点加大了蓝筹股和港股通等品种的配置规模；固定收益类投资方面，执行风险可控的中久期、适度杠杆的灵活操作策略，投资品种以中高信用评级债券为主，目前投资的债券尚未出现违约风险。近年来，伴随着股票市场持续走低，公司根据市场行情变化，不断减少自营权益类证券规模，增加固定收益类证券和基金等投资规模，并在资管新规出台后逐步减少证券公司资管计划投资力度。2018 年，公司加大债券逆回购投资规模，导致其它类投资规模大幅上升；受 A 股市场持续下跌的影响，公司权益类证券投资未取得正收益（见表 13）。截至 2018 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 9.49%和 13.28%，均符合监管标准。

表 13 公司证券投资规模及收益情况 单位：亿元、%

	2016 年	2017 年	2018 年
投资规模	17.06	12.74	27.42
其中：股票	6.16	5.50	7.15
基金	0.29	0.25	0.06
债券	2.12	3.11	5.04
其他	8.49	3.88	15.17
投资损益合计	1.46	2.16	-0.15
收益率	8.58	16.98	-0.54

注：投资规模=各投资品种成本的月均余额；投资损益合计=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；收益率=投资损益合计/投资规模

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

2019 年上半年,在股票市场行情趋好的背景下,公司积极调整投资策略,股票投资规模较 2018 年有所增长。截至 2019 年 6 月末,公司投资成本的月平均余额为 31.48 亿元。2019 年 1—6 月,公司实现投资损益 2.69 亿元,占营业收入的 31.54%,对收入的贡献度大幅提升。

总体看,公司证券投资业务规模相对较小,投资结构较为均衡,投资业务产生的收益对营业收入的贡献度受证券市场波动的影响较大,未来收入仍存在一定的波动性风险。

(5) 资产管理及股权直接投资业务

公司资产管理业务由资产管理部负责经营管理。近年来,公司逐步探索专业化理财的资产管理业务运作模式,以开发创新产品为重点,相继开发设计了保证金管理产品、债券分级产品、多份额结构化债券产品、股权质押融资产品、信托联结产品、银证信保合作定向计划等产品。公司通过对产品模式、投资工具、投资策略等多方面的创新,不断丰富资产管理业务产品体系,满足客户的个性化和多元化理财需求。

近年来,公司深耕主动管理领域,不断提升主动投资管理能力,受托资产管理规模持续上升。但另一方面,由于公司对定向资产管理业务持有较为谨慎的态度,因此公司该类业务与同业相比规模不大(见表 14),同时 2017 年以来,伴随着监管进一步规范影子

银行以及打破刚兑、统一大资管业务,公司适当放缓资产管理业务发展节奏,资产管理产品数量呈下降趋势。2016~2018 年,公司资产管理业务实现手续费及佣金净收入在当年营业收入中的占比持续提升,但由于定向资产管理业务主要是手续费较低的通道业务,公司资产管理业务对营业收入的贡献度仍处于较低水平。

表 14 公司受托资产管理业务 单位：亿元、%

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
平均受托资产管理规模	225.28	245.30	224.16
其中：集合资产管理业务	73.77	79.53	76.01
定向资产管理业务	139.72	156.43	139.95
专项资产管理业务	11.79	9.33	8.20
平均受托资产管理收益率	1.43	1.42	0.80
资产管理业务手续费及佣金净收入	0.97	0.69	0.70

注：平均受托资产管理收益率指受托资金总体损益/平均受托资产规模

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

2019 年以来,公司部分资产管理产品陆续到期,受资管新规加强对资产池的入池标准以及消除嵌套的影响,该业务板块的收入水平有所下降。2019 年上半年,公司资产管理业务实现手续费及佣金净收入 0.27 亿元。

公司 2017 年以前通过全资子公司国联通宝开展股权直接投资业务。国联通宝成立于 2010 年 1 月 18 日,注册资本 2.00 亿元,2017 年以前经营范围为使用自有资金对境内企业进行股权投资,参与设立了嘉兴宝满投资合伙企业(有限合伙),该有限合伙基金认缴出资 0.72 亿元,并在 2016 年末累计完成投资项目 8 个,累计完成投资金额 0.90 亿元,其中已完成盈利退出的项目 2 个,退出投资成本额 0.19 亿元,已投资的企业共 5 家挂牌新三板。2017 年,根据中国证券业协会《关于发布<证券公司私募投资基金子公司管理规范>及<证券子公司另类投资子公司管理规范>》等相关文件,国联通宝因变更为私募投资基金子公司进行规范整改,整改期间无法进行新项目投资,当年完成盈利退出投资项

目2个；2018年，国联通宝完成私募投资基金子公司变更，后续将不再使用自有资金进行直接股权投资业务，营业范围变更为投资管理。2019年7月9日，公司出资设立另类投资子公司无锡国联创新投资有限公司（以下简称“国联创新”），主要业务为利用自有资金从事科创板跟投业务，目前国联创新正在中国证券业协会备案，待备案完成后从事相关业务。

总体看，受资管新规的影响，公司资产管理业务尚处于过渡阶段，未来仍需提升主动管理的能力；股权直接投资业务规模较小，相关子公司建设有待加强，业务体系有待完善。

五、风险管理分析

公司采取分层管理、集中与分散相统一的管理模式，建立了包括董事会、高级管理层、风险管理职能部门、条线业务部门四个层级的全面风险管理组织架构。董事会对公司的风险管理承担最终责任，董事会授权其下设的风险控制委员会履行其全面风险管理的一部分职能。公司高级管理层承担在经营管理中组织落实全面风险管理各项工作的责任；公司高级管理层下设风险管理委员会，主要负责对公司重大经营项目和创新业务的风险评估，审批风险管理的操作流程和细则，对公司风险管理部及其他风险管理职能部门的具体职能分工和调整。公司设立风险管理部，作为组织实施公司全面风险管理的专职部门，风险管理部根据风险分类和职能分工，分别履行对风险的识别、计量、管控、报告等具体工作。公司各业务部门、分支机构负责人主要负责及时识别、评估、应对、报告相关风险，接受公司风险管理部的独立监督，并对风险管理的有效性承担直接责任。

1. 市场风险管理

市场风险是指因股票价格、商品价格、利

率、汇率等因素的不利变动而导致公司业务发生损失的风险。市场风险全面影响公司的各项业务；当证券市场低迷时，公司的自营、资产管理、做市等业务均将受到不利影响，导致公司的收入和利润减少或大幅波动。

公司建立了较完善的风险管理及内部控制制度和有效的动态风险监控体系，确保自身开展各项业务的风险可测、可控和可承受。公司将影响市场风险的因子主要分为权益类、利率和信用价差等。公司主要采取敏感性分析和压力测试等方式定期或不定期对公司的市场风险承受能力进行测试，加强自有资金投资规模控制，完善及落实授权管理和止盈止损制度。公司在各层级执行业务限额管理，并通过限制市场风险敞口的方式控制风险承受能力，公司每年进行限额调整，以反映市场行情、业务状况及公司风险承受能力的变化。公司使用每日在险价值（VaR）评估风险敞口及公司债务、股权投资的相对或绝对风险，并及时监控公司相关风险限额的变动。

利率风险方面，公司主要采取敏感性分析监控利率风险；在假设所有其他变量维持不变的情况下，评估利率变动可能对净利润和股东权益的影响；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。公司基于2018年末的财务数据测算，若市场利率平行上升25个基点，净利润将下降0.16亿元，占当年公司净利润的32.15%。整体看，公司面临较大的利率风险管理压力。

汇率风险方面，公司保持对外汇市场的持续关注，谨慎开展境外融资；持有的外币资产及负债占整体的资产及负债比重并不大；在公司收入结构中，绝大部分赚取收入的业务均以人民币进行交易。整体看，汇率风险对公司目前的经营发展影响较小。

总体看，随着市场环境的波动及公司自营业务的发展，公司面临的市场风险将上升，公司需提高市场风险量化管理水平，提升市场风

险管理能力。

2. 信用风险管理

信用风险是指由于债务人、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。公司目前面临的信用风险主要来自债券投资和信用交易业务，由于第三方存款和全额保证金制度，公司经纪业务面临的信用风险低。信用交易业务面临的信用风险主要是融出资金、融出证券及利息不能足额收回的风险。

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。在业务开展过程中，公司主

要采取扩大资信审查范围，加强审查力度等手段，深入开展尽职调查，防范信用风险。

在债券投资方面，公司为控制债券投资信用风险，对投资标的设定了信用等级最低标准，要求证券投资部和资产管理部投资的债券信用等级在BBB以上，流动性风险储备用途的债券投资信用等级一般不低于AA⁺。在信用交易方面，公司开展资信审查对象由业务涉及的交易对手方、融资方、担保人等主体延伸至相关的实际控制人、控股股东、关联人；结合融资融券、股票质押式回购、股票约定式购回等业务特点，优化审查机制，向公司机构与个人客户开展针对性的尽职调查，提高资信审查效率。近年来，公司信用业务的风险控制指标均符合相关预警和监管指标要求（见表15）。

表 15 公司信用业务风险控制指标水平 单位： %

指 标	预警标准	监管标准	2016 年末	2017 年末	2018 年末
融资融券的金额/净资本	≤300	≤400	58.97	64.31	42.95
对单一客户融资（含融券）业务规模与净资本的比例	≤3.99	≤5	1.96	2.8	2.14
接受单一担保股票市值与该股票总市值比例	≤16	≤20	2.75	14.98	2.75
自有资金出资的股票质押式回购业务规模/净资本	-	≤150	14.36	71.91	82.45
单一融入方累计融资余额/净资本	≤3.99	≤5	3.37	3.46	3.61

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

但值得注意的是，2017年以来，受国内股市行情较为低迷影响，股票质押爆仓事件频发，公司股票质押式回购业务也有逾期且低于平仓线的情况发生，面临一定的信用风险。截至2018年末，标的证券为东方网络、和晶科技、华明装备和中南文化的6笔股票质押式回购交易融资人未按约定提前购回或补充质押而处于违约状态；公司针对上述项目累计计提减值准备1.54亿元。目前，公司根据合同约定，通过处置标的股票、收取保证人代偿款项等方式收回了标的证券为和晶科技、华明装备对应的3笔交易的全部本金及已计提的利息，东方网络、中南文化对应的3笔股票质押式回购业务仍处于违约状态。

总体看，公司初步搭建了各类业务的信用

风险管理架构，并针对各类涉及信用风险的业务制定了相应的风险防范制度和措施。但受市场环境的影响，股市持续低迷、债券违约事件频发，对公司信用风险管理带来一定挑战，相应的风险预警、压力测试等风险管理措施仍需进一步完善。

3. 流动性风险管理

流动性风险是指公司金融资产不能及时变现和资金周转出现困难而产生的风险。公司面临的流动性风险是指在无法及时获得或者无法以合理成本获得充足资金，以偿付到期债务或其他支付义务、满足资产增长或其他业务发展需要的风险。

公司按照《证券公司流动性风险管理指引》

的要求，建立以流动性覆盖率和净稳定资金率为核心指标的流动性风险管理框架，保证各项经营活动符合监管规定的流动性风险要求，同时建立多层次的优质流动性资产体系，严格执行各项限额指标和风险控制阈值，通过敏感性分析、压力测试等手段，加强对主要业务监控和测算频率，严格控制杠杆操作，对公司主要业务流动性风险进行前端控制。

从负债结构看，公司接近一半的负债为证券经纪业务产生的代理买卖证券款，该部分代理买卖证券款对应的客户资金存款由托管银行监控，因此这部分经纪业务负债不构成公司的流动性风险来源。近年来，随着业务的快速发展，公司通过发行短期融资券、公司债、次级债、收益凭证、同业拆借、两融收益权转让等融资方式满足业务发展的资金需求，并于2015年通过公开发行股份的方式进行股权融资，进一步保障了经营所需资金，公司融资渠道较为通畅。从资产结构看，公司自有资产中自有货币资金和结算备付金、融出资金、买入返售金融资产和可供出售金融资产等可快速变现资产占比较高。截至2018年末，公司可快速变现资产余额150.46亿元，占公司自有资产的95.90%；流动性覆盖率为1350.82%，净稳定资金率为176.20%，公司资产流动性良好。

目前，公司财务杠杆水平较低，配置资产的变现能力强，整体流动性压力不大。但随着融资融券、股票质押式回购交易等创新业务的发展，公司对资金的需求相应增加，这对公司的流动性管理提出了更高要求。

4. 操作风险管理

操作风险是指由于不恰当或者失效的内部流程、人员和系统或外部事件导致公司遭受损失的风险，按风险成因划分为流程风险、人员风险和技术风险。流程不完善、执行不严格、人员不胜任、越权操作、系统故障或系统失败等因素都可能导致操作风险。

公司不断完善操作风险管理体系，设置了前

中后台分离、业务互相制衡、重要岗位严格授权体系等操作风险控制措施。公司还通过制度建设、业务流程整合、系统完善和风险评估来加强内部控制，定期在公司范围内开展内部控制有效性评估工作，防止内部程序、外部事件、人员、IT 及技术系统等因素产生的操作风险。公司建立了信息隔离墙制度，在部门设置、业务运作、岗位设置等方面建立了防火墙机制，确保各项业务在人员、资金、信息等方面的有效隔离，规范各项业务的独立决策运作。公司通过内部培训、年度考核等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，防止因信息系统故障而导致的突发性、大范围的管理及操作风险。

总体看，公司不断建立健全全面风险管理体系，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创新业务的发展，公司需进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。

六、财务分析

公司提供了 2016—2018 年和 2019 年上半年合并财务报表，德勤华永会计事务所（特殊普通合伙）对以上合并财务报表进行了审计并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表合并范围包括国联通宝、华英证券以及公司管理并投资的结构化主体，其中华英证券于 2017 年由公司控股子公司（持股比例 66.70%）变更为全资子公司。2019 年上半年财务报表未经审计。

1. 盈利能力

公司营业收入主要包括手续费及佣金净收入、利息净收入和投资收益。近年来，在股票市场持续低迷、券商经纪业务竞争加剧以及互联网金融快速发展的背景下，股票、基金市场交易量的下降和行业佣金率的下滑对公司传统的代理买卖证券业务手续费及佣金收入影响明

显，证券自营投资业务也受到较大冲击，加之参股企业中海基金亏损导致其他业务分部收入下滑，造成公司营业收入逐年下降。但另一方面，随着信用类业务的持续发展以及 IPO 业务的重启，加之大力发展互联网证券、港股通、

股票期权、新三板做市、PB 业务等创新业务，公司营业收入结构在一定程度上得到优化。2018 年，公司实现营业收入 9.90 亿元，较上年下降 21.61%。其中，手续费及佣金净收入占比 55.75%，利息净收入占比 48.19%（见表 16）。

表 16 公司营业收入和营业支出情况 单位：亿元、%

项 目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
手续费及佣金净收入	10.35	56.38	6.39	50.66	5.52	55.75
其中：证券经纪业务净收入	5.89	32.07	4.18	33.16	2.95	29.77
投资银行业务净收入	3.85	20.98	1.64	12.99	1.92	19.44
资产管理业务净收入	0.61	3.32	0.57	4.49	0.61	6.18
利息净收入	4.67	25.40	4.84	38.33	4.77	48.19
其他收益	-	-	0.04	0.31	0.07	0.68
投资收益	2.56	13.95	2.19	17.33	-0.23	-2.36
公允价值变动收益	0.12	0.65	-0.64	-5.07	-0.43	-4.31
资产处置收益	0.00	0.02	-0.00	-0.02	0.00	0.00
汇兑收益	0.56	3.05	-0.25	-1.98	0.14	1.37
其他业务收入	0.10	0.55	0.06	0.45	0.07	0.67
营业收入合计	18.36	100.00	12.62	100.00	9.90	100.00
税金及附加	0.44	4.54	0.10	1.30	0.09	0.99
业务及管理费	8.34	85.14	7.33	97.72	7.56	82.26
信用减值损失	-	-	-	-	1.54	16.75
资产减值损失	1.01	10.29	0.07	0.98	-	-
其他业务成本	0.00	0.03	-	-	-	-
营业支出合计	9.79	100.00	7.50	100.00	9.19	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

公司手续费及佣金净收入主要来自证券经纪业务和投资银行业务，资产管理业务对手续费及佣金净收入的贡献度低。公司证券经纪业务手续费及佣金净收入绝大部分来自代理买卖证券业务，其主要取决于佣金水平以及市场成交量。2016—2018 年，公司证券经纪业务手续费及佣金净收入占当年公司手续费及佣金净收入总额的比重分别为 56.88%、65.44% 和 53.40%，在市场交易量下降和行业整体佣金率下滑的影响下，证券经纪业务对手续费及佣金净收入的贡献度有所下降。

受 2017 年股票市场低迷、同业竞争加剧等外部市场不利因素的影响，公司投资银行业务

手续费及佣金净收入大幅下降。2018 年以来，华英证券逐步调整业务发展方向，重点发展债券承销、并购等财务顾问业务，同时公司作为主办券商开展新三板挂牌、定增等业务，投资银行业务手续费及佣金净收入企稳回升。2016—2018 年，公司投资银行业务分别实现手续费及佣金净收入 3.85 亿元、1.64 亿元和 1.92 亿元，占当年手续费及佣金净收入的比重分别为 37.21%、25.64% 和 34.86%，投资银行业务对手续费及佣金净收入的贡献度有所回升。

公司利息收入主要包括存放金融同业利息收入和信用交易业务利息收入；利息支出主要包括公司债、次级债等债券利息支出、短期融

资款利息支出、代理买卖证券款利息支出以及卖出回购金融资产利息支出等。近年来，伴随着存放金融同业资金的减少，公司存放金融同业利息收入逐年下降；但公司信用类业务的较快发展使得股票质押回购利息收入显著增加，从而推动利息收入有所上升；另一方面，近年来，公司利用多元化融资方式融入资金来满足经营资金需求，应付债券利息支出的大幅增长导致利息支出上升明显，利息净收入整体保持平稳态势。2016—2018 年，公司分别实现利息净收入 4.67 亿元、4.84 亿元和 4.77 亿元，占当年营业收入的比重分别为 25.40%、38.33%和 48.19%，利息净收入对营业收入的贡献度不断上升。

公司投资收益主要来自证券自营投资业务，其余为长期股权投资收益。公司长期股权投资包括公司控股和参股的子公司以及国联通宝持有的长期股权投资。近年来，随着证券市场的持续低迷，加之国联通宝在变更为私募股权基金子公司期限无法开展新项目投资，公司投资收益出现明显下滑。2016—2017 年，公司分别实现投资收益 2.56 亿元和 2.19 亿元，占当年营业收入的比重分别为 13.95%和 17.33%；2018 年，公司投资亏损 0.23 亿元，主要是由于公司处置金融工具产生的投资收益大幅减少所致。整体看，公司投资收益对营业收入的贡献度明显下降。

公司营业支出以业务及管理费为主。近年来，公司加大了费用管理力度，业务及管理费和应付职工薪酬有所下降；但 2018 年公司根据新金融工具减值政策，针对买入返售金融资产计提信用减值损失 1.59 亿元，主要是由于股票质押业务产生，导致营业支出有所增加。由于公司营业收入的降幅更大，公司营业费用率和薪酬收入比均有所上升。2018 年，公司营业费用率为 76.35%，薪酬收入比为 48.20%。从收益率指标看，公司盈利能力与证券市场行情走势呈现较强的正相关性。2018 年，公司实现净利润 0.51 亿元，平均自有资产收益率为 0.31%，

平均净资产收益率为 0.67%，较之前年度均显著下降（见表 17）。

表 17 公司盈利情况 单位：亿元、%

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
净利润	6.44	3.74	0.51
营业利润率	46.67	40.56	7.24
营业费用率	45.40	58.08	76.35
薪酬收入比	30.92	36.99	48.20
平均自有资产收益率	4.02	2.37	0.31
平均净资产收益率	8.08	4.82	0.67

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2019 年上半年，受益于股票市场的回暖，公司证券投资业务收益的大幅提高促使公司营业收入较同期有所上升，但传统经纪业务和资产管理业务在当前市场行情下仍较为低迷，对营业收入的贡献度持续下滑。整体看，公司净利润和收益指标较上年同期均有所上升，2019 年 1—6 月实现营业收入 8.51 亿元，净利润 3.56 亿元。

总体看，近年来公司营业收入增长承压，收入结构有所调整，投行和自营业务收入的增长弥补了经纪、资管业务手续费及佣金净收入的下滑。但值得注意的是，公司营业收入易受到股票市场行情波动的影响，尤其需关注股票质押业务相关违约事件后续处置结果对公司利润水平的影响；此外，由于公司在同行业中属于中型券商，行业的头部效应可能对公司业务发展的增长提出挑战。

2. 杠杆与资本充足性

近年来，公司主要通过公开上市、发行次级债和利润留存的方式补充资本。2015 年，公司在香港联合交易所公开发行 4.43 亿股 H 股，募集资金净额 30.56 亿港元，资本得到较大补充；2016 年，公司非公开发行 15 亿元次级债，资本实力得到进一步增强；此外，2016 和 2018 年公司现金分红比例分别为 56.34%和 5.40%，2017 年未分配现金分红；分红力度的大幅减小在一定程度上增强了利润留存对资本的补充作

用，但证券市场行情低迷形势下可供出售金融资产公允价值变动带来的其他综合收益下滑对资本造成一定侵蚀。截至 2018 年末，公司股东权益 76.49 亿元，其中实收资本 19.02 亿元，资本公积 21.64 亿元，未分配利润 17.61 亿元；净资产/净资产指标为 103.06%，指标有所下滑，但核心资本仍占有较高比重，资本质量在行业中处于较好水平（见表 18）。整体看，成功上市后，公司资本实力明显提升，资本补充渠道不断完善，但盈利指标的下滑对资本内生增长机制形成一定负面影响。

表 18 公司风险控制指标 单位：亿元、%

项 目	监管标准	2016 年末	2017 年末	2018 年末
净资本	-	83.89	81.96	78.29
净资产	-	77.80	75.16	75.97
风险覆盖率	≥100	762.27	399.77	430.00
净资本/净资产	≥20	107.82	109.05	103.06
净资本/负债	≥8	193.69	104.98	113.74
净资产/负债	≥10	179.64	96.27	110.37

数据来源：公司风险审计报告，联合资信整理

公司债务融资方式包括发行短期融资券、公司债、次级债、收益凭证、两融受益权转让以及拆入资金和卖出回购等，资金来源渠道较为多样化。截至 2018 年末，公司自有负债余额 80.40 亿元，较之前年度有所下降，占负债总额的比重为 58.97%（见表 19）。

表 19 公司负债结构 单位：亿元

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
自有负债	64.70	95.94	80.40
交易性金融负债	-	11.51	13.21
拆入资金	-	6.00	-
卖出回购金融资产款	8.82	2.98	0.10
次级债	30.00	15.00	15.00
短期次级债	-	-	-
长期次级债	30.00	15.00	15.00
公司债	-	28.00	41.07
短期公司债	-	5.00	-
长期公司债	-	23.00	41.07
收益凭证	3	26.20	9.41
短期收益凭证	-	23.20	6.29
长期收益凭证	3.00	3.00	3.12

非自有负债	96.26	68.79	55.95
经纪业务代理买卖证券款	87.88	62.61	51.07
信用交易代理买卖证券款	8.38	6.18	4.88
负债总额	160.96	164.73	136.35

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

近年来，伴随证券市场的低迷以及监管对证券行业风险管控的加强，公司合理安排主动负债规模和债务融资结构，整体财务杠杆处于较低水平。截至 2018 年末，公司风险覆盖率指标为 430.00%，资本充足；净资产/负债指标为 113.74%，净资产/负债指标为 110.37%。

2019 年上半年，公司重点利用发行次级债的方式加大债券融资力度，自有负债规模有所上升，但整体财务杠杆仍不高，2019 年 6 月末自有负债余额 86.74 亿元，净资产/负债指标为 117.96%，净资产/负债指标为 107.77%。同时，公司 2017 年末进行现金分红以加大利润留存对资本的补充作用，净资产和净资本规模有所上升，资本保持充足水平，2019 年 6 月末股东权益 79.02 亿元，风险覆盖率指标为 516.55%。目前，公司正在筹划 H 股增发以及申请 A 股 IPO；若上述计划成功实施，公司资本实力将进一步增强，有利于各项业务的持续发展及提高自身的抗风险能力。

总体看，公司整体债务规模适中，杠杆水平处于行业较低水平；以净资本为核心的风险控制指标均远高于监管标准，资本充足性较好，公司的成功上市有助于其建立长效的资本补充机制。

3. 流动性

公司自有资产主要由可快速变现资产构成，包括自有货币资金、自有结算备付金、交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产和融出资金等。近年来，公司逐步压缩融资融券等信用交易业务规模，使得融出资金规模有所下降，买入返售金融资产规模有所上升。2018 年，公司根据新金融工具准则，将原可供出售金融资产及以公允价值计量且其变

动计入当期损益的金融资产科目均计入交易性金融资产科目项下。截至 2018 年末，公司可快速变现资产余额 150.46 亿元，其中自有货币资金占比 9.19%，交易性金融资产占比 19.85%，融出资金占比 19.63%，买入返售金融资产占比大幅增至 49.17%（见表 20）。

表 20 公司资产结构 单位：亿元

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
自有资产	143.66	171.87	156.89
可快速变现资产	108.70	140.58	150.46
自有货币资金	24.65	19.52	13.82
自有结算备付金	4.07	3.84	3.26
交易性金融资产	-	-	29.86
买入返售金融资产	19.81	60.53	73.98
可供出售金融资产	16.64	10.60	-
融出资金	43.53	46.09	29.54
非自有资产	96.26	68.79	55.95
资产总额	239.92	240.66	212.84

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

目前，公司按照监管要求开展信用交易业务，业务期限以一年以内为主，同时要求客户提供流动性较好的证券作为保证金，因此信用交易业务对公司流动性的影响可控。此外，公司交易性金融资产中主要为流动性较好的债券和股票资产。整体看，公司整体流动性处于良好水平。

2016—2018 年，公司年末的可快速变现资产/自有负债指标分别为 2.05 倍、1.69 倍和 1.87 倍，可快速变现资产对自有负债的覆盖程度较好。

2019 年上半年，公司抓住市场行情机遇，将资产端资源重点配置于证券投资业务，投资标的以流动性较好的债券和股票为主，其他资产配置结构相对稳定，流动性保持良好水平，2019 年 6 月末自有资产余额 165.76 亿元，其中买入返售金融资产余额 68.11 亿元，融出资金余额 34.04 亿元。

从现金流状况看，近年来公司经营性现金流呈现净流出状态且规模大幅减少，主要是由

于证券投资者活跃度下降导致公司代理买卖证券业务、融资融券业务以及回购业务净流出规模减少所致；公司投资性现金流由净流入转为净流出，主要是由于自营业务投资规模增加所致；公司筹资性现金流由净流入转为净流出，主要是由于公司偿还债务的规模高于新增债务的规模（见表 21）。整体看，公司现金流较为充足。

表 21 公司现金流量情况 单位：亿元

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
经营性现金流量净额	-16.88	-66.69	-2.76
投资性现金流量净额	-1.22	7.04	-2.17
筹资性现金流量净额	-4.90	25.09	-34.48
现金及现金等价物净增加额	-9.69	-34.81	-52.01
年末现金及现金等价物余额	134.52	99.71	90.02

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

4. 偿债能力

近年来，公司通过发行短期融资券、公司债、次级债、收益凭证、两融受益权转让以及拆入资金和卖出回购等方式融入资金。截至 2018 年末，公司自有资产负债率 51.25%，财务杠杆水平较低；总债务/EBITDA 指标为 12.06 倍，公司盈利对债务的保障程度一般；EBITDA 利息倍数指标为 1.34 倍，公司盈利对利息支出的保障程度一般（见表 22）。

表 22 公司偿债能力指标 单位：亿元、%、倍

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
总债务	41.82	75.18	65.84
自有资产负债率	45.04	55.82	51.25
EBITDA	11.54	7.83	5.46
总债务/EBITDA	3.62	9.60	12.06
EBITDA 利息倍数	4.80	3.74	1.34

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

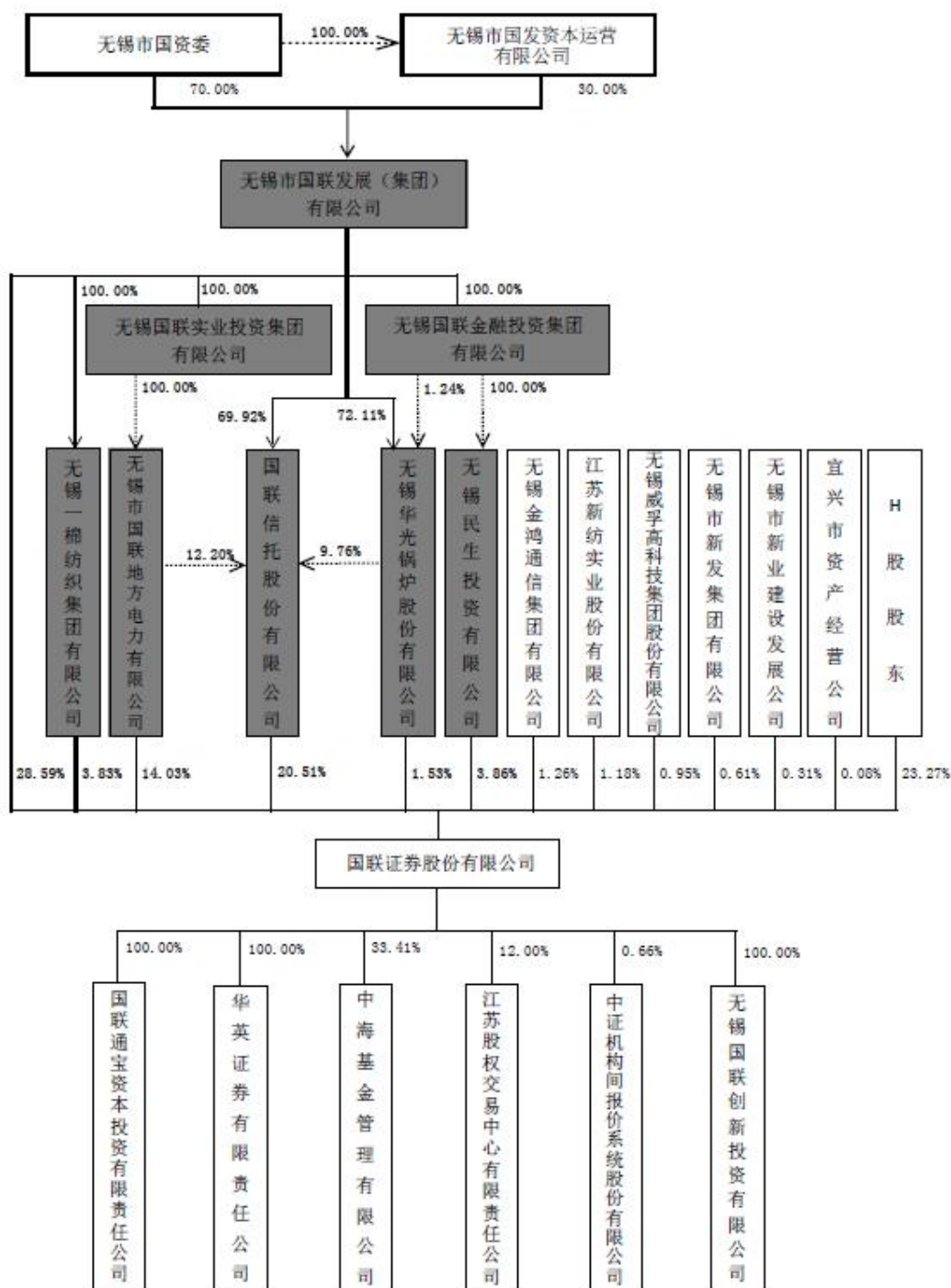
2019 年以来，公司自有负债规模较上年有所上升。截至 2019 年 6 月末，公司总债务 68.61 亿元，较上年末增长 7.89%；自有资产负债率 52.33%，较上年末有所提高，主要是由于公司代理买卖证券款规模的大幅增长导致公司总债

务规模较上年末有一定增长。整体看，公司整体偿债指标表现一般，但考虑到股东背景强大且作为上市证券公司融资渠道较为畅通等因素，公司整体偿债实力仍很强。

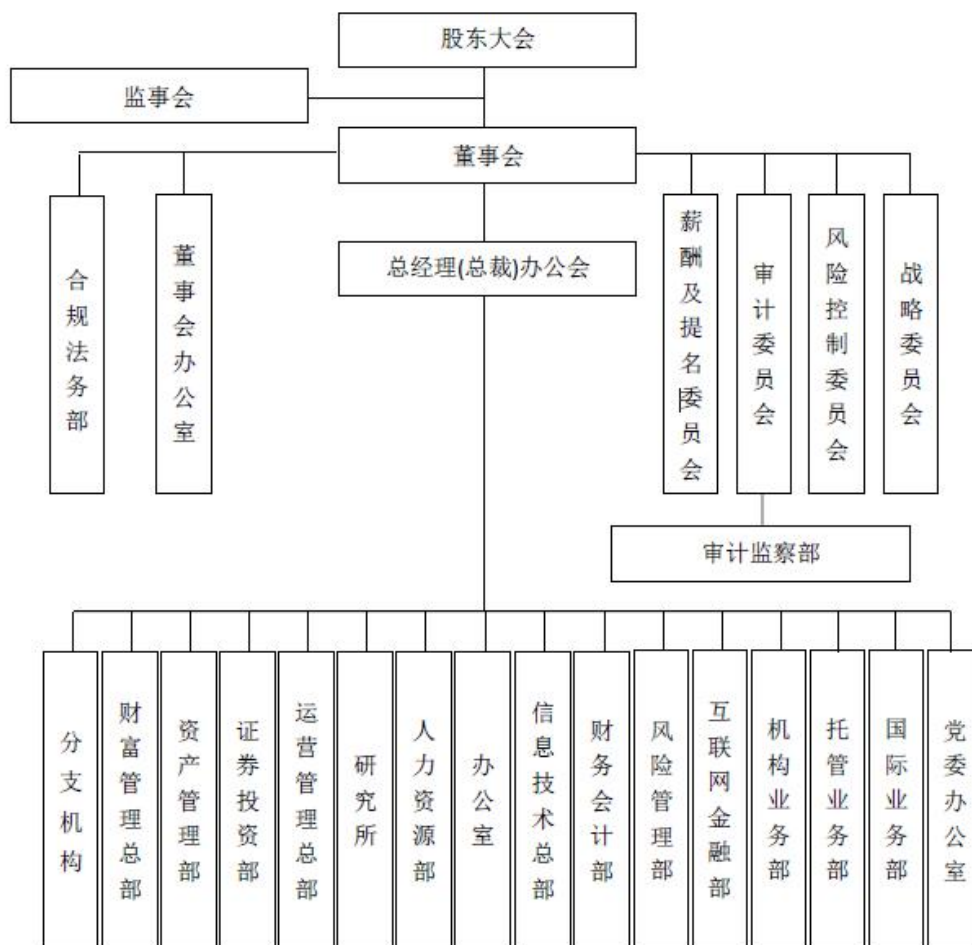
七、结论

近年来，公司立足无锡本地，依托控股股东综合金融平台和自身的营业网点优势，稳步拓展各项业务，形成了证券、基金、直接投资为一体的经营格局，在无锡地区具有较强的竞争优势；信用交易业务快速发展，成为公司新的收入增长点；2015年7月，公司在香港联合交易所成功上市，资本实力得到增强，同时有助于其建立长效资本补充机制。另一方面，在宏观经济增速放缓、证券市场剧烈波动、行业竞争加剧以及监管政策趋严背景下，公司也面临着营业网点扩张带来的成本上升、盈利稳定性差等多方面的挑战。目前，公司在筹划H股增发以及申请A股IPO，若上述计划成功实施，公司资本实力将进一步增强，有利于各项业务的持续发展以及提高自身的抗风险能力。根据公司面临的外部经营环境、自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时期的信用水平将保持稳定。

附录 1 2019 年 6 月末股权结构图



附录2 2019年6月末组织架构图



附录3 财务计算公式

指 标	计 算 公 式
自有资产	总资产-代理买卖证券款-信用交易代理买卖证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-信用交易代理买卖证券款
总债务	短期借款+卖出回购金融资产款+拆入资金+融入资金+长期借款+应付债券
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
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%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产×100%
平均净资产收益率	净利润/平均净资产×100%
风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+融出资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产-不能快速变现的理财类投资-客户资金存款-客户备付金
净资本	净资产-金融资产的风险调整-其他资产的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目
风险资本准备	根据监管部门相关规定，对证券公司各项业务、设立分支机构等按一定比例计算的风险资本

附录 4-1 证券公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信证券公司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

附录 4-2 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

联合资信评估有限公司关于 国联证券股份有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在国联证券股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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，及时提供相关资料。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及外部经营环境等相关信息，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。

联合资信将指派专人及时与国联证券股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。