

信用评级公告

联合〔2021〕1781号

联合资信评估股份有限公司通过对万联证券股份有限公司及其拟发行的 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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主体长期信用等级为 AA⁺，万联证券股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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

评级总监：

二〇二一年六月 一 日

万联证券股份有限公司2021年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过15亿元（含）

本期债券期限：3年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

募集资金用途：扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债务

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对万联证券股份有限公司（以下简称“公司”或“万联证券”）的信用评级反映了其作为全国性综合类证券公司，股东背景很强。近年来，公司主要业务整体发展较好，营业收入持续增长；资本实力较强，资本较为充足，资产质量和流动性保持较好水平。

同时，联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响；公司债务中一年内到期的规模占比较大，需要持续加强资金流动性管理。

本期债券的发行对公司债务结构和规模影响一般，相关指标对本期债券本金的保障效果良好。

未来随着资本市场的持续发展、各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体违约风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低。

评级时间：2021年6月1日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司行业信用评级方法	V3.1.202011
证券公司主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	AA ⁺	评级结果	AA ⁺	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	2
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			业务经营分析	2
			未来发展	2
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	2
			资本充足性	2
			杠杆水平	1
		资金来源与流动性	1	
调整因素和理由				调整子级

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

优势

1. 公司股东实力很强且对公司支持力度较大。公司第一大股东广州金融控股集团有限公司作为广州市政府产业整合资本运作平台，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. 公司营业收入和利润持续增长，盈利水平持续提升。近年来，公司经纪业务和证券投资与交易业务发展状况良好，资产管理业务主动管理规模大幅增长，公司营业收入和净利润均持续增长，盈利水平持续提升。
3. 公司资本实力较强，资产流动性较好。公司自有资产规模有所增长，优质流动性资产规模较大，截至2020年末，公司资产流动性较好，资本实力较强，资本充足性较好。

关注

1. 经营易受外部环境影响。经济周期变化、国内证券市场

分析师：贾一晗 董日新

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利的影响。

2. **短期债务占比高，存在一定流动性压力。**公司债券中一年内到期的占比较大，面临一定短期集中偿还压力，需要持续加强资金流动性管理。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月末
自有资产（亿元）	272.13	281.00	335.26	/
自有负债（亿元）	166.15	171.50	222.61	/
所有者权益（亿元）	105.98	109.49	112.64	114.05
优质流动性资产/总资产（%）	26.56	24.25	21.21	21.01
自有资产负债率（%）	61.06	61.03	66.40	/
营业收入（亿元）	11.09	13.44	17.05	4.27
利润总额（亿元）	3.26	5.32	7.88	2.06
营业利润率（%）	29.46	39.60	46.41	48.09
净资产收益率（%）	2.43	3.81	5.47	1.40
净资本（亿元）	95.89	95.66	98.17	97.16
风险覆盖率（%）	356.19	362.31	258.45	246.59
资本杠杆率（%）	33.96	33.75	28.13	25.96
短期债务（亿元）	137.55	132.30	199.12	196.58
全部债务（亿元）	159.55	168.09	242.94	245.24
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.55	0.74	0.96	/

注：1. 公司 2021 年一季度合并财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径

资料来源：公司审计报告、财务报表及风险监管报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020 年 7 月 14 日	董日新 刘嘉	原联合评级有限公司证券公司行业信用评级方法	阅读原文
AA ⁺	稳定	2018 年 4 月 18 日	陈凝 张晨露	原联合评级有限公司证券行业评级方法	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号；评级报告无链接的为非公开项目

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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（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。

分析师：

贾一峰 曹同新

联合资信评估股份有限公司



万联证券股份有限公司 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）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“公司”或“万联证券”）前身是 2001 年 8 月 14 日经中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）证监机构字〔2001〕148 号文《关于核准万联证券经纪有限责任公司开业的批复》批准成立的万联证券经纪有限责任公司，于 2001 年 8 月 23 日领取广州市工商行政管理局核发的注册号 4401011108490 企业法人营业执照。2002 年 11 月 29 日，经证监会证监机构字〔2002〕353 号文《关于核准万联证券经纪有限责任公司名称变更和所属类型的批复》批准，万联证券经纪有限责任公司更名为万联证券有限责任公司，业务范围由原来以经纪业务为主变更成为比照综合类证券公司执行。2017 年 2 月 7 日，经广州市工商行政管理局审核并报广东证监局备案，万联证券有限责任公司改制为股份有限公司并更名为现名。

2020 年 3 月 24 日，广州市财政局、广州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广州市国资委”）印发《广州市财政局广州市人民政府国有资产监督管理委员会关于印发完善国有金融资本管理实施方案的通知》（以下简称“该通知”）（穗财经〔2020〕7 号）。根据该通知要求，于 2020 年 6 月 30 日前将市级一级金融企业国有金融资本统一划归财政部门管理的工作，因此，广州金融控股集团有限公司（以下简称“广州金控”）作为市级一级金融企业划归广州市财政局管理，公司的最终实际控制人由广州市国资委变更为广州市财政局，截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 59.54 亿元，广州金控为公司控股股东，直接持股比例为 49.10%，此外还通过其全资子公司广州市广永国有资产经营有限公司（以下简称“广永国资”）间接持有公司 26.89% 的股份，公司实际控制人为广州市财政局，具体股权结构情况详见附件 1-

1. 截至 2021 年 3 月末，公司无股权被质押的情况。

公司经营范围：证券经纪；证券承销和保荐；证券资产管理；融资融券；为期货公司提供中间介绍业务（限证券公司）；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；证券投资基金销售服务；代销金融产品；证券投资基金托管。

截至 2021 年 3 月末，公司共有分支机构 77 家，覆盖全国 24 个省市地区，其中 11 家分公司、66 家营业部，均具备从事经纪业务资质，其中广东省 29 家。截至 2021 年 3 月末，公司设有 2 家二级全资子公司，分别为万联广生投资有限公司（以下简称“万联广生”）和万联天泽资本投资有限公司（以下简称“万联天泽”）。截至 2020 年末，公司员工总数 1752 人。

截至 2020 年末，公司资产总额 443.27 亿元，其中客户资金存款 71.94 亿元，客户备付金 11.14 亿元；负债总额 330.62 亿元，其中代理买卖证券款 80.96 亿元；所有者权益（全部为归属于母公司的所有者权益）合计 112.64 亿元；母公司口径净资本 98.17 亿元。2020 年，公司实现营业收入 17.05 亿元，利润总额 7.88 亿元，净利润（全部为归属于母公司所有者的净利润）6.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额-23.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.07 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 442.80 亿元，其中客户资金存款 66.83 亿元，客户备付金 11.46 亿元；负债总额 328.75 亿元，其中代理买卖证券款 76.65 亿元；所有者权益（全部为归属于母公司的所有者权益）合计 114.05 亿元；母公司口径净资本 97.16 亿元。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.27 亿元，利润总额 2.06 亿元，净利润（全部为归属于母公司所有者的净利润）1.59 亿元。经营活动产生的现金流量净额 8.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.78 亿元。

公司注册地址：广东省广州市天河区珠江东路11号18、19楼全层；法定代表人：罗钦城。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“万联证券股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”，本期债券发行规模不超过15.00亿元（含）。本期债券期限为3年；本期债券票面金额为100.00元，按面值平价发行；本期债券为固定利率债券。本期债券票面利率将根据簿记建档结果确定；本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债务。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，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。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经

济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表1 2017-2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判

断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信

贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后

两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

四、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，信用业务等，核心业务属证券行业。

1. 证券行业概况

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020 年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，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；2020 年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据，截至 2020 年底，上交所和深交所上市的公司合计 4154 家；股票市场总市值为 79.72 万亿元，较 2019 年底增长 34.46%；平均市盈率为 25.64 倍，较 2019 年增长 5.29 个倍数。2020 年全部 A 股成交额为 206.02 万亿元，日均成交额为 0.85 万亿元，同比增长 63.05%。截至 2020 年底，市场融资融券余额为 1.62 万亿元，较 2019 年底增长 58.84%，其中融资余额占比为 91.54%，融券余额占比为 8.46%。股票一级市场发行方面，2020 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.67 万亿元，同比增长 8.20%，共完成 IPO 为 396 家、增发 362 家、配股 18 家、优先股 8 家，可转债和可交债分别为 206 家和 41 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。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，货币市场利率延续下降趋

势，国债收益率保持平稳；2020年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据Wind统计，截至2020年底，债券余额为114.30万亿元，较2019年底增长17.72%。债券发行方面，2020年境内共发行各类债券5.03万只，发行额达56.89万亿元，同比增长25.90%。2020年境内债券交易总金额为

1282.19万亿元。其中，现券交易成交金额为241.09万亿元，回购交易成交金额为893.97万亿元，同业拆借147.13万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020年全国期货市场累计成交额为437.53万亿元，同比增长50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为115.44万亿元，同比增长65.80%，占全国市场份额26.38%。

图1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

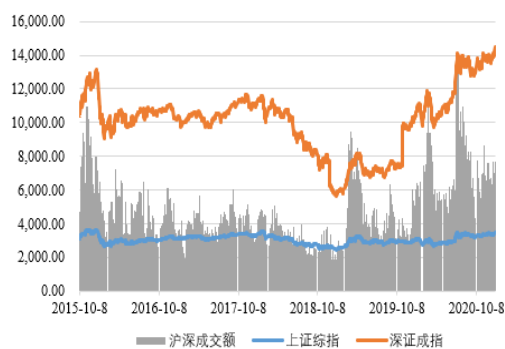
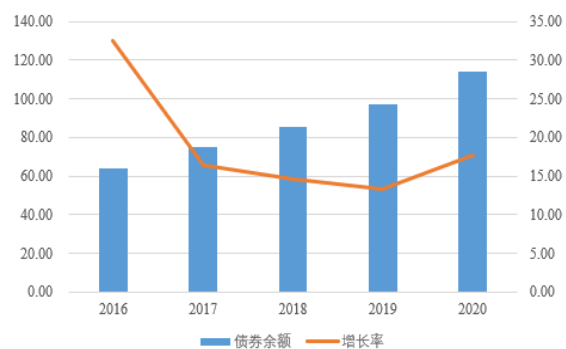


图2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：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第十三个五年规划的建议》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6月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，

加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019年以来增幅较大；盈利能力呈现U型走势，2018年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019年和2020年，受市场行情和利好政策等因素影响，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2 证券行业概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127

盈利家数占比 (%)	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入 (亿元)	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润 (亿元)	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产 (万亿元)	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产 (万亿元)	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本 (万亿元)	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

数据来源：中国证券业协会

2020 年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020 年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020 年以来涉及证券公司的罚单超过 150 张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020 年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较 2019 年有所提升。截至 2020 年底，139 家证券公司总资产为 8.90 万亿元，较 2019 年底增长 22.50%；净资产为 2.31 万亿元，较 2019 年底增长 14.10%，净资本为 1.82 万亿元，较 2019 年底增长 12.35%。2020 年，139 家证券公司实现营业收入 4484.79 亿元，实现净利润 1575.34 亿元，分别同比增长 24.41% 和 27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有 127 家公司实现盈利。

2. 行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续；2020 年多项利好政策密集出台，新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

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。

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》要求证券公司存量公募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 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。2020 年 1 月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，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。

2020 年 2 月，《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，

国内经济全面修复。

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并全面推行注册制,公司债、企业债注册制已全面实施,创业板注册制改革正式落地。2020年6月,《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》等四文件发布,创业板试点注册制。

2020年5月,《关于修改<证券公司次级债管理规定>的决定》发布,次级债公开发行放开,拓宽证券公司融资渠道,有助于证券公司降本增效。

2020年7月,证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》,此次修订进一步体现合规审慎导向,引导差异化发展,对规模指标有所弱化,利好中小型券商,但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月,证监会发布了最新证券公司分类结果,参选的98家证券公司中,32家券商评级上调,25家券商评级下降,39家评级与2019年持平。从评价结果来看,2020年分类评级结果较上年有所提升,中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加,体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

2021年3月,证监会发布《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》及配套规定,修改证券公司主要股东定义,适当降低主要股东资质要求,落实新《证券法》并简化股权相关审批事

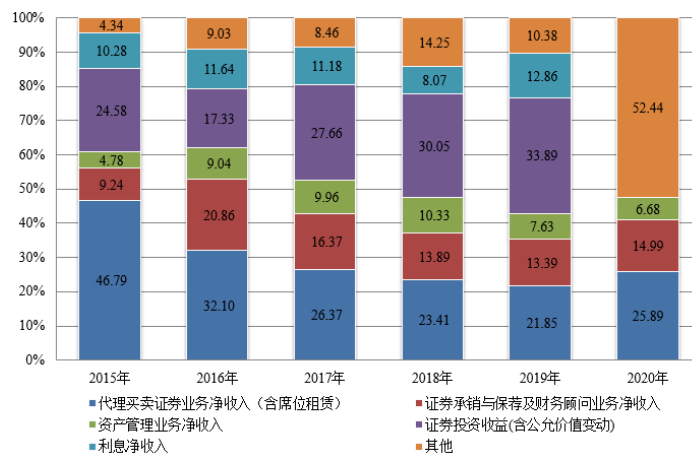
项等,进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

3. 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;2020年证券公司盈利水平显著上升,服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

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。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,自营业务收入占比升至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。2020年,经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升,投行业务占比小幅提升,证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升,财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露2020年全行业证券投资净收入（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020年其他包括证券投资净收入（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入
资料来源：中国证券业协会网站

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。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%。2020年,股票市场指数于二季度快速上涨,下半年随着货币政策逐步退出,市场指数横盘调整,全年交易量大幅增长,证券公司实现代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)1161.10亿元,同比增长47.42%。

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、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策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。2020年以来,A股IPO审核家数及过会率明显提升,2020年,发审委审核IPO家数634家,其中605家通过审核,过会率达95.43%,远高于2019年全年277家审核家数、247家通过家数及89.17%的通过率。2020年,IPO发行规模合计4699.63亿元,发行家数396家,分别同比增长85.57%和95.07%。受再融资新规利好政策影响,2020年,再融资规模8854.34亿元,同比增长26.10%,扭转下降趋势。科创板方面,2020年共有229家科创类公司提交上交所上市委审核,218家获得通过,通过率很高,预计募集资金规模2262.60亿元。债券市场方面,2020年,证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资,2020年证券公司承销各类债券金额10.05万亿元,同比增长32.09%。基于上述因素,2020年,全行业实现投资银行业务净收入672.11亿元,同比增长39.26%。

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。2020年,股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为52.83%;债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时,创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力;新证券法等纲领性文件出台,强化中介机构“看门人”的责任,促使证券公司提升专业服务能力,投行业务快速发展的背景下,合规风控成为证券公司核心竞争力。

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。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 年的 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。2020 年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨 36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。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。2020 年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63 亿元，同比基本持平。

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》要求证券公司存量大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 2020 年末，证券公司资产管理业务规模为 10.51 万亿元，较 2019 年末下降 14.48%；2020 年，证券公司实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。

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；2020 年融资融券业务大幅增长且风险可控，股票质押业务规模继续压缩，风险继续化解。

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 2020 年末，融资融券余额 1.62 万亿元，较 2019 年末增长 58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。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。截至 2020 年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为 5.42%，较年初下降 0.79 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% 的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。但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。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%。2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 31.72%。

4. 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、差异化和专业化竞争演变。

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。2019年11月,证监会明确提出要推动打造航母级证券公司,推动证券行业做大做强。2020年7月,证监会提出,鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段。2020年3月,中信证券完成对广州证券股份有限公司100%股权的并购,进一步稳固了其龙头券商的地位;4月,天风证券已基本完成对恒泰证券29.99%股权的收购;10月,国联证券和国金证券因合并过程中为就核心条款未达成一致意见,宣布终止并购,成为继6月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此,证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显,市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位,弥补自身业务短板,实现跨区域的资源调配。

近年来,证券公司扎堆补充净资本,2019年,国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市,2020年以来,湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”,中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司已实现A股上市,首创证券、信达证券、万联证券、国开证券、财达证券等证券公司已处于IPO辅导期或已过会阶段。2020年,共计16家上市证券公司完成增发和配股,其中海通证券和国信证券分别增发募资200.00亿元和150.00亿元,招商证券完成配股募资126.83亿元,资本金规模大幅提升,行业内头部效应有所加强。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,证监会宣布,自2020年4月1日起,取消证券公司外资股比限制。截至2020

年12月末,中国内地外资控股证券公司已达8家,其中四家为新设立合资证券公司(野村东方国际证券有限公司、大和证券(中国)有限责任公司、星展证券(中国)有限公司、摩根大通证券(中国)有限公司),另外4家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司(瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司)。此外,证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券2家国内券商,行业竞争进一步加剧。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2020年末证券公司所有者权益排序,2020年前十大证券公司实现营业收入合计2994.25亿元,净利润995.85亿元,占全行业营业收入和净利润的比重分别为66.76%和63.21%。截至2020年底,前十大证券公司资产总额为5.85万亿元,占全行业总资产的65.70%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过60%,行业集中度较高。

表3 截至2020年末/2020年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	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37

4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

资料来源: Wind

5. 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 年以来,债券市场违约常态化,2020 年部分国企违约超预期,债券市场分化加剧,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。

6. 未来动向

监管力度加强,证券行业严监管态势将延续;需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对2021年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

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，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

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，证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”，于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，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，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本均为59.54亿元，广州金控为公司控股股东，直接持有公司49.10%的股权，此外广州金控还通过其全资子公司广永国资间接持有公司26.89%的股份。公司实际控制人为广州市财政局。

2. 企业规模和竞争力

公司作为全国性综合类证券公司之一，各项业务行业排名中游，具有较强的经营实力。

公司是广州市市属国有控股的全国性综合类证券公司，业务牌照齐全，资本实力较强，依托控股股东综合金融平台，公司立足华南，辐射全国，通过自身的营业网点优势，稳步拓展各项业务，各项业务行业排名中游水平，具备较强的竞争实力。公司业务网点遍布全国24个省市地区。截至2021年3月末，公司共设有77家分支机构，其中66家证券营业部和11家分公司，在广东省内设有29家分支机构。截至2021年3月末，公司母公司口径净资产97.16亿元，资本实力较强。

表4 公司主要业绩排名 单位：名

项目	2017年	2018年	2019年
净资产	47	47	43
营业收入	64	59	61
证券经纪业务收入	52	54	52
投资银行业务收入	68	66	69
融资类业务收入	58	62	57
证券投资收入	51	41	85

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

3. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验，能够满足日常经营需求。

截至2020年末，公司拥有高级管理人员10名，具有丰富的金融行业从业经验。

公司副董事长王耀南女士，1972年5月出生，本科学历，工商管理硕士，经济师，中国国籍，无境外永久居留权，自2009年起担任公司党委书记、副董事长，曾任公司办公室主任、工会主席、行政总监、党总支书记，广州金控党委委员、工

会主席、职工董事；现任公司党委副书记、副董事长。

公司总裁兼董事罗钦城先生，1965年9月出生，本科学历，工商管理硕士，高级经济师、工程师，中国国籍，无境外永久居留权。自2019年1月起担任公司总裁。曾任公司信息技术中心副总经理、总经理，信息技术总监，公司副总裁，公司常务副总裁、公司职工董事；现任公司董事、总裁、首席信息官，广东证券期货业协会副会长，上海证券交易所理事会科技发展委员会委员，广东证券期货业协会投资银行委员会副主任委员。

截至2020年末，公司在职工合计1752人。从学历构成来看，硕士及以上学历416人，占比23.74%；本科学历960人，占比54.80%；大专及以下376人，占比21.46%。

4. 外部支持

公司股东背景很强，能够为公司在广州区域保持竞争优势给予支持。

公司控股股东广州金控作为广州市政府产业整合资本运作平台，资本实力雄厚，业务范围涵盖金融领域多个子行业，截至2020年末，广州金控总资产7308.28亿元，所有者权益606.74亿元，2020年广州金控实现营业总收入206.78亿元，是国内排名靠前的金融控股集团。公司系广州市全资国有证券公司，在资金、品牌、客户渠道等方面均能获得股东及实际控制人较大支持。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：914401017315412818），截至2021年5月14日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2021年3月末，公司无对外担保情况；同期公司获得银行授信 399.60 亿元，已使用 107.86 亿元，融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构。

公司按照《公司法》《证券法》等相关法律法规的要求，不断完善法人治理结构，进一步建立健全了合规风控制度和内控管理体系，形成了股东大会、董事会、监事会和经营管理层相互分离、相互制衡的公司治理结构。

股东大会是公司的最高权力机构，股东大会由股东按照其持有的股份数行使表决权。公司严格按照《章程》等相关规定召集、召开股东大会，股东大会分为年度股东大会和临时股东大会，年度股东大会每年召开一次。

董事会是公司的常设决策机构，向股东大会报告工作，执行股东大会的决议，对股东大会负责。董事会由13名董事组成，其中独立董事5名。董事会分定期会议和临时会议，董事会每年至少召开2次会议。为强化董事会决策的科学性，确保董事会对经营管理层的有效监督，完善激励与约束机制，董事会下设薪酬与提名委员会、审计委员会、风险控制委员会、发展战略委员会等专门委员会，各专门委员会对董事会负责。公司董事会各专门委员会由董事组成，薪酬与提名委员会、审计委员会的负责人由独立董事担任。

监事会是公司的监察机构，负责对公司董事会和公司的经营活动行使监督职能，并向股东大会负责。监事会成员为3人，其中2人由股东大会选举产生，另外1人由公司职工推举代表担任，设监事会主席1人，由全体监事过半数选举通过产生；监事会分定期会议和临时会议，每年度至少召开2次定期会议，每6个月至少召开一次会议。监事可以提议召开临时监事会会议。

公司实行董事会领导下的总裁负责制。总裁由董事长提名、董事会聘任，任期三年，任期届满后可连聘连任；总裁负责公司的日常经营管理工作。公司设副总裁、财务总监、合规总监及董事会聘任的其他高级管理人员协助总裁工作。

2. 管理水平

公司不断完善内部控制体系，规范内部控制

制度,加强对各部门、分支机构的管控,针对出现的问题进行积极整改,但仍需进一步加强内控管理。

公司依据《企业内部控制规范》《证券公司内部控制指引》《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》《证券公司全面风险管理规范》等法律法规的精神及要求,建立了合规与风险管理的组织体系及公司《内部控制制度》《合规管理制度》《全面风险管理制度》等基本合规风险管理制度。

公司根据中国证监会《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》的有关要求,建立了“董事会-经营管理层-合规总监及合规部门-各部门及分支机构(合规管理岗)”多层次的合规管理体系,并相应明确了管理层、各部门及各分支机构的合规管理职责。公司设立合规总监负责监督公司执行内部管理制度和业务规则的合规性,监测和检查公司的合规状况和内部控制的有效性并对公司重大决策和主要业务活动进行合规审核。公司设立合规法律部、稽核部并在各部门、分支机构设立了合规管理岗,对公司运作过程中的各项风险进行监控、处置和报告,及时发现和控制日常经营风险。公司建立定期向董事、经营管理层汇报合规、风控、稽核等内控情况的工作机制,通过强化事前合规管理、事中风险控制和事后监督检查,健全完善以合规管理为基础、净资本风控指标为核心的全面风险管理体系,为公司各项业务的持续健康发展提供了重要保障。

公司建立了较为完善的管理制度体系,从公司基础制度到业务实操共细分为四个层面,全面确保公司规范化治理与保障证券业务的顺利开展。相关制度包括两方面内容:在公司治理层面,公司制度以章程为核心,通过构建三会议事规则、三重一大议事制度以及各项风险控制措施,搭配行政、合规、人力、计财等管理制度,确保公司合法经营、合规管理;在业务层面,公司紧贴业务需要,严格按照法律法规和监管要求,围绕投行、经纪、自营、资管等业务条线,制定了全面覆盖前中后台的业务规范制度体系,为公司各项业务持续规范发展提供了坚实的制度保障。

公司建立健全了风险管理的组织体系,公司设立“董事会(及下属风险控制委员会)、监事会-公司经营班子(总裁办公会)及下属风险管理委员会-风险管理监督部门及职能部门-一线业务部门及分支机构”的风险管理组织架构。公司董事会是公司风险管理的最高决策机构。董事会和董事会下属风险控制委员会按照《章程》及公司《全面风险管理制度》等规定履行风险控制职责。公司经营班子在董事会授权范围内全面负责公司经营层面的风险管理工作,对全面风险管理承担主要责任,公司指定或者任命1名高级管理人员负责全面风险管理工作,首席风险官不得兼任或者分管与其职责相冲突的职务或者部门。公司授权风险管理部牵头负责全面风险管理工作,履行风险管理职责,在首席风险官的领导下推动公司全面风险管理工作。稽核部负责督导各部门、各分支机构建立健全内部控制制度、风险控制措施和风险预警机制;对公司各业务、各部门全面风险管理职责的履行情况、公司主要业务的风险控制情况进行稽核审计,针对存在的问题,提出整改建议,跟踪整改落实情况。公司授权办公室统筹管理公司声誉风险。主动、有效地防范声誉风险和应对声誉事件,最大程度地减少对公司造成的损失和负面影响。在公司授权管理体系下,开展相关授权管理工作,严禁越权从事经营活动。合规法律部负责实施合规检查和监督工作,防范和控制合规风险;负责组织反洗钱工作,信息隔离管理;负责操作风险中合规及法务相关的风险管理工作。

2018年以来,公司及子公司万联天泽合计收到行政监管措施8次,主要涉及股票质押式回购、持续督导、尽职调查、业务开展等方面的问题。公司加强业务开展前的合规审核,严格按照公司有关制度,强化合规培训教育,提高合规风险意识。2018年以来,公司董事、监事和高级管理人员未有被证券期货监管机构、相关自律组织采取行政处罚或公开谴责,也无被财税、外汇和审计等部门处罚的记录。2018—2020年,公司的证监会分类评级分别为B类BBB级、B类BB级和B类BBB级,整体处于行业中游水平。

七、经营分析

1. 经营概况

得益于市场回暖以及各项业务积极发展，2018—2020年，公司营业收入和利润总额均呈持续增长态势；业务结构较为稳定，以证券经纪业务收入和证券投资与交易业务收入为主；2021年第一季度，受市场整体行情影响，公司营业收入较上年同期略有下降。

公司主要业务板块包括证券经纪业务、投资银行业务、证券投资与交易业务、信用业务和资产管理业务等。2018—2020年，公司营业收入呈持续增长态势，年均复合增长23.97%；同期，公司利润总额呈持续增长态势，年均复合增长55.45%。2020年，公司实现营业收入17.05亿元，同比增长26.83%；利润总额为7.88亿元，同比增长48.03%；净利润6.08亿元，同比增长47.96%，

主要系2020年市场行情回暖，公司经纪业务、证券投资与交易业务收入增长所致，收入增速略低于行业平均水平，但净利润增速明显高于行业平均。

从收入结构来看，公司营业收入以证券经纪业务收入和证券投资与交易业务收入为主，2018—2020年，证券经纪业务收入年均复合增长33.64%，占公司营业收入的比重呈持续上升态势；公司投资银行业务收入年均复合增长9.11%，2020年占公司营业收入的比重有所下降；公司证券投资与交易业务年均复合增长55.03%，占营业收入的比重呈持续上升态势，2020年成为公司第一大收入来源；公司资产管理业务收入年均复合下降41.80%，占营业收入的比重呈持续下降态势。2018—2020年，公司信用业务收入年均复合下降8.33%，占营业收入的比重呈持续下降态势。

表5 公司营业收入结构 单位：亿元、%

业务类型	2018年		2019年		2020年		2021年1—3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	3.41	30.70	4.50	33.47	6.09	35.73	1.44	33.75
投资银行业务	1.05	9.51	1.28	9.51	1.25	7.36	0.46	10.83
证券投资与交易业务	3.00	27.02	5.05	37.58	7.21	42.30	1.31	30.56
资产管理业务	1.24	11.15	0.56	4.18	0.42	2.46	0.55	12.82
信用业务	2.38	21.43	1.98	14.72	2.00	11.74	0.51	11.83
其他业务	0.03	0.29	0.09	0.64	0.08	0.48	0.01	0.30
抵销	-0.01	-0.11	-0.01	-0.09	-0.01	-0.07	-0.00	-0.09
合计	11.09	100.00	13.44	100.00	17.05	100.00	4.27	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2021年1—3月，公司实现营业收入4.27亿元，同比下降0.93%；利润总额2.06亿元，同比下降8.04%。公司收入仍然以证券经纪业务和证券投资与交易业务为主，占比均超过30%，另外资产管理业务收入超过上年全年水平，占比提升至12.82%。

2. 业务运营

(1) 经纪及财富管理业务

公司经纪业务网点实现全国布局，其中广东省内具有一定优势，受市场行情回暖影响，2018—2020年，公司代理买卖证券金额和收入均呈持

续增长态势，经纪业务收入处于行业中游。证券公司经纪业务收入易受市场行情波动影响，收入存在不确定性。

公司证券经纪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”的基础策略，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，截至2021年3月末，公司分支机构总数77家，包括证券营业部合计66家，其中广东省有29家，公司分支机构共覆盖全国24个省市地区，包括北京、天津、上海、重庆等国内主要城市。

同时,公司在线下渠道,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和渠道的优化,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,提升业务线上化率。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。

证券经纪业务收入是公司收入的主要来源之一,2018—2020年,公司证券经纪业务收入持续上升,年均复合增长33.64%,主要系市场行情回暖,成交量上升所致。2018—2019年,公司证券经纪业务收入行业排名分别为第54名和第52名,处于行业中游水平。

2018—2020年,公司代理买卖证券金额呈增长态势,年均复合增长28.17%,主要系市场行情整体回暖所致。2020年,公司代理买卖证券业务规模为2.30万亿元,同比增长33.72%;其中,代理股票交易量总额为1.50万亿元,同比增长44.23%;代理基金交易量总额为0.09万亿元,同比上升28.57%;代理债券(含回购)交易量总额为0.70万亿元,较上年增长14.75%。

2018—2020年,公司代理买卖证券业务平均佣金率分别为0.2985‰、0.2975‰和0.2795‰,佣金水平小幅下降,符合行业趋势。

2021年1—3月,公司代理买卖证券业务规模

为0.58万亿元;其中,代理股票交易量总额为0.35万亿元;代理基金交易量总额为0.06万亿元;代理债券(含回购)交易量总额为0.17万亿元。

(2) 投资银行业务

公司投资银行业务发展较为平稳,但整体竞争力一般,以债券承销业务为主,目前投行储备项目较为充足。

公司的投资银行业务主要包括证券承销与保荐业务和其他财务顾问业务等。2018—2020年,公司实现投资银行业务收入分别为1.05亿元、1.28亿元和1.25亿元。2018—2019年,公司投资银行业务行业排名分别为66位和69位,竞争力一般。

证券承销与保荐方面主要分为股权类业务和债券类业务。股权项目方面,2018—2020年,公司共完成了1家首次公开发行项目(含分销)、1家精选层公开发行项目、3个再融资项目(含分销)。2018—2020年,股权承销金额分别为2.71亿元、5.23亿元和12.85亿元,股权项目金额呈持续增长态势;债权项目方面,2018—2020年,分别完成24支、23支和35支债券发行项目,承销金额分别为89.30亿元、77.51亿元和118.66亿元,呈波动增长态势;财务顾问业务方面,2018—2020年,先后为乳山市国有资本运营有限公司中期票据项目等7家公司提供财务顾问及独立服务等,2020年公司共为4家上市公司提供财务顾问服务。

表6 公司投行业务情况表 单位:家、笔、亿元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
承销IPO家数	1	0	0	0
主承销精选层挂牌家数	0	0	1	0
主承销再融资家数	0	1	1	1
主承销债券笔数	24	23	35	11
主承销债券金额	89.30	77.51	118.66	44.90
投资银行业务收入	1.05	1.28	1.25	0.46

注:债券承销统计口径包含公司债、企业债、ABS、非政策性金融债,IPO与债券承销均包括分销数据;
资料来源:公司提供,联合资信整理

从投行项目储备来看,截至2021年3月末,公司已立项处于承做阶段的项目47个(含IPO主承销3个、债券承销43个、精选层挂牌1个);已拿批文待发行项目(含部分发行项目)22个(含

债券22个、再融资0个),较上年年末有所增长。

(3) 证券投资与交易业务

2018—2020年末,公司证券投资与交易业务

规模呈持续增长态势；投资结构以债券投资为主且主要投资于高等级债券，收入持续增长；但由于证券投资与交易业务受市场行情影响较大，未来收入增长仍存在不确定性因素。

2018—2020年，公司证券投资与交易业务分别实现收入3.00亿元、5.05亿元和7.21亿元，年均复合增长55.03%，主要系公司投资规模增加和债券投资收益增加所致。

2018—2020年末，公司证券投资与交易业务规模分别为160.62亿元、178.40亿元和239.49亿元，年均复合增长22.11%，主要系公司加大债券投资规模所致。公司证券投资与交易业务主要以债券投资为主。截至2020年末，公司债券投资规模213.09亿元，较上年末增长32.34%，占证券投资与交易业务的比重为88.98%，较上年末小幅下降1.28个百分点，其中信用债投资金额152.84亿元，以AA及以上债券为主，共计占比99.21%，其中AAA占比58.48%，AA+占比32.34%，AA占比8.39%；基金投资规模2.41亿元，较上年末下降26.52%，占证券投资与交易业务的比重较上年末下降0.83个百分点；股票投资与其他投资规模均

较上年末有所增长，分别增长了65.26%和72.10%，占比较上年末分别上升了0.52和1.59个百分点。

截至2021年3月末，公司证券投资与交易业务规模237.56亿元，较上年末微幅下降0.81%。其中，债券投资规模190.29亿元，较上年末下降10.70%，占证券投资与交易业务总额的比重为80.10%，较年初下降8.88个百分点；其他投资规模36.87亿元，较上年末大幅增长112.75%，主要系投资资产管理计划规模增长所致，股票和基金投资规模较上年变动较小。

截至2021年3月末，公司债券投资业务出现违约风险的债券共4只，本金合计1.60亿元，计提减值准备1.59亿元，减值计提基本覆盖。公司对已暴露风险的债券投资积极通过法律手段进行清收处置工作。

截至2021年3月末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为13.78%，自营非权益类证券及其衍生品/净资本222.48%，均符合监管指标要求。

表7 公司证券投资与交易业务情况表 单位：亿元、%

项目	2018年		2019年		2020年		2021年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	145.30	90.46	161.02	90.26	213.09	88.98	190.29	80.10
股票	2.75	1.71	4.03	2.26	6.66	2.78	7.64	3.21
基金	6.75	4.20	3.28	1.84	2.41	1.01	2.77	1.16
其他	5.83	3.63	10.07	5.64	17.33	7.23	36.87	15.53
合计	160.62	100.00	178.40	100.00	239.49	100.00	237.56	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

（4）资产管理业务

受资管新规影响，2018—2020年末公司资产管理业务规模和收入持续下降，但主动管理规模持续大幅增长。

公司资产管理业务主要包括定向/单一资产管理和集合资产管理业务，资产支持专项资产管理业务规模较小。2018—2020年，公司资产管理业务分部营业收入年均复合下降41.80%，主要系公司根据资管新规及配套细则的相关过渡期要求，以自有资金投入推进大集合产品在过渡期的

规范整改，由此2019年和2020年分别产生损失1.26亿元和1.57亿元。剔除上述因素影响，公司2019年和2020年实现资产管理业务分部营业收入为1.82亿元和1.99亿元，年复合增长9.34%。

2019年以来，公司资管业务顺应资管新规的要求，将主动管理业务定位为资管业务发展的核心竞争力，主动去通道，加大主动管理业务布局，形成了以固定收益、主动权益、量化、资产证券化等多元化投研体系。

2018—2020年末，公司资产管理业务规模呈

持续下降态势，年均复合下降27.52%，主要系公司主动去通道所致；截至2020年末，公司资产管理业务规模276.21亿元，较上年末下降12.73%。其中，集合资产管理业务和资产支持专项资产管理业务占比逐年增加；定向/单一资产管理业务

占比逐年下降。按主、被动管理划分，主动管理规模和占比均持续大幅增长。

截至2021年3月末，公司资产管理业务规模262.74亿元，较上年末小幅下降4.88%，构成变动不大。

表 8 2018 - 2020 年末及 2021 年 3 月末母公司资产管理业务规模情况 单位：亿元、%

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
集合资产管理业务	87.46	16.64	129.14	40.80	135.55	49.07	130.96	49.84
定向/单一资产管理业务	438.29	83.36	182.76	57.74	102.72	37.19	97.62	37.15
资产支持专项资产管理业务	0.00	0.00	4.60	1.46	37.94	13.74	34.16	13.00
合计	525.75	100.00	316.50	100.00	276.21	100.00	262.74	100.00
主动管理业务	123.44	23.48	168.49	53.24	234.24	84.81	223.60	85.10
被动管理业务	402.31	76.52	148.01	46.76	41.97	15.19	39.14	14.90

资料来源：公司提供，联合资信整理

(5) 信用业务

公司信用业务以融资融券业务为主，业务规模和收入整体呈增长态势；2018年以来，公司股票质押业务规模有所波动，且出现部分违约项目，需要关注其后续处置情况。

公司信用类业务主要包括融资融券业务和股票质押式回购业务。2019年11月，公司因开展股票质押式回购交易业务过程中，对融入方尽职调查存在较大缺陷的问题，被上海证券交易所和深圳证券交易所处以暂停新增股票质押回购交易（限于新增初始交易）权限3个月的纪律处分。目前公司股票质押式回购业务交易权限限制已

解除，业务开展恢复正常。

融资融券业务方面，2018—2020年末，公司融资融券账户余额持续增长，年均复合增长33.85%；截至2020年末，公司融资融券业务余额57.04亿元，较上年末增长44.22%，主要系市场行情回暖所致；2020年公司实现融资融券业务利息收入3.17亿元，同比增长31.54%，收入增幅不及规模增幅主要系融资融券费率下降所致。2018—2020年公司融资融券业务平均担保比例为218.62%、268.16%和273.86%，抵押物整体较为充足。

表 9 2018 - 2020 年及 2021 年 3 月末公司信用业务情况 单位：户、亿元、%

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
融资融券账户数目	21314	22768	24508	24859
融资融券账户余额	31.84	39.55	57.04	60.48
融资融券利息收入	2.77	2.41	3.17	0.93
股票质押账户余额	9.40	11.58	9.36	7.61
股票质押回购利息收入	0.92	1.02	0.79	0.16
信用业务杠杆率	38.38	46.03	58.35	59.98

资料来源：公司提供，联合资信整理

股票质押式回购业务方面，2018—2020年末，公司股票质押账户余额呈波动下降态势，年均复合下降0.21%；截至2020年末，股票质押式回购业务的融资余额为9.36亿元，较上年末下降19.17%；2020年公司实现股票质押回购利息收入

0.79亿元，同比下降22.55%，主要系股票质押业务规模减少所致。

截至2021年3月末，公司融资融券账户24859户，融资融券账户余额60.48亿元，较上年末增长6.03%，公司股票质押账户余额7.61亿元，较上年

末下降18.70%。

2018—2021年3月末，公司信用业务杠杆率持续增长，主要系融资融券业务规模持续增长所致，但整体水平适中。

截至2021年3月末，公司信用业务风险资产余额合计3.23亿元，其中，融资融券风险余额0.70亿元，涉及重大风险账户共计6户，累计计提减值准备0.70亿元；股票质押式回购风险余额2.53亿元，涉及违约客户共计3户，累计计提减值准备0.51亿元。目前已与部分融资融券风险客户协商归还，剩余拟通过司法手段追偿，需关注信用业务的相关违约风险及风险项目处置情况。

子公司业务开展规模较小，对公司收入利润贡献有限。

万联天泽是公司设立的全资私募投资基金子公司，成立于2015年12月16日，注册地为广州市，注册资本10.00亿元，经营范围包括：股权投资；受托管理股权投资基金（具体经营项目以金融管理部门核发批文为准）；企业自有资金投资；投资咨询服务；企业财务咨询服务。2020年，万联天泽营业收入0.20亿元，净利润0.07亿元。截至2021年3月末，万联天泽总资产3.07亿元，净资产2.31亿元。

万联广生是公司设立的全资另类投资子公司，成立于2018年8月22日，注册地为广州市，注册资本5.00亿元，经营范围包括：风险投资；投资咨询服务；项目投资（不含许可经营项目，法律法规禁止经营的项目不得经营）；企业自有资金投资。万联广生以长期价值成长投资为主进行股权投资、风险投资。2020年，万联广生营业收入0.34亿元，净利润0.21亿元。截至2021年3月末，万联广生总资产5.34亿元，净资产5.19亿元。

3. 未来发展

公司制定了较为清晰的经营目标和相应的业务经营计划，符合自身情况和发展需要。

2021年，公司资本市场深化改革的进程将持续推进，证券行业也同时迎来战略机遇期。公司沿用创新发展思路推进转型，改善业务结构及盈利能力，提升服务水平和风险管控能力及公司综

合实力，主要致力于八个方面：一是不断拓宽融资渠道、持续扩充资本实力；二是以科技化战略作为核心驱动力，通过技术手段全面推动公司信息化、数字化；三是大力发展机构经纪业务，推进财富管理转型；四是发挥“身份”“区位”优势，实施差异化特色化的投行业务发展战略；五是进一步充实“大资管”的业务平台基础，成立资产管理子公司，申请公募基金牌照；六是提高投研能力，拓展投研视野，加强投研转化，为各业务条线提供研究支持；七是加大人才引进，构建科学人才机制，全面提升人才素质；八是完善合规风控体系、提升运营管理效率。

八、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理制度，有效地支撑了各项业务稳步运行。

公司严格按照《证券公司内部控制指引》《证券公司全面风险管理规范》《公司章程》等内外规的要求及自身风险管理的需要，制定了《全面风险管理制度》《流动性风险管理办法》《市场风险管理办法》《信用风险管理办法》《操作风险管理办法》《声誉风险管理办法》等基本制度，并针对各业务制定了相应的风险管理规定。将各类型及各业务的风险管理流程、风险计量与评估、风险管理措施、风险报告要求予以明确并在日常贯彻实施，公司对各类型风险管理情况如下：

1. 市场风险管理

公司根据业务特点建立内部权责明确、相互制衡的岗位职责和全面、合理的风险管理机制，并针对主要风险环节制定风险控制流程，包括但不限于：部门市场风险管理组织架构和职责、风险识别与评估、风控指标与监测、风控措施、报告与监督等方面。风险管理部负责公司总体市场风险管理职责，监督相关业务部门市场风险管理情况。

公司对市场风险实行限额管理并进行持续评估和监控，制定各类各级限额的内部审批程序，对超限额情况制定监控和处理程序，风险限额包

括(但不限于)敞口限额、集中度、风险价值(VAR)限额等。公司建立市场风险的压力测试机制,对于基准利率大幅变动、主要货币汇率大幅波动、证券期货市场大幅波动等压力测试情境下的市场风险进行测试,并制定应急处理方案。

2. 信用风险管理

公司建立了信用风险内部评级体系,风险管理部为内评体系的牵头部门,负责公司层面的内评体系建设及管理工作。公司根据不同行业信用风险特征,搭建了行业内评模型,并通过内评模型对发行人及交易对手进行信用评级,通过业务授权限定投资品种和交易对手的最低等级要求以及集中度限额,并通过监测预警、风险排查等手段持续跟踪评估发行人和交易对手信用风险状况,对发现的风险债券及交易对手加强后续处置来管理信用风险。

公司对信用风险采用限额管理,包括集中度限额、业务规模限额等。风险管理部会同业务机构和相关职能部门对信用风险限额的分配进行评估,业务机构根据分配的信用风险限额监控交易对手和发行人的风险状况。

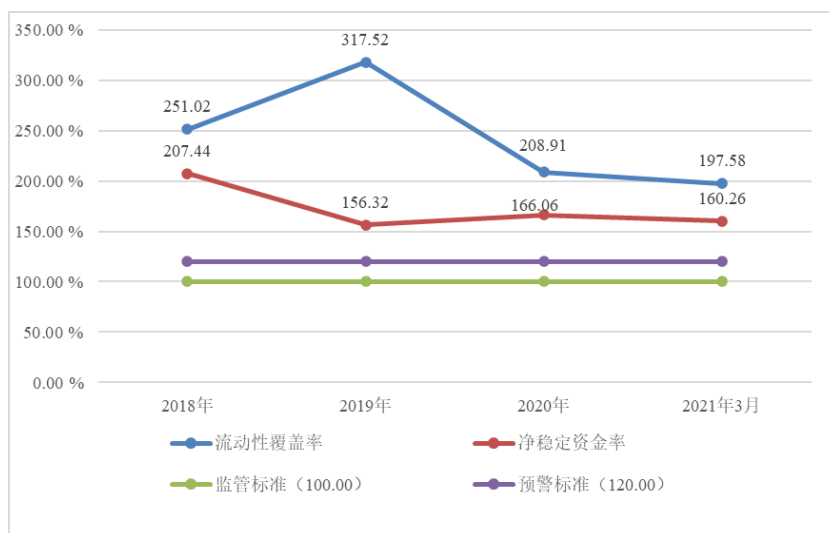
3. 流动性风险管理

公司制定流动性风险管理机制和流程,统筹公司资金来源与融资管理,协调安排公司资金需求,开展现金流管理,监控优质流动性资产状况;根据《证券公司流动性风险管理指引》的要求,至少每半年组织开展一次流动性风险压力测试;组织流动性风险应急计划制定、演练和评估;监测流动性风险限额执行情况,及时报告超限额情况;定期向首席风险官报告流动性风险水平、管理状况及其重大变化。

公司根据公司流动性风险状况,采用流动性覆盖率、现金缺口分析、日内流动性规模等风险限额管理公司短期及日内流动性风险,并建立相应的监控与分级预警机制。公司建立流动性风险的压力测试机制,对于重大对外投资与收购、现金分红、融资渠道受阻等压力测试场景下的公司流动性进行测试。此外,公司还根据流动性评估情况建立流动性储备以及应急融资计划,确保公司在常规及压力场景下的流动性。

2018—2020年末及2021年3月末,公司流动性覆盖率及净稳定资金率均处于预警标准以上,流动性指标表现较好。

图4 公司流动性指标情况 单位: %



资料来源: 公司风险控制指标报表, 联合资信整理

4. 操作风险管理

公司操作风险管理体系覆盖各个部门、分支机构和全体工作人员,嵌入到业务流程和操作环

节,并贯穿决策、执行、监督全过程。公司在组织架构、岗位设置、权责分配、业务流程等方面,通过适当的职责分工、授权和分级审批等机制,

形成合理制约和有效监督。公司各部门职责分工明确，职能适当分离，建立关键岗位轮岗、强制休假和离岗审计制度，重要业务操作实行双人负责制；公司强化系统风控功能，通过权限控制、限额参数、流程固化、操作提示等功能，固化操作风险控制措施。

公司通过定性评估和定量分析的方法开展操作风险管理工作。公司正在组织业务部门分批开展操作风险与控制自我评估（RCSA）；每年将关键风险指标（KRI）相关情况报告高级管理层。各部门负责收集和分析本部门操作风险事件和损失数据并及时向风险管理部报告，以开展损失数据收集工作（LDC）。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年审计报告，均由德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均被出具了无保留的审计意见，公司提供的2021年1—3月的财务报表未经审计。

2017年，财政部颁布了修订的《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号——金融资产转移》《企业会计准则第24号——套期保值》以及《企业会计准则第37号——金融工具列报》。公司自2019年1月1日开始按照新修订的上述准则进行会计处理，根据衔接规定，对可比期间信息不予调整，首日执行新准则与现行准则的差异追溯调整报告期期初未分配利润或其他综合收益。

2018年—2020年末及2021年3月末，公司合并范围变动不大；本报告所用2018/2019年数据采用2019/2020年上期数/期初数据，公司财务报表可比性强。

截至2020年末，公司资产总额443.27亿元，其中客户资金存款71.94亿元，客户备付金11.14亿元；负债总额330.62亿元，其中代理买卖证券款80.96亿元；所有者权益（全部为归属于母公司的所有者权益）合计112.64亿元；母公司口径净资产98.17亿元。2020年，公司实现营业收入17.05亿元，利润总额7.88亿元，净利润（全部为归属

于母公司所有者的净利润）6.08亿元；经营活动产生的现金流量净额-23.50亿元，现金及现金等价物净增加额5.07亿元。

截至2021年3月末，公司资产总额442.80亿元，其中客户资金存款66.83亿元，客户备付金11.46亿元；负债总额328.75亿元，其中代理买卖证券款76.65亿元；所有者权益（全部为归属于母公司的所有者权益）合计114.05亿元；母公司口径净资产97.16亿元。2021年1—3月，公司实现营业收入4.27亿元，利润总额2.06亿元，净利润（全部为归属于母公司所有者的净利润）1.59亿元。经营活动产生的现金流量净额8.86亿元，现金及现金等价物净增加额3.78亿元。

2. 资金来源与流动性

近年来，公司负债规模持续增长，但杠杆水平仍属一般；债务结构偏短期，存在一定的流动性压力。

2018—2020年末，公司负债总额呈持续增长态势，年均复合增长24.72%。截至2020年末，负债总额330.62亿元，较年初增长35.28%，主要系卖出回购金融资产款、应付债券和代理买卖证券款及交易性金融负债增长所致；公司自有负债222.61亿元，较年初增长29.80%，占负债总额的67.33%，较年初下降2.84个百分点，其中卖出回购金融资产款占比54.49%，拆入资金占比7.20%，应付债券占比19.68%。

2018—2020年末，公司卖出回购金融资产款呈持续增长态势，年均复合增长15.57%。截至2020年末，卖出回购金融资产款121.29亿元，较年初增长9.91%，主要系公司扩大债券正回购业务规模和融资融券收益权转让规模增长所致。

2018—2020年末，公司拆入资金波动减少，年均复合减少40.66%。主要系公司根据固定收益业务发展减少了拆入资金所致。截至2020年末，拆入资金16.02亿元，较上年末增长28.06%，主要系增加了转融通融入资金所致，拆入资金的剩余期限均小于6个月。

2018—2020年，公司应付债券呈持续增长

态势，年均复合增长 41.13%。截至 2020 年末，应付债券 43.82 亿元，较年初增长 22.44%，主要系 2020 年新增发行 8 期期限超过一年的长期收益凭证所致，未到期的长期收益凭证年利率区间为 3.38%~5.00%，较上年有所下降。

负债指标方面，2018—2020 年，公司自有资产负债率分别为 61.06%、61.03%和 66.40%，呈波动增长态势，杠杆水平有所上升，但仍属一般水平。

截至 2020 年末，公司净资本/负债和净资产

/负债指标分别较年初下降 7.06 个百分点和 8.07 个百分点，仍符合行业监管标准。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额 328.75 亿元，较上年末减少 0.57%，负债结构基本无变动。公司净资本/负债和净资产/负债分别较上年末下降 4.61 和 4.19 个百分点；有息债务方面，截至 2021 年 3 月末，公司全部债务规模 245.24 亿元，较年初增长 0.95%，变动不大。从期限结构看，公司一年以内到期债务占比 87.98%，占比较高，面临一定短期偿还压力。

表 10 公司负债情况 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
自有负债	166.15	171.50	222.61	/
其中：卖出回购金融资产款	90.81	110.35	121.29	131.32
拆入资金	45.50	12.51	16.02	13.73
应付债券	22.00	35.79	43.82	48.67
非自有负债	46.41	72.90	108.01	/
其中：代理买卖证券款	46.17	70.41	80.96	76.65
负债总额	212.56	244.40	330.62	328.75
全部债务	159.55	168.09	242.94	245.24
其中：短期债务	137.55	132.30	199.12	196.58
长期债务	22.00	35.79	43.82	48.67
自有资产负债率	61.06	61.03	66.40	/
净资本/负债	57.72	56.30	49.24	44.63
净资产/负债	63.81	64.40	56.33	52.14

资料来源：公司财务报表和监管报表，联合资信整理

表 11 截至 2021 年 3 月末公司全部债务偿还期限结构

单位：亿元、%

到期期限	1 年以内	1~5 年	5 年以上	合计
金额	215.76	29.48	--	245.24
占比	87.98	12.02	--	100.00

注：债务口径包含利息，不包含代理买卖证券款及应付款项
资料来源：公司提供

2018 年以来，公司资产规模持续增长，资产以自有资产为主；资产构成以融出资金、交易性金融资产、其他债权投资为主；优质流动性资产占比较高，资产流动性较好。

2018—2020 年末，公司资产总额呈持续增长态势，年均复合增长 17.96%。截至 2020 年末，公司自有资产 335.26 亿元，较上年末增长 95.49%，占总资产的比重为 75.63%，较上年末下降 3.77 个百分点。截至 2020 年末，公司优质

流动性资产 66.11 亿元，较年初下降 2.39%；2018—2020 年末，公司优质流动性资产占总资产的比重持续下降，但仍处于较好水平。

截至 2020 年末，公司资产主要由其他债权投资（占比 27.61%）、货币资金（占比 20.08%）、交易性金融资产（占比 26.35%）、融出资金（占比 12.81%）构成。

2018—2020 年末，公司货币资金呈持续增长态势，年均复合增长 31.24%。截至 2020 年末，公司货币资金 89.00 亿元，较年初增长 5.98%，变动不大，其中基本均为银行存款。

公司受限资产主要为卖出回购业务形成的债券质押、融资融券出让收益权质押和结算备付金最低限额等。截至 2020 年末，公司受限资产 164.67 亿元，其中主要为卖出回购业务转让过户

或质押的债券（118.58 亿元）、债券借贷业务质押的债券（28.56 亿元）、为融资融券而设定质押的融资融券收益权（10.67 亿元）。

表 12 公司资产情况表 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
资产总额	318.54	353.89	443.27	442.80
其中：自有货币资金	15.46	25.60	17.05	23.94
自有结算备付金	5.34	7.43	9.06	10.74
融出资金	31.68	39.38	56.78	60.20
交易性金融资产	--	59.11	116.82	109.06
其他债权投资	--	119.00	122.37	128.20
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	36.28	--	--	--
可供出售金融资产	124.34	--	--	--
买入返售金融资产	42.12	18.96	21.68	14.07
自有资产	272.13	281.00	335.26	/
优质流动性资产	72.28	67.73	66.11	69.61
优质流动资产/总资产	26.56	24.25	21.21	21.01

注：优质流动性资产/总资产中分子分母均取自风控指标监管报表
 资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

2018—2020 年末，公司融出资金有所增长，年均复合增长 33.88%，主要系融资融券业务规模上升所致。截至 2020 年末，公司融出资金 56.78 亿元，较年初增长 44.20%，主要系两融业务规模扩大所致。从融出资金账龄来看，1 个月以内占比 31.17%，1~3 个月占比 15.14%，3~6 个月占比 26.21%，6 个月以上占比 27.48%，整体账龄较短；公司对融出资金共计计提减值准备 0.26 亿元，整体计提比例为 0.45%。

截至 2020 年末，公司交易性金融资产 116.82 亿元，较年初增长 97.64%，构成以债券为主，占比 77.66%，其余主要为股票、公募基金、证券公司资产管理计划、非上市公司股权投资，分别占比 5.70%、2.06%、10.76%和 2.18%。

截至 2020 年末，其他债权投资 122.37 亿元，较年初增长 2.83%，金融债、企业债、地方债、中期票据、公司债和其他分别占比 7.08%、33.11%、10.51%、28.79%、13.52%和 17.00%。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 442.80 亿元，较年初基本持平，资产结构基本无变动，公司优质流动性资产 69.61 亿元，较年初上升 5.29%，优质流动性资产占总资产的比重为 21.01%，较年初下降 0.2 个百分点，但仍处于较

好水平。

3. 资本充足性

公司所有者权益保持稳定，风险控制指标均持续优于监管标准，资本实力较强，资本充足性较好。

公司主要通过留存收益补充所有者权益。2018—2020 年末，公司所有者权益呈持续增长态势，年均复合增长 3.10%。截至 2020 年末，公司所有者权益合计 112.64 亿元，较年初增长 2.88%，公司所有者权益全部归属于母公司所有者。截至 2020 年末，公司所有者权益中，股本、资本公积和风险准备占比分别为 52.86%、31.90%和 7.34%，股本和资本公积占比较大，公司股东权益的稳定性较好；公司净资本 98.17 亿元，较年初增长 2.62%；风险覆盖率、资本杠杆率和净资本/净资产各项指标均持续优于各项监管预警标准。2019 年公司现金分红 1 亿元，2020 年公司现金分红 2.1 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 114.05 亿元，较上年末增长 1.25%，基本持平。截至 2021 年 3 月末，公司母公司口径核心净资本 93.66 亿元，变动不大；风险覆盖率、资本杠杆率和净资本/净资产均优于监管标准。

表 13 公司风险控制指标情况表 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	监管标准	预警指标
核心净资本	93.39	95.66	93.27	93.66	--	--
附属净资本	2.50	0.00	4.90	3.50	--	--
净资本	95.89	95.66	98.17	97.16	--	--
净资产	105.99	109.44	112.32	113.52	--	--
各项风险资本准备之和	26.92	26.40	37.98	39.40	--	--
风险覆盖率	356.19	362.31	258.45	246.59	≥100	≥120
资本杠杆率	33.96	33.75	28.13	25.96	≥8	≥9.6
净资本/净资产	90.46	87.41	87.41	85.59	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

4. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业收入呈持续增长态势；2020 年，受市场回暖影响，公司营业收入和利润均有所增长，盈利指标表现较好，盈利水平有所提升；2021 年一季度收入和利润水平较上年同期略有下降。

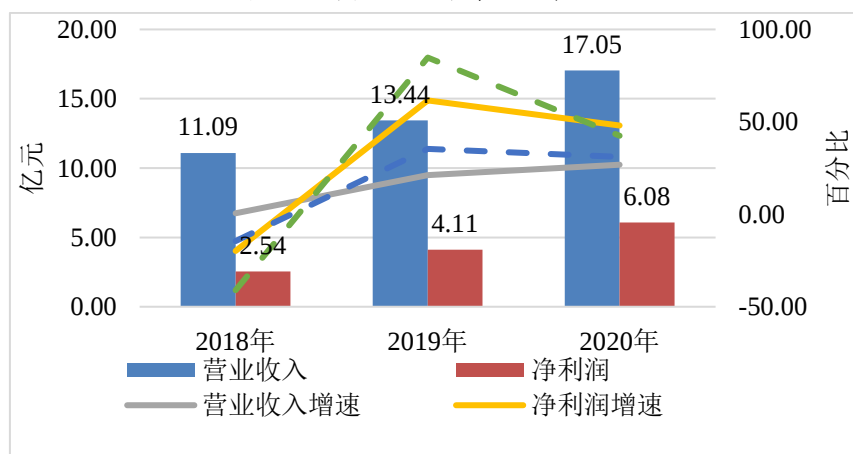
2018—2020 年，公司营业收入年均复合增长 23.97%，主要系投资收益大幅增长所致。营业收入中，手续费及佣金净收入是公司主要收入来源，2020 年贡献了 40.87% 的营业收入；利息净收入和投资收益 2020 年分别贡献 33.69% 和 32.19% 的营业收入，公允价值变动损失和汇兑损失共在营业收入中占比-7.55%。

2018—2020 年，公司营业支出呈持续增长态势，年均复合增长 8.05%。2019 年，公司营

业支出 8.12 亿元，较上年增长 3.74%，主要系业务及管理费大幅增长所致。2020 年，公司营业支出 9.14 亿元，较上年增长 12.53%，主要系业务及管理费增长所致。2020 年业务及管理费占营业支出的 95.97%，占比较上年增加 2.53 个百分点，2020 年业务及管理费支出 8.77 亿元，同比增长 15.58%，主要系职工薪酬增长所致；2020 年营业费用率为 51.43%，较上年末下降 5.01 个百分点。

从盈利指标来看，2018—2020 年，公司净利润年均复合增长 54.63%。2020 年，公司营业利润率 46.41%，较上年上升 6.81 个百分点；自有资产收益率 1.97%，较上年上升 0.49 个百分点；净资产收益率 5.47%，较上年上升 1.66 个百分点。2017—2018 年，公司专项合并净资产收益率分别排名行业第 59 位和第 38 位³。

图 5 公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

³ 2019 年公司“净利润”位于行业中位数以下，故证券业协会未披露公司 2019 年净资产收益率排名。

表 14 公司盈利指标 单位：%、名

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
营业费用率	57.40	56.44	51.43	47.51
薪酬收入比	34.19	37.97	36.10	/
营业利润率	29.46	39.60	46.41	48.09
自有资产收益率	1.06	1.49	1.97	/
净资产收益率	2.43	3.81	5.47	1.40

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2021 年 1-3 月，公司实现营业收入 4.27 亿元，较上年同期下降 0.93%；利润总额 2.06 亿元，同比下降 8.04%。公司证券投资与交易业务收入占比较上年同期有所下降，资产管理业务收入占比较上年同期有所上升，总体看，2021 年前一季度公司营业收入结构较 2020 年变化不大。

从同行业对比来看，2020 年公司自有资产收益率、净资产收益率略低于于样本平均水平，营业费用率略高于样本平均水平，盈利稳定性优于样本平均，自有资产负债率处于样本平均水平，公司整体盈利能力一般。

表 15 截至 2020 年末证券公司行业财务指标比较 单位：%

企业名称	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
国都证券	8.85	3.38	42.13	107.92	62.13
红塔证券	6.74	2.53	37.80	41.56	67.60
国联证券	6.30	2.12	56.52	61.41	70.82
上述样本企业平均值	7.30	2.68	45.48	70.30	66.85
万联证券	5.47	1.97	51.43	42.16	66.40

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月末，公司涉及某基金标的 1292 万元的合同纠纷案，但公司仅为案涉基金产品的托管人及外包服务机构，并非相关债权债务法律关系的当事人。除此案外，公司不存在涉及金额占公司最近一期经审计净资产绝对值 10%以上，且绝对金额超过 1000 万元的重大诉讼、仲裁事项。

十、本期公司债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响一般，相关指标对本期债券本金的保障效果较好；同时考虑公司作为全国性综合类证券公司，股东背景很强，资本实力较强，具有较通畅的融资渠道等因素，本期债券的违约风险很低。

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

截至2020年末，公司自有负债合计为222.61亿元。本期拟公开发行人公司债券规模为不超过15亿元（含），考虑到本期公司债券主要用于偿还公司债务，因此本期公司债券的发行对公司现有债务规模影响一般。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以2019年末的财务数据为基础，按照公司发行15.00亿元公司债券估算净资产（母公司口径）、EBITDA、净利润和经营活动现金净流量对本期债券本金的保障倍数（详见下表）。

公司母公司口径净资产、EBITDA、净利润和经营活动现金净流量将对本期债券本金形成较好覆盖。考虑到公司是广州市市属国有控股的全国性综合类证券公司，业务牌照齐全，资本实力较强且公司拥有较通畅的直接和间接融资渠道，能够为本期债券提供较强的现金流保障，

公司对本期债券的偿还能力很强。

表 16 本期债券偿付能力指标 单位：倍

项目	2018 年	2019 年	2020 年
净资产（母公司口径）/本期债券本金	7.07	7.30	7.49
EBITDA/本期债券本金	0.55	0.74	0.96
净利润/本期债券本金	0.17	0.27	0.41
经营活动现金流量净额/本期债券本金	2.54	1.03	-1.57

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十一、结论

公司作为全国性综合类证券公司，股东背景很强。近年来，公司主要业务整体发展较好，营业收入持续增长；资本实力较强，资本较为充足，资产质量和流动性保持较好水平。

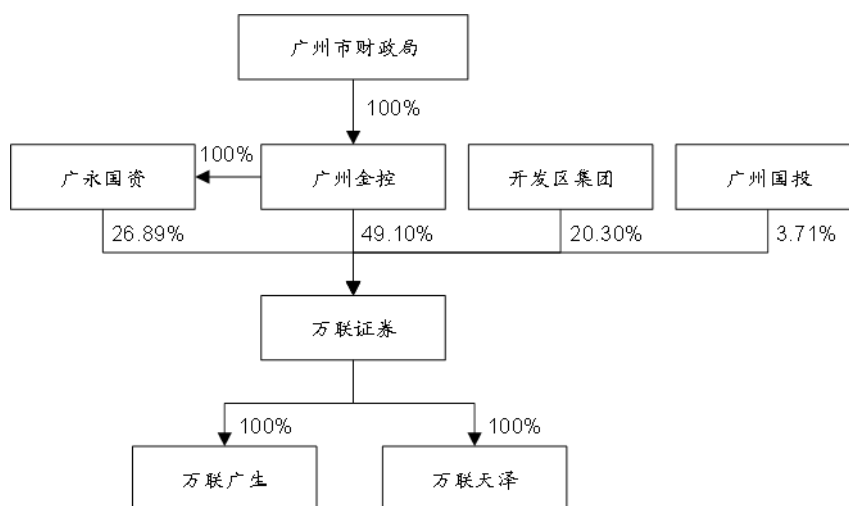
同时，联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响；公司债务中一年内到期的规模占比较大，需要持续加强资金流动性管理。

本期债券的发行对公司债务结构和规模影响一般，相关指标对本期债券本金的保障效果良好。

未来随着资本市场的持续发展、各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

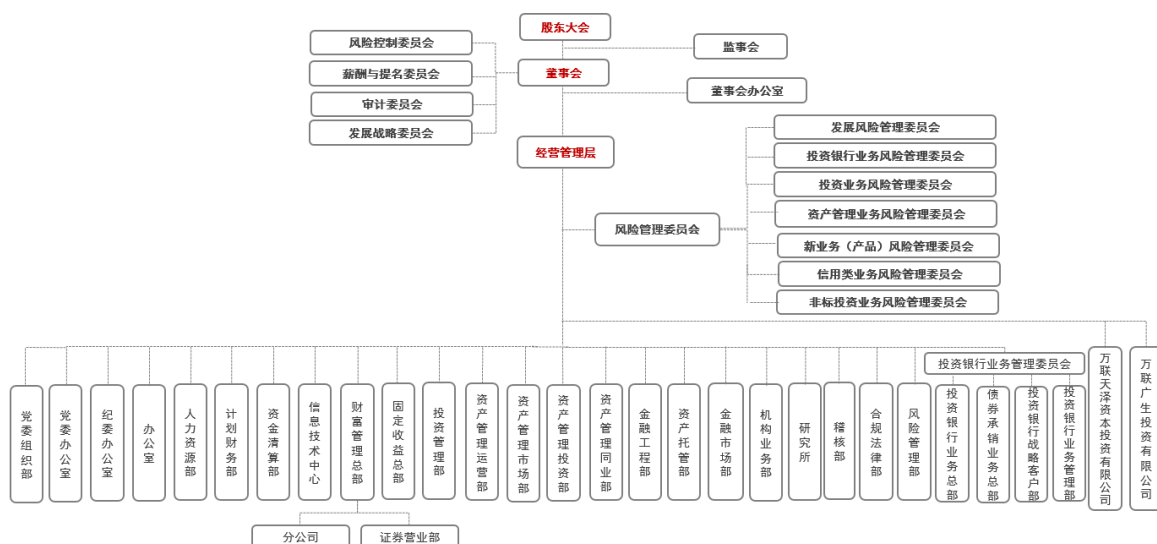
基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体违约风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末万联证券股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末万联证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
自有资产（亿元）	272.13	281.00	335.26	/
所有者权益（亿元）	105.98	109.49	112.64	114.05
自有负债（亿元）	166.15	171.50	222.61	/
自有资产负债率（%）	61.06	61.03	66.40	/
优质流动性资产/总资产（%）	26.56	24.25	21.21	21.01
营业收入（亿元）	11.09	13.44	17.05	4.27
利润总额（亿元）	3.26	5.32	7.88	2.06
营业利润率（%）	29.46	39.60	46.41	48.09
营业费用率（%）	57.40	56.44	51.43	47.51
薪酬收入比（%）	34.19	37.97	36.10	/
自有资产收益率（%）	1.06	1.49	1.97	/
净资产收益率（%）	2.43	3.81	5.47	1.40
净资本（亿元）	95.89	95.66	98.17	97.16
风险覆盖率（%）	356.19	362.31	258.45	246.59
资本杠杆率（%）	33.96	33.75	28.13	25.96
流动性覆盖率（%）	251.02	317.52	208.91	197.58
净稳定资金率（%）	207.44	156.32	166.06	160.26
信用业务杠杆率（%）	38.38	46.03	58.35	58.98
短期债务（亿元）	137.55	132.30	199.12	196.58
长期债务（亿元）	22.00	35.79	43.82	48.67
全部债务（亿元）	159.55	168.09	242.94	245.24
EBITDA/本期债券金额（倍）	0.55	0.74	0.96	/

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
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%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动资产/总资产	优质流动资产/总资产×100%; 优质流动资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

注: 短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+融入资金+交易性金融负债+卖出回购金融资产+其他负债科目中的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 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 万联证券股份有限公司 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年万联证券股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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，提供有关财务报告以及其他相关资料。万联证券股份有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对万联证券股份有限公司或本次（期）债项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、外部经营环境及本次（期）债项相关信息，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万联证券股份有限公司或本次（期）债项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万联证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送万联证券股份有限公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。