

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 2020 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。

联合资信评估有限公司
二〇二〇年四月二十一日



信用等级公告

联合〔2020〕964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
二〇二〇年四月二十一日



国联证券股份有限公司

2020 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: 2020 年 4 月 21 日


主要数据

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额(亿元)	240.66	212.84	284.19
自有资产(亿元)	171.87	156.89	202.07
自有负债(亿元)	95.94	80.40	121.40
总债务(亿元)	75.18	65.84	103.48
股东权益(亿元)	75.93	76.49	80.67
净资本(亿元)	81.96	78.29	84.00
净资产(亿元)	75.16	75.97	80.24
自有资产负债率(%)	55.82	51.25	60.08
净资本/净资产(%)	109.05	103.06	104.68
净资本/负债(%)	104.98	113.74	76.21
净资产/负债(%)	96.27	110.37	72.80
风险覆盖率(%)	399.77	430.00	386.33
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入(亿元)	12.62	9.90	16.19
净利润(亿元)	3.74	0.51	5.21
EBITDA(亿元)	7.83	5.46	10.53
营业费用率(%)	58.08	76.35	57.65
平均自有资产收益率(%)	2.37	0.31	5.81
平均净资产收益率(%)	4.82	0.67	6.64
总债务/EBITDA(倍)	9.60	12.06	9.83
EBITDA 利息倍数(倍)	3.74	1.34	2.88

数据来源: 公司年度报告和审计报告, 联合资信整理

分析师

寇妙融 黄生鹏 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。同时,联合资信也关注到,2017—2018年,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、证券市场行情大幅波动的背景下,公司营业收入和净利润亦呈现一定波动,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，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、该公司信用等级自 2020 年 4 月 21 日至 2021 年 4 月 20 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

2020 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 年末,公司股本总额 19.02 亿元,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”),实际控制人为无锡市国有资产监督管理委员会,前五大股东及持股情况见表 1。

表1 截至2019年末公司前五大股东及持股情况
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

数据来源:公司年度报告,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 3 家全资子公司—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“国联创投”),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”)、江苏股权交易中心有限责任公司(持股比例 12.00%)以及中证机构间报价系统股份有限公司(持股比例 0.66%) 3 家公司;公司及控股子公司员工人数为 1597 人。

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,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。

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

2019 年以来,在世界大变局加速演变更趋明显,全球动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,我国经济增长进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 2），为 2008 年国际金融危机以来之最低增

速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 2 2016—2019 年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. 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，GDP 为不变价规模

数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0% 和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。

食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数 (PIRM) 同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5% (含) 以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

(2) 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕

的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

(3) 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10bp，5 年期报价 4.75%，下调 5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充

裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

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

数据来源：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

数据来源：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

数据来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

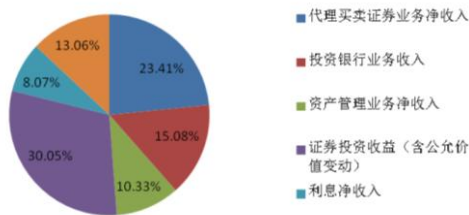
（2）主营业务

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



数据来源：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，重点集中在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，放宽外资持股比例限制，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

1. 公司治理

公司控股股东为国联集团，实际控制人为无锡市国有资产监督管理委员会；截至 2019 年末，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。截至 2019 年 9 月末，合并口径国联集团资产总额 898.76 亿元，所有者权益 339.25 亿元；2019 年 1—9 月实现营业收入 160.20 亿元，净利润 14.09 亿元。

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，其中中国联集团派驻董事 3 名，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。

公司董事长姚志勇先生，曾任无锡市国联投资管理咨询有限公司董事长、国联集团证券投资部副总经理、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，现任公司董事长、国联金融控股集团有限公司董事长、华英证券董事长及无锡国联金融投资集团有限公司董事、副总裁。公司总裁葛小波先生，曾任中信证券股份有限公司风险控制部执行总经理、交易与衍生产品业务部、风险管理部等负责人、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有限公司、CLSAB.V、华夏基金管理有限公司、中信证券

投资有限公司、中信产业投资基金管理有限公司等公司董事，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，现任公司执行董事、总裁兼财务负责人、华英证券董事及中海基金董事。公司高管人员金融从业时间较长，具有丰富的实践经验和管理经验。

总体看，作为 H 股上市公司，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；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。

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。公司 2017 年在中国证监会公布的证券公司分类评价结果中获评 BBB 级，2018 年及 2019 年均获评 A 级，整体处于行业中游偏上水平。

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。

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

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

数据来源：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	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
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
资产管理业务	0.64	5.08	0.61	6.16	0.80	4.93
证券自营业务	2.16	17.13	-0.15	-1.48	4.31	26.61
信用交易业务	2.59	20.52	2.62	26.45	2.86	17.65
合计	12.62	100.00	9.90	100.00	16.19	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2. 业务经营分析

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，公司通过全资子公司华英证券和国联元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，公司大力推动经纪业务转型，逐步调整信用交易业务结构，股票质押式回购业务规模明显收缩，融资融券业务规模有所上升，自营业务产生的收益受证券市场行情影响波动较大。近年来，公司营业收入波动上升，各业务板块对公司营

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。

业收入的贡献亦有所波动（见表 7）。其中，经纪业务收入占营业收入的比例持续下降，证券自营业务收入占比呈现波动上升趋势，逐步成为公司营业收入的主要来源。

（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，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。

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。公司根据市场行情下调部分优质客户债券佣金收费标准，佣金率低于行业平均水平，加之 2018 年市场行情不佳，公司股票基金交易额下降，经纪业务手续费及佣金净收入不断下滑。2019 年以来，得益于市场行情回暖，交易活跃度上升，公司股票、基金交易额快速增加，经纪业务手续费及佣金净收入实现较快增长。2017—2019 年，公司经纪业务实现收入分别为 5.45 亿元、3.98 亿元和 4.76 亿元，分别占当年营业收入的 43.18%、40.26% 和 29.40%（见表 7）。

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，推动传统经纪业务向财富管理转型，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，持续优化在线投顾业务平台，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 年末证券经纪客户总数 116.54 万户。此外，公司大力发展金融产品代销业务，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。

总体看，近年来经纪业务对公司的利润贡献度持续下降，业务发展水平与股市行情密切

关联。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。

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。2018 年，受证券市场整体低迷和券商间利率竞争日益激烈的影响，公司融资融券业务规模及收入有所下滑。2019 年以来，随着融资融券业务取消最低维持担保比例的统一限制以及标的股票扩容等利好政策的出台，公司融资融券业务规模明显增长，但随着同业竞争加剧导致融资利率持续下行，公司融资融券利息收入有所下降（见表 8）。

表 8 公司融资融券业务发展情况 单位：亿元、%

	2017 年	2018 年	2019 年
融资融券余额	46.40	29.72	46.65
其中：融资余额	46.23	29.64	46.45
融券余额	0.17	0.08	0.21
融资融券余额市场份额	0.449	0.374	0.442
融资融券利息收入	3.23	2.89	2.59

注：2017 年融资融券余额市场份额数据为月均市场份额

数据来源：公司年度报告，联合资信整理

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年以来，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并逐步压缩相关业务规模，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规模明显下降。截至2019年末，公司股票质押式回购业务余额27.50亿元，全年实现利息收入3.40亿元，相关业务发展情况见表9。

表9 公司股票质押业务发展情况 单位：%、亿元

	2017年	2018年	2019年
股票质押式回购业务余额	51.87	57.44	27.50
股票质押回购利息收入	1.60	3.46	3.40

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

自2018年起，公司对信用业务以预期信用损失为基础确认损失准备，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。对于融出资金业务及股票质押式回购业务，公司一般认为当维保比例达到预警线则表明信用风险显著增加，需要转移至“第二阶段”，当维保比例达到平仓线、出现逾期或预计通过强制平仓仍然无法收回本金时则转移至“第三阶段”。截至2019年末，公司融资融券业务计提减值准备余额0.06亿元，计提比例0.13%；股票质押式回购业务计提减值准备余额1.72亿元，计提比例6.25%。

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2019年末，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。公司股票质押式回购业务以“控制总量、化解风险”为经营思路，截至2019年末，公司4笔股票质押式回购业务融资人未按约定提前购回或补充质押而处于违约状态，涉及融资余额1.52亿元，标的证券为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）和中南红文化集团股份有限公司（股票简称：ST中南，股票代码：

002445.SZ）。东方网络对应的2笔交易中，公司已对持有的全部质押股权进行司法拍卖，共计收回0.52亿元，融资余额未收回部分已全额计提减值损失共计0.21亿元；ST中南对应的2笔交易中，经法院裁定将江阴中南重工集团有限公司质押给公司的全部ST中南股票合计0.49亿股以1.4元/股的价格直接抵债给公司，目前已完成过户，融资余额未收回部分已全额计提减值损失共计0.11亿元。

总体看，公司信用交易业务结构逐步调整，股票质押式回购业务规模明显收缩，融资融券业务规模波动上升，整体信用交易业务收入稳步增长。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。

2017—2018年，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，公司股票承销业务受到较大影响，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。2019年以来，在债券市场快速发展的形势下，公司债券承销数量及金额实现大幅增长，投资银行业务收入明显上升。2019年，公司完成联合主承销股权融资项目1单（见表10），为股权并购暨配套融资，承销金额6.50亿元；年末申报在审股权类项目3单。2019年，公司共完成债券承销项目23单，合计承销规模169.42亿元；年末已取得批文、

待发行债券项目 22 单，待发行规模 465 亿元，申报在审债券项目 12 单。2017—2019 年，公司投资银行业务实现收入分别为 2.37 亿元、2.53 亿元和 3.04 亿元，分别占当年营业收入的 18.78%、25.59% 和 18.79%。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（2019 年排名尚未披露）。

表 10 公司证券承销业务统计

单位：家、亿元

年 度	2017 年		2018 年		2019 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	2	4.27	1	8.34	1	6.50
债券发行	12	97.60	11	71.40	23	169.42

数据来源：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。2017—2019 年，公司财务顾问分别实现净收入 0.15 亿元、0.35 亿元和 0.54 亿元。

总体看，公司投资银行业务主要由全资子公司华英证券开展，得益于良好的地理位置及股东背景，近年来投资银行业务收入逐年上升，项目储备情况较好；另一方面，该业务板块易因受到股票二级市场行情、监管对 IPO 及债券发行审核趋严等外部因素的影响，加之同业竞争导致投资银行业务发展分化加剧，未来相关业务发展仍面临一定压力。

（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、量化投资团队，并计划筹建股权衍生品业务部。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。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，近年来公司权益类投资准备把握股指处于低位的市场机会增加股票配置；固定收益类投资方面，公司新设立固定收益部，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，并提供市场流动性。另一方面，公司以客户需求及交易对手的需求为出发点，运用资本+客户+流动性管理三重工具，选取低久期、高信用等级、高流动性的品种进行操作，固定收益类证券投资业务规模明显上升。2018 年，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，同时，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。2019

年以来，公司抓住投资建仓机会，大幅提升债券投资力度，债券投资规模明显增长（见表 11）。截至 2019 年末，公司证券投资的月平均余额为 33.96 亿元，近年来固定收益类资产未有违约发生。截至 2019 年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资产和自营非权益类证券及其衍生品/净资产分别为 7.47% 和 85.00%，均符合监管标准。2019 年，公司实现投资损益 4.31 亿元，占营业收入的 26.62%，对收入的贡献度大幅提升。

表 11 公司证券投资规模及收益情况 单位：亿元、%

	2017 年	2018 年	2019 年
投资规模	12.74	27.42	33.96
其中：股票	5.50	7.15	6.21
基金	0.25	0.06	1.98
债券	3.11	5.04	18.20
其他	3.88	15.17	7.57
投资损益合计	2.16	-0.15	4.31
收益率	16.98	-0.54	12.69

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

总体看，公司证券投资业务规模持续上升，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以及投资策略的影响较大，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。

2017—2018 年，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，受托资产管理规模略有下降。2019 年以来，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。2019 年公司受托资产管理规模大幅增长，增长主要来自于定向资产管理计划（见表 12）。2017—2019 年，公司资产管理业务实现手续费及佣金净收入分别为 0.57 亿元、0.62 亿元和 0.65 亿元，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 12 公司受托资产管理业务

单位：亿元、个

项 目	2017 年		2018 年		2019 年	
	净值	数量	净值	数量	净值	数量
年末受托资产管理规模	260.86	94	238.85	94	388.96	104
其中：集合资产管理业务	79.53	37	69.39	35	66.76	36
定向资产管理业务	156.43	56	166.80	58	306.72	65
专项资产管理业务	9.33	1	2.66	1	15.48	3
资产管理业务手续费及佣金净收入		0.57		0.62		0.65

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

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，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，国联通宝继续按照整改报告执行旗下基金的项目退出，完成无锡国联通宝创新成长壹号投资中心（有限合伙）基金注销，完成嘉兴宝满投资合伙企业（有限合伙）清算。另外，无锡国联领翔中小企业成长投资中心（有限合伙）已于 2019 年 12 月 30 日到期，进入清算期。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 2019 年末的财务数据测算，若市场利率平行上升 25 个基点，净利润将上升 0.06 亿元，占当年

公司净利润的1.15%。整体看，公司面临的利率风险管理压力很小。

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级别一般不低于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13）。

表 13 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	2017 年末	2018 年末	2019 年末
融资融券的金额/净资本	≤300	≤400	119.55	108.77	86.16
对单一客户融资（含融券）业务规模与净资本的比例	≤4	≤5	3.05	3.19	2.98
接受单只担保股票市值与该股票总市值比例	≤16	≤20	2.75	2.75	3.66

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

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2019年末，标的证券为东方网络和ST中南的4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；公司针对上述项目的风险敞口全额计提减值损失。

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；随着纾困政策的出台以及市场行情转暖，股票质押风

险有所缓解，同时股票质押式回购总体规模压缩，信用风险管理压力略有下降；考虑到市场波动依然具有不确定性，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2019年末，公司可快速变现资产余额192.56亿元，占公司自有资产的95.29%；流动性覆盖率为270.50%，净稳定资金率为167.90%，公司资产流动性良好。

目前，公司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2017—2019年合并财务报表，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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、国联创投以及公司管理并投资的结构化主体，其中华英证券已于2017年由公司的控股子公司（持股比例66.70%）变更为全资子公司。

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。2017—2018年，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较为明显，证券自营投资业务也受到较大冲击，加之联营企业中海基金亏损导致其他业务部分收入下滑，从而造成公司营业收入大幅下降。2019年以来，随着股票市场的回暖、信用类业务的持续发展，加之大力发展互联网证券、收益凭证、股票期权、PB业务、量化FOF

等创新业务，公司营业收入大幅提升，结构亦在一定程度上得到优化。2019年，公司实现营业收入16.19亿元。其中，手续费及佣金净收入占营业收入的41.61%，利息净收入占比30.71%（见表14）。

表14 公司营业收入和营业支出情况

单位：亿元、%

项 目	2017年		2018年		2019年	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
手续费及佣金净收入	6.39	50.63	5.52	55.75	6.74	41.61
其中：证券经纪业务净收入	4.18	33.13	2.95	29.77	3.60	22.21
投资银行业务净收入	1.64	12.98	1.92	19.44	2.46	15.17
资产管理业务净收入	0.57	4.49	0.61	6.18	0.65	4.01
利息净收入	4.84	38.30	4.77	48.19	4.97	30.71
其他收益	0.04	0.38	0.07	0.68	0.09	0.53
投资收益	2.19	17.31	-0.23	-2.36	2.15	13.29
公允价值变动收益	-0.64	-5.07	-0.43	-4.31	2.13	13.12
资产处置收益	-0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.01
汇兑收益	-0.25	-1.98	0.14	1.37	0.06	0.37
其他业务收入	0.06	0.45	0.07	0.67	0.06	0.35
营业收入合计	12.62	100.00	9.90	100.00	16.19	100.00
税金及附加	0.10	1.30	0.09	0.99	0.11	1.15
业务及管理费	7.33	97.72	7.56	82.26	9.34	100.19
信用减值损失	0.00	0.00	1.54	16.75	-0.12	-1.33
资产减值损失	0.07	0.98	0.00	0.00	0.00	0.00
营业支出合计	7.50	100.00	9.19	100.00	9.32	100.00

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差

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，资产管理业务及投资咨询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。2017—2019年，公司证券经纪业务手续费及佣金净收入占当年整体手续费及佣金净收入的比重分别为65.44%、53.40%和53.38%，在整体行业佣金率下滑、投资银行及资产管理等业务大力发展的共同影响下，证券经纪业务对手续费及佣金净收入的贡献度有所下降。

投资银行业务方面，公司通过控股子公司华英证券开展投资银行业务。近年来，华英证券逐步调整业务发展方向，重点发展债券承销、并购重组等财务顾问业务，同时公司作为主办券商积极开展新三板挂牌、定增等业务，投资银行业务手续费及佣金净收入呈上升趋势。2017—2019年，公司投资银行业务实现手续费及佣金净收入分别为1.64亿元、1.92亿元和2.46亿元，占当年手续费及佣金净收入的比重分别为25.64%、34.86%和36.46%，投资银行业务对手续费及佣金净收入的贡献度持续提升。

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。2017—2018年，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有所下降；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，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，整体利息净收入有所下滑。2019年以来，同业竞争加剧导致融资利率持续下行，公司融出资金利息收入随之下降，进而造成整体利息收入有所下滑；但另一方面，得益于应付短期融资款利息支出的大幅下降，整体利息支出有所减少，使得当年利息净收入有所提升。2017—2019年，公司分别实现利息净收入4.84亿元、4.77亿元和4.97亿元，占当年营业收入的比重分别为25.40%、48.19%和30.71%，利息净收入对营业收入的贡献度呈现一定波动。

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。公司长期股权投资主要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。2017—2018年，受制于证券市场的持续低迷，加之国联通宝在变更为私募基金子公司期限无法开展新项目投资，公司投资收益明显下滑。2019年以来，伴随证券市场的回暖，公司自营投资业务收入显著增长，整体投资收益明显提升。2017和2019年，公司实现投资收益分别为2.19亿元和2.15亿元，占当年营业收入的比重分别为13.95%和13.29%；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亏损所致。整体看，公司投资收益对营业收入的贡献度呈现一定波动，受外部市场环境的影响较大。

公司营业支出以业务及管理费为主。近年来，公司持续加大费用管理力度；2018年以来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，导致信用减值损失明显增长，整体营业支出呈上升趋势。近年来，公司营业收入有所波动，使其营业费用率和薪酬收入比均呈现一定波动。2019年，公司营业费用率为57.65%，薪酬收入比为16.00%。从收益率指标来看，公司盈利能力与证券市场行情走势呈现较强的正相关性，近年来盈利指标呈现较大波动。2019年，公司实现净利润5.21亿元，平均自有资产收益率为5.81%，平均净资产收益率为6.64%（见表15）。

表15 公司盈利情况 单位：亿元、%

项 目	2017年	2018年	2019年
净利润	3.74	0.51	5.21
营业利润率	40.56	7.24	42.46
营业费用率	58.08	76.35	57.65
薪酬收入比	36.99	48.20	16.00
平均自有资产收益率	2.37	0.31	5.81
平均净资产收益率	4.82	0.67	6.64

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

总体看，公司盈利水平与证券市场行情走势呈现较强的正相关性，近年来公司营业收入呈现一定波动，收入结构有所调整。值得注意的是，股票二级市场的波动及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需持续关注；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、发行债券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；2017和2018年，公司分别公开发行23亿元公司债和17亿元公司债；2019年，公司非公开发行8亿元次级债，资本实力得到进一步增强。此外，2018年，公司现金分红比例为5.40%，2017和2019年未分配现金分红；较小的分红力度在一定程度上增强了利润留存对资本的补充

作用。2017—2018年，在证券市场行情低迷形势下，公司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其资本造成一定侵蚀；2019年以来，随着证券市场的回暖，公司通过发行次级债、收益凭证、短期融资券等方式补充资本，资本实力有所提升。截至2019年末，公司股东权益80.67亿元，其中实收资本19.02亿元，资本公积21.64亿元，未分配利润20.23亿元；净资产/总资产指标为104.68%；考虑到核心资本占有较高比重，其资本质量在行业中处于较好水平（见表16）。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，但需关注盈利指标的波动对其资本的内生增长机制可能造成的影响。

表16 公司风险控制指标 单位：亿元、%

项 目	监管标准	2017 年末	2018 年末	2019 年末
净资产	/	81.96	78.29	84.00
总资产	/	75.16	75.97	80.24
风险覆盖率	≥100	399.77	430.00	386.33
净资产/总资产	≥20	109.05	103.06	104.68
净资产/负债	≥8	104.98	113.74	76.21
总资产/负债	≥10	96.27	110.37	72.80

数据来源：公司监管报表，联合资信整理

公司债务融资方式主要包括发行短期融资券、公司债、次级债、收益凭证、拆入资金以及卖出回购，资金来源渠道较为多样化。近年来，公司加大债券融资力度，自有负债规模在波动中有所上升。截至2019年末，公司自有负债余额121.40亿元，占负债总额的比重为59.65%（见表17）。

表17 公司负债结构 单位：亿元

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
自有负债	95.94	80.40	121.40
交易性金融负债	0.00	11.51	10.80
拆入资金	6.00	0.00	2.00
卖出回购金融资产款	2.98	0.10	36.93
次级债	15.00	15.00	23.54
短期次级债	0.00	0.00	0.00
长期次级债	15.00	15.00	23.54

公司债	28.00	41.07	27.92
短期公司债	5.00	0.00	0.00
长期公司债	23.00	41.07	27.92
收益凭证	26.20	9.41	3.03
短期收益凭证	23.20	6.29	3.03
长期收益凭证	3.00	3.12	0.00
非自有负债	68.79	55.95	82.12
经纪业务代理买卖证券款	62.61	51.07	75.66
信用交易代理买卖证券款	6.18	4.88	6.46
负债总额	164.73	136.35	203.52

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

近年来，在监管对证券行业风险管控逐步加强的背景下，公司合理安排主动负债规模和债务融资结构。截至2019年末，公司风险覆盖率为386.33%，资本处于充足水平；净资产/负债指标为76.21%，总资产/负债指标为72.80%。目前，公司正在积极筹划H股增发及A股IPO申请；若上述计划成功落实，公司资本实力将进一步增强，这有利于各项业务的持续发展及自身抗风险能力的提升。

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；以净资产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、可供出售金融资产以及融出资金等。2017—2018年，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。2019年以来，公司提高融资融券业务的开展力度，使得融出资金规模有所提升，压缩股票质押式回购业务使得买入返售金融资产规模有所下降；同时抓住

当年市场行情的机遇,加大配置证券投资业务,投资标的以流动性较好的债券为主,带动交易性金融资产规模的大幅增长,进而促使可快速变现资产规模大幅上升。截至2019年末,公司可快速变现资产余额192.56亿元,其中自有货币资金占比14.32%,交易性金融资产占比42.70%,融出资金占比24.09%,买入返售金融资产占比17.80%(见表18)。

表18 公司资产结构 单位:亿元

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
自有资产	171.87	156.89	202.07
可快速变现资产	140.58	150.46	194.06
自有货币资金	19.52	13.82	27.57
自有结算备付金	3.84	3.26	3.61
交易性金融资产	0.00	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	0.00	0.00
融出资金	46.09	29.54	46.38
非自有资产	68.79	55.95	82.12
资产总额	240.66	212.84	284.19

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。

2017—2019年,公司年末的可快速变现资产/自有负债指标分别为1.69倍、1.87倍和1.59倍,可快速变现资产对自有负债的覆盖程度较好。

从现金流状况看,近年来公司经营性现金流由净流出转为净流入状态,主要是由于代理买卖证券业务及回购业务现金净流入规模增长所致;2017—2018年,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;2019年投资性现金流转为净流入,主要是由于债券等投资产品的相继到期使得处置

交易性金融资产的现金流入大幅增长所致;近年来公司筹资性现金流净额呈现一定波动,主要是由于偿还债务的规模与新增债务的规模不一致所致(见表19)。整体看,公司现金流较为充裕。

表19 公司现金流量情况 单位:亿元

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
经营性现金流量净额	-66.69	-2.76	37.97
投资性现金流量净额	7.04	-2.17	0.56
筹资性现金流量净额	25.09	-34.48	-6.09
现金及现金等价物净增加额	-34.81	-52.01	32.49
年末现金及现金等价物余额	99.71	90.02	122.51

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、拆入资金以及卖出回购等方式融入资金。截至2019年末,公司自有资产负债率为60.08%;总债务/EBITDA指标为9.83倍,公司盈利对债务的保障程度一般;EBITDA利息倍数指标为2.88倍,公司盈利对利息支出的保障程度良好(见表20)。

表20 公司偿债能力指标 单位:亿元、%、倍

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
总债务	75.18	65.84	103.48
自有资产负债率	55.82	51.25	60.08
EBITDA	7.83	5.46	10.53
总债务/EBITDA	9.60	12.06	9.83
EBITDA利息倍数	3.74	1.34	2.88

数据来源:公司审计报告,联合资信整理

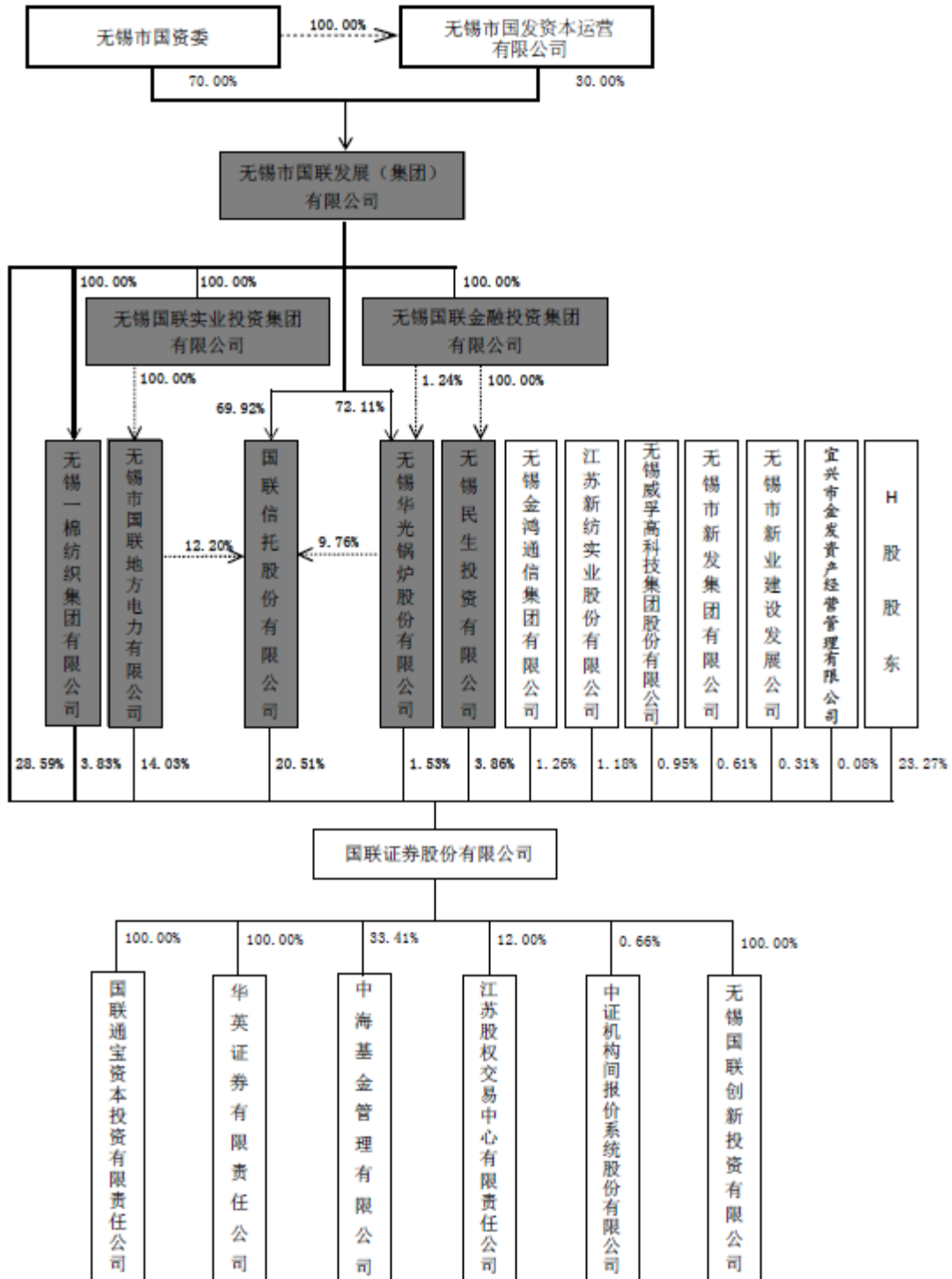
总体看,公司整体偿债指标表现一般,但考虑到其股东背景强大且作为上市证券公司融资渠道较为畅通等因素,公司整体偿债实力仍很强。

七、结论

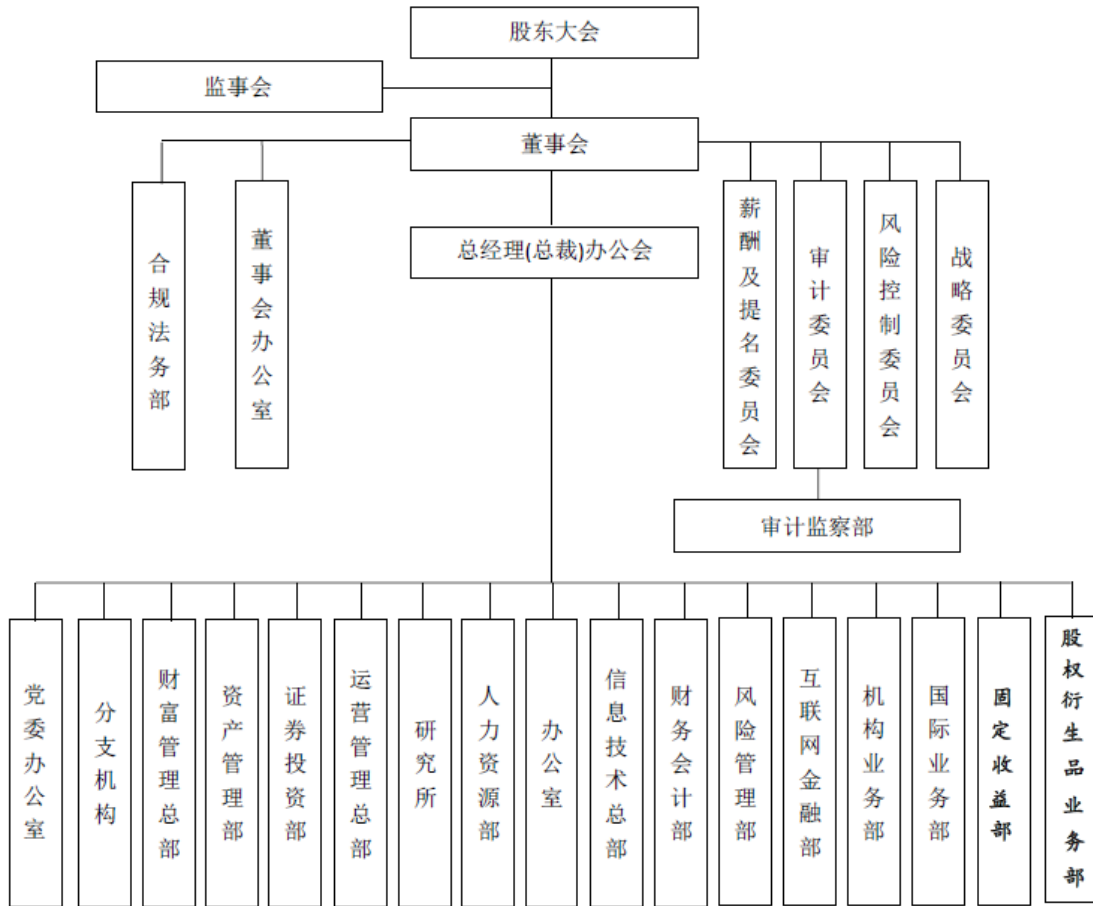
近年来,公司立足无锡本地,依托控股股东综合金融平台和自身的营业网点优势,稳步拓展各项业务,形成了证券、基金、直接投资

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 年末股权结构图



附录 2 2019 年末组织架构图



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+应付短期融资款+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。