

信用等级公告

联合〔2020〕964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

联合资信评估股份有限公司
二〇二〇年十月十五日



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 10 月 15 日

主要数据

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
资产总额(亿元)	240.66	212.84	284.19	369.32
自有资产(亿元)	171.87	156.89	202.07	266.53
自有负债(亿元)	95.94	80.40	121.40	182.65
总债务(亿元)	75.18	65.84	103.48	165.91
股东权益(亿元)	75.93	76.49	80.67	83.89
净资本(亿元)	81.96	78.29	84.00	89.02
净资产(亿元)	75.16	75.97	80.24	83.46
自有资产负债率 (%)	55.82	51.25	60.08	68.53
净资本/净资产 (%)	109.05	103.06	104.68	106.66
净资本/负债 (%)	104.98	113.74	76.21	52.17
净资产/负债 (%)	96.27	110.37	72.80	48.92
风险覆盖率 (%)	399.77	430.00	386.33	323.51
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业收入(亿元)	12.62	9.90	16.19	8.22
净利润(亿元)	3.74	0.51	5.21	3.21
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	--

注: 1. 净资本、净资本/净资产、净资本/自有负债、风险覆盖率等指标为母公司口径

2. 自有资产、自有负债不包含第三方结构化主体

3. 2020 年上半年财务数据未经审计

数据来源: 公司年度报告、半年度报告及风险控制指标专项报告, 联合资信整理

分析师

黄生鹏 刘彦良 乔奕茗



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”) 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, 国内证券市场波动导致公司股票质押出现一定程度爆仓事件, 相关业务面临一定的信用风险, 同时对于后续处置进展保持关注。

目前, 公司已成功在 A 股上市, 成为 A 股和 H 股均上市的证券公司, 公司资本实力进一步增强, 有利于各项业务的持续发展以及提高自身的抗风险能力。公司正推进收购中海基金事宜, 收购事宜正处于推进阶段, 尚存在不确定性, 联合资信将对收购情况保持持续关注。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, 联合资信评估股份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

- 区位优势较为明显。**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。
- 充足的资本水平为业务发展提供较好支撑。**公司资本充足, 为未来业务的发展提供了较为广阔的空间; 公司已完成 A+H 上市, 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。
- 控股股东及实际控制人的支持力度较大。**

公司控股股东为无锡市国联发展（集团）有限公司，实际控制人为无锡市国有资产监督管理委员会，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. **信用风险管理水平仍需提升。**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. **盈利稳定性和盈利水平有待提升。**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，公司盈利稳定性有待增强，盈利水平有待提升。
3. **收购中海基金事宜需保持持续关注。**公司正推进收购中海基金事宜，目前收购事宜正处于推进阶段，尚存在不确定性，联合资信将对收购事宜保持持续关注。

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、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人 4.43 亿股 H 股,股本增至 19.02 亿股。2020 年 7 月 31 日,公司在上海证券交易所公开发行人 4.76 亿股 A 股,股本增至 23.78 亿股。截至 2020 年 9 月末,公司注册资本和实收资本均为 23.78 亿元。截至 2020 年 9 月末,国联集团及其关联方合计持有公司 57.87% 的股权,因此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”),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。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管理有限公司(以下简称“中海基金”)的 25% 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。

表1 2020年9月末公司前五大股东持股比例 单位: %

股 东	持股比例
无锡市国联发展(集团)有限公司	22.87
香港中央结算(代理人)有限公司	18.61

国联信托股份有限公司	16.41
无锡市国联地方电力有限公司	11.22
无锡民生投资有限公司	3.09
合 计	72.20

数据来源:公司资产重组公告,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 2020 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 4 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”)、无锡国联创新投资有限公司(以下简称“国联创投”)和国联证券(香港)有限公司(以下简称“国联香港”),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”)1 家公司;公司及控股子公司员工人数为 2048 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,净资本 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。

截至 2020 年 6 月末,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，净资本 89.02 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 8.22 亿元，净利润 3.21 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. 宏观经济与政策环境分析

(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 2 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 数据整理

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GDP2.3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 and 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。

2. 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

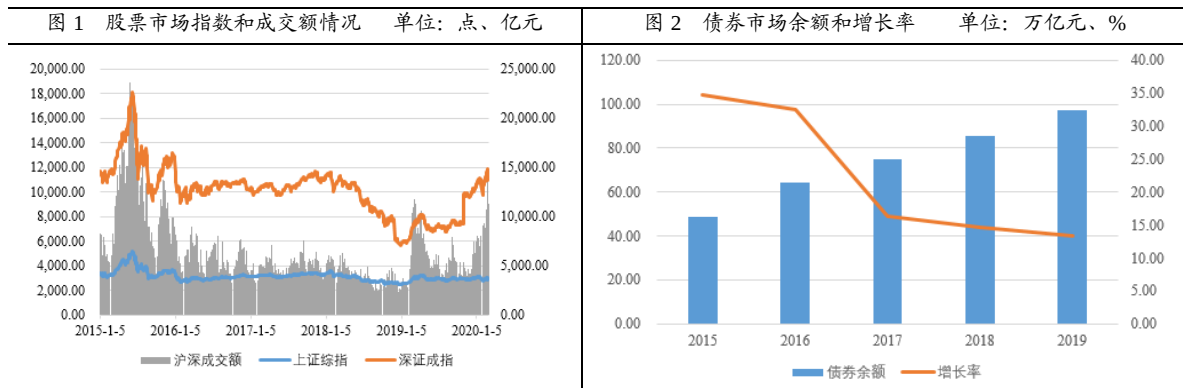
股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

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 年末，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 年末增长 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 年末，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年末增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019 年，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势。根据 WIND 数据，截至 2019 年末，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年末增加 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：WIND，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

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

一步扩大证券市场规模。

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

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

表3 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，联合资信整理

2019年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。

2019年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少42家证券公司领超过200份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能

力。据不完全统计，截至 12 月 13 日，年内至少有 42 家证券公司因存在各种违规行为遭处罚，涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理问题等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年末，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年末增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年末增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年末增加 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。

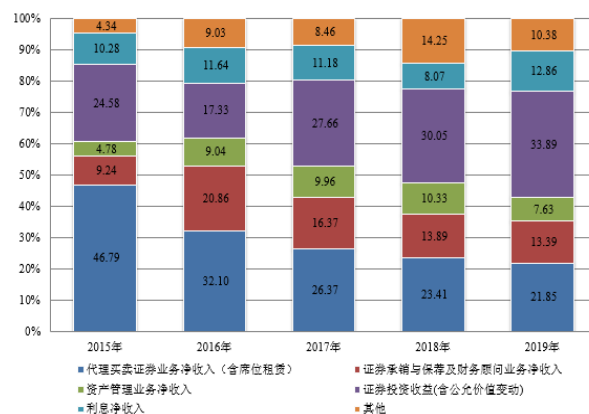
（2）业务分析

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

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持 20% 以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017 年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；2018 年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营

业务收入占比增加至 30% 以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019 年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。

图 3 我国证券行业业务收入结构图 单位：%



数据来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

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%。

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%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎

垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2019 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 48.36%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 42.42%。

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。

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》要求证券公司存量集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2019 年末，证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元，较 2018 年末下降 12.90%；2019 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.16 亿元，同比基本持平。

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

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2019 年末，融资融券余额 1.02 万亿元，

较 2018 年末增长 34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至 2019 年 11 月末，深沪两市股票质押回购融资余额 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 年末峰值下降 2.90 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80%的上市公司为 469 家，较年初减少 117 家，降幅分别为 13.80%和 20.00%。截至 2020 年 2 月末，市场质押总股数 5705.83 亿股，市场质押股数占总股本的 8.41%，分别较 2019 年末进一步下降 1.73%和 0.17 个百分点；控股股东持股质押比例超过 80%的上市公司为 467 家，较 2019 年末减少 2 家，高比例质押风险有所化解。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。

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

（3）市场竞争

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

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市

等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019年以来，国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市，同时，湘财证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际和中泰证券IPO已通过发审委审核，预计将于2020年A股发行。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向A股的雄心。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019年10月，中国证监会宣布，自2020年1月1日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立3家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司

在产品创设和财富管理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6月末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计1146.59亿元，净利润396.13亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为64.08%和59.42%。截至2019年6月底，前十大证券公司资产总额为4.27万亿元，占全行业总资产的60.12%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过55%，行业集中度较高。

表4 截至2019年6月末主要证券公司财务数据

单位：亿元

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1597.32	7238.66	217.91	66.64
2	国泰君安	1388.37	5403.70	140.95	53.37
3	海通证券	1371.28	6229.07	177.35	60.68
4	华泰证券	1182.03	4930.13	111.07	41.00
5	广发证券	933.53	3994.07	119.42	44.40
6	招商证券	823.19	3503.59	85.40	35.14
7	申万宏源	746.24	3467.97	74.68	30.32
8	银河证券	691.59	3,106.46	73.68	26.05
9	国信证券	539.04	2,339.43	65.34	25.99
10	东方证券	527.30	2,472.25	80.79	12.54
合计		9799.89	42685.33	1146.59	396.13

数据来源：WIND，联合资信整理

（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，如今的证券市场对照证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

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

（5）未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

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

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

风控能力，保持了较强的监管力度。

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

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

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

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

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

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里

云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

作为A+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；国联集团资本实力强，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2020年6月末，国联集团及其关联方合计持有公司73.63%的股权，公司股权结构图见附录1。截至2020年9月末，国联集团及其关联方合计持有公司57.87%的股权。

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年末，合并口径国联集团资产总额940.15亿元，所有者权益333.50亿元；2019年实现营业收入217.65亿元，净利润17.29亿元。

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，其中国联集团派驻董事 4 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，其中股东监事 3 名，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。值得注意的是，截至本报告出具日，公司副总裁职位空缺，需关注未来其给公司治理水平所带来的影响。

2. 内部控制

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。

3. 发展战略

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。值得关注的是，目前公司正推进收购中海基金事宜，收购事宜正处于推进阶段，尚存在不确定性，联合资信将对收购事宜给公司发展战略带来的影响保持持续关注。

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；二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；三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；四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；五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。

2020 年 9 月 30 日，国联证券发布 H 股公告，公司与法国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% 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。公司控股中海基金，可快速获取公募牌照，从而扩大客户服务范围，促进财富管理业务转型，同时推动资产管理业务发展，形成公司重要业务增长点。

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游水平（见表 5）。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。目前，公司正在推进收购中海基金股权事宜，收购事宜正处于推进阶段，尚存在不确定性，联合资信将对收购事宜保持持续关注。

表 5 公司经营业绩排名数据

项 目	2017 年排名	2018 年排名	2019 年排名
总资产	60	62	55
净资产	62	60	59
净资本	50	51	49
营业收入	59	62	51
净利润	48	61	43

注：2017 年、2018 年和 2019 年各年末行业证券公司数量分别为 98 家、98 家、98 家

数据来源：中国证券业协会，联合资信整理

表 6 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、%

项 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
业务板块	收入	占比	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	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
资产管理业务	0.64	5.08	0.61	6.16	0.80	4.93	0.43	5.22
证券自营业务	2.16	17.13	-0.15	-1.48	4.31	26.61	1.89	22.97
信用交易业务	2.59	20.52	2.62	26.45	2.86	17.65	1.13	13.68
合计	12.62	100.00	9.90	100.00	16.19	100.00	8.22	100.00

注：因表格中未列出“分部间相互抵减”和“其他”业务收入，因此各业务板块收入占比合计不等于 100%

数据来源：公司审计报告及提供资料，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，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，公司营业收入有所波动，各业务板块对公司营业收入的贡献亦呈现波动态势（见表 6）。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波动较大。

（1）经纪业务

近年来经纪业务发展状况与股市行情密切相关，近年来对公司营业收入的贡献度持续下

降。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。

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 2020 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，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 6）。

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模式转型，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。

2020 年上半年，得益于证券市场行情转暖，公司经纪业务收入增速较快，对营业收入贡献度有所提升。2020 年 1—6 月，公司实现经纪业务收入 3.07 亿元，同比增长 14.69%，占营业收入的比重为 37.34%。

（2）信用交易业务

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，融资融券业务规模有所波动，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。

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。截至 2019 年末，公司融资融券业务余额 46.65 亿元，全年实现融资融券利息收入 2.59 亿元（见表 7）。

表 7 公司融资融券业务发展情况 单位：亿元、%

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年
融资融券余额	46.40	29.72	46.65	59.74
其中：融资余额	46.23	29.64	46.45	59.12
融券余额	0.17	0.08	0.21	0.62
融资融券余额市场份额	0.449	0.374	0.442	0.513
融资融券利息收入	3.23	2.89	2.59	1.83

注：2017 年融资融券余额市场份额数据为月均市场份额，其余年份融资融券市场份额数据为期末市场份额

数据来源：公司年度报告及提供资料，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，全年实现股票质押式回购利息收入3.40亿元（见表8）。

表8 公司股票质押业务发展情况 单位：%、亿元

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 上半年
股票质押式回购业务余额	51.87	57.44	27.50	21.09
股票质押回购利息收入	1.60	3.46	3.40	0.92

数据来源：公司年度报告及提供资料，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%。

2020年上半年，公司融资融券业务规模保持增长态势，同时由于公司持续加强股票质押式回购业务风险管理力度，股票质押式回购业务规模进一步下降。截至2020年6月末，公司融资融券业务余额59.74亿元，较上年末增长28.06%；股票质押式回购业务余额59.74亿元，较上年末下降23.31%；2020年1—6月，公司融资融券业务和股票质押式回购业务分别实现利息收入1.83亿元和0.92亿元，信用交易业务收入同比下降28.31%。

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2020年6月末，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2020年6月末，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。

（3）投资银行业务

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。

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 9），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 9 公司证券承销业务统计

单位：家、亿元

项 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年上半年	
	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额
股权融资	2	4.27	1	8.34	1	6.50	1	8.15
债券发行	12	97.60	11	71.40	23	169.42	25	164.46

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。

2020 年上半年，由于债券市场较为活跃，公司债券承销业务规模增速较快。同时，公司加大力度推进股权融资业务，股权承销业务规模有所增长。2020 年 1—6 月，公司完成再融资项目 1 单，IPO 分销项目 1 单，股权承销金额合计 8.15 亿元；完成债券承销项目 25 单，承销金额合计 164.46 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现投资银行业务收入 1.50 亿元，同比增长 28.48%，占营业收入的 18.22%。

（4）证券投资业务

公司证券投资业务规模持续上升，投资

结构以债券投资为主，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。

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，公司自营权益类证券投资规模增加幅度有限，固定收益类证券投资规模增加较多，并在资管新规出台后逐步减少理财产品投资力度。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10）。截至2019年末，公司证券投资余额为70.98亿元，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。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10 公司证券投资规模及收益情况 单位：亿元、%

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 上半年
投资规模	11.99	15.35	70.98	133.32
其中：股票	8.21	9.05	5.70	4.36
基金	0.05	0.15	1.63	5.54
债券	3.32	5.95	61.45	117.65
理财产品	0.41	0.20	2.20	5.77
投资损益合计	2.16	-0.15	4.31	1.89

注：投资规模=各投资品种成本的期末余额；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+其他

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

2020年上半年，公司投资资产规模保持增长，主要来自于债券投资规模的增长，其

中利率债规模增加明显，信用债规模略有增加，信用债外部评级为AA及以上。投资资产结构相对稳定，仍以债券投资为主，另有部分股票投资和基金及理财产品投资。投资收益方面，受疫情影响，债券市场有所波动，公司债券投资浮盈有所减少，使得投资损益金额较去年同期有所下降。截至2020年6月末，公司证券投资余额为133.32亿元，较上年末增长87.83%。2020年1—6月，公司投资资产实现投资损益合计1.89亿元，同比下降29.65%。2020年上半年，公司投资资产未出现新增违约事件。

（5）资产管理及股权直接投资业务

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。

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 11）。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 11 公司受托资产管理业务

单位：亿元、个

项 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年上半年	
	净值	数量	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	289.46	93
其中：集合资产管理业务	79.53	37	69.39	35	66.76	36	69.98	35
定向资产管理业务	156.43	56	166.80	58	306.72	65	208.86	55
专项资产管理业务	9.33	1	2.66	1	15.48	3	10.62	3
资产管理业务手续费及佣金净收入		0.57		0.62		0.65		0.35

资料来源：公司年度报告及半年度报告，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。

2020 年上半年，公司资产管理业务受托规模持续下降，主要原因在于定向资产管理

产品到期规模较大而新增较小所致。产品类别仍以定向和主动管理资产管理计划为主。截至 2020 年 6 月末，公司资产管理业务受托余额合计 289.46 亿元；按照产品类型划分，公司定向资产管理计划占比 72.16%，集合资产管理计划占比 24.18%；按照管理方式划分，公司主动管理资产计划占比 84.75%，被动管理资产计划占比 15.25%。2020 年 1—6 月，公司实现资产管理业务净收入 0.43 亿元，同比增长 33.78%，占营业收入的比重为 5.22%。

五、风险管理分析

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。

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

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。

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系統，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。

2. 信用风险管理

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。

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级别在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12）。

表 12 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	2020 年 6 月末
融资融券的金额/净资本	≤300	≤400	119.55	108.77	86.16	89.49
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	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	2.50

资料来源：公司风险控制指标专项报告及提供资料，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2020年6月末，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。

3. 流动性风险管理

公司配置的资产变现能力较强，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。

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年和2020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，公司资产流动性较好。

4. 操作风险管理

公司操作风险管理系统不断完善，操作风险整体可控。

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。

六、财务分析

公司提供了 2017—2019 年及 2020 年上半年合并财务报表，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017—2019 年合并财务报表进行了审计并出具了标准无保留审计意见，2020 年上半年合并财务报表未经审计。公司财务报表合并范围包括国联通宝、华英证券、国联创投、国联香港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，自营业务收入占比波动较大。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，行业向头部公司集中可能对公司业务发展的增长提出挑战。

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 13）。

表13 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		2020 年 1—6 月	
	金 额	占 比	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	3.82	46.44
其中：证券经纪业务净收入	4.18	33.13	2.95	29.77	3.60	22.21	2.36	28.72
投资银行业务净收入	1.64	12.98	1.92	19.44	2.46	15.17	1.09	13.20
资产管理业务净收入	0.57	4.49	0.61	6.18	0.65	4.01	0.35	4.30
利息净收入	4.84	38.30	4.77	48.19	4.97	30.71	1.56	18.98
其他收益	0.04	0.38	0.07	0.68	0.09	0.53	0.06	0.74
投资收益	2.19	17.31	-0.23	-2.36	2.15	13.29	2.43	29.59

公允价值变动收益	-0.64	-5.07	-0.43	-4.31	2.13	13.12	0.28	3.39
资产处置收益	-0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.02
汇兑收益	-0.25	-1.98	0.14	1.37	0.06	0.37	0.06	0.69
其他业务收入	0.06	0.45	0.07	0.67	0.06	0.35	0.01	0.16
营业收入合计	12.62	100.00	9.90	100.00	16.19	100.00	8.22	100.00
税金及附加	0.10	1.30	0.09	0.99	0.11	1.15	0.07	1.75
业务及管理费	7.33	97.72	7.56	82.26	9.34	100.19	3.82	99.58
信用减值损失	0.00	0.00	1.54	16.75	-0.12	-1.33	-0.05	-1.33
资产减值损失	0.07	0.98	0.00	0.00	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	3.84	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：公司审计报告及半年度报告，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 14）。

表 14 公司盈利情况 单位：亿元、%

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
净利润	3.74	0.51	5.21	3.21
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：公司审计报告及半年度报告，联合资信整理

2020 年上半年，新冠疫情爆发对债券市场产生较大影响，债券市场经历上涨后出现下跌，公司自营业务浮盈收益下降，同时信用交易业务也受到一定负面影响，股票和债券的买入返售利息收入均有所减少，营业收入较上年同期有所下降，净利润较上年同期也有所下降。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 8.22 亿元，同比下降 3.41%；实现净利润 3.21 亿元，同比下降 9.83%。

2. 杠杆与资本充足性

公司整体债务规模有所波动，2019 年自有

负债规模快速上升，财务杠杆水平上升明显；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。

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人 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；净资本/净资产指标为 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 15）。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 15 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	2020 年 6 月末
净资本	/	81.96	78.29	84.00	89.02
净资产	/	75.16	75.97	80.24	83.46
风险覆盖率	≥100	399.77	430.00	386.33	323.51
净资本/净资产	≥20	109.05	103.06	104.68	106.66
净资本/负债	≥8	104.98	113.74	76.21	52.17
净资产/负债	≥10	96.27	110.37	72.80	48.92

数据来源：公司风险控制指标专项报告，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 16）。

表 16 公司负债结构 单位: 亿元

项 目	2017 年 末	2018 年 末	2019 年 末	2020 年 6 月末
自有负债	95.94	80.40	121.40	182.65
交易性金融负债	0.00	11.51	10.80	8.91
拆入资金	6.00	0.00	2.00	0.00
卖出回购金融资产款	2.98	0.10	36.93	75.28
次级债	15.00	15.00	23.54	30.73
短期次级债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期次级债	15.00	15.00	23.54	30.73
公司债	28.00	41.07	27.92	48.83
短期公司债	5.00	0.00	0.00	0.00
长期公司债	23.00	41.07	27.92	48.83
收益凭证	26.20	9.41	3.03	3.04
短期收益凭证	23.20	6.29	3.03	3.04
长期收益凭证	3.00	3.12	0.00	0.00
非自有负债	68.79	55.95	82.12	102.79
经纪业务代理买卖证券款	62.61	51.07	75.66	92.33
信用交易代理买卖证券款	6.18	4.88	6.46	10.45
负债总额	164.73	136.35	203.52	285.43

数据来源：公司审计报告及半年度报告，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；净资本/负债指标为 76.21%，净资产/负债指标为 72.80%。

2020 年上半年，公司增加了公司债和次级债的发行力度，债券融资规模有所增加，同时，公司增加了卖出回购业务开展力度，自有负债规模较上年末增长明显，整体财务杠杆有所上升；截至 2020 年 6 月末，公司自有负债余额 182.65 亿元，较上年末增长 50.45%。2020 年 7 月，国联证券在上海证券交易所公开发行 4.76 亿股 A 股，募集资金净额 20.22 亿元，资本得到较大补充，公司净资本和净资产规模均有所上升，资本保持充足水平。截至 2020 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为 23.78 亿元。目

前，公司正推进收购中海基金事宜，收购正处于推进阶段，尚存在不确定性，若收购完成，将对公司资本造成一定程度消耗，联合资信将持续关注收购进展和公司资本变化情况。

3. 流动性

公司自有资产以可快速变现资产为主，流动性整体处于较好水平；公司逐步加大经营性现金流入的规模，现金流结构有所优化，整体现金流保持充足水平。

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 17）。

表 17 公司资产结构 单位: 亿元

项 目	2017 年 末	2018 年 末	2019 年 末	2020 年 6 月末
自有资产	171.87	156.89	202.07	266.53
可快速变现资产	140.58	150.46	194.06	257.92
自有货币资金	19.52	13.82	27.57	18.67
自有结算备付金	3.84	3.26	3.61	3.53
交易性金融资产	0.00	29.86	82.23	151.60
买入返售金融资产	60.53	73.98	34.27	24.35

可供出售金融资产	10.60	0.00	0.00	0.00
融出资金	46.09	29.54	46.38	59.77
非自有资产	68.79	55.95	82.12	102.79
资产总额	240.66	212.84	284.19	369.32

数据来源：公司审计报告及半年度报告，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。

2020 年上半年，公司资产端将资源重点配置于信用交易业务和自营投资业务，其他资产配置结构相对稳定；资产总额保持增长，其中债券投资规模增长明显；可快速变现资产占资产总额的比重较高，流动性保持较好水平。截至 2020 年 6 月末，公司自有资产余额 266.53 亿元，较上年末增长 31.90%；其中交易性金融该资产净额 151.60 亿元，较上年末增长 84.36%；融出资金净额 59.77 亿元，较上年末增长 28.87%；买入返售金融资产净额 24.35 亿元，较上年末下降 28.95%。

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 18）。整体看，公司现金流较为充足。

表 18 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：公司审计报告及半年度报告，联合资信整理

从流动性指标来看，公司流动性指标保持较好水平。截至 2020 年 6 月末，公司流动性覆盖率为 631.45%，净稳定资金率为 231.65%，公司资产流动性较好（见表 19）。

表 19 公司流动性指标情况 单位：%

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
流动性覆盖率	385.54	1350.82	508.50	631.45
净稳定资金比例	168.81	176.20	215.85	231.65

数据来源：公司风险控制指标专项报告，联合资信整理

4. 偿债能力

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。

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%，财务杠杆水平有所上升，处于偏高水平（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	2020 年 6 月末
总债务	75.18	65.84	103.48	165.91
自有资产负债率	55.82	51.25	60.08	68.53

数据来源：公司审计报告及半年度报告，联合资信整理

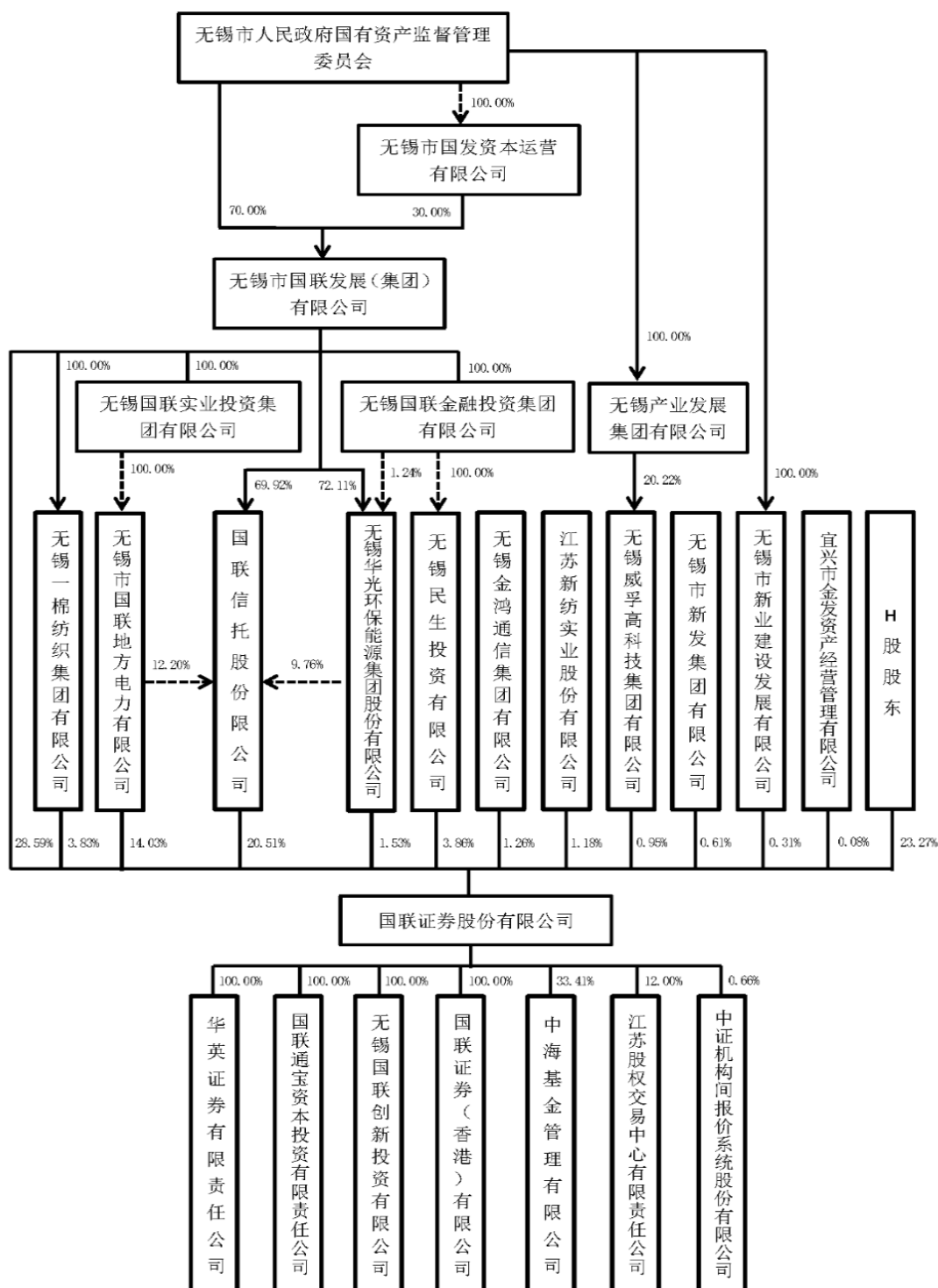
截至 2020 年 6 月末，公司总债务余额 165.91 亿元，较上年末增长 60.33%，主要原因在于卖出回购业务的开展和公司债券的发行；公司自有资产负债率为 68.53%，较上年末上升 8.45 个百分点。截至本报告出具日，公司尚在存续期的债券为 2 支短期融资券和 7 支公司债，

预计 2022 年公司将迎来偿债高峰，2022 年公司到期公司债金额为 30.00 亿元，联合资信将对公司债券偿付情况保持持续关注。

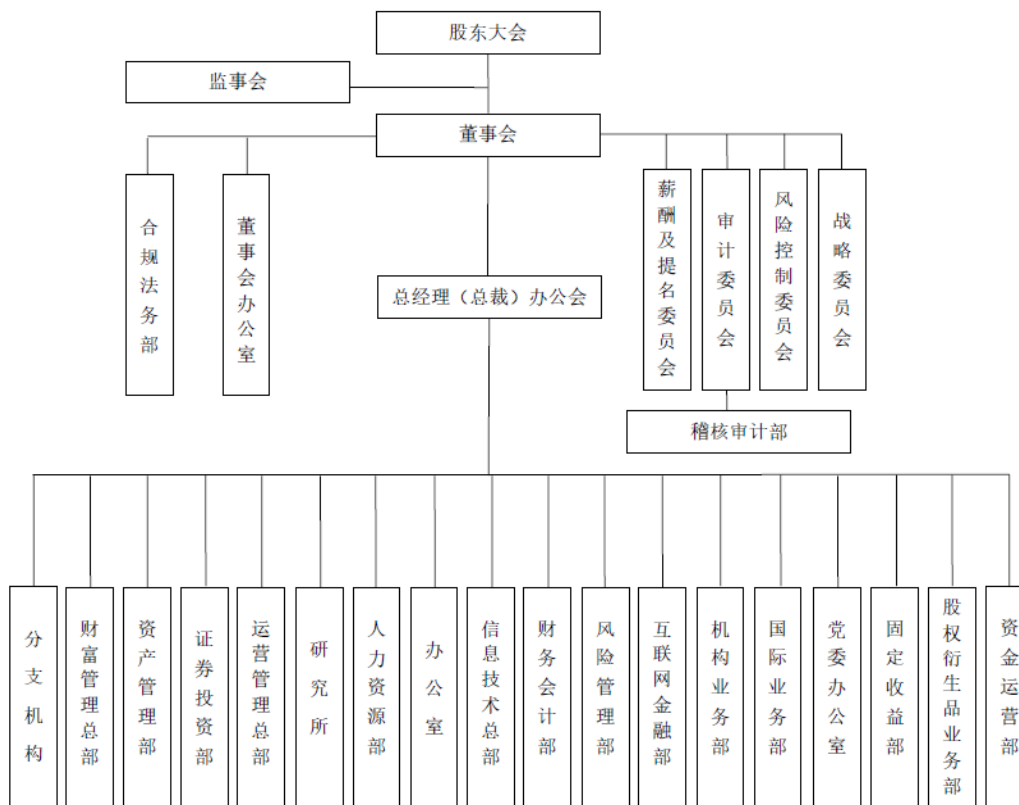
七、结论

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。2020 年 7 月，公司在上海证券交易所成功上市，资本实力进一步增强，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 2020 年 6 月末公司股权结构图



附录 2 2020 年 6 月末公司组织架构图



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
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%
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+融出资金+拆出资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+其他债权投资+其他权益工具投资-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

联合资信评估股份有限公司关于 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重大事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，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。