

万联证券股份有限公司
2025 年面向专业投资者
公开发行公司债券（第二期）
信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕1264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2025年面向专业投资者公开发行人公司债券（第二期）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AAA，万联证券股份有限公司2025年面向专业投资者公开发行人公司债券（第二期）信用等级为AAA，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：

二〇二五年四月三日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受万联证券股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

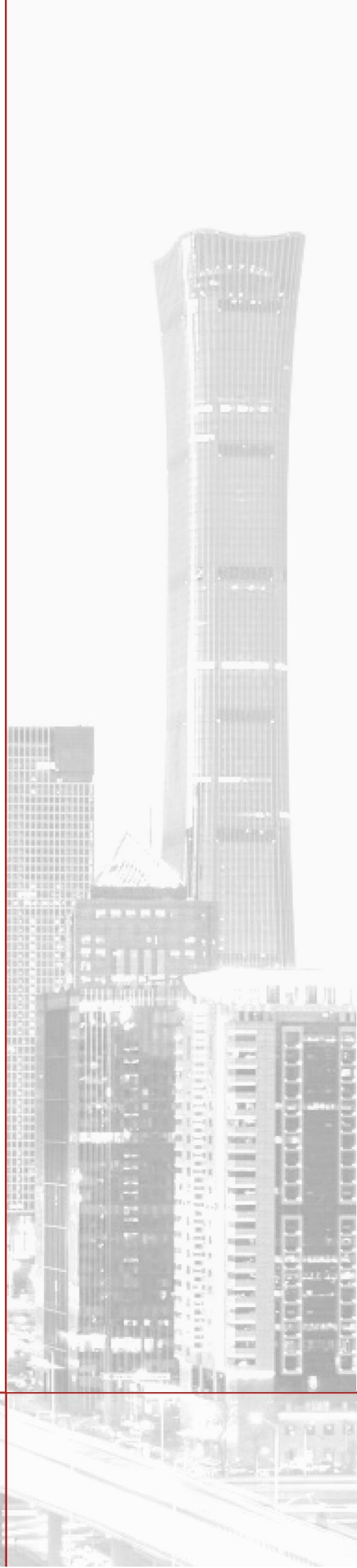
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



万联证券股份有限公司 2025 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/04/03

债项概况 本期债项发行规模为不超过 8.00 亿元，期限为 3 年；本期债项票面利率为固定利率，采用单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金，最后一期利息随本金的兑付一起支付；本期债项无担保；本期债项募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期债务。

评级观点 万联证券股份有限公司（以下简称“公司”）作为全国性综合类证券公司，股东背景很强，业务体系较为完整，多项业务排名居行业中游，业务竞争力较强；公司建立了较为规范的法人治理结构及风险管理体系，内控及风险管理水平较高。2021—2023 年，受证券市场波动的影响，公司营业收入和净利润均波动下降；2024 年 1—9 月，公司营业收入同比实现增长，整体盈利能力较强。截至 2024 年 9 月末，公司流动性指标表现很好，杠杆水平较低，但债务期限偏短；2024 年 10 月，公司获得股东增资 20.00 亿元，资本实力进一步提升，资本充足性较好。相较于公司现有债务规模，本期债项发行规模较小，主要财务指标对发行后全部债务的覆盖程度较发行前变动不大，仍属良好水平。

个体调整：无。

外部支持调整：公司控股股东广州金融控股集团有限公司（以下简称“广州金控”）为广州市核心国有金融控股平台，综合实力很强，可为公司资金补充、业务资源等方面提供较大支持。

评级展望 未来，随着资本市场的持续发展、各项业务的推进以及股东持续支持，公司业务规模有望进一步增长，整体竞争实力有望进一步增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司资产质量恶化，预计资产质量将持续下降或资产减值计提严重不足；公司发生重大风险、合规事件或治理内控问题，预期对公司业务开展、融资能力等造成严重影响；公司流动性管理压力显著加大或流动性出现问题。

优势

- **股东综合实力很强，对公司支持力度较大。**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，综合实力很强，业务范围涵盖金融领域多个子行业，可在资金补充、项目资源、人力资源等方面给予公司较大支持。2024 年 10 月，公司获 20.00 亿元增资，控股股东广州金控仍为最主要出资方，体现出控股股东对公司经营状况的认可和未来发展的信心。
- **业务综合竞争力较强，经营情况较好。**2021 年以来，公司业务整体处于行业中游水平，综合竞争力较强，盈利指标处于行业内较好水平，2023 年以来，公司营业收入和各级利润同比均实现增长，整体经营状况较好。
- **资本实力较强，财务表现较为稳健。**截至 2024 年 9 月末，公司净资本 93.24 亿元，资本实力较强，2024 年 10 月完成 20.00 亿元增资，资本实力进一步加强，整体资本充足性较好，流动性指标表现很好。

关注

- **公司业务易受经营环境变化影响。**经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策调整等因素可能对公司经营带来不利影响。
- **短期债务占比高，存在一定流动性压力。**公司一年内到期的债务占比高，面临一定的短期集中偿还压力，需对短期流动性管理情况保持关注。
- **市场信用风险上升带来的风险暴露增加。**近年来市场上信用风险事件多发，公司持有较大规模的固定收益类证券及信用业务债权，面临一定的信用风险和市场风险。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 证券公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		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	2
		流动性		1
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动

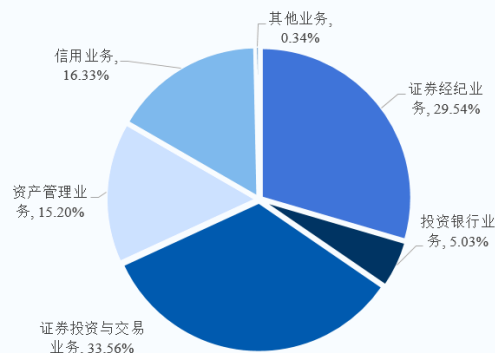
外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动

主要财务数据

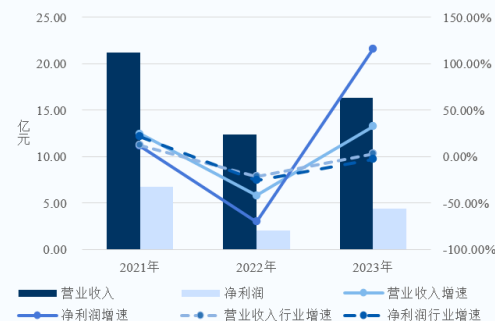
合并口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
资产总额（亿元）	448.21	471.15	490.77	565.85
自有资产（亿元）	342.67	364.36	376.04	/
自有负债（亿元）	225.99	250.77	257.31	/
所有者权益（亿元）	116.69	113.59	118.73	122.16
自有资产负债率（%）	65.95	68.82	68.43	/
营业收入（亿元）	21.22	12.33	16.30	14.01
利润总额（亿元）	8.81	2.28	5.42	6.46
营业利润率（%）	41.55	18.49	33.40	45.86
营业费用率（%）	50.29	73.16	65.05	53.65
薪酬收入比（%）	35.06	46.71	44.60	/
自有资产收益率（%）	2.00	0.58	1.18	/
净资产收益率（%）	5.91	1.77	3.77	4.43
盈利稳定性（%）	20.11	45.65	48.51	--
短期债务（亿元）	173.38	221.16	248.35	/
长期债务（亿元）	54.84	37.29	30.14	/
全部债务（亿元）	228.22	258.45	278.49	/
短期债务占比（%）	75.97	85.57	89.18	/
信用业务杠杆率（%）	63.78	54.23	58.54	/
优质流动性资产（亿元）	103.96	109.71	140.37	/
优质流动性资产/总资产（%）	31.62	31.12	39.24	/
净资本（亿元）	98.04	90.41	90.96	93.24
净资本/净资产（%）	84.70	80.69	78.17	78.62
净资本/负债（%）	46.02	37.60	37.68	33.38
净资产/负债（%）	54.34	46.60	48.19	42.46
风险覆盖率（%）	250.15	209.30	273.15	304.16
资本杠杆率（%）	26.56	22.80	22.14	20.65
流动性覆盖率（%）	177.83	153.69	184.63	156.85
净稳定资金率（%）	184.48	171.40	153.25	163.42

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；2. 本报告涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径；3. 2024 年前三季度数据未经审计，相关指标未经年化处理；4. 本报告中“/”表示未获取到相关数据，“--”表述相关指标不适用
资料来源：联合资信根据公司财务报表及定期报告整理

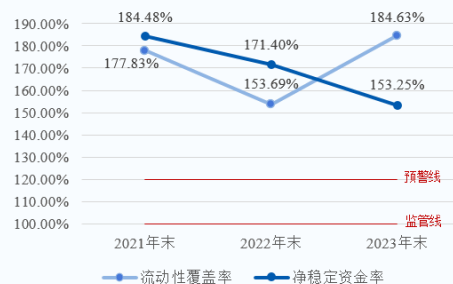
2023 年公司收入构成



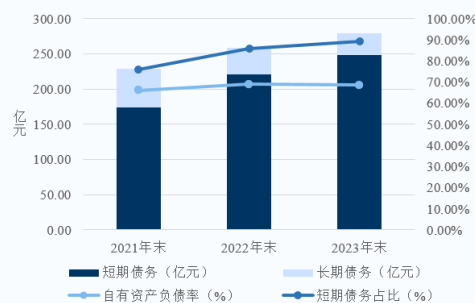
公司营业收入及净利润情况



公司流动性指标



公司债务及杠杆水平



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	净资本 (亿元)	净资产收益率 (%)	盈利稳定性 (%)	流动性覆盖率 (%)	净稳定资金率 (%)	风险覆盖率 (%)	资本杠杆率 (%)
公司	AAA	90.96	3.77	48.51	184.63	153.25	273.15	22.14
民生证券	AAA	88.47	4.20	64.05	151.35	164.22	220.29	17.81
红塔证券	AAA	187.57	1.23	135.95	915.10	284.54	401.92	46.31
西南证券	AAA	156.13	2.38	68.39	345.24	174.86	353.63	19.58

注：民生证券股份有限公司简称为民生证券；红塔证券股份有限公司简称为红塔证券；西南证券股份有限公司简称为西南证券
资料来源：联合资信根据公开信息整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2025/01/03	卢芮欣 韩璐	证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	2024/11/27	卢芮欣 韩璐	证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
AA+/稳定	2018/04/18	陈凝 张晨露	原联合信用评级有限公司证券行业评级方法（2018 年 1 月）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；“—”代表非公开项目，不对外公开披露；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：卢芮欣 lurx@lhratings.com

项目组成员：韩璐 hanlu@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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 年成立的万联证券经纪有限责任公司；2002 年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为比照综合类证券公司执行；2017 年 2 月改制为股份有限公司，并更名为现名。2010—2018 年，公司历经四次增资扩股；2024 年 10 月，公司收到股东增资款 20.00 亿元，新引入广东省广晟控股集团有限公司等 11 家广东省内市级地方国有企业合计出资 6.29 亿元，公司控股股东广州金融控股集团有限公司（以下简称“广州金控”）及其控制企业合计出资认购 13.71 亿元；本次增资款中，8.50 亿元计入股本，11.50 亿元计入资本公积。截至 2024 年末，公司注册资本 59.54 亿元，股本 68.04 亿元；广州金控为公司控股股东，直接持股比例为 43.04%，同时间接控制 32.02% 的股份，合计比例 75.06%，公司实际控制人为广州市财政局，股权结构图见附件 1-1。2025 年 1 月，公司完成增资事项的工商变更，注册资本变更为 68.04 亿元。截至 2025 年 1 月末，股东所持公司股份不存在质押、标记或冻结的情况。

公司主营证券业务，主要包括证券经纪业务、信用业务、证券投资与交易业务、投资银行业务、资产管理业务等。截至 2024 年末，公司建立了完整的前中后台部门架构（组织架构图详见附件 1-2）。

截至 2024 年 6 月末，公司主要控股一级子公司共 3 家（详见图表 1）。

图表 1 • 截至 2024 年 6 月末公司主要子公司情况

子公司全称	简称	业务性质	实收资本 (亿元)	持股比例 (%)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	净利润 (亿元)
万联天泽资本投资有限公司	万联天泽	股权投资管理、受托管理股权投资基金	2.20	100.00	2.82	2.50	-0.03
万联广生投资有限公司	万联广生	以自有资金从事投资活动；创业投资（限投资未上市企业）	6.00	100.00	9.33	8.33	0.44
万联证券资产管理（广东）有限公司	万联资管	证券资产管理业务	5.00	100.00	5.92	5.42	0.26

注：财务数据为 2024 年 1—6 月/6 月末数据
资料来源：联合资信根据公司定期报告整理

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：王达。

二、本期债项概况

本期债项名称为“万联证券股份有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”，本期债项发行规模为不超过 8.00 亿元，期限为 3 年。本期债项面值 100.00 元，按面值平价发行。本期债项票面利率为固定利率，采用单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债项募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期债务。

本期债项无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，降低实体经济融资成本，财政政策持续加码，推进经济体制改革，加快资本市场“1+N”政策体系建设，采取多种措施稳定楼市股市。

2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。信用环境方面，人民银行先后四次实施比较重大的货币政策调整。运用多种货币工具，促进社会融资规模合理增长；设立科创再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具；引导债市利率，保持汇率稳定。人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策，择机降准降息，加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章，进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持。

展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0% 左右，要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能。宏观政策要按照 12 月政治局会议安排，落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年年报）》。

四、行业分析

2024年，沪深两市指数和成交规模总体呈“先抑后扬”的格局；受益于9月下旬国家经济利好政策的颁布，四季度市场交投活跃度显著提升，证券公司经纪、信用、自营等核心业务预计将实现较好的业绩，证券公司全年业绩有望同比增长；证券公司业务同质化明显，头部效应显著。未来，行业严监管基调仍将持续，利于行业规范发展，但证券公司业绩增长与资本市场波动性相关很高，仍存在较大不确定性；整体行业风险可控。

证券公司业绩和市场高度挂钩、盈利波动性大。2024年，A股沪深两市总体呈“先抑后扬”的格局，前三季度，股票市场指数大幅波动，交投活跃程度同比有所下降，但受益于9月下旬行业利好政策的颁布，三季度末股票指数快速上涨，单日股票交易成交额显著增长；2024年四季度，沪深两市A股成交额111.24万亿元，环比均大幅增长，交投活跃程度显著上升。截至2024年末，市场存量债券余额较上年末有所增长，期末债券市场指数较上年末小幅上涨。考虑到2024年四季度股票市场回暖，证券公司经纪、信用、自营等核心业务有望实现较好业绩，证券公司全年行业业绩有望同比增长，但投行业务开展仍面临较大的压力。

证券公司发展过程中存在业务同质化严重等特点，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较中小券商具备优势，行业集中度维持在较高水平。2024年证券公司并购重组的步伐明显加快，2025年证券公司并购重组活动预计将进一步提速，推动行业竞争格局重塑；中小券商需谋求差异化、特色化的发展道路。

“严监管，防风险”仍是监管的主旋律，新《证券法》等纲领性文件的出台，将进一步推动资本市场和证券行业健康有序发展。根据Wind统计数据，2024年，监管机构对证券公司处罚频次同比明显提升，处罚频次创新高。2025年，严监管态势仍将延续，证券公司出现重大风险事件的概率较小，但合规与风险管理压力有所提升，涉及业务资质暂停的重大处罚是影响券商个体经营的重要风险之一。未来，我国将坚持“稳中求进”的经济发展策略，该策略有助于实体经济和资本市场的稳健发展，但证券公司业绩增长与资本市场波动性相关很高，国内经济的多重不确定性因素和严峻复杂的国际形势仍给证券公司经营带来较大不确定性。

完整版证券行业分析详见《[2025年证券行业分析](#)》。

五、规模与竞争力

公司作为全国性综合类证券公司之一，主要业务排名位居行业中游，具备较强的资本实力和业务竞争力。

作为全国性综合类证券公司之一，公司资本实力较强，资产规模较大；截至2023年末，公司资产总额490.77亿元，排名为第50位（根据Wind披露数据排序），净资本90.96亿元，保持行业中游水平；2024年10月，公司获得股东20.00亿元增资，资本实力进一步增强。公司已形成综合化经营的发展模式，业务体系较为完整；截至2024年9月末，公司共设有分支机构83家，其中位于广东省内各类分支机构32家，同时，依托于股东资源优势，公司在广东省内具有关系良好的客户群，具有较强的区域竞争优势。公司主要业务发展较好，根据Wind披露，2023年，公司经纪业务收入排名第57名，投资银行业务排名第58位，资产管理业务收入排名第34位，自营业务收入排名43位，主要业务处于行业中游水平，业务综合竞争力较强。

公司综合实力较强，联合资信选取了行业内综合因素相近的可比企业。2023年，与对标企业相比，公司资本实力一般，盈利指标表现较好，盈利稳定性强，资本杠杆率相对较低。

图表2·2023年同行业公司竞争力对比情况

对比指标	公司	民生证券股份有限公司	红塔证券股份有限公司	西南证券股份有限公司
净资本（亿元）	90.96	88.47	187.57	156.13
净资产收益率（%）	3.77	4.20	1.23	2.38
盈利稳定性（%）	48.51	64.05	135.95	68.39
资本杠杆率（%）	22.14	17.81	46.31	19.58

资料来源：联合资信根据公开资料整理

六、管理分析

1 法人治理

公司建立了较为完善的公司治理架构，“三会一层”稳定运行，治理水平很好；高级管理人员从业经验丰富。

公司依照《公司法》《证券法》等相关法律法规以及公司《章程》的规定，建立了股东大会、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，治理体系较为完善。

股东大会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。

公司作为国有企业，根据《中国共产党章程》及有关规定，设立中国共产党的组织。公司党委发挥领导作用，把方向、管大局、促落实，依照规定前置讨论和决定公司重大事项。

截至 2024 年末，公司董事会由 13 名董事组成，其中董事长 1 名、独立董事 5 名、职工董事 1 名；董事长由董事会选举产生，非职工代表担任的董事由股东大会选举产生，职工董事由公司职工代表大会选举产生；董事会下设风险控制委员会、审计委员会、薪酬与提名委员会、发展战略委员会等专门委员会，专门委员会成员全部由董事组成，审计委员会、薪酬与提名委员会的负责人由独立董事担任。

监事会是公司的内部监督机构。截至 2024 年末，监事会由 3 名监事组成，其中监事会主席 1 名、职工监事 1 名；监事会主席由全体监事过半数选举产生，非职工代表监事由股东大会选举产生，职工监事由公司职工代表大会选举产生。

截至 2024 年末，公司高级管理人员共 7 名，包括总裁 1 名、副总裁 1 名（兼财务总监及董事会秘书）、合规总监 1 名、首席信息官 1 名、首席风险官 1 名、总裁助理 2 名。总裁由公司股东或董事会薪酬与提名委员会提名、董事会聘任，负责公司的日常经营管理工作。公司高级管理人员大多拥有较高的专业素质及在大型金融机构多年的从业经验，有助于管理职能的发挥。

公司党委书记、董事长王达先生，1980 年出生，硕士研究生学历。王达先生曾在广州市发展和改革委员会历任多项领导职务，曾任广州金控总经理助理，广州金控资本管理有限公司董事长；自 2022 年 5 月起任公司董事长。王达先生现任公司党委书记、董事长，广州金控党委委员、副总经理。

公司总裁张毅峰先生，1968 年出生，硕士研究生学历，经济师；曾在顺德市农村信用合作社联合社、广东顺德农村商业银行股份有限公司、广州证券股份有限公司历任多项领导职务，曾任公司副总裁（期间，曾兼机构业务部总经理、代为履行总裁职务），现任公司党委副书记、总裁兼金融工程部总经理。

2 管理水平

公司建立了较为健全的内控机制，内控水平较高；但公司存在被监管处罚的情况，仍需进一步提高内控管理水平。

公司根据业务发展逐步调整和完善内部组织架构，形成了较为完善的内部控制管理制度体系，确保公司规范化治理与保障业务顺利开展。公司按照《企业内部控制基本规范》等规定，建立了《万联证券股份有限公司内部控制制度》《万联证券股份有限公司“三重一大”决策制度实施办法》《万联证券股份有限公司全面风险管理制度》《万联证券股份有限公司合规管理制度》《万联证券股份有限公司子公司合规管理实施办法》等一系列制度，内部控制制度较为健全，能够保证公司经营管理的有效运行。根据公司内部控制审计报告，2021—2023 年，公司在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制。

子公司管理方面，公司通过人员委派、垂直管理、业务审核、稽核检查等方面对子公司进行内部管理，三家子公司均建立了较为完善的法人治理结构和内部控制体系，制定了较为完备的业务管理制度和流程。

2021 年以来，公司监管分类评级结果持续提升，处于行业较好水平。

2021—2025 年 2 月末，公司受到责令改正等监管措施共 2 次，主要涉及投资银行业务未勤勉尽责、关联交易管理不到位等方面的问题，针对上述事项，公司已拟定整改报告并报送监管部门，公司内控水平需进一步加强。

七、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，受证券市场波动及业务政策变动等因素的影响，公司营业收入先下降后增长，其中证券投资与交易业务收入波动较大，证券经纪业务和证券投资与交易业务对营业收入的贡献度较高。2024 年 1—9 月，公司营业收入同比实现增长，证券投资与交易业务收入贡献度有所提升，整体经营状况较好。

公司主营业务包括证券经纪业务、信用业务、证券投资与交易业务、投资银行业务、资产管理业务和其他业务等。2021—2023 年，受证券投资与交易业务收入大幅波动的影响，公司营业收入先下降后增长，年均复合下降 12.36%，其中 2023 年公司营业收入同比增长 32.23%，增幅远超同期行业平均水平（增长 2.77%）。

从收入构成看，2021—2023 年，公司收入结构发生较大变化，主要系证券投资与交易业务收入波动引起的结构调整；2023 年，受益于固定收益类资产投资收益和利息收入的良好实现，证券投资与交易业务收入同比大幅增长 912.96%，收入占比明显提升 29.16 个百分点，成为公司第一大收入来源；股权市场行情下行致使交投活跃度低迷，且受到平均佣金费率下降的影响，公司证券经纪业务收入下降 11.72%，收入占比下降 14.77 个百分点，成为第二大收入来源；信用业务收入同比下降 6.67%，占比降低 6.78 个百分点；受财务顾问收入减少的影响，投资银行业务收入下降 31.09%，收入占比降低 4.66 个百分点；资产管理业务收入同比增长 14.81%，但收入贡献度降低 2.35 个百分点；其他业务主要包括研究业务、托管业务、公司中后台部门相关业务等，对营业收入的贡献相对较小。

图表 3 • 公司营业收入结构

项目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1—9 月	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
证券经纪业务	6.39	30.11	5.46	44.31	4.82	29.54	3.20	22.86
信用业务	3.10	14.61	2.85	23.11	2.66	16.33	1.83	13.08
证券投资与交易业务	7.69	36.26	0.54	4.40	5.47	33.56	6.24	44.57
投资银行业务	1.81	8.54	1.19	9.69	0.82	5.03	0.69	4.91
资产管理业务	2.10	9.89	2.16	17.55	2.48	15.20	2.01	14.36
其他业务	0.13	0.59	0.13	0.94	0.05	0.34	0.03	0.22
营业收入	21.22	100.00	12.33	100.00	16.30	100.00	14.01	100.00

资料来源：联合资信根据公司定期报告、提供资料整理

2024 年 1—9 月，公司实现营业收入同比增长 15.39%；2024 年 9 月前，股票市场交投活跃度低迷，受此影响，当期证券经纪业务和信用业务收入同比分别下降 14.61%和 10.20%；受益于股票市场 9 月末快速回升、债券市场的良好表现及公司对市场趋势的较好把握，公司证券投资与交易业务收入同比大幅增长 46.91%；受市场环境及业务政策的影响，投资银行业务收入规模较低，但同比实现增长 7.39%；资产管理业务发展较好，收入同比增长 40.72%；整体来看，公司经营状况较好。

2 业务经营分析

（1）证券经纪业务

公司证券经纪业务以代理买卖证券为主，在广东省内具有一定网点优势。2021 年以来，受市场交投活跃度低迷及平均佣金率下滑的影响，公司证券经纪业务收入持续下降。

公司证券经纪业务主要分为代理买卖证券业务和代销金融产品业务。

证券经纪业务是公司的主要收入来源之一，公司经纪业务坚持“以华南为中心，辐射全国”的基础策略，不断拓展线下渠道，提升团队获客能力；截至 2024 年 9 月末，公司共设有分支结构 83 家，公司分支机构共覆盖全国 24 个主要省市地区，其中在广东省有 32 家分支机构，具有一定区域竞争优势。

证券经纪业务易受证券市场行情和交易活跃度的影响。随近年来行业内竞争压力持续加大，公司证券经纪业务的佣金率水平呈波动下降的态势。受上述因素的影响，2021—2023 年，公司证券经纪业务收入持续下降，年均复合下降 13.15%，主要系代理买卖交易额波动减少，和佣金费率波动下降综合导致手续费及佣金收入减少所致。

代理买卖证券业务对证券经纪业务收入贡献度较大。2021—2023 年，公司代理买卖的证券品种以股票及基金为主，但债券（含回购）的代理买卖交易额持续增长。2023 年，公司代理买卖各类证券的交易总额同比增长 14.81%，市场份额有所提升，其中股票及基金交易额稳中有降、市场份额保持稳定，债券（含回购）代理买卖交易额同比大幅增长 37.64%；当期，公司代理买卖证券的平均佣金率降至 0.2184‰。

图表 4 • 公司代理买卖证券业务情况表

项目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1—6 月	
	交易额（万亿元）	市场份额（%）	交易额（万亿元）	市场份额（%）	交易额（万亿元）	市场份额（%）	交易额（万亿元）	市场份额（%）
股票及基金	1.85	0.33	1.46	0.30	1.45	0.30	0.62	0.27
债券（含回购）	0.83	0.11	1.00	0.11	1.37	0.14	0.73	0.14

代理证券交易额合计	2.67	0.20	2.46	0.18	2.83	0.19	1.35	0.18
平均佣金率(%)	0.2665		0.2751		0.2184		0.2415	

资料来源：联合资信根据公司定期报告、提供资料整理

公司代销金融产品业务发展较好，2021—2023 年，公司代销金融产品规模保持增长，实现代销收入先下降后增长，其中 2022 年，受行业代销费率下行的影响，公司代销金融产品收入同比下降；2023 年，公司代销金融产品规模同比增长 18.32%，代销产品以基金、资管产品为主，代销金融产品业务收入同比增长 38.89%。

图表 5 • 公司代销金融产品业务情况表

项目	2021 年	2022 年	2023 年
代销金融产品规模（亿元）	86.80	94.66	112.20
代销金融产品收入（亿元）	0.45	0.18	0.25

资料来源：联合资信根据公司定期报告整理

2024 年 1—6 月，股票市场持续波动，交投情绪仍较低迷，公司代理买卖股票及基金交易额 0.62 万亿元，市场份额为 0.27%，较 2023 年降低 0.03 个百分点，受此影响，公司证券经纪业务收入同比下降 10.44%。

（2）信用业务

公司信用业务以融资融券业务为主，2021—2023 年，受股票市场交投活跃度波动的影响，期末信用业务余额先下降后增长，但受利率中枢下移的影响，信用业务收入持续下降。截至 2024 年 6 月末，公司信用业务余额较上年末有所下降，信用业务杠杆率仍较低。

公司信用业务主要包括融资融券和股票质押式回购业务。

2021—2023 年，公司信用业务收入持续减少，年均复合下降 7.37%；2023 年，公司实现信用业务收入 2.66 亿元，同比下降 6.67%，主要系融资融券业务受利率中枢下移的影响，利息收入下降所致。2021—2023 年末，公司信用业务杠杆率先下降后增长，其中 2023 年末该指标较上年末增长 4.31 个百分点，处于行业较低水平。

融资融券业务方面，2021—2023 年末，公司融资融券业务余额先下降后增长，年均复合小幅下降 1.03%；2023 年，公司期末融资融券业务余额 67.28 亿元，较上年末增长 13.32%，当年融资融券利息收入同比下降 5.09%，主要系利率中枢持续下移，利息收入减少所致。

股票质押式回购业务方面，2021—2023 年末，公司股票质押业务余额快速下降后企稳，年均复合下降 37.76%，其中 2022 年下降 61.17%，主要系部分业务到期，且公司主动控制业务增量综合所致；截至 2023 年末，公司股票质押式回购业务余额 2.22 亿元，较上年末下降 0.16%，均系历史违约项目，涉及违约客户共计 2 户，已计提减值准备 2.19 亿元，违约项目将通过诉讼等方式进行债务清收，需关注风险项目处置回收的情况。

图表 6 • 公司信用业务情况（单位：亿元）

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 1—6 月/末
信用业务余额	74.42	61.60	69.50	61.90
其中：融资融券业务余额	68.69	59.37	67.28	59.38
股票质押式回购业务余额	5.73	2.23	2.22	2.52
信用业务杠杆率(%)	63.78	54.23	58.54	51.01
信用业务利息收入	4.31	3.80	3.57	/
其中：融资融券业务	4.01	3.76	3.57	/
股票质押式回购业务	0.30	0.03	0.00	/

资料来源：联合资信根据公司财务报告、提供资料整理

截至 2024 年 6 月末，公司信用业务余额较上年末下降 10.94%，主要系融资融券业务余额减少所致，股票质押业务较上年末新增 0.30 亿元；2024 年 1—6 月，公司信用业务收入同比减少 8.82%；期末信用业务杠杆率较上年末下降 7.53 个百分点，仍处于行业较低水平。

2024 年 6 月末，公司融资融券业务平均担保比例为 233.13%，融出资金已计提的减值准备余额 0.27 亿元，总计提比例 0.46%，无处于第 3 阶段（已发生信用减值）的业务余额；股票质押式回购业务余额 2.52 亿元（共 3 个项目），其中 2 个项目为历史违约项目，金额 2.22 亿元，已计提减值准备 2.19 亿元。

（3）证券投资与交易业务

2021年—2024年6月末，公司证券投资与交易业务投资业务规模逐年增加，投资资产以债券为主且持仓规模较大，需对持仓债券的信用风险情况保持关注。

公司证券投资与交易业务由股权及固定收益业务条线运用自有资金进行投资。2021—2023年，公司证券投资与交易业务收入波动较大，其中2022年，该板块收入同比下降92.98%，主要系权益类证券及其衍生品资产投资收益下降所致；2023年，公司证券投资与交易业务收入同比大幅增长912.96%，主要系公司根据市场行情调整资产配置，压降权益类资产，加大固定收益类资产规模，投资收益和利息收入增长所致。

2021—2023年末，公司证券投资规模逐年增加，年均复合增长10.44%，投资品种始终以债券为主。截至2023年末，公司证券投资规模275.36亿元，较上年末增长4.85%，主要系债券投资规模增加所致。从投资结构来看，公司证券投资视市场行情调整持仓结构，但始终以债券为主。截至2023年末，债券投资资产较上年末增长9.99%，占比升至91.48%；股票投资资产较上年末下降72.30%，占比降至0.91%；其他类投资主要系非上市股权投资和证券公司资产管理计划，规模较上年末下降18.61%，主要系资管计划较上年末下降31.03%所致。

截至2023年末，公司债券投资规模251.90亿元，其中交易性金融资产中的债券投资122.85亿元，以公允价值计量，其投资成本120.32亿元；其他债权投资129.05亿元，构成以企业债、地方债和中期票据为主，累计计提的减值准备1.79亿元，其中第3阶段（已发生信用减值）的减值准备金额1.64亿元（第3阶段减值计提比例100.00%）。债券投资外部评级方面，截至2023年末，公司持有AA+及以上信用级别的债券规模199.46亿元，占全部持仓债券规模的79.18%，国债、政策性金融债和地方政府债合计规模39.17亿元，占比15.55%。

2021—2023年末，公司（母公司口径）自营权益类证券及其衍生品/净资产指标持续下降，自营非权益类证券及其衍生品/净资产指标波动上升，均远优于监管预警标准（≤80%和≤400%）。

图表7·公司证券投资情况

项目	2021年末		2022年末		2023年末		2024年6月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
债券	194.09	85.96	229.01	87.20	251.90	91.48	266.08	88.08
股票	8.89	3.94	9.06	3.45	2.51	0.91	2.63	0.87
公募基金	3.78	1.67	2.77	1.05	3.22	1.17	11.58	3.83
其他	19.02	8.42	21.78	8.29	17.73	6.44	21.79	7.21
投资资产账面价值	225.78	100.00	262.62	100.00	275.36	100.00	302.09	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资产（母公司口径）（%）	14.33		13.11		0.97		2.83	
自营非权益类证券及其衍生品/净资产（母公司口径）（%）	211.56		290.09		252.92		261.58	

注：投资资产=交易性金融资产+其他债权投资+其他权益工具投资
 资料来源：联合资信根据公司财务报告、定期报告整理

截至2024年6月末，公司投资资产规模较上年末增长9.71%，各类主要资产均有所增长，投资结构仍以债券资产为主；公司（母公司口径）自营权益类证券及其衍生品/净资产和自营非权益类证券及其衍生品/净资产指标较上年末有所提升，均优于监管标准。2024年1—6月，受益于固收类投资实现的较高收益，公司证券投资与交易业务收入同比实现大幅增长。

截至2024年6月末，公司债券投资业务出现违约风险的债券共4只（涉及发行人2家），债券本金合计1.60亿元，均已全额计提了减值准备，公司对违约债券正在通过法律手段进行清收处置工作。整体来看，公司债券类投资资产规模较大，信用风险偏好稳健，但需对持仓债券的信用风险情况保持关注。

（4）投资银行业务

2021—2023年，公司投资银行业务收入持续下降，其中债券承销家数相对平稳，但承销规模有所波动，2023年公司完成首单保荐的IPO项目上市。2024年1—6月，受行业政策持续影响，公司投资银行业务收入同比有所下降。

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。2021—2023年，公司投资银行业务收入持续下降，年均复合下降32.69%；2023年，公司投资银行业务实现收入0.82亿元，同比下降31.09%，其中证券承销业务净收入下降15.40%，主要系市场竞争压力增大致使承销收入受到影响，当期公司财务顾问净收入下降51.22%，主要系提供财务顾问的家数减少所致。

股权项目方面，2021—2023 年，公司股权类业务发展相对平稳，其中 2023 年完成首单 IPO 项目的保荐上市；债权项目方面，2021—2023 年，公司债券承销家数基本持平，但承销规模先下降后增长；财务顾问业务方面，2021—2023 年，公司财务顾问项目数量逐年下降，对投资银行业务收入贡献度一般。

2024 年 1—6 月，公司主承销 IPO 项目 1 单，主承销债券数量 20 只；受行业政策的影响，公司投行承销规模有所减少，致使投行业务收入同比下降。

从投行项目储备来看，截至 2024 年 6 月末，公司投行业务已申报项目 5 个（均为债券类项目），已立项未申报项目 17 个，其中新三板项目 5 个；公司项目储备情况一般。

图表 8 • 公司投行业务情况

项目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1—6 月	
	发行数量 (只)	主承销金额 (亿元)	发行数量 (只)	主承销金额 (亿元)	发行数量 (只)	主承销金额 (亿元)	发行数量 (只)	主承销金额 (亿元)
股权承销:	1	5.20	1	9.23	1	--	1	0.53
其中: IPO	--	--	--	--	1	--	1	0.53
再融资	1	5.20	1	9.23	--	--	--	--
债券承销	48	206.96	47	158.04	46	169.06	20	77.98
新三板挂牌	--	--	1	--	--	--	/	/
财务顾问	63	--	36	--	28	--	/	/

资料来源：联合资信根据公司定期报告、提供资料整理

(5) 资产管理业务

2021—2023 年，公司期末在管资产规模持续下降，主动管理业务占比很高，受益于私募投资基金投资收益的良好实现，公司资产管理业务收入持续提升，资产管理业务整体发展较好。2024 年 1—6 月，公司资产管理业务收入同比实现增长，期末在管规模较上年末有明显提升。

公司的资产管理业务主要由子公司万联资管和子公司万联天泽负责，业务涵盖集合资产管理业务、单一资产管理业务和专项资产管理业务，以及私募投资基金管理业务。万联资管成立于 2023 年 2 月，并于 2023 年 8 月正式展业，承接了原公司本部的全部资产管理业务，公司管理的存续资产管理计划管理人变更为万联资管。

2021—2023 年，公司资产管理业务收入逐年增加，年均复合增长 8.67%；2023 年，公司资产管理业务收入 2.48 亿元，同比增长 14.81%。

2021—2023 年末，公司在管产品规模持续下降，年均复合下降 16.99%。截至 2022 年末，公司在管产品规模较上年末下降 14.51%，主要系公司主动压降通道产品规模及非标产品的底层项目逐渐到期，导致单一资产管理业务规模降幅较大所致；截至 2023 年末，公司在管产品规模较上年末下降 19.41%，主要系 2023 年证券市场波动较大，公司新发产品规模减少，部分产品出现赎回综合所致；资管业务以集合资产管理业务为主，集合资产管理计划规模较上年末下降 32.48%，产品数量减少 17 只；集合资产管理产品主要投向债券和基金，其中个人投资者占比 73.71%，机构投资者占比 9.80%，公司自有投资规模 17.80 亿元，占公司期末集合类在管规模的比重为 16.49%。截至 2023 年末，公司单一资产管理业务规模较上年末下降 6.14%，在管产品数量较上年末减少 6 只，主要投向于债券，机构投资者占比 90.82%，公司自有资金投入 2.61 亿元，占比 9.18%；专项资产管理业务期末规模较上年末增长 28.28%，产品数量较上年末减少 3 只，投资者均为机构客户。

主动管理方面，截至 2023 年末，公司主动管理规模（含专项）占比 97.45%。

图表 9 • 公司资产管理业务情况表（单位：只、亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 6 月末	
	管理数量	管理规模	管理数量	管理规模	管理数量	管理规模	管理数量	管理规模
集合资产管理业务	123	146.12	132	159.91	115	107.97	131	153.89
单一资产管理业务	31	74.88	13	30.30	7	28.44	6	33.40
专项资产管理业务	8	42.87	7	35.39	4	45.40	4	44.77
合计	162	263.88	152	225.60	126	181.81	141	232.06

资料来源：联合资信根据公司定期报告、提供资料整理

截至 2024 年 6 月末，公司资产管理业务规模较上年末增长 27.64%，主要系 2024 年上半年债券市场表现较好，公司固收类集合资产管理业务随市场行情而增加所致；2024 年 1—6 月末，公司资产管理业务收入同比实现增长，主要系管理规模增长所致。

3 未来发展

公司战略目标清晰，定位明确，随着 20.00 亿元增资落地，公司整体竞争力预计提升，未来发展前景较好。

十四五期间，公司“扎根广州、深耕湾区”，做实财富管理、证券自营、资产管理、投资银行四大业务板块，按照“做强财富、做优自营、做大资管、做精投行”的总体思路，培育万联固收、万联资管、万联股权投资三大品牌，坚持稳中求进，贯彻新发展理念，稳固根基、护牢底盘、打造特色、培育品牌，深化专业化、特色化、精品化策略，打造专业突出、特色明显、协同高效、经营稳健，具有核心竞争力的湾区一流 A 类上市券商，实现高质量发展。

2024 年 10 月，公司 20.00 亿元增资落地，资本实力的进一步增强，有利于公司改善财务状况，优化风险监管指标；公司新进的股东均为国有企业，股东协同合作有助于优化公司治理，同时带来丰富的股东资源，有利于公司推进区域业务拓展，提升区域竞争力。随着后续股东的持续支持和资源导入，公司综合业务竞争力有望进一步增强。

八、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理体系，风险管理水平较好。但随着业务规模增长及新业务的发展，公司风险控制能力需进一步提高。

公司按照《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》等内外规定的要求及自身风险管理的需要，制定了《全面风险管理制度》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。

公司建立了风险管理的组织体系，设立了“董事会（及下属风险控制委员会）、监事会—经营管理层（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（子公司）”四级的风险管理组织架构。董事会是公司风险管理的最高决策机构。经营管理层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。公司授权风险管理部牵头负责全面风险管理工作，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、稽核、审计工作。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。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。

九、财务分析

公司提供了 2021—2023 年度审计报告以及 2024 年前三季度财务报表，2021—2023 年财务报告均经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留的审计意见，2024 年前三季度财务报表未经审计。本报告 2021—2022 年财务数据均取自次年审计报告中的期初数/上期数，2023 年和 2024 年前三季度数据取自当年审计报告或财务报告的期末数/本期数。

2021—2023 年，公司无对财务数据产生重大影响的会计政策及会计估计变更事项；合并范围未产生重大变化。

综上，公司财务数据可比性较强。

1 资金来源与流动性

2021—2023 年末，公司负债规模持续增加，杠杆水平处于行业较低水平；公司全部债务逐年增加，债务期限偏短，需持续加强流动性管理。截至 2024 年 9 月末，受期末股票市场快速回升的影响，公司代理买卖证券款增加，为开展业务进行的短期融资增长，负债总额较上年末增幅明显。

公司主要通过卖出回购金融资产、发行各类债务融资工具等方式来满足日常业务发展对资金的需求，融资方式较为多元化。

2021—2023 年末，公司负债总额持续增加，年均复合增长 5.93%。截至 2023 年末，公司负债总额较上年末增长 4.05%，主要系同业拆借增加致使拆入资金较上年末增长 47.83%，但卖出回购金融资产款、代理买卖证券款和应付债券较上年末分别下降 9.15%、7.47% 和 8.13% 综合所致；负债仍以自有负债为主。按科目来看，负债主要构成中，拆入资金主要是同业拆入资金和转融通融入资金；卖出回购金融资产款是回购业务形成，标的物以债券为主，其他为融出资金收益权、基金公司资产管理计划；代理买卖证券款是代理客户买卖证券业务形成的款项；应付债券是公司发行的债券、收益凭证等；其他类负债主要是交易性金融负债，2023 年末交易性金融负债 34.27 亿元，较上年末增长较快，主要系第三方在结构化主体中享有的权益金额增长所致。

图表 10 • 公司负债结构

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 9 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
负债总额	331.52	100.00	357.56	100.00	372.04	100.00	443.69	100.00
按权属分：自有负债	225.99	68.17	250.77	70.13	257.31	69.16	/	/
非自有负债	105.54	31.83	106.79	29.87	114.73	30.84	/	/
按科目分：拆入资金	35.13	10.60	44.65	12.49	66.01	17.74	73.44	16.55
卖出回购金融资产款	98.05	29.57	118.28	33.08	107.46	28.88	143.40	32.32
代理买卖证券款	90.03	27.16	91.92	25.71	85.06	22.86	108.09	24.36
应付债券	73.63	22.21	66.09	18.48	60.72	16.32	54.28	12.23
其他	34.68	10.46	36.62	10.24	52.79	14.20	64.48	14.54

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021—2023 年末，公司全部债务规模逐年增加，年均复合增长 10.47%；截至 2023 年末，公司全部债务规模较上年末增长 7.75%，主要来自短期债务的增加。从债务结构来看，2021—2023 年末，公司短期债务占比较高且有所上升，需持续做好流动性管理。

从杠杆水平来看，2021—2023 年末，公司自有资产负债率增长后企稳，属行业较低水平；母公司口径净资本/负债和净资产/负债指标远优于监管预警标准（ $\geq 9.60\%$ 和 $\geq 12.00\%$ ）。

图表 11 • 公司债务及杠杆水平

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
全部债务（亿元）	228.22	258.45	278.49
其中：短期债务（亿元）	173.38	221.16	248.35
长期债务（亿元）	54.84	37.29	30.14
短期债务占比（%）	75.97	85.57	89.18
自有资产负债率（%）	65.95	68.82	68.43
净资本/负债（%）（母公司口径）	46.02	37.60	37.68
净资产/负债（%）（母公司口径）	54.34	46.60	48.19

注：全部债务含衍生金融负债，未含租赁负债；短期债务包含应付债券一年内到期的部分

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 • 截至 2023 年末公司全部债务到期期限结构

到期期限	金额（亿元）	占比（%）
1 年以内	248.35	89.18
1 至 2 年	15.14	5.44
2 至 3 年	15.00	5.38
3 年及以上	0.00	0.00
合计	278.49	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

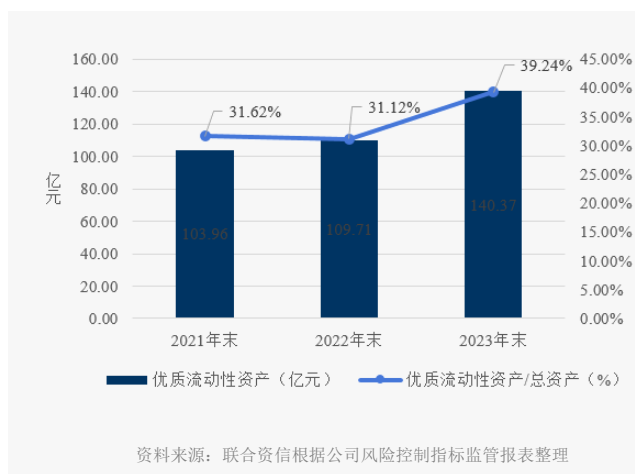
截至 2024 年 9 月末，公司负债总额较上年末小幅增长 19.26%，负债结构未发生重大调整；受益于月末股票市场的大幅回升，代理买卖证券款较上年末增长 27.07%，为配合市场行情开展业务，公司进行了短期限的融资，拆入资金和卖出回购金融资产款较上年末分别增长 11.26%和 29.15%；母公司口径净资本/负债和净资产/负债指标较上年末分别下降 4.30 个百分点和 5.74 个百分点，杠杆水平有所提升。

公司流动性指标整体表现很好。

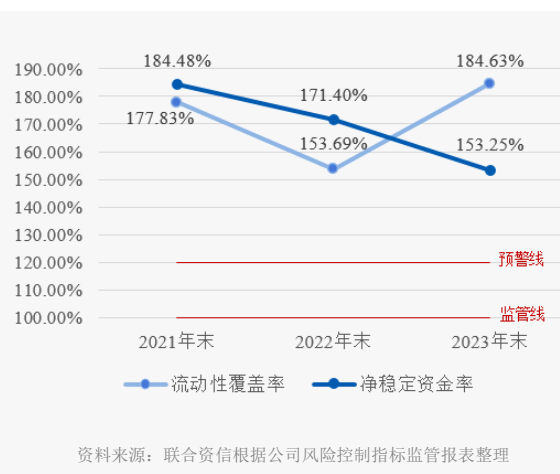
2021—2023 年末，公司优质流动性资产持续增长，年均复合增长 16.20%；截至 2023 年末，公司优质流动性资产/总资产（母公司口径）指标很高，优质流动性资产主要包括货币资金、结算备付金、未被质押或冻结的国债、政策性金融债，地方政府债券、同业存单、AA⁺级及以上的信用债等；公司流动性覆盖率和净稳定资金率均优于监管预警标准，流动性指标表现很好。

截至 2024 年 9 月末，公司母公司口径流动性覆盖率为 156.85%，较上年末下降 27.78 个百分点，净稳定资金率为 163.42%，较上年末增长 10.17 个百分点，指标均优于监管预警标准；公司高流动性资产应对短期内资金流失的能力较强，长期稳定资金支持公司业务发展的能力较高。

图表 13 • 公司资产流动性情况（母公司口径）



图表 14 • 公司流动性指标情况（母公司口径）



2 资本充足性

2021 年以来，公司所有者权益波动增长，权益结构稳定性较好；主要风险控制指标优于监管标准，资本充足性较好。

2021—2023 年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 0.87%；截至 2023 年末，公司所有者权益较上年末小幅增长 4.52%，权益结构以股本、资本公积为主，所有者权益结构稳定性较好。

利润分配方面，2021—2023 年，公司分配现金红利 2.43 亿元、4.07 亿元和 0.82 亿元，占上一年归属于母公司所有者净利润的 40.00%、60.00%和 40.08%，分红力度尚可，利润留存可对资本形成一定补充。

截至 2024 年 9 月末，公司所有者权益规模较上年末增长 2.89%，权益结构未发生重大调整；2024 年公司分配红利 2.19 亿元，占上一年归属于母公司所有者净利润的 50.00%。2024 年 10 月，公司 20.00 亿元的增资款到位，其中 8.50 亿元计入股本，11.50 亿元计入资本公积，公司资本实力进一步增强，权益结构稳定性得到优化。

图表 15 • 公司所有者权益结构

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 9 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
所有者权益	116.69	100.00	113.59	100.00	118.73	100.00	122.16	100.00
其中：股本	59.54	51.03	59.54	52.42	59.54	50.15	59.54	48.74
资本公积	35.93	30.79	35.93	31.63	35.93	30.26	35.93	29.41
一般风险准备	9.51	8.15	9.79	8.62	10.51	8.85	10.51	8.60
未分配利润	8.47	7.26	6.00	5.29	8.50	7.16	11.64	9.53
其他	3.23	2.77	2.32	2.04	4.25	3.58	4.53	3.71

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从主要风控指标来看，2021—2023 年末，公司（母公司口径）净资本和净资产规模均先下降后增长，风险覆盖率波动增长，资本杠杆率持续下降，公司风险指标表现较好，均优于监管标准。

截至 2024 年 9 月末，公司净资本和净资产较上年末分别增长 2.51%和 1.93%，各项风险控制指标表现仍属较好。

图表 16 • 母公司口径风险控制指标

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 9 月末	监管标准	预警标准
净资本 (亿元)	98.04	90.41	90.96	93.24	--	--
核心净资本 (亿元)	94.54	90.41	90.96	93.24	--	--
附属净资本 (亿元)	3.50	0.00	0.00	0.00	--	--
净资产 (亿元)	115.76	112.05	116.35	118.60	--	--

各项风险资本准备之和（亿元）	39.19	43.20	33.30	30.66	--	--
风险覆盖率（%）	250.15	209.30	273.15	304.16	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率（%）	26.56	22.80	22.14	20.65	≥8.00	≥9.60
净资本/净资产（%）	84.70	80.69	78.17	78.62	≥20.00	≥24.00

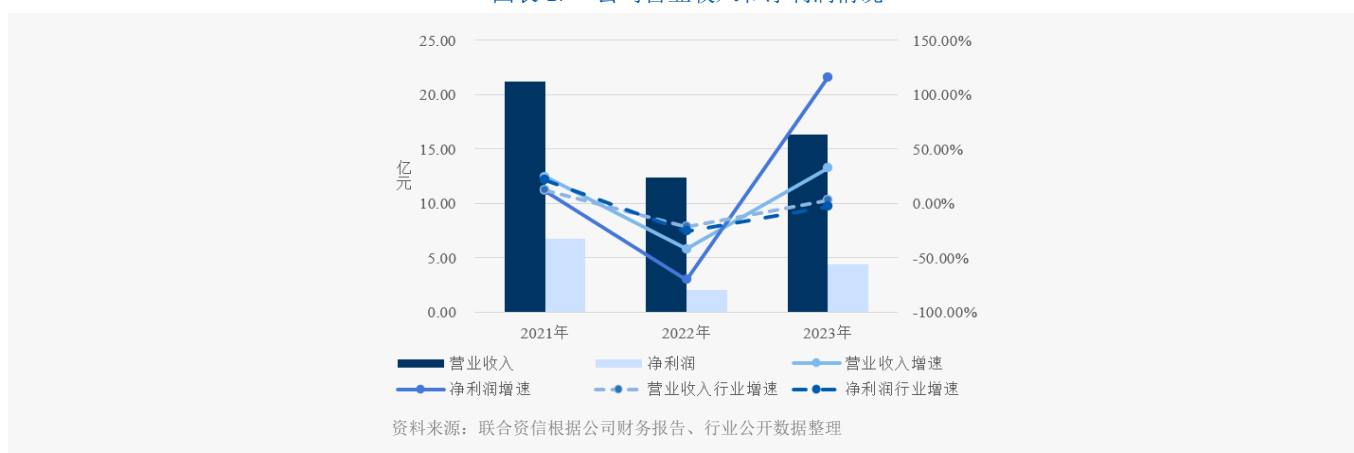
资料来源：联合资信根据公司风险控制指标监管报表整理

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业收入和净利润均波动下降，盈利指标亦同向变动，盈利能力属较强。2024 年 1—9 月，公司营业收入和净利润同比均实现增长，整体经营状况较好。

2021—2023 年，公司营业收入详见“经营概况”，其中 2023 年公司营业收入同比增长 32.23%，净利润同比大幅增长 115.39%，高于行业平均水平（-3.14%）。

图表 17 • 公司营业收入和净利润情况



2021—2023 年，公司营业支出先下降后增长，年均复合下降 6.42%；从构成来看，业务及管理费是公司营业支出最主要的组成部分。2023 年，公司营业支出同比增长 8.05%，其中业务及管理费增长 17.57%，主要系职工薪酬增加所致；当期，公司无特殊风险事项需要计提减值，信用减值损失同比减少 0.78 亿元，同比下降 84.50%。

图表 18 • 公司营业支出构成

项目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1—9 月	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
业务及管理费	10.67	86.05	9.02	89.76	10.61	97.67	7.52	99.10
信用减值损失	1.59	12.78	0.92	9.17	0.14	1.32	-0.04	-0.59
税金及附加	0.14	1.17	0.11	1.07	0.11	1.02	0.11	1.49
营业支出	12.40	100.00	10.05	100.00	10.86	100.00	7.58	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

受上述综合因素的影响，2021—2023 年，公司营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率均波动下降；公司营业费用率和薪酬收入比均波动上升，成本控制能力属行业一般水平；整体来看，公司盈利能力较强且盈利稳定性强。

图表 19 • 公司盈利指标表

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
营业费用率（%）	50.29	73.16	65.05	53.65
薪酬收入比（%）	35.06	46.71	44.60	/
营业利润率（%）	41.55	18.49	33.40	45.86
自有资产收益率（%）	2.00	0.58	1.18	1.28
净资产收益率（%）	5.91	1.77	3.77	4.43
盈利稳定性（%）	20.11	45.65	48.51	--

注：2024 年前三季度相关指标未经年化处理
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年 1—9 月，公司营业收入同比增长 15.36%，受益于对成本的良好管控以及信用减值损失的冲回，公司营业成本同比小幅增长 0.37%；综上因素，公司实现净利润 5.33 亿元，同比增长 43.86%，未经年化的净资产收益率为 4.43%，整体来看，公司经营状况较好。

4 其他事项

公司或有风险较小。

截至 2024 年末，联合资信未发现公司存在对外担保的情况。

截至 2024 年末，联合资信未发现公司存在涉案金额超过 1000.00 万元且占公司最近一期经审计净资产绝对值 10.00% 以上的重大诉讼、仲裁事项，在已披露且有新进展的诉讼、仲裁事项中均作为起诉方。

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2025 年 3 月 3 日查询日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类信贷信息记录。

截至 2025 年 4 月 2 日，联合资信未发现公司在公开市场发行债务融资工具的本息偿付存在逾期或违约记录，也未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

截至 2024 年末，公司获得商业银行的授信额度 750.23 亿元，未使用规模 587.84 亿元，授信规模较大，能满足公司业务需求。

十、ESG 分析

公司环境风险很小，较好地履行了作为国有证券公司的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司所属行业为金融行业，面临的环境风险很小。绿色金融方面，公司通过绿色金融服务实体经济，2023 年，公司开展了绿色低碳产业项目的股权投资，子公司万联广生通过自有资金投资光伏胶膜企业鹿山新材可转换公司债券，已投垃圾处理企业朗坤环境成功上市；公司在满足整体投资策略的前提下寻求 ESG 投资机会，2023 年，公司共交易 171 只绿色债券，结算金额合计约 180.87 亿元。

社会责任方面，公司纳税情况良好，2021—2023 年度均为纳税信用 A 级纳税人。截至 2023 年末，公司解决就业 1707 人。公司积极参与乡村振兴、金融帮扶、公益助学和公益宣传，2021—2023 年，公司持续投入乡村振兴公益资金近 300 万元，开展帮扶项目近 50 项，采购助农帮扶产品超 300 万元；公司加强校企联系，支持教育事业，2023 年向华南师范大学捐赠 50 万元于学校办学工作；公司积极开展防范非法证券活动宣传工作，2023 年共组织了 136 场防非宣传主题活动，线上线下活动触达投资者约 221 万人次；公司重视投资者交易服务，2023 年已开展主题投教活动 285 场，覆盖全国 55 个地区，线上线下覆盖人数近 900 万人次，获得 10 项省级以上荣誉。

公司治理结构和内控制度较为完善，未单独设立 ESG 或可持续发展等管理部门，通过年度报告定期披露社会责任履行情况。公司推行董事会的多元化建设，公司董事会成员在性别、技能、经验、知识及独立性方面均呈现多样化，截至 2024 年末，公司董事会成员中独立董事占比 38.46%，女性董事占比 30.77%。

十一、外部支持

控股股东综合实力很强，能够在项目资源、人力资源及资金补充等方面给予公司较大支持；2024 年 10 月，公司获 20.00 亿元增资体现出其股东支持有所增强。

公司控股股东广州金控是广州市委、市政府整合市属金融资产的核心国有金融控股平台，业务范围涵盖证券、信托、银行、期货等金融领域多个子行业，金融牌照较为齐全，在 2023 年中国服务业 500 强中位列第 258 位，综合实力很强。截至 2023 年末，广州金控总资产 9216.84 亿元，所有者权益 668.53 亿元；2023 年，广州金控实现营业收入总收入 211.39 亿元，实现净利润 42.88 亿元。

公司作为广州金控旗下重要金融板块之一，具有较高的战略地位，公司实际控制人为广州市财政局，作为广州市唯一市属证券公司，公司可以在项目资源、人力资源及资金补充等方面获得股东和实际控制人的较大支持。

2024 年 10 月，公司 20.00 亿元增资落地，广州金控及其控制企业合计出资认购 13.71 亿元，广州金控为最主要出资方，体现出控股股东对公司经营状况的认可和未来发展的信心；本次增资系由广州市国资委、财政局牵头协调推进，体现出公司对广州市政府的重要性；本次增资新进的 11 名股东基本为广东省、市、区属国有企业，股东的多元化有助于优化公司治理，同时带来丰富的股东资源，有利于公司业务在广州市内及广东省内部分重要经济圈的拓展。整体来看，本次增资体现出股东对公司的业务资源、资金补充等方面支持的增强。

十二、债券偿还风险分析

相较于公司的现有债务规模，本期债项发行规模较小，各项指标对发行后全部债务的覆盖程度较发行前变动不大，仍属良好。考虑到公司资本实力很强、资产流动性很好、经营实力很强、融资渠道畅通及股东背景很强等因素，公司对本期债项的偿还能力极强。

1 本期债项对公司现有债务的影响

截至 2023 年末，公司全部债务规模 278.49 亿元。本期债项发行规模合计不超过 8.00 亿元，相较于公司的债务规模，本期债项的发行规模较小。

以 2023 年末的财务数据为基础进行测算，在不考虑募集资金用途且其他因素不变的情况下，本期债项发行后，公司债务规模将增长 2.87%，自有资产负债率将提升 0.66 个百分点，债务负担有所增加。考虑到本期债项募集资金拟全部用于偿还到期债务，故本期债项发行对公司债务负担的实际影响将低于测算值。

2 本期债项偿还能力

以相关财务数据为基础，按照本期债项发行 8.00 亿元估算，公司所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额对本期债项发行后的全部债务覆盖程度较发行前变化不大，仍属良好，本期债项发行对公司偿债能力影响不大。

图表 20 • 本期债项偿还能力测算

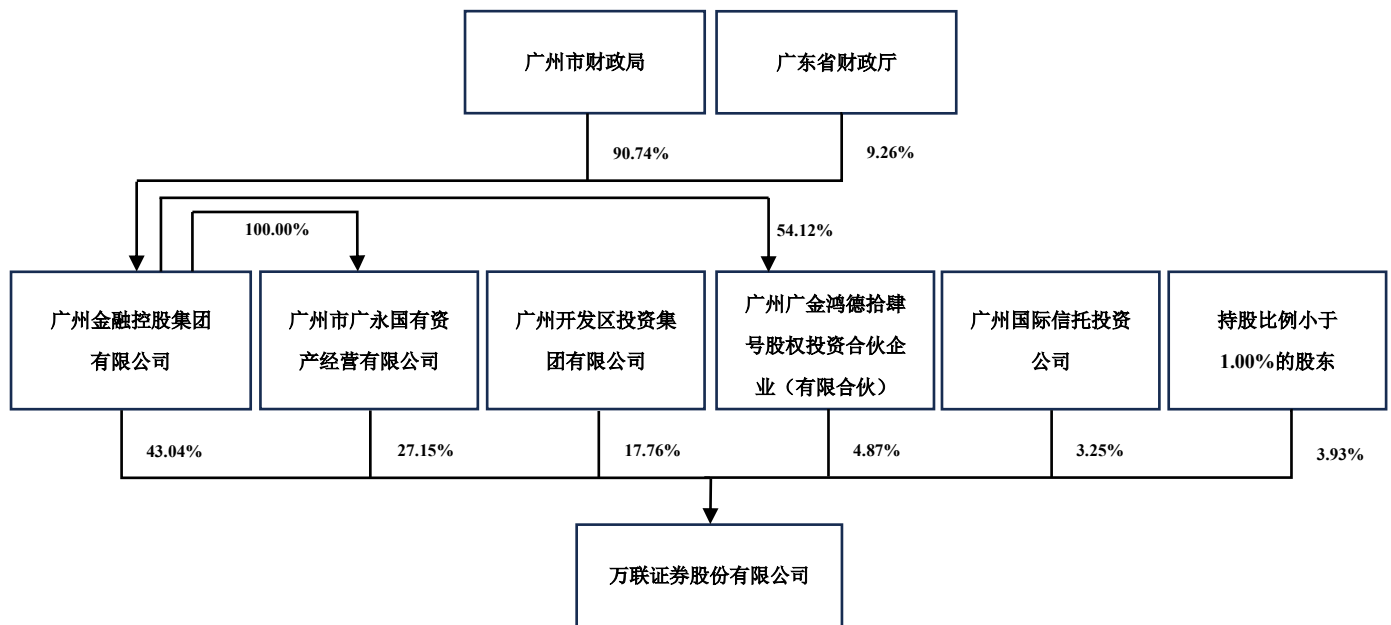
项目	2023 年/末	
	发行前	发行后
全部债务（亿元）	278.49	286.49
所有者权益/全部债务（倍）	0.43	0.41
营业收入/全部债务（倍）	0.06	0.06
经营活动现金流入额/全部债务（倍）	0.18	0.17

资料来源：联合资信根据公司财务报告、提供资料整理

十三、评级结论

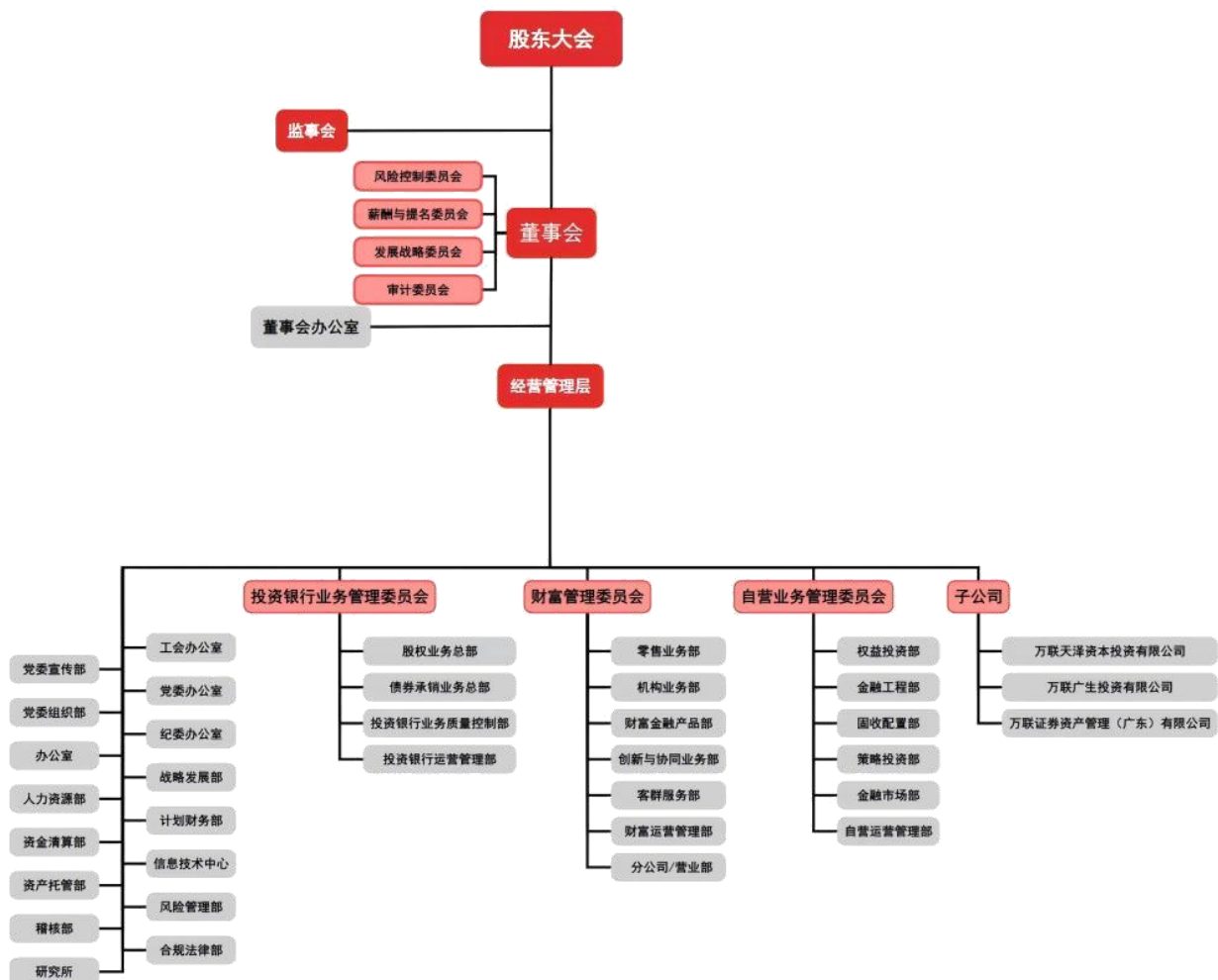
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年末）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
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%
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/利润总额均值的绝对值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动性资产/总资产	优质流动性资产/总资产×100%; 优质流动性资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
短期债务	短期借款+卖出回购金融资产款+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+交易性金融负债+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+租赁负债+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

附件 3-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 3-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 3-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。