

信用等级公告

联合〔2020〕1118号

联合资信评估有限公司通过对国元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，确定国元证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年五月十三日



国元证券股份有限公司 2020 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间

2020 年 5 月 13 日

主要数据

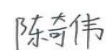
项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额(亿元)	796.79	780.39	831.69
自有资产(亿元)	662.30	653.93	666.01
自有负债(亿元)	408.45	407.45	417.54
总债务(亿元)	391.73	389.44	403.96
股东权益(亿元)	253.85	246.48	248.46
*净资产(亿元)	176.19	164.84	159.33
*净资产(亿元)	242.90	235.52	233.75
自有资产负债率(%)	61.67	62.31	62.69
*净资产/净资产(%)	72.54	69.99	68.16
*净资产/负债(%)	70.63	59.40	50.89
*净资产/负债(%)	97.37	84.87	74.66
*风险覆盖率(%)	367.30	263.88	291.35
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入(亿元)	35.11	25.38	31.99
净利润(亿元)	12.14	6.71	9.15
EBITDA(亿元)	28.73	23.51	25.86
营业费用率(%)	50.71	57.94	52.19
平均自有资产收益率(%)	2.00	1.02	1.39
平均净资产收益率(%)	5.25	0.85	1.13
总债务/EBITDA(倍)	13.63	16.57	15.62
EBITDA 利息倍数(倍)	2.41	1.70	1.98

注: 标*指标为母公司口径数据

数据来源: 公司年报、审计报告及提供资料, 联合资信整理

分析师

林璐 梁新新 陈奇伟

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”)对国元证券股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为综合类上市证券公司,在资本实力、业务开展、股东支持等方面所具备的优势。同时,联合资信也关注到,公司主营业务易受证券市场波动影响、股票质押业务风险项目存在进一步减值空间等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来,公司将持续进行业务转型,加强业务板块协同,同时提升风险防控能力,以推动业务稳健发展。另一方面,在证券行业监管趋严的环境下,公司未来仍将面临证券市场波动、风险管理等方面的挑战。

综上所述,联合资信评估有限公司确定国元证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

优势

1. 公司立足安徽省市场,并向全国范围内拓展业务,具有较强的区域竞争优势。
2. 公司拥有全业务牌照,建立了多元化的业务发展平台;作为综合类上市证券公司,公司融资渠道通畅且多元化,有助于各项业务的持续发展。
3. 公司资本实力强,资本充足性较好,杠杆水平适中。
4. 公司主要股东实力较强,能够在业务拓展、客户资源等方面给予公司有力支持。

关注

1. 公司经营受市场行情、监管政策等因素影响较大,2019 年以来随着市场行情回暖,公司盈利水平回升,但未来业务发展情况及盈利稳定性有待关注。

2. 公司股票质押业务存在一定风险，需对后续追偿处置情况进行关注，仍存在进一步减值计提压力。
3. 国内宏观经济增速放缓、资本市场波动及监管政策变化等因素对证券公司经营产生一定的影响。

声 明

一、本报告引用的资料主要由国元证券股份有限公司（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 5 月 13 日至 2021 年 5 月 12 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。

国元证券股份有限公司 2020 年主体长期信用评级报告

一、主体概况

国元证券股份有限公司（以下简称“公司”或“国元证券”）前身为国元证券有限责任公司，成立于 2001 年 10 月，由原安徽省国际信托投资公司和原安徽省信托投资公司作为主发起人，并联合其他 12 家法人单位共同发起设立的综合类证券公司。2007 年 9 月，经中国证监会核准，由北京化二股份有限公司定向回购股份、重大资产出售暨以新增股份吸收合并国元证券有限责任公司，吸收合并后存续公司注册资本为 14.64 亿元。2007 年 10 月，北京化二股份有限公司正式更名为“国元证券股份有限公司”，并于深圳证券交易所上市。2009 年 10 月，公司公开增发 5 亿普通股，增发后公司的注册资本变更为 19.64 亿元。2017 年 5 月，公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股，注册资本变更为 29.46 亿元；2017 年 10 月，公司非公开发行普通股 4.19 亿股，注册资本变更为 33.65 亿元。截至 2019 年末，公司注册资本 33.65 亿元，控股股东为安徽国元金融控股集团有限责任公司（以下简称“国元金控”），实际控制人为安徽省国有资产监督管理委员会（以下简称“安徽省国资委”），前五大股东持股情况见表 1。

表1 2019年末公司前五大股东持股情况 单位：%

股 东	持股比例
安徽国元金融控股集团有限责任公司	21.43
安徽国元信托有限责任公司	13.54
建安投资控股集团有限公司	6.03
安徽省安粮集团有限公司	4.30
安徽省皖能股份有限公司	4.28
合 计	49.58

数据来源：公司 2019 年年报，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；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品；保险兼业代理业务。

截至 2019 年末，公司在全国设有 140 家证券营业部，下设北京分公司、上海分公司、深圳分公司等 15 家分公司；控股国元期货有限公司（以下简称“国元期货”）、国元国际控股有限公司（以下简称“国元国际”）、国元股权投资有限公司（以下简称“国元股权”）、国元创新投资有限公司（以下简称“国元创新”）与安徽国元物业管理有限责任公司共 5 家子公司；参股长盛基金管理有限公司（以下简称“长盛基金”）、中证信用增信股份有限公司、安徽省股权服务集团有限责任公司（以下简称“安徽省服务集团”）、安徽安元投资基金有限公司（以下简称“安元基金”）等共 12 家公司；在职员工 3002 人。

截至 2019 年末，公司资产总额 831.69 亿元，其中客户资金存款 138.19 亿元；负债总额 583.22 亿元，其中代理买卖证券款 165.68 亿元；所有者权益 248.46 亿元；母公司口径下净资产 159.33 亿元。2019 年，公司实现营业收入 31.99 亿元，净利润 9.15 亿元。

公司注册地址：安徽省合肥市梅山路 18 号。

公司法定代表人：俞仕新。

二、营运环境

1. 宏观经济与政策环境分析

(1) 宏观经济环境

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（PPIRM）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，财政部会同人社保部、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

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

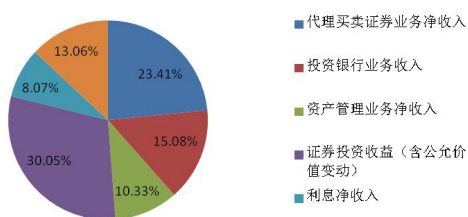
项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
证券公司(家)	120	125	129	131	131
盈利家数(家)	119	124	124	120	106
营业收入(亿元)	2602.84	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87
代理买卖证券业务净收入(亿元)	1049.48	2690.96	1052.95	820.92	623.42
证券承销与保荐业务净收入(亿元)	240.19	393.52	519.99	384.24	258.46
财务顾问业务净收入(亿元)	69.19	137.93	164.16	125.37	111.50
投资咨询业务净收入(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、总部与分支机构的责任范围、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

1. 公司治理

国元金控持有公司股份比例为 21.43%，国元金控同时持有公司第二大股东安徽国元信托有限责任公司 49.69% 股权。截至 2019 年末，国元金控与其一致行动人国元信托合计持有公司 34.97% 的股权，故国元金控为公司的控股股东。安徽省国资委持有国元金控 100.00% 股权，为公司实际控制人。安徽省国资委代表安徽省政府监管省属企业的国有资产，承担监督所监管企业国有资产增值保值责任，并履行指导推进国有企业改革和重组等职能。公司股权结构图见附录 1。

国元金控成立于 2000 年 12 月，注册资本 30 亿元，是一家以金融业为主体的安徽省属国有独资大型投资控股类企业，在安徽省拥有较大的政府隐性支持。国元金控业务范围覆盖证券、基金、担保、信托、银行和保险等，有利于与公司之间发挥协同效应，实现优势互补，其旗下公司包含安徽国元种子投资基金有限公司、安徽国元担保有限公司、安徽国元实业投资有限责任公司与安徽国元建设投资有限公司等 6 家全资子公司，并拥有多家控股及参股子公司，其中对安徽国元基金管理有限公司的参股比例为 62.60%，国元安泰期货经纪有限公司为 60.00%，安徽国元信托有限责任公司为

49.69%，安徽国元保险经纪股份有限公司为 48.00，徽商银行股份有限公司为 6.89%。

公司根据《公司法》《证券法》《证券公司治理准则》《证券公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营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，建立和逐步完善了包括基本制度、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，为公司规范运行奠定了较好基础。

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，审议通过了财务决算报告、年度报告、利润分配方案、董事会工作报告、董事会议事规则、独立董事制度、监事会工作报告、部分章程条款修改、董监高人员薪酬及考核情况专项说明、关于公开发行 A 股可转债方案等多项议案，较好地保障了股东的知情权、参与权和表决权。

董事会为公司的决策机构，对股东大会负责，由 14 名董事组成，其中独立董事 5 名。董事长俞仕新先生，硕士学位，经济师，历任安徽国元信托投资有限责任公司副总裁、常务副总裁，国元信托总裁、党委副书记，国元创新董事长，国元股权董事长，公司董事、总裁，具有丰富的金融机构从业和管理经验。近年来，公司董事会会议审议通过了修订基本管理制度、修订公开发行 A 股可转债预案、提名独立董事与非独立董事、会计政策变更、各项定期工作报告等多项议案。董事会下设发展战略委员会、薪酬与提名委员会、风险管理委员会、审计委员会共 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，并分别对战略规划、董事与高级管理人员的考核与薪酬、合规与风险管理目标、财报的审计结果等事项进行汇报或提出建议，为董事会决策发挥重要作用。

监事会为公司的监督机构，对股东大会和全体股东负责，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、合规报告、内部控制评价报告、监事会工作报告、会计政策变更、内部控制评价

报告等多项议案。此外，监事会还通过列席董事会、股东大会会议的方式履行监督职能。

公司经营管理层包括总裁、副总裁、董事会秘书、总会计师、首席信息官以及首席风险官。公司总裁陈新先生，硕士学位，经济师，历任国元证券有限责任公司投资管理总部总经理、总裁助理、副总裁，国元期货董事长，国元股权董事，长盛基金监事会主席，安元基金监事会主席，公司董事会秘书，公司副总裁，金融机构从业经验丰富，对公司的经营和发展有较长时间的管理经验。公司经营管理层下设风险与合规委员会、绩效考核委员会、信息技术治理委员会等专门委员会。公司经营管理层成员均具有较为丰富的经营管理经验，有助于公司的科学经营决策和稳健发展。经营管理层成员接受监事会的考核与监督，并按照股东大会和董事会的要求进行日常经营管理工作。

总体看，公司搭建了较为完整的公司治理架构，治理机制运行良好，各治理主体能够有效履行各自职责。

2. 内部控制

公司按照相关法律法规及公司章程建立了较为合理的决策、执行与监督机制。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设立了较为完善的组织架构(见附录2)，各部门分工明确，并在其授权范围内行使各自职能。2017—2019年，公司在中国证监会公布的证券公司分类评价结果中分别为A类A级、B类BBB级和A类A级，整体处于行业中上游水平。

公司针对经营过程中可能遇到的各种风险事件制定并不断完善各项内部控制制度，逐步形成“权责明确、逐级授权、相互制衡、严格监督”的治理结构。公司内部控制覆盖所有业务，贯穿决策、执行、监督、反馈等各个环节与事前防范、事中监控与事后检查各个阶段，并在业务控制、信息隔离、会计系统控制、电子信息系统控制、人力资源控制、内部审计等方面形成了较为完整的内部控制体系。近年来，

公司不断加强对各业务部门与分支机构的业务权限管理，在规章制度、资金财务及信息传递等方面建立了防火墙机制；通过加强创新产品的研究和分析，创立创新金融产品三级审核机制；通过集中式风险管理系统、投资管理系统、净资本监控等系统强化对风险的定量检测和管理。

公司董事会下设审计委员会与风险管理委员会。其中，审计委员会主要负责对公司的经营管理和投资业务进行合规性控制，并对公司内部稽核审计工作结果进行审查和监督；风险管理委员会主要负责对公司的总体风险管理进行监督，并将其控制在合理范围内。公司审计监察部负责内部审计与纪检监察两大方面。近年来，审计监察部全面梳理与排查了公司内控缺陷及合规风险，并对稽核过程中发现的问题于年末实施“回头看”专项检查，落实责任追究，督促被审计单位进行后续整改。

关联交易方面，2019年公司资产管理业务收入中关联交易收入0.04亿元，占同类交易的19.49%；向长盛基金出租交易席位租赁收入0.02亿元，占同类交易的11.14%；证券承销业务收入关联交易收入0.07亿元，占同类交易的2.27%；向关联方支付的利息支出0.09亿元，占同类交易的24.89%。截至2019年末，公司认(申)购国元信托产品余额1.02亿元；认(申)购长盛基金产品余额0.82亿元；认(申)购徽商银行理财产品余额0.34亿元。公司关联交易主要按照市场定价方式进行，关联交易规模不大。

2017年9月，公司因资产管理业务部因超出职责开展业务、个别资管产品运作不规范等问题收到中国证监会安徽证监局责令改正措施的决定；同年11月，公司因福州五一南路营业部因经营证券业务许可证逾期未更换与未及时报备经营范围变更事项收到证监会整改函；2018年4月，公司因河南许昌文峰中路营业部存在录用未取得执业证书的人员对外开展证券业务的问题，中国证券业协会对公司责令整改；2019年12月，公司因在保荐安徽黄山胶囊首

次公开发行股票并上市过程中存在违规情形，且因在产品营销、信息系统管理方面存在未履行必要合规审查程序而收到两份中国证监会安徽证监局警示函。公司已对上述问题积极整改，加强合规管理，提高合规检查频次。

总体看，公司内部控制与组织架构逐步健全，能够较好地支撑各项业务的发展。但另一方面，公司近年来受到一定的监管警示，内控管理水平仍需进一步完善。

3. 发展战略

在分析证券行业发展趋势、发展机会及自身业务优劣势的基础上，公司制定了《“十三五”战略规划》。该规划规定，在 2017—2020 年期间，公司将围绕“一个中心、两大市场、四条主线、五大板块”的总体战略来实现高规模、高质量可持续发展，保持合理充裕的流动性安排，提高综合金融服务能力，实现整体经营效果最大化、最优化的。

为实现以上战略规划，公司将重点推进以下几方面的战略措施：一是加强部门间协同，逐步向“以客户为中心”的业务模式转型，并建立以客户为中心的组织架构、流程和资源分配机制；二是优化境内外合作机制，做强国元证券（香港）有限公司，以香港为立足点建立客户跨境需求服务体系，同时布局新加坡及东南亚市场；三是围绕客户金融需求，提供投资、融资、交易、跨境等全方位服务，建立与现代投行相匹配的客户服务能力，同时推动与集团成员企业的交叉销售与客户共享，建立联动机制；四是构筑“用户至上、快速反应、开放包容”的互联网时代创新文化，并持续建设人才队伍，搭建人才事业平台；五是实现零售经纪、投资银行、财富管理、投融资以及场外业务五大板块与客户群的有机结合，服务实体经济；六是继续拓宽融资渠道，改善负债结构，保持合理的财务杠杆水平，努力降低融资成本的同时提升资金使用效率。

总体看，公司战略定位明确，制定的措施

可行性较高，有助于公司培育特色化竞争力并实现稳步发展。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为公司部分战略规划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游偏上水平（见表 6）。在业务开展方面，公司作为拥有全业务牌照的综合证券服务商，业务发展多元化。

表 6 主要指标市场排名

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
净资产	20/97	20/98	20/97
净资本	30/97	26/98	26/97
营业收入	31/97	28/98	33/98
净利润	24/97	25/98	29/98

数据来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

公司扎根于安徽省，服务地方经济，同时向全国范围拓展业务，支持实体经济发展。公司主要业务板块包括经纪业务、证券信用业务、投资银行业务、自营投资业务、资产管理业务以及通过控股子公司从事的期货业务、直接投资业务、另类投资业务和基金业务。近年来，公司坚持“以客户为中心”的业务模式，加强业务板块之间协同，以满足客户的多元金融服务需求。近年来，公司各业务板块对营业收入的贡献情况见表 7，2018 年受市场环境的影响，主要业务板块收入均有所下滑。2019 年，随着市场行情的回暖，公司经纪业务、投资银行业务、自营投资业务收入及资产管理业务收入均有所回升，证券信用业务因业务规模压缩，收入持续下降。

表 7 营业收入构成

单位：亿元、%

项 目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
经纪业务	10.42	29.70	8.31	32.74	9.69	30.28
证券信用业务	10.02	28.55	9.57	37.71	7.96	24.89
自营投资业务	6.69	19.05	0.74	2.93	6.32	19.76
投资银行业务	4.75	13.53	2.92	11.51	4.00	12.50
资产管理业务	1.75	4.99	1.52	5.99	1.68	5.27
其他业务	1.47	4.18	2.32	9.12	2.34	7.30
营业收入	35.11	100.00	25.38	100.00	31.99	100.00

注：其他业务收入包括权益法核算的长期股权投资收益和存量资金利息收入等

数据来源：公司年报及提供资料，联合资信整理

2. 业务经营分析

(1) 经纪业务

公司经纪业务条线由零售与渠道管理总部、场外市场业务总部和网络金融部等部门构成，其中零售与渠道管理总部负责营业网点综合管理、渠道营销、产品销售以及财富管理等职能工作。公司经纪业务资格齐全，主要为客户买卖股票、基金及债券等提供经纪服务。2020 年，公司对经纪业务条线进行了部门调整，设立私人财富部、金融产品部（投资顾问部）和分支机构服务部，并赋予网络金融部新的职能定位，将推动公司经纪业务精细化发展及财富管理转型。

近年来，公司以发展基础客户和基础资产、抢占市场份额为核心，加大营销拓展力度，提升服务水平；同时，持续加强营销团队建设，丰富线上线下营销活动；积极发展投顾业务，建设投顾产品线，探索财富管理路径；以客户需求为中心，加大产品内设外引力度，不断丰富产品线，满足客户综合金融理财需求。截至 2019 年末，公司在上海、深圳、北京等地共设有 15 家分公司；营业部共计 140 家，其中安徽省内 54 家，基本覆盖安徽省市场，其余主要分布在广东省、浙江省、上海市等地。

证券行业经纪业务的发展与股票二级市场走势具有较强正相关性，近年来 A 股市场总体波动较大，公司代理买卖证券交易额呈现“U”型走势（见表 8）。综合佣金率方面，近年来

受非现场开户、一码通、沪港通以及互联网金融等创新业务发展的影响，传统经纪业务市场竞争日趋激烈，证券行业综合佣金率持续下滑。由于公司在安徽省内经营时间较长，且拥有相对较多的营业网点数量，公司经纪业务在安徽省内占有较高的市场份额，但近年来安徽省内整体综合佣金率下滑明显，为公司综合佣金率水平带来一定压力；在省外市场，公司经纪业务综合佣金率接近于市场平均水平。2017—2019 年，公司平均综合佣金率分别为 0.0330%、0.0317%和 0.0300%，呈逐年下降态势。经纪业务收入方面，2018 年，随着中美贸易战的持续以及股票市场持续低迷，成交量有所下降，公司经纪业务收入减少；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，成交量上升带动经纪业务收入有所回升。2019 年，公司实现经纪业务净收入 9.69 亿元，占营业收入的比重为 30.28%，是公司主要收入来源之一。

表 8 代理买卖证券交易额情况 单位：亿元

证券种类	2017 年	2018 年	2019 年
股票	21017	15005	20143
基金	466	90	147
合计	21483	15095	20290

注：数据均为母公司口径数据，未包括债券、回购等

数据来源：公司年报，联合资信整理

总体看，近年来公司持续推进经纪业务向财富管理转型，并通过科技金融手段及提升服务质效的方式推动经纪业务发展；但受股票市

场行情波动较大和行业佣金率持续下行的影响，公司经纪业务收入波动幅度较大。

（2）证券信用业务

公司证券信用业务条线由融资融券部、权益融资部、机构业务部和综合部等部门构成，其中融资融券部负责融资融券业务，权益融资部负责股票质押和约定购回业务，机构业务部负责私募基金托管服务。

近年来，公司证券信用业务受市场波动的影响，整体业务规模持续下降；证券信用业务收入持续减少，对营业收入的贡献度整体有所下降。截至 2019 年末，公司信用交易业务规模 173.61 亿元（见表 9）；2019 年，公司实现证券信用业务净收入 7.96 亿元，占营业收入的比重为 24.89%，是公司主要收入来源之一。

表 9 证券信用业务情况 单位：亿元

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
融资融券余额	127.57	90.63	112.01
股票质押余额	79.44	95.98	60.72
约定购回余额	2.34	0.90	0.88
合计	209.35	187.51	173.61

注：数据均为母公司口径数据

数据来源：公司年报，联合资信整理

公司 2010 年 11 月获证监会核准开展融资融券业务，2013 年 9 月获批融券试点证券公司，融资融券业务发展态势较好。但公司融资融券业务规模受股票市场行影响较大，2018 年，在市场持续下行、风险频发的背景下，公司审慎开展融资融券业务，严格按照标准筛选项目，同时加强贷后跟踪管理，加大客户集中度管理以及进行业务规范，提升项目风险防控和预警能力，融资融券业务规模有所收缩；2019 年，股票市场有所回暖，融资融券业务规模有所上升。截至 2019 年末，公司融资融券业务余额 112.01 亿元。

公司 2012 年 9 月获准开展上交所约定购回业务，2013 年 2 月获准开展深交所约定购回业务，2013 年 8 月获得沪深交易所股票质押业务

资格。2017—2018 年，公司积极防范和化解项目风险，股票质押业务规模保持增长；2019 年以来，公司为降低信用业务风险，主动控制股票质押规模，股票质押业务规模收缩明显。同时，公司约定购回业务规模持续下降。截至 2019 年末，公司股票质押余额 60.72 亿元，约定购回余额 0.88 亿元。

此外，公司证券信用业务中存在一定风险项目，其中截至 2019 年末股票质押业务涉及违约或者延期支付等非正常合约共 14 笔，融出资金共 24.18 亿元，已计提减值准备 4.61 亿元，需持续关注未来处置及资金回收情况，以及减值计提对盈利可能产生的影响。

总体看，公司证券信用业务受市场波动影响较大，且近年来证券市场信用风险事件频发、监管政策趋严，使得公司证券信用业务存在一定风险项目，未来需持续关注证券信用业务规模变化、风险暴露情况以及对整体盈利贡献带来的影响。

（3）投资银行业务

公司的投资银行业务包括股权类项目和债权类项目，股权类项目主要由投资银行总部负责，债权类项目主要由债券业务总部负责。

近年来，公司投资银行业务抓住科创板试点注册制、新三板深化改革、再融资和并购重组新政等机遇，以扎根安徽、开拓全国为发展战略，强化再融资、并购重组项目储备，提升业务量；大力发展债券承销发行、ABS 结构融资等多品种固定收益业务；继续坚持“股债并举”的发展策略，加大企业债、公司债、可转债等承销发行力度，满足金融服务实体经济的多样化融资需求；同时，加强内控体系建设，积极落实《投行业务内控指引》要求，提高执业水平和风险责任意识；加强项目筛选与识别、定价与销售能力建设，努力提升投行核心竞争力。

2017—2018 年，IPO 过会率较低，市场企业债发行规模减少、新三板业务持续低迷，公

司相关投行业务量下滑，但再融资项目储备充足，承销规模大幅上升，整体投行业务量有所上升。2019 年以来，A 股市场股权融资有所下降，信用债市场回暖，科创板的正式开板为投行业务带来新的业务增长点，故公司股权融资结构有所变化，股权类项目承销数量和规模减

少，债权类项目承销数量和规模增加，由于再融资新政对再融资业务的影响，整体投行业务承销金额大幅下降（见表 10）。2019 年，公司实现投资银行业务净收入 4.00 亿元，由于证券承销和证券保荐业务收入有所上升，较之前年度有所回升。

表 10 主承销业务情况

单位：个、亿元

项 目	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
IPO	5	27.75	3	15.19	2	9.07
再融资	8	82.57	16	220.36	7	97.33
债权	17	112.50	19	68.72	37	93.41
新三板企业增发	17	5.74	4	3.99	--	--
并购重组	--	--	--	--	5	3.29
合计	47	228.56	42	308.26	48	203.10

数据来源：公司年报及提供资料，联合资信整理

项目储备方面，截至 2019 年末，公司已报会待审批或已通过中国证监会审核项目 22 个，包括 IPO 项目 13 个、债权项目 9 个；尚未报会项目 29 个。公司的项目资源储备较为丰富。

总体看，公司投资银行业务品种较为齐全，2018 年受 IPO 审核通过率较低、债券发行审核和监管趋严等因素的影响，投资银行业务收入下滑明显；2019 年以来得益于科创板的推出及市场行情回暖，投资银行业务结构根据市场形势有所调整，收入回升。但公司投资银行业务受宏观经济形势、证券市场环境和监管政策的影响较大，未来业务发展情况仍需关注。

（4）自营投资业务

公司自营投资业务主要包括权益类产品投资、固定收益类产品投资以及衍生产品投资，由投资管理总部负责。2020 年，公司将投资管理总部更名为权益投资部，同时单独设立固定收益部，分别负责权益类产品投资和固定收益类产品投资。

近年来，公司权益投资坚持以价值投资和绝对收益为导向，不断加强行业研究、公司研究，聚焦优质成长企业，精选个股，通过股指

期货对投资组合进行风险管理；固定收益稳步增加杠杆水平，提升投资规模，积极配置高评级信用债与利率债，不断优化组合配置，严控信用风险；不断丰富和完善量化投资策略，提高量化投资收益水平。

近年来，公司自营投资业务规模持续增长，但受证券二级市场波动影响，持仓结构不断调整，股票投资比重持续下降，债券投资比重持续增长（见表 11）。截至 2019 年末，公司自营投资业务投资余额 271.71 亿元，其中，债券投资余额 206.65 亿元，以利率债及外部评级为 AAA 的信用债为主，二者合计占债券投资余额的比重为 92.96%；股票投资余额 3.23 亿元；基金投资余额 5.78 亿元，主要是货币基金和债券型基金；其他证券投资余额 56.04 亿元，主要是以自有资金参与的资产管理产品和非上市公司的股权投资，其中资产管理产品主要是平台类信托产品。投资收益方面，2018 年，受市场行情影响，公司自营投资业务收益大幅下滑，主要是受权益类投资亏损所致；2019 年，随着证券市场回暖，公司自营投资业务收益有所回升，当年实现自营业务收入 6.32 亿元。

表 11 自营投资结构情况

单位：亿元、%

项 目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
股票	6.63	5.30	2.65	1.37	3.23	1.19
基金	6.03	4.82	11.82	6.10	5.78	2.13
债券	77.36	61.80	142.25	73.43	206.65	76.06
其他证券	35.15	28.08	37.01	19.10	56.04	20.62
合 计	125.17	100.00	193.73	100.00	271.71	100.00

注：数据均为母公司口径数据

数据来源：公司年报及提供资料，联合资信整理

截至 2019 年末，公司自营投资业务中有 4 只债券投资发生违约，合计投资金额 1.94 亿元，已计提减值准备 1.15 亿元；资管投资业务中的有 23 只债券本金违约，本息合计 15.60 亿元，1 只债券利息违约，规模为 0.08 亿元，因资管投资在报表中反映为公允价值变动损益，故未计提减值。

总体看，公司根据市场行情调整投资策略，优化证券投资组合，投资结构以高信用等级的债券为主；另一方面，公司自营投资业务收益受市场行情波动影响较大；同时债券和资管产品投资存在一定违约，需关注未来资金回收情况以及对盈利产生的影响。

（5）资产管理业务

公司资产管理业务主要包括集合资产管理业务和定向资产管理业务，主要由客户资产管理总部负责。

近年来，在金融去杠杆、银行去通道、资管新规、市场资金面紧张等背景下，公司资产管理业务从业务定位、业务模式、管理机制和业务思路等方面进行了一系列的改革，公司资产管理业务坚持“向净值化转型、向主动管理转型”的发展思路，不断提升投研专业化水平，丰富产品种类，大力开拓销售渠道，加快产品发行，优化产品结构，有序降低通道业务规模，努力打造以主动管理为核心的资管业务体系。

近年来，受资管新规等因素的影响，公司资产管理业务规模持续下降。截至 2019 年末，公司资产管理业务规模 671.86 亿元；其中，集

合资产管理业务规模 138.91 亿元，定向资产管理业务规模 479.26 亿元，较之前年度均有所下降（见表 12）；专项资产管理业务规模 53.69 亿元，较之前年度大幅提升，主要为新增 ABS 项目。截至 2019 年末，公司主动管理产品业务规模 250.43 亿元，近年来呈上升趋势；公司持有资管产品劣后级或提供增信措施的规模为 13.15 亿元，截至 2019 年末尚未造成损失。近年来，公司资产管理业务收入呈现一定的波动；2019 年，公司实现资产管理业务净收入 1.68 亿元。

表 12 资产管理业务规模情况 单位：亿元

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
集合资产管理业务	210.76	168.83	138.91
定向资产管理业务	823.53	641.78	479.26
专项资产管理业务	0.00	2.40	53.69
合计	1034.29	813.01	671.86

注：数据均为母公司口径数据

数据来源：公司年报，联合资信整理

总体看，在监管趋严、资管新规落地等政策影响下，公司资产管理业务规模持续收缩，业务发展面临一定压力；但公司主动管理规模持续增长，产品转型逐步推进。

（6）主要控股子公司业务

国元国际成立于 2006 年 7 月，注册资本 10.00 亿港元，主要业务包括环球证券交易和咨询、环球期货交易和咨询、客户资产管理、证券投资等，公司持有其 100.00% 的股份。截至 2019 年末，国元国际总资产 56.68 亿元，净资产 14.16 亿元。2019 年，国元国际实现营业收

入 2.41 亿元，净利润 0.77 亿元。

国元股权成立于 2009 年 8 月，注册资本 10.00 亿元，主营业务是使用自有资金设立直投基金，对企业进行股权投资或债权投资等，公司持有其 100.00% 的股份。2018 年，国元股权根据中国证券业协会《证券公司私募投资基金子公司管理规范》的相关要求，转型为证券公司私募基金子公司。截至 2019 年末，国元股权总资产 14.84 亿元，净资产 14.52 亿元。2019 年，国元股权实现营业收入 2.09 亿元，净利润 1.51 亿元。

国元期货成立于 1996 年 4 月，注册资本 6.10 亿元，主营业务是商品期货经纪业务、金融期货经纪业务等，公司持有其 98.41% 的股份。截至 2019 年末，国元期货总资产 31.43 亿元，净资产 7.41 亿元。2019 年，国元期货实现营业收入 1.38 亿元，净利润 0.27 亿元。

国元创新成立于 2012 年 11 月，注册资本 15.00 亿元，主营业务为项目投资及股权投资，公司持有其 100.00% 的股份。2017 年，国元创新根据中国证券业协会《证券公司另类投资子公司管理规范》的相关要求，转型为另类投资子公司。截至 2019 年末，国元创新总资产 18.28 亿元，净资产 18.15 亿元。2019 年，国元创新实现营业收入 1.19 亿元，净利润 0.82 亿元。

长盛基金成立于 1999 年 3 月，注册资本 2.06 亿元，主营业务为基金募集、基金销售及资产管理，公司持有其 41.00% 的股份。截至 2019 年末，长盛基金总资产 12.68 亿元，净资产 11.26 亿元。2019 年，长盛基金实现营业收入 3.50 亿元，净利润 0.54 亿元。

安元基金成立于 2015 年 7 月，注册资本 30.00 亿元，主营业务为股权投资、基金投资、债权及其他投资等，公司持有其 43.33% 的股权。截至 2019 年末，安元基金总资产 39.47 亿元，净资产 39.24 亿元。2019 年，安元基金实现营业收入 1.83 亿元，净利润 1.07 亿元。

安徽省服务集团成立于 2017 年 12 月，注册资本 8.70 亿元，主营业务为资产管理、股权

投资、债权投资、投资咨询，公司持有其 27.98% 的股权。截至 2019 年末，安徽省股权服务集团总资产 12.17 亿元，净资产 9.42 亿元。2019 年，安徽省股权服务集团实现营业收入 1.35 亿元，净利润 0.54 亿元。

总体看，公司子公司业务覆盖面广泛，有利于丰富公司产品体系和拓展收入来源。

五、风险管理分析

公司建立了涉及董事会及下设的风险管理委员会、经营管理层及下设的风控与合规委员会等专业委员会、风险管理相关职能部门和各业务部门及内设的风险管理岗位共四个层级的风险管理组织结构。公司董事会是风险管理的最高决策机构，负责制定风险管理战略和风险管理政策，确定风险管理原则，根据环境的变化和业务的发展不断检验风险管理政策的有效性以使其不断完善，并将风险管理纳入整体经营发展战略。经营管理层下设风控与合规委员会，负责确定投资资产配置比例、风险限额等风险控制指标。风险管理职能部门负责协助首席风险官推动公司全面风险管理，监测、评估、报告公司整体风险水平；为业务决策提供风险管理建议等；各业务部门及风险管理岗负责公司及分支机构各项业务管理和风险制度的落实，监督执行各项业务操作流程，与内部监督检查部门建立直接、有效的沟通，对业务操作过程中发现的内部控制缺陷及风险点及时反馈，提出整改或完善的意见或建议，有效识别和管理业务经营中面临的各种风险，履行一线风险控制职能。

1. 市场风险管理

公司面临的市场风险是指公司持有的金融头寸，包括自营投资持仓、做市持仓和其他投资持仓，由于价格不利变化而导致损失的风险。公司制定《风险偏好框架与政策》，在设定公司总体风险偏好的同时，对市场风险偏好的类

别、指标、流程、方法等进行了规定，对市场风险设置相关限额指标，包括最大亏损、杠杆倍数等；通过限额管理、集中度管理、止盈止损、敏感性分析、风险对冲、压力测试等监控管理市场风险。

利率风险方面，公司持有的固定收益类投资因市场利率不利变动导致公允价值变动的风险是公司利率风险的主要来源。公司固定收益投资主要是中期票据、优质短期融资券、企业信用债等，主要采用压力测试和敏感度指标，计量监测固定收益投资组合久期、凸性等指标来衡量固定收益投资组合的利率风险。2019年末，公司基于资产负债表日计息资产及负债结构进行敏感性分析，利率上升或下降100个基点，利润总额变动1.05亿元，占当期利润总额的9.08%；其他综合收益变动2.04亿元，占其他综合收益余额的92.82%，利率波动对公司盈利影响不大，对权益存在较大影响。

汇率风险方面，在公司收入结构中，大部分赚取收入的业务均以人民币进行交易，外币资产及负债占整体的资产及负债比重不高。除香港设立的子公司持有以港币为结算货币的资产和负债外，公司另有代理B股业务产生的小额港币和美元资产。经公司测算，2019年末，在所有其他变量保持不变的情况下，人民币对美元和港币升值或贬值10%，公司税前利润变动0.09亿元，占当期利润总额的0.77%；其他综合收益变动1.34亿元，占其他综合收益余额的61.06%，汇率变动对公司盈利影响小，对权益存在较大影响。

其他价格风险主要为股票价格、衍生金融工具价格等的不利变动使本公司表内和表外业务发生损失的风险。除了监测持仓、交易和盈亏指标外，公司主要通过独立的风险监管部在日常监控中计量和监测证券投资基金的风险敏感度指标、压力测试指标。经公司测算，2019年末，在其他变量维持不变的情况下，股权证券、基金、可转换债券、衍生工具及集合资产管理计划的价格增加或减少10%，利润总额变

动7.00亿元，占当期利润总额的60.79%，市场价格的不利变动对公司影响较大。

总体看，公司建立了较为健全的市场风险管理体系，根据市场及业务发展情况及时调整风险防范措施；但随着证券市场的价格波动及自营业务的发展，公司面临的市场风险将有所上升，需不断提升自身市场风险管理水平。

2. 信用风险管理

公司面临的信用风险是指因融资方、交易对手或发行人等违约导致损失的风险。公司的信用风险主要来自于以下几个方面：（1）融资融券、股票质押式回购交易、约定购回式证券交易等融资类业务的客户出现违约，不能偿还所欠公司债务或履行回购义务的风险；（2）债券、信托产品以及其他信用类产品等投资类业务由于发行人或融资人出现违约，所带来的交易品种不能兑付本息的风险；（3）经纪业务代理客户买卖证券、期货及其他金融产品，在结算当日客户资金不足时，代客户进行结算后客户违约的风险。

在融资融券、股票质押式回购及约定式购回等融资类业务方面，公司制定了较为完善的业务准入审核流程，包括运用客户信用评级体系与授信管理办法对交易对手的信用状况和业务资质进行审查，初步识别和评估业务信用风险；实施三级业务审核流程，对拟开展业务的交易对手、担保品和其他交易要素进行独立审慎评估。业务开展后，公司将对交易对手、担保品及交易协议的实际履行情况进行持续的贷后跟踪管理，定期搜集业务相关信息资料并评估风险。截至2019年末，公司融资融券有负债客户的平均维持担保比例为261.90%；股票质押式回购业务客户的平均履约保障比例为195.78%；约定购回式证券交易客户的平均履约保障比例为152.72%，担保物较为充足，融资类业务信用风险总体可控。近年来，公司证券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 证券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	≤320	≤400	118.81	113.47	110.28
对单一客户融资（含融券）业务规模与净资本的比例	≤4	≤5	2.84	3.74	3.45
接受单只担保股票市值与该股票总市值比例	≤16	≤20	5.77	5.40	5.40

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

在债券投资业务方面，公司主要借助评级管理、交易限额、持仓限额、发行人敞口限额等手段进行相关信用风险控制，评价要素包括发行人主体评级、债项评级、基本面信息、重大负面信息等方面。

在场外衍生品业务交易方面，公司运用 DVP 交收、抵押品、担保、信用衍生工具等措施缓解交易对手风险，及通过评级管理、客户准入条件设定、授信额度控制、单笔交易权限设置、投资限额控制等相关交易对手信用风险进行管理。

截至 2019 年末，公司股票质押业务涉及违约事件 14 起，涉及股票标的包括*ST 中孚（原“中孚实业”，股票代码：600595）、退市华业（原“华业资本”，股票代码：600240）等，涉及本金合计 24.18 亿元，共计提减值准备 4.61 亿元，减值计提比例较低，公司通过申请仲裁或提起诉讼进行追偿，预计产生损失较小，但追偿预计耗时较长，需对抵押品价值走势和处置结果保持关注。截至 2019 年末，公司自营投资的债券中共有 4 只违约，涉及本金合计 1.94 亿元，共计提减值准备 1.15 亿元；同时资产管理业务投资中也存在一定债券违约，反映在公允价值变动损益中，不计提减值。公司针对上述债券违约情况已视情况提起诉讼或委托主承销商进行处置；此外，应监管部门倡议，公司联合其他机构发起设立纾困基金，以债权形式成立资管计划，协调外部资金，收购上市公司应收债款，并进行质押回购项目的债权处置和收购等。

总体看，公司初步搭建了各类业务的信用风险管理架构，信用风险控制水平逐步提升。但公司股票质押业务和债券投资涉及部

分违约，且减值准备计提比例不高，需关注其未来处置情况及对盈利产生的影响。

3. 流动性风险管理

流动性风险是指公司无法以合理成本及时获得充足资金，以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展资金需求的风险。

公司构建了董事会、经营管理层（含首席风险官）、资金计划部和风险监管部、相关部门和子公司在内的四层流动性风险管理架构。

公司严格执行资金计划和资金预约制度，精细安排资金，减少和控制计划外资金变化；运用常态化的流动性压力测试和资金缺口分析，及早发现和识别现金流缺口、流动性指标大幅不利波动等潜在风险流动性，提前拟定和实施应对措施，并通过流动性应急演练进一步提升相关部门流动性风险防范意识和流动性风险应对处置能力；强化日间盯市、重点业务监控、流动性指标动态监控，落实流动性风险相关岗位职责，及时监控和防范流动性风险；建立流动性风险报告体系，及时分析并向公司内部各管理层级和外部监管机构报告公司流动性风险状况；积极维护并拓宽融资渠道，稳固和提升公司融资能力，持续优化公司融资结构，控制和降低公司流动性风险；持续优化和完善流动性风险管理系统，提升公司流动性风险管理效率。

流动性监管指标方面，近年来公司专项合并口径流动性覆盖率有所波动，净稳定资金率持续下降。截至 2019 年末，公司流动性覆盖率和净稳定资金率分别为 234.75% 和

127.40%，均符合监管标准。

总体看，公司流动性压力不大；但业务的持续发展将使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

操作风险指由于不完善或有问题的内部程序、人员及系统或外部事件而导致的风险。公司操作风险主要来源于人员因素、内部流程、信息技术系统缺陷、外部事件以及实物资产的损坏等方面。

公司明确了操作风险偏好、容忍度，并建立了操作风险管理政策制度体系，持续完善操作风险治理架构；通过操作风险事前梳理、业务流程监控和操作风险损失信息事后收集等机制的建立，形成操作风险管理循环。

公司根据监管规定以及公司内部管理需要，持续健全内部控制管理机制，完善制度建设，规范操作流程；制定并发布操作风险管理制度，强调创新产品、创新业务开展前的风险识别与控制，强调业务流程操作风险隐患的持续识别与排查；积极推动操作风险识别与自我评估，以流程梳理为核心、以各部门和分支机构为单位，开展内部控制自我评价及合规管理有效性评估工作，主动梳理操作风险点，评估控制措施有效性，查找控制缺陷，引导操作风险的事前识别与评估。

公司根据不同业务类型，针对操作风险易发环节，持续建设操作风险关键指标体系，针对性设置操作风险管理指标并进行分类管理，进一步提高操作风险管理的事中监测及指标预警。

此外，公司持续加强对员工的职业操守和职业道德教育，努力控制和减少操作风险事件的发生；加强检查稽核，强化问责制度，完善风险应急预案，积极应对并妥善处理其不利影响；加强内外部操作风险事件归纳汇

总，分析事件产生原因，制订应对措施，强化操作风险事件的事后跟踪及改进。

总体看，公司不断完善全面风险管理体系，较好地保障了各项业务的稳健发展。但受到近年来经济增速放缓、宏观去杠杆和监管政策趋严的影响，公司股票质押业务风险持续暴露，同时债券投资存在违约，给公司的资产质量及盈利水平带来了不利影响，公司的信用风险管理水平有待加强。同时，随着业务规模的扩张和创新业务的发展，公司风险管理的专业化和精细化水平需进一步提高。

六、财务分析

公司提供了 2017—2019 年合并财务报表，其中普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017—2018 年合并财务报表进行了审计，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对 2019 年合并财务报表进行了审计，以上会计师事务所均对所审计的财务报表出具了标准无保留的审计意见。2017 年，公司财务报表合并范围除国元期货为控股子公司外，其余均为全资子公司，包括国元国际、国元股权与国元创新；2018 年与 2019 年，公司财务报表合并范围在 2017 年的基础上，新增了全资子公司国元物业。总体看，合并范围变化对公司整体财务数据可比性的影响不大。

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（见表 14）。手续费及佣金净收入是公司主要收入来源之一，近年来，公司手续费及佣金净收入占营业收入的比重有所下降。

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	14.00	39.89	9.60	37.84	12.03	37.62
其中：证券经纪业务手续费净收入	7.51	21.39	5.52	21.77	6.82	21.33
投资银行业务手续费净收入	4.75	13.54	2.92	11.51	4.00	12.50
资产管理业务手续费净收入	1.15	3.29	0.97	3.83	1.18	3.69
利息净收入	8.43	24.01	5.40	21.29	12.79	39.99
其他收益	0.33	0.94	0.10	0.39	0.10	0.31
投资收益	18.71	53.29	16.13	63.54	5.18	16.20
公允价值变动收益	-6.54	-18.62	-6.30	-24.82	1.42	4.42
资产处置收益	0.01	0.01	0.02	0.09	0.14	0.43
汇兑收益	0.17	0.48	0.09	0.34	0.06	0.18
其他业务收入	--	--	0.34	1.32	0.27	0.85
营业收入合计	35.11	100.00	25.38	100.00	31.99	100.00
税金及附加	0.35	1.79	0.53	3.11	0.41	1.96
业务及管理费	17.80	90.91	14.70	86.66	16.69	79.71
资产减值损失/信用减值损失	1.30	6.61	1.61	9.46	3.69	17.61
其他业务成本	0.13	0.68	0.13	0.77	0.15	0.72
营业支出合计	19.58	100.00	16.97	100.00	20.94	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净收入绝大部分来自代理买卖证券业务，2017—2018 年，由于国内券商经纪业务竞争加剧，证券交易佣金率持续下滑，加之市场交易量的下降，公司证券经纪业务手续费净收入有所下降；2019 年，证券市场行情回暖使得代理买卖证券业务量有所回升，证券经纪业务手续费净收入随之上升，公司当年实现证券经纪业务手续费净收入 6.82 亿元，占当年公司手续费及佣金净收入总额的比重为 56.69%。

证券承销业务收入是投资银行业务收入的主要来源。2017—2018 年，受债券发行成本攀升、企业债券发行规模减小影响，债券承销规模明显下滑，且在再融资新规的影响下，公司再融资业务规模下降较快，加之 IPO 通过率随着审核的收紧而下降，公司投资银行业务手续费净收入有所下降；2019 年，受益于证券市场行情回暖以及科创板政策红利的推出，证券承销业

务规模上升较为明显，投资银行业务手续费净收入有所回升，公司当年实现投资银行业务手续费净收入 4.00 亿元，占当年手续费及佣金净收入的比重为 33.25%。

公司利息收入主要包括其他债权投资利息收入、融出资金利息收入、买入返售金融资产利息收入与货币资金及结算备付金利息收入；利息支出主要包括次级债及公司债利息支出、卖出回购金融资产利息支出与应付短期融资款利息支出。2017—2018 年，在证券市场行情低迷的影响下，公司降低了融资融券业务的风险偏好，融资融券业务规模与相关利息收入下降较为明显，利息收入规模随之下降，且公司加强卖出回购金融资产融入资金力度来满足经营资金需求，卖出回购金融资产利息支出大幅增长，利息支出上升较快，因此利息净收入下降较快；2019 年，由于新金融工具会计准则的应用，其他债权投资所产生的利息收入由投资收益会计科目转至利息收入会计科目列式，加之 2019 年以来债券投资力度加大，债券所产生的

利息收入带动整体利息收入实现较快增长，同时应付短期融资款规模的下降使得利息支出略有下降，因此利息净收入实现快速增长。2019年，公司实现利息净收入12.79亿元，占当年营业收入的比重为39.99%，利息净收入成为营业收入的最主要来源。

公司投资收益主要来自自营投资业务。近年来，在证券市场整体波动的背景下，公司积极调整投资结构，增加固收类投资规模，并逐步减少权益类投资规模，缩减新三板做市业务规模，加之受新金融工具会计准则的影响，公司投资收益快速下降。2019年，公司实现投资收益（含公允价值变动损益）6.60亿元，占营业收入的比重为20.62%。

公司营业支出以业务及管理费为主。近年来，职工工资规模的波动导致薪酬收入比略有波动。2017—2018年，营业收入的较快下降导致营业费用率有所上升；2019年，营业费用率受营业收入回升的影响有所下降，公司当年营业费用率为52.19%，薪酬收入比为29.74%。从收益率指标看，公司盈利水平与证券市场行情走势呈现较强的正相关性。2019年，公司实现净利润9.15亿元（见表15），平均自有资产收益率为1.39%，平均净资产收益率为1.13%，盈利水平有所回升。

表15 公司盈利情况 单位：亿元、%

项 目	2017年	2018年	2019年
净利润	12.14	6.71	9.15
营业利润率	44.22	33.14	34.53
营业费用率	50.71	57.94	52.19
薪酬收入比	30.17	28.97	29.74
平均自有资产收益率	2.00	1.02	1.39
平均净资产收益率	5.25	0.85	1.13

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

总体看，受市场景气度及公司策略调整影响，公司营业收入波动较为明显，2019年随证券市场回暖，盈利水平有所回升；受新金融工具会计准则影响，公司收入结构有所调整；同时，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提出挑战，未来需持续关注盈利变化情况。

2. 杠杆与资本充足性

近年来，公司主要通过计提风险准备、利润留存和非公开发行股票的方式补充资本。2017年5月，公司以资本公积金向全体股东每10股转增5股，公司实收资本增至29.46亿元；2017年10月，公司非公开发行普通股4.19亿股，公司实收资本增至33.65亿元，资本实力得到提升。2017—2019年公司现金分红规模占净利润的比重分别为48.54%、75.29%与91.97%，分红比例大，较大程度地限制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的背景下，可供出售金融资产公允价值变动带来的其他综合收益的下滑对资本造成一定侵蚀；2019年，在证券市场行情回暖的背景下，可供出售金融资产公允价值变动带来的其他综合收益由负转正，但较低的规模使其对资本的补充作用较为有限。2017—2018年，公司附属资本随次级债的到期有所减少，同时在融资融券业务规模与货币资金规模下降的影响下，公司净资本及净资产规模下降较为明显；2019年，由于公司债的发行以及质押式卖出回购金融资产款规模上升，公司净资本及净资产规模保持下降趋势，风险覆盖水平、净资本/净资产、净资产/负债等指标随之下降。截至2019年末，公司股东权益248.46亿元，其中实收资本33.65亿元，资本公积126.10亿元，未分配利润45.65亿元；净资本/净资产指标为68.16%，风险覆盖率291.35%，公司资本充足；净资本/负债与净资产/负债分别为50.89%与74.66%，杠杆水平适中（见表16）。

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
净资本	--	176.19	164.84	159.33
净资产	--	242.90	235.52	233.75
风险覆盖率	≥120.00	367.30	263.88	291.35
净资本/净资产	≥24.00	72.54	69.99	68.16
净资本/负债	≥9.60	70.63	59.40	50.89

净资产/负债	≥12.00	97.37	84.87	74.66
--------	--------	-------	-------	-------

注：数据均为母公司口径数据

数据来源：公司年报，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、卖出回购与信用借款等，资金来源渠道较为多样化。近年来，公司应付短期融资款规模明显下降，主要系一年内到期的长期债券到期偿还所致；卖出回购金融资产款持续增长，主要系正回购融入资金规模增大所致；应付债券规模大幅增长，主要系公司 2019 年发行 3 年期公司债所致；由于新金融工具会计准则的应用，公司将第三方持有的结构化主体份额划分至交易性金融负债会计科目。截至 2019 年末，公司自有负债余额 417.54 亿元，占负债总额的比重为 71.59%（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	408.45	407.45	417.54
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	116.60	89.79	--
交易性金融负债	--	--	77.99
卖出回购金融资产款	91.84	112.91	147.20
应付短期融资款	109.99	110.52	44.87
其中：公司债	49.99	55.00	0.00
收益凭证	5.02	15.52	24.82
短期融资券	20.00	40.00	20.05
次级债	34.99	0.00	0.00
应付债券	69.95	65.00	122.03
其中：公司债	0.00	35.00	70.20
次级债	30.00	30.00	51.83
收益凭证	39.95	0.00	0.00
非自有负债	134.49	126.46	165.68
经纪业务代理买卖证券款	134.49	126.46	165.68
负债总额	542.94	533.92	583.22

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

总体看，公司资金来源渠道较为多样化，整体债务规模适中，杠杆水平处于行业较为平均水平；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。

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、买入返售金融资产和融出资金。2017—2018 年，公司逐步压缩融资融券业务规模，使得融出资金规模下降较为明显；2019 年市场行情回暖，融资融券业务规模上升较快，融出资金规模随之上升。买入返售金融资产受股票质押式回购规模减少影响呈波动下降趋势，金融投资规模上升较快，可快速变现资产规模整体呈上升趋势。由于新金融工具准则的应用，公司将可供出售金融资产按持有目的不同分别划分至其他债权投资会计科目与交易性金融资产会计科目；将持有至到期投资资产划分至债权投资会计科目。截至 2019 年末，公司可快速变现资产余额 583.19 亿元，其中买入返售金融资产占比 13.84%，融出资金占比 21.11%，整体金融投资占比 60.01%（见表 18）。整体看，公司资产流动性较好。

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	662.30	653.93	666.01
可快速变现资产	575.43	540.19	583.19
自有货币资金	75.75	44.07	24.76
自有结算备付金	5.63	5.42	4.66
买入返售金融资产	87.62	107.97	80.71
可供出售金融资产	267.87	281.95	--
融出资金	138.55	100.78	123.10
交易性金融资产	--	--	138.17
债权投资	--	--	8.12
其他债权投资	--	--	203.67
非自有资产	134.49	126.46	165.68
资产总额	796.79	780.39	831.69

注：因四舍五入存在小数点差异

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

近年来，公司自有负债规模随卖出回购金融资产款和应付债券规模的增长整体呈上升趋势。2017—2019 年，公司年末可快速变现资产/自有负债指标分别为 1.41 倍、1.33 倍和 1.40 倍，可快速变现资产对自有负债的覆盖程度处

于较好水平。

从现金流状况看，受证券市场行情回暖影响，公司代理买卖证券业务规模以及回购业务净增加额上升致使公司经营性现金流量净额由负转正；金融投资规模略有下降致使公司投资性现金流量净额由负转正；偿还债务的规模高于新增债务的规模致使公司筹资性现金流产生的缺口由正转负，且负缺口增长较快（见表 19）。整体看，公司现金流较为充足。

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	-20.36	-24.48	47.83
投资性现金流量净额	-3.46	-3.00	0.10
筹资性现金流量净额	27.66	-10.64	-28.77
现金及现金等价物净增加额	3.18	-37.42	19.87
年末现金及现金等价物余额	213.29	175.87	195.74

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

4. 偿债能力

2017—2018 年，次级债的到期使得公司总债务规模略有下降；2019 年，公司债的发行与质押式卖出回购金融资产款规模的扩大使得公司总债务规模上升。截至 2019 年末，公司自有资产负债率 62.69%，财务杠杆水平适中；总债务/EBITDA 指标为 15.62 倍，公司盈利对债务的保障程度一般；EBITDA 利息倍数指标为 1.98 倍，公司盈利对利息支出的保障程度较好（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	391.73	389.44	403.96
自有资产负债率	61.67	62.31	62.69
EBITDA	28.73	23.51	25.86
总债务/EBITDA	13.63	16.57	15.62
EBITDA 利息倍数	2.41	1.70	1.98

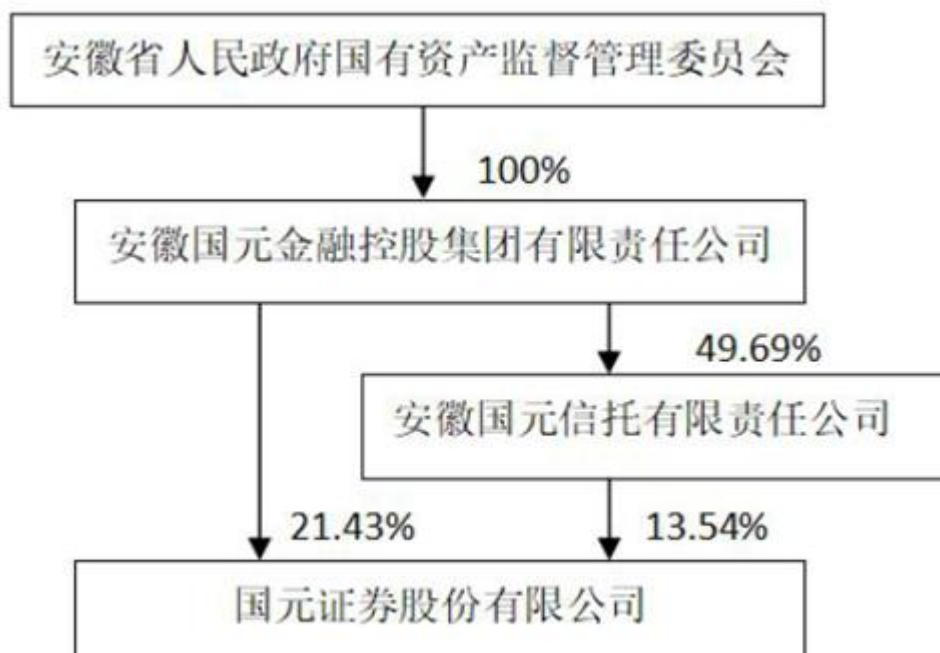
数据来源：公司审计报告，联合资信整理

总体看，公司偿债指标一般，考虑到公司股东背景强大，加之作为上市券商，融资渠道通畅且较为多元化，整体偿债能力仍极强。

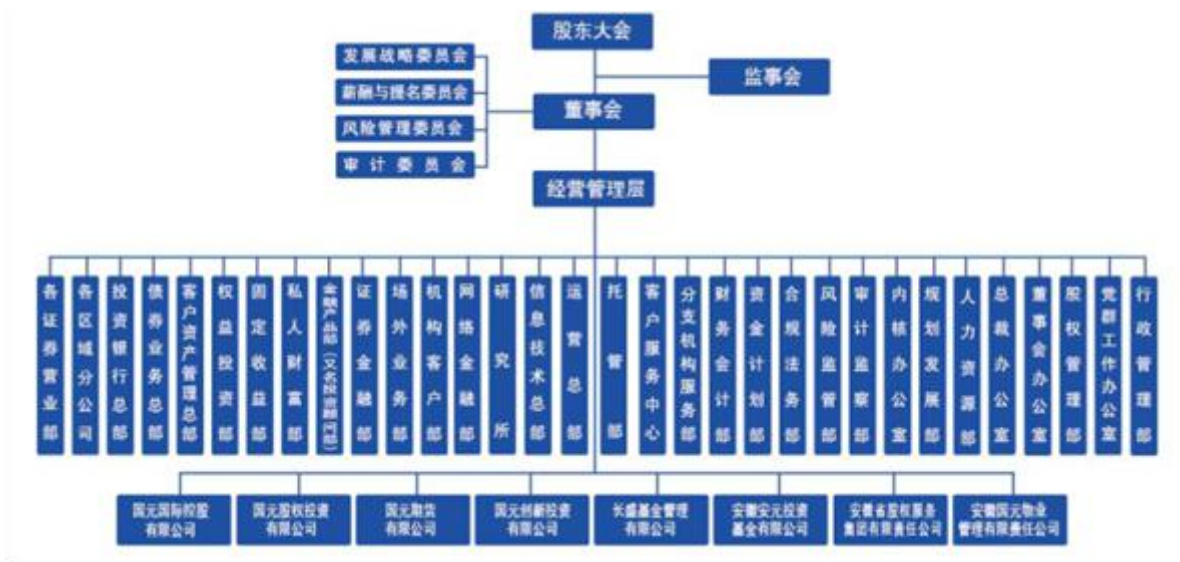
七、结论

作为综合类上市券商，公司立足安徽省市场，不断向省外拓展延伸业务，业务资质齐全，业务竞争力较强，在安徽省内具有较强的竞争优势。公司股东综合实力较强，能够在业务拓展、资源共享等方面给予公司有力支持。另一方面，公司主营业务板块受宏观经济、监管政策和证券市场波动影响较大，2019 年随着市场回暖盈利水平有所回升，未来仍将面临证券市场波动、风险管理等方面的挑战。综上所述，联合资信认为，在未来一段时期内，公司的信用水平将保持稳定。

附录 1 公司 2019 年末股权结构图



附录 2 公司 2019 年末组织结构图



附录 3 财务指标计算公式

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%
风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和×100%
资本杠杆率	核心净资本/表内外资产总额×100%
流动性覆盖率	(流动性资产/未来 30 日内资金净流出)×100%
净稳定资金率	可用的稳定资金/业务所需的稳定资金×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%
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

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，分别为：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。各等级含义如下表所示：

级 别	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，有较高违约风险。
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 国元证券股份有限公司 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，联合资信将在国元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。

国元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。国元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，国元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元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，如发现国元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。

如国元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元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。