

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《万联证券股份有限公司2020年度第一期短期融资券信用评级报告》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

二〇二〇年二月十九日



信用等级公告

联合〔2020〕302号

联合资信评估有限公司通过对万联证券股份有限公司拟发行的 2020 年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估，确定万联证券股份有限公司 2020 年度第一期短期融资券（人民币 4.00 亿元）信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年二月十九日



万联证券股份有限公司

2020 年度第一期短期融资券信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级 AA⁺
评级展望 稳定
短期融资券信用等级 A-1
评级时间：2020 年 2 月 19 日

评级观点

基于对万联证券股份有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信评估有限公司确定万联证券股份有限公司拟发行的 2020 年度第一期短期融资券（人民币 4.00 亿元）信用等级为 A-1。该结论表明公司本期短期融资券还本付息能力最强，安全性最高。

主要数据

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
资产总额(亿元)	224.69	257.32	318.54	348.74
自有资产(亿元)	153.73	205.55	272.37	282.45
自有负债(亿元)	81.72	102.32	166.39	173.71
总债务(亿元)	71.44	94.58	159.55	167.08
股东权益(亿元)	72.00	103.23	105.98	108.74
净资产(亿元)	59.23	89.67	95.89	95.10
净资产/净资产(%)	82.22	86.89	90.46	87.53
净资产/自有负债(%)	75.62	87.76	57.72	55.06
净资产/自有负债(%)	91.97	101.00	63.81	62.90
自有资产负债率(%)	53.16	49.78	61.09	61.50
风险覆盖率(%)	170.65	283.64	356.19	371.01
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
营业收入(亿元)	11.30	11.01	11.09	11.04
净利润(亿元)	3.01	3.11	2.54	3.59
EBITDA(亿元)	7.99	8.05	8.29	-
营业费用率(%)	58.12	62.81	57.40	-
平均自有资产收益率(%)	1.77	1.73	1.06	-
平均净资产收益率(%)	4.19	3.55	2.43	-
总债务/EBITDA(倍)	8.95	11.76	19.25	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.33	2.32	1.84	-

注：净资产、净资产/净资产、净资产/自有负债、净资产/自有负债指标均为母公司统计口径；2019 年前三季度数据未经审计
数据来源：万联证券审计报告及提供资料，联合资信整理

分析师

寇妙融 朱天昂 盛世杰







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

优势

1. 公司第一大股东广州金控作为广州市政府产业整合资本运作的平台，资本实力雄厚，业务范围涵盖金融领域多个子行业，能够在资金、品牌客户、渠道等方面给予公司较大支持。
2. 公司是广东省首家规范类证券公司，实际控制人为广州市人民政府国有资产监督管理委员会，能够得到较强的政府支持。
3. 近年来公司实力有所提升，以净资产为核心的各项风险控制指标均远优于监管标准，资本保持充足水平。
4. 目前，公司正在推进上市事宜，成功完成后，公司的融资能力、业务发展能力将得到进一步的提升。

关注

1. 公司在同行业中属于中型券商，行业的头部效应可能对业务发展的维持与增长提出挑战；随着我国证券市场的逐步开放，公司面临的来自国内外同业及非证券类金融机构的竞争逐渐加剧。
2. 近年来受股市行情波动、佣金率下降和监管政策变化等因素的影响，公司经纪业务及投资银行业务收入增长承压，对盈利能力产生一定的影响。
3. 公司部分证券投资及交易业务和信用业务出现了违约事件，信用风险有所上升，相关风

险需关注。

声 明

一、本报告引用的资料主要由万联证券股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本期信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

万联证券股份有限公司

2020 年度第一期短期融资券信用评级报告

一、主体概况

万联证券股份有限公司（以下简称“万联证券”或“公司”）前身为万联证券经纪有限责任公司，是由国有资产经营公司和投资公司出资组建的全资国有企业，是广东省首家规范类证券公司。公司于 2001 年 8 月经中国证监会批准成立，注册资本人民币 5.00 亿元，注册地位于广州市。2002 年 11 月，公司更名为“万联证券有限责任公司”。2017 年 2 月，经广州市工商行政管理局审核并报广东证监局备案，公司改制为股份有限公司并更名为“万联证券股份有限公司”。成立至今，公司经历了数次增资扩股。截至 2019 年 9 月末，公司实收资本为 59.54 亿元。公司股权结构见表 1，实际控制人为广州市人民政府国有资产监督管理委员会。

表 1 2019 年 9 月末股东持股情况 单位：%

股东名称	持股比例
广州金融控股集团有限公司	49.10
广州市广永国有资产经营有限公司	26.89
广州开发区投资集团有限公司	20.30
广州国际信托投资公司	3.71
合计	100.00

资料来源：万联证券提供，联合资信整理

万联证券的经营经营范围包括：证券经纪；证券承销与保荐；证券资产管理；融资融券；为期货公司提供中间介绍业务；机构证券自营投资服务；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券投资咨询；证券投资基金代销服务；代销金融产品。

截至 2019 年 9 月末，万联证券共有分支机构 73 家，其中广东省（含深圳）27 家；广东省外地区 46 家，覆盖北京、天津、上海、重庆、湖南、四川、湖北、江苏、江西、辽宁等国内主要城市。2015 年，万联证券设立全资子公司

“万联天泽资本投资有限公司”（以下简称“万联天泽”），注册资本为 10.00 亿元。2018 年，万联证券设立全资子公司“万联广生投资有限公司”（以下简称“广生投资”），注册资本为 5 亿元。截至 2019 年 9 月末，万联证券（含子公司）共有员工 1657 人。

截至 2018 年末，万联证券资产总额 318.54 亿元，其中客户资金存款 36.21 亿元；负债总额 212.56 亿元，其中代理买卖证券款 46.17 亿元；所有者权益 105.98 亿元；母公司净资本 95.89 亿元。2018 年，万联证券实现营业收入 11.09 亿元，净利润 2.54 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司资产总额 348.74 亿元，其中客户资金存款 58.22 亿元；负债总额 240.00 亿元，其中代理买卖证券款 66.29 亿元；所有者权益 108.74 亿元；母公司净资本 95.10 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 11.04 亿元，净利润 3.59 亿元。

公司注册地址：广州市天河区珠江东路 11 号 18、19 楼。

公司法人代表：罗钦城。

二、本期债券概况

1. 本期债券条款

公司拟在 8.00 亿元的额度内分期发行短期融资券，其中，于 2019 年 8 月 16 日成功发行 2019 年度第一期短期融资券（3.00 亿元），并于 2019 年 11 月 19 日到期兑付；本期短期融资券拟发行人民币 4.00 亿元，债券期限不超过 91 天，具体发行条款以发行人与承销商共同确定并经主管部门审批通过的内容为准。

2. 本期债券募集资金用途

短期融资券所募集资金主要用于满足公司

流动性需求，补充公司流动性资金。

三、发行人长期信用分析

广州金融控股集团有限公司（以下简称“广州金控”）直接及通过广州市广永国有资产经营有限公司间接共计持有公司 75.99%的股权（见附录 1），为公司控股股东。根据广州市人民政府出具的《关于公布市国资委履行出资人职责企业名单的通知》（穗府办[2010]27 号），广州金控由广州市国资委履行出资人职责，广州市国资委为公司实际控制人。广州金控是广州市国资委下属的国有独资公司，作为广州市人民政府授权的国有资产经营主体进行投资、参股等金融业务。目前，广州金控业务范围已涵盖银行、证券、信托、期货、基金、保险、股权投资、资产管理、典当、小额贷款、小额再贷款、融资租赁、再担保、商业保理、互联网金融、股权交易、金融资产交易、商品交易清算、航运金融等主要金融领域，是广州市金融牌照门类最齐全的国有金融控股集团之一。

近年来，万联证券建立了较为健全的公司治理架构体系，并制定了基本的内部控制以及风险管理体系；随着上市进程的推进，其内控管理水平有望得到进一步提升。

万联证券制定了符合自身特点的战略发展规划，明确了公司发展的战略目标，并对各业务板块制定了详细的实施方案。近年来，万联证券大力推进业务转型，市场竞争力不断增强。公司的主要业务板块包括经纪业务、投资银行业务、证券自营业务、信用类业务和资产管理业务。

公司主要业务板块包括证券经纪业务、投资银行业务、证券投资及交易业务、资产管理业务、信用业务、资产管理业务和其他业务。近年来，公司营业收入结构发生较大改变，其中经纪业务和投资银行业务收入贡献度显著下降，资产管理业务和证券自营业务收入贡献度显著提升。公司目前收入主要来源于经纪业务、信用业务和证券自营业务等，近年来各业务板块对公司营业收入的贡献情况见表 2。

表 2 公司各板块业务收入水平及其在营业收入中的占比

单位：亿元、%

业务板块	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经纪业务	5.76	50.99	4.60	41.73	3.41	30.70
投资银行业务	1.85	16.40	1.01	9.17	1.05	9.51
资产管理业务	0.08	0.73	1.13	10.25	1.24	11.15
证券自营业务	1.56	13.76	1.78	16.20	3.00	27.02
信用业务	2.04	18.02	2.48	22.51	2.38	21.43

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

公司的证券经纪业务即证券代理买卖业务，是公司的一项基本业务，主要包括代理买卖证券业务、交易单元席位租赁及代销金融产品等业务。近年来，公司经纪业务坚持“以华南为中心，辐射全国”的基础战略，扩大网点的布局规模，增强公司经纪业务品牌影响力与市场竞争力。同时，公司奉行“账户为王”发展战略，线上线下协同发力；在线下渠道，提升团队获客能力，做大公司的客户规模；在互联网渠道，依托电子商务平台的完善与渠道的优化，

加大线上获客和展业的投入，注重通过电商平台扩大客户覆盖率，提高业务线上化率。此外，公司依托大数据平台，根据客户投资需求、经验、行为特征等进行客户分层分类，对客户进行全生命周期运营，以差异化的服务推荐、产品销售、资产配置方案维持客户资产的留存和活跃，并吸引新增客户。2016—2017 年，随着我国证券公司业务竞争日益激烈，佣金率持续下降，加之股市行情波动较大，交易量有所下行，公司经纪业务收入有所减少。2018 年以来，

由于市场行情不佳、股市走势疲弱，公司经纪业务延续下行走势，业务收入持续减少。在交易量方面，2018 年公司 A 股和基金交易量总额为 8504.38 亿元，较 2017 年减少 23.10%，所有品种交易量总额为 13972.58 亿元，较 2017 年减少 15.56%。2018 年，公司经纪业务收入为 3.41 亿元，占业务总收入的比例为 30.70%，收入及占比均呈下降的趋势（见表 2）。2019 年 1—9 月，公司证券经纪业务实现收入 3.49 亿元，占业务总收入的 31.61%，较之前同期有所提升，这一方面是由于券商佣金率下滑空间有限；另一方面，股市二级市场表现好于 2018 年。

公司的投资银行业务主要包括证券承销与保荐业务、新三板业务和其他财务顾问业务收入。近年来，由于证券公司行业的投资银行业务呈现较为明显的头部效应，公司的证券承销与保荐业务客户资质有所下沉，相关收入整体减少。2018 年，公司投资银行业务实现业务收入 1.05 亿元（见表 2）。股权融资方面，2016—2017 年，虽然我国 IPO 业务重启并加速发行，但审核通过率不断下降，公司 IPO 数量与增发融资规模均较小，因此把业务发展重点放在新三板挂牌及做市业务上。2016—2017 年，公司完成新三板挂牌数量分别为 43 个和 20 个。2018 年以来，新三板业务较为低迷，做市业务持续处于收缩态势，公司股权融资业务重点转向并购重组和 IPO 项目储备方面，成功完成天药股份重大资产重组项目，并已储备多个 IPO 项目。在新三板业务方面，2018 年公司成功推荐 4 家企业挂牌，完成 12 个新三板定增项目，为挂牌企业累计融资超过 2.64 亿元，定增项目承销数量排名第 32 位，同时公司积极培育发掘新三板客户转板 IPO 需求。债券融资方面，公司服务

的客户对象以外部评级在 AA 及以上的城投公司为主；2016 年，由于发改委放宽了企业债的发行条件，公司债券承销的数量及收入均较高；2017 年以来，受市场资金面的影响，企业发行债券的成本大幅上升，公司债券承销的数量、金额及费率大幅下降，相关收入明显减少（见表 3）。2018 年，公司完成的债券发行项目为 185 个/期，承销金额为 232.20 亿元，均较之前年度大幅增长，主要是由于公司参与了多期债券的分销所致。但受行业竞争加剧，单个项目承销费率有所下降影响，导致收入增幅低于规模增幅；2018 年公司完成债券发行主承销项目 17 个，排名行业第 42 位，处于行业中等水平。2019 年 1—9 月，公司债券承销数量 102 个，承销金额 153.43 亿元，数量及金额较上年同期有所下降；股权融资业务方面，公司 3 个 IPO 项目处于辅导阶段，业务发展效果将在 2020 年有所显现，另外完成了 1 个可转债项目，承销金额 5.20 亿元。2019 年 1—9 月，公司投资银行业务实现业务收入 0.81 亿元，占营业收入 7.38%。

此外，公司承销的丹东港集团有限公司（以下简称“丹东港”）两期公司债券和哈尔滨秋林集团股份有限公司（以下简称“秋林集团”）两期公司债券出现违约，公司作为受托管理人，已根据债券持有人的授权提起诉讼。目前，丹东港已处于破产重整程序中，辽宁省高级人民法院做出了准许撤诉的裁定。秋林集团诉讼已于 2020 年 1 月由广东省高级人民法院开庭审理，目前案件尚在一审进程中。总体看，公司投资银行业务受宏观经济形势、证券市场监管政策的影响较大，近年来受 IPO 审核通过率下降、债券发行审核和监管趋严等因素的影响，投资银行业务收入整体有所下滑。

表 3 公司投行业务情况表

单位：个、亿元

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	数量	承销金额	数量	承销金额	数量	承销金额
IPO	2	2.12	1	1.75	1	2.71
债券承销	26	161.00	18	82.2	186	237.2
新三板挂牌	43	-	20	-	4	-

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司证券投资及交易业务以权益类证券投资和固定收益类证券投资为主。近年来，公司证券投资及交易业务保持稳健审慎的风格，重视风险管理，严格执行止盈止损策略，同时采取适度分散风险等措施的投资策略。公司证券投资及交易业务规模随着股票市场行情和债券市场行情的变化有所波动；2016—2018年末，公司投资资产净额分别为72.75亿元、77.82亿元和161.56亿元，以债券投资为主（见表4）。此外，2018年，公司成立全资子公司万联广生投资有限公司（以下简称“广生投资”），负责股权投资、风险投资等另类投资业务。

权益类证券投资方面，公司受到资本金的限制，投资规模较小，风险总体可控，但股票投资与证券市场行情关联度高，收益波动性较大。2016—2017年，公司股票投资策略较为稳健，股票池中入选股票多为业绩蓝筹股，并积极通过仓位调整控制市场波动带来的风险。2018年以来，在我国金融去杠杆和中美贸易战

等因素的压力下，A股估值持续回落，市场反复震荡走低，市场指数全面下跌；在市场系统性风险不断积聚的形势下，公司严格控制股票投资的仓位，股票池中入选股票多调整为强周期行业，以最大限度减少系统性风险的冲击，权益类投资规模大幅降低。

固定收益总部主要负责公司固定收益产品的资产配置、交易和无风险套利业务，标的包括国债、央行票据、金融债、企业债、中期票据、短期融资券等，以及开展固定收益产品的创新业务，如国债期货、利率互换等；通过债券配置、波段操作、组合低风险套利等实现收入。2018年，公司固定收益业务抓住债券投资机会，提升对中高等级债券配置力度，配合波段操作，在控制风险的前提下取得了较好的收益水平；此外，公司于2018年6月成功取得尝试做市商资格，成为拥有综合尝试做市商资格的券商之一，业务规模和范围得到较大提升和拓展。

表4 万联证券投资资产结构

单位：亿元

项目	2016年末	2017年末	2018年末
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	12.55	12.41	36.28
其中：债券投资	8.21	2.01	26.96
股票投资	3.29	4.01	2.47
基金投资	1.05	6.39	6.75
证券公司资产管理计划	-	-	0.10
可供出售金融资产	60.74	65.65	125.28
其中：债券投资	43.46	63.28	119.17
股票投资	1.21	1.39	0.37
证券公司资产管理计划	0.02	0.01	4.50
非上市公司股权	1.11	0.97	1.23
券商理财产品	-	-	-
银行理财产品	0.54	-	-
私募基金	-	-	-
其他	14.41	-	-
长期股权投资	0.33	0.63	0.93
投资资产总额	73.62	78.69	162.49
减：投资资产减值准备	0.87	0.87	0.94
投资资产净额	72.75	77.82	161.56

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差

资料来源：万联证券审计报告，联合资信整理

2016年—2018年，公司证券投资及交易业务分别实现业务收入（含公允价值变动收益）1.56亿元、1.78亿元和3.00亿元，对公司业务收入的贡献度不断提升。2019年以来，公司债券投资规模和范围得到提升与拓展，在银行间债券交易量持续提升，整体投资规模有所上升，2019年9月末投资净额为178.06亿元，较上年末增长10.22%，投资结构仍以债券为主。2019年1—9月，公司实现业务收入（含公允价值变动收益）3.86亿元。

此外，公司投资中国城市建设控股集团有限公司（以下简称“中城建”）公司债券本金0.60亿元及利息和新光控股集团有限公司（以下简称“新光集团”）公司债券本金1.00亿元及利息已发生违约，公司针对以上两笔投资分别按会计准则要求计提减值准备。目前，公司已对发行人提起诉讼，中城建案件经二审判决公司胜诉，已执行终结，但因其暂无财产可供执行，待具备履行能力时，公司将再次申请执行；新光集团已申请破产重整，目前金华市中级人民法院已做出一审民事判决确认债权权利，公司将持续跟进后续处置进展。

公司信用类业务主要包括融资融券和股票质押式回购。近年来，公司稳步开展融资融券业务，多措并举加强风险控制，并通过深化差异化服务、提升交易便捷性等方式持续做好客户服务；严格执行逐日盯市制度，通过柜台系统对客户维持担保比例进行实施监控，发现客户存在合约到期、维持担保比例低于平仓线等情形时，通过电话、短信、邮箱等约定方式及时通知客户补足担保品或偿还负债。公司融资融券业务发展受市场波动影响较大，虽然账户数目持续增长，但融资融券余额整体有所下降。2018年，公司信用业务收入为2.38亿元，年末融资融券余额为31.84亿元。股票质押式回购业务，是投资者以所持有的证券质押融入资金，并约定在未来返还资金、解除质押的交易；公司向投资者融出资金，赚取利息，盈利来源于客户融资利息。2018年以来，受金融去杠杆的

政策导向影响，加之受股票质押新规的影响，全市场股票质押业务呈现净购回状态，公司股票质押式回购业务规模同比下滑，相关业务利息收入占营业收入的比例降至较低水平。截至2018年末，公司股票质押业务账户余额为9.40亿元，较之前年度明显减少，全年完成初始交易3笔，初始交易金额0.61亿元，均为公司自有资金出资。2019年以来，随着A股市场行情改善，公司两融业务交易量较之前年度有所增长，同时股票质押式回购业务规模下降，公司信用业务收入有所下降。2019年1—9月，公司信用业务收入1.40亿元。此外，公司个别融资融券业务发生风险预警。截至2019年9月末，公司融资融券业务已按会计准则计提减值准备；股票质押业务涉及逾期5笔，涉及本金金额4.04亿元，维持担保比例均超过100%，已按会计准则计提减值准备。由于相关融资人短期现金流紧张，公司拟通过纾困基金或由融资人提供不动产抵押增信后采取延期购回方案进行处置。

目前，公司资产管理业务主要包括集合资产管理业务、单一资产管理、专项资产管理业务和投资顾问业务；2018年，公司资产管理业务实现收入1.24亿元，对营业收入的贡献度不断提升。近年来，公司顺应“强监管、降杠杆、防风险”的监管要求和市场形势变化，压缩通道类产品，改造存量小集合资产管理计划，重点拓展和维护高净值个人和机构类客户，积极开展业务转型，回归资产管理业务本源，优化产品线构成，提升主动管理业务规模占比。在资管新规的影响下，公司受托资产管理规模显著下降，并逐渐向主动管理业务转型（见表5），主动管理产品的投资标的均为标准化产品。

表5 资产管理业务受托规模情况表 单位：亿元

项目		2016年	2017年	2018年
产品类型	集合	41.16	55.39	87.46
	定向	1966.84	1527.19	438.29
	专项	1.50	0.65	-
管理方式	主动管理	58.16	76.52	123.44
	被动管理	1951.34	1506.71	402.31

资料来源：公司提供，联合资信整理

在集合资产管理方面，公司重点发行固收类产品，产品覆盖股票市场、债券市场、衍生品市场以及非标业务等市场。截至 2018 年末，公司集合资产管理计划（含限额特定集合资产管理计划）共 25 支，受托资金规模约为 87.46 亿元。公司的定向资产管理业务投资标的包括股票质押式回购、信托及委托贷款投资、票据业务等。截至 2018 年末，公司的定向资产管理计划共 226 支，受托资金规模约为 438.29 亿元。

投资顾问业务方面，截至 2018 年末，公司投资顾问业务合作客户数量超过 10 家，客户委托资产规模近 40 亿元，投顾产品业绩对标同类公募基金排名前 5%，全部产品未遇到信用违约事件。2018 年是《证券公司私募投资基金子公司管理规范》发布实施后的第二个年度，公司的全资子公司万联天泽依照新规，在监管部门及母公司的指导下，顺利完成整改，从直投子公司正式转型为证券公司私募投资基金子公司。截至 2018 年末，万联天泽累计已投项目 32 个，累计投资金额合计 14.39 亿元；累计设立私募股权基金 18 支，基金总实缴规模 15.65 亿元；全年新设立且实缴到位的基金 5 支，新增实缴规模 5.26 亿元。

2019 年以来，公司大力发展主动资产管理业务，继续压缩通道类业务规模，总体资产管理业务规模有所下降。截至 2019 年 9 月末，公司主动管理类产品规模 174.68 亿元，被动管理类产品规模 203.31 亿元。2019 年 1—9 月，公司资产管理业务实现收入 1.42 亿元，在营业收入中的占比进一步提升。

基于公司良好的股东背景、资本实力等因素，联合资信评估有限公司确定万联证券股份有限公司的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定（详见主体评级报告）。该评级结论反映了公司偿还债务的能力很强。

四、发行人短期信用分析

近年来，公司主要通过利润留存和股东增资的方式补充资本。2017 年 12 月，公司原有股东广州金控、广州开发区投资集团有限公司以货币方式向公司增加资本金 30.00 亿元，其中 12.74 亿元计入股本，其余部分计入资本公积，此次增资导致公司净资本规模明显提升（见表 6）。此外，2016—2018 年，公司共发行 5.00 亿元次级债券，补充流动性的同时进一步提升了自身的资本实力。截至 2018 年末，万联证券母公司净资本 95.89 亿元，净资产 105.99 亿元；净资本/净资产为 90.46%，风险覆盖率为 356.19%，公司资本充足。

表 6 公司风险控制指标 单位：亿元、%

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
净资本	59.23	89.67	95.89
净资产	71.99	103.20	105.99
净资本/净资产	82.22	86.89	90.46
净资本/自有负债	75.62	87.76	57.72
净资产/自有负债	91.97	101.00	63.81
风险覆盖率	170.65	283.64	356.19
资本杠杆率	38.12	42.22	33.96
流动性覆盖率	194.51	585.85	251.02
净稳定资金率	166.26	175.35	207.44

注：表中数据全部为母公司口径

资料来源：万联证券提供资料，联合资信整理

从杠杆水平来看，得益于股东增资，公司 2017 年杠杆水平有所下降。2018 年，为了支持资产端自营固定收益投资业务的发展，公司提升主动负债的能力，加大了质押债券卖出回购和发行收益凭证进行融资的力度，同时发行了次级债券，导致自有负债增长较多，杠杆水平有所上升但仍低于行业平均水平。

2016—2018 年，随着主动负债力度的加大，公司总债务规模逐年上升，自有资产负债率也有所增加（见表 7）。截至 2018 年末，公司总债务余额 159.55 亿元，自有资产负债率 61.09%。由于有息债务显著增长，公司 EBITDA 对债务及利息的保障程度有所下降。2018 年末，公司

总债务/EBITDA 指标为 19.25 倍，盈利对债务的保障程度一般；EBITDA 利息倍数指标为 1.84 倍，公司盈利对利息支出的保障程度仍较好。考虑到公司具有较大规模的可快速变现资产，对债务偿债能力很强。

表 7 公司偿债能力 单位：亿元、%、倍

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
总债务	71.44	94.58	159.55
自有资产负债率	53.16	49.78	61.09
EBITDA	7.99	8.05	8.29
总债务/EBITDA	8.95	11.76	19.25
EBITDA 利息倍数	2.33	2.32	1.84

资料来源：万联证券审计报告，联合资信整理

2019 年以来，随着融资力度的进一步加大，公司总债务及自有负债规模均有所上升。截至 2019 年 9 月末，公司总债务余额 167.08 亿元，较上年末增长 4.72%；自有负债余额 173.71 亿元，较上年末增长 4.40%；自有资产负债率为 61.50%，较上年末略有提高。

五、本期债券偿付能力分析

截至本报告出具日，公司无已发行且在存续期内的短期融资券。本期短期融资券拟发行额度 4 亿元，以 2018 年末的财务数据进行分析，本期短期融资券发行后，公司偿付能力指标见表 8。整体看，公司盈利能力对短期融资券的覆盖程度一般，股东权益和可快速变现资产对短期融资券的保障程度很好。

表 8 本期债券偿付能力指标 单位：亿元、倍

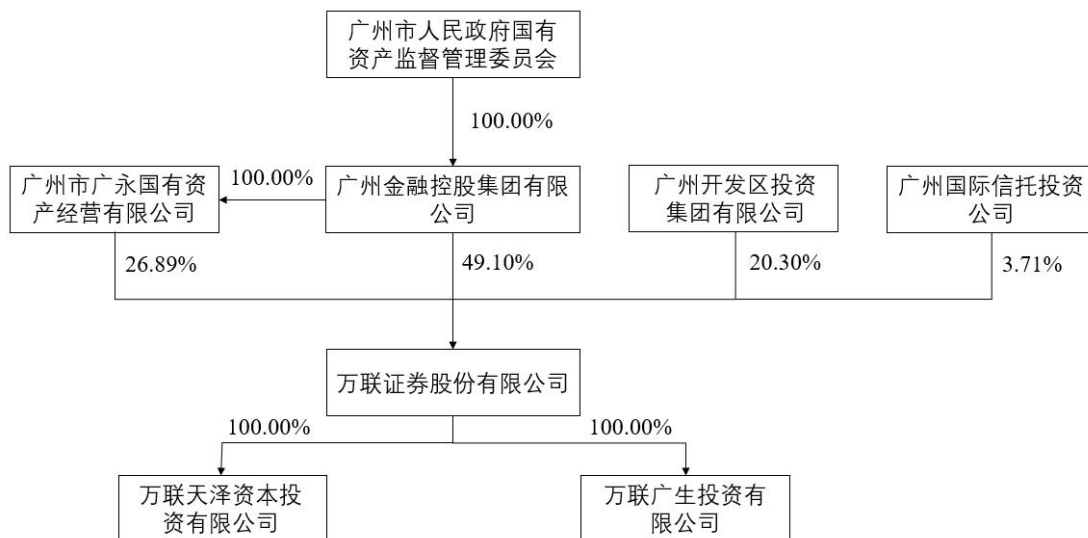
项目	发行后
短期融资券本金	4.00
EBITDA/短期融资券本金	2.07
净利润/短期融资券本金	0.64
股东权益/短期融资券本金	26.50
可快速变现资产/短期融资券本金	60.66

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

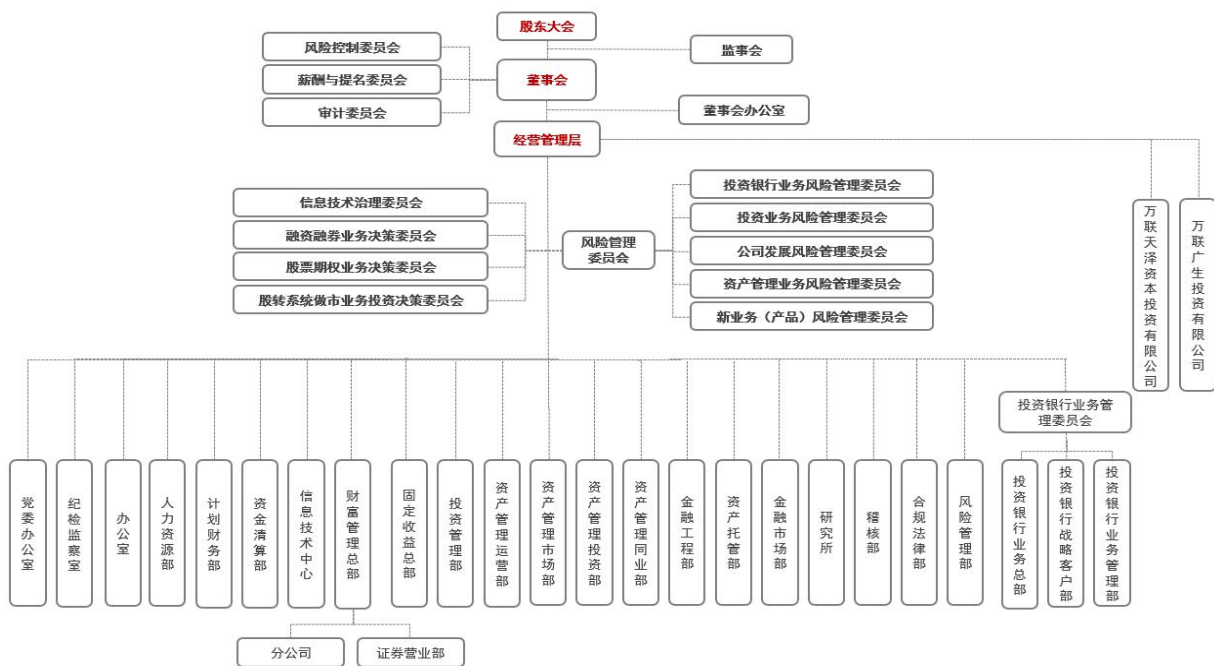
六、结论

综合分析，联合资信评估有限公司评定万联证券股份有限公司 2020 年度第一期短期融资券信用等级为 A-1，该结论表明本期短期融资券的违约风险最低，安全性最高。

附录 1 2019 年 9 月末股权结构图



附录 2 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-应付合并结构性主体权益持有者款项-代理承销证券款
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-应付合并结构性主体权益持有者款项-代理承销证券款
总债务	短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+融入资金+长期借款+应付债券+交易性金融负债
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
营业利润率	营业利润/（营业收入-结构化主体中其他持有人所应享有的净损益金额）
营业费用率	业务及管理费/（营业收入-结构化主体中其他持有人所应享有的净损益金额）
薪酬收入比	职工薪酬/（营业收入-结构化主体中其他持有人所应享有的净损益金额）
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产
加权平均净资产收益率	净利润/加权平均净资产
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-客户资金存款-客户备付金-无法快速变现的资产管理计划、信托计划、基金、非上市股权投资等
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 证券公司短期融资券信用等级设置及其含义

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

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

附录 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 万联证券股份有限公司 2020 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期短期融资券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。

万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。万联证券股份有限公司或本期短期融资券如发生重大变化，或发生可能对本期短期融资券信用等级产生较大影响的重大事项，万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万联证券股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期短期融资券相关信息，如发现万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。

如万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本期短期融资券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与万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。