

# 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2019年主体长期信用评级报告》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  
二〇一九年七月二十四日



# 信用等级公告

联合〔2019〕2195号

---

联合资信评估有限公司通过对万联证券股份有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定万联证券股份有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年七月二十四日



# 万联证券股份有限公司

## 2019 年主体长期信用评级报告

### 评级结果

主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 24 日

### 主要数据

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产总额(亿元)	378.25	318.54	257.25	221.34
自有资产(亿元)	293.30	272.37	205.49	150.37
自有负债(亿元)	185.42	166.39	102.17	78.33
总债务(亿元)	177.98	159.55	94.48	70.57
股东权益(亿元)	107.88	105.98	103.32	72.04
净资本(亿元)	96.81	95.89	89.78	59.23
净资本/净资产(%)	89.83	90.46	86.94	82.22
净资本/自有负债(%)	52.63	57.72	87.91	75.62
净资产/自有负债(%)	58.59	63.81	101.11	91.97
自有资产负债率(%)	63.22	61.09	49.72	52.09
风险覆盖率(%)	345.60	356.19	287.62	170.65
项目	2019 年 1—3 月	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入(亿元)	4.48	11.09	11.03	11.45
净利润(亿元)	1.95	2.54	3.17	3.15
EBITDA(亿元)	-	8.29	8.12	7.52
营业费用率(%)	-	57.40	62.72	57.17
平均自有资产收益率(%)	-	1.06	1.78	1.87
平均净资产收益率(%)	-	2.43	3.62	4.39
总债务/EBITDA(倍)	-	19.25	11.64	9.38
EBITDA 利息倍数(倍)	-	1.84	2.34	2.71

注：净资本、净资本/净资产、净资本/自有负债、净资产/自有负债指标均为母公司统计口径

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

卢司南 朱天昂 王非凡



电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

### 评级观点

万联证券股份有限公司（以下简称“万联证券”或“公司”）第一大股东为广州金融控股集团有限公司（以下简称“广州金控”），实际控制人为广州市人民政府国有资产监督管理委员会。近年来，公司加强营业网点建设，其立足华南，辐射全国的战略布局不断完善；得益于股东增资，公司资本实力有所增强。另一方面，联合资信关注到，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，加之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，计提资产减值准备的力度有所加大，对盈利能力产生一定的负面影响，相关风险需关注。此外，由于公司通过卖出回购、发行收益凭证、次级债等措施加大主动负债能力，以支持资产端自营投资的业务发展，杠杆水平有所上升，相关流动性风险需关注。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。

综上所述，联合资信评估有限公司确定万联证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，该评级结论反映了公司偿还债务的能力很强。

### 优势

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力度。
3. 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. 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. 由于公司在同行业中属于中型券商，行业的头部效应可能对业务发展的维持与增长提出挑战。
3. 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，加之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，计提资产减值准备的力度有所加大，对盈利能力产生一定的负面影响，相关风险需关注。
4. 由于公司通过卖出回购、发行收益凭证和次级债等措施加大主动负债能力，以支持资产端自营投资的业务发展，杠杆水平有所上升，相关流动性风险需关注。
5. 国内宏观经济增速放缓、资本市场波动及监管政策变化等因素对证券公司经营产生一定的影响。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由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、该公司信用等级自 2019 年 7 月 24 日至 2020 年 7 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 万联证券股份有限公司

## 2019 年主体长期信用评级报告

### 一、主体概况

万联证券股份有限公司（以下简称“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 2018 年末注册资本增至 59.54 亿元。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，截至 2018 年末，公司股东的持股比例见表 1，股权结构图见附录 1。

表 1 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：万联证券审计报告，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 2018 年末，万联证券在全国 24 个省市地区设有 70 家证券营业部，其中广东 25 家，湖南 7 家，四川 5 家；设立 3 家分公司，分布在广东和四川。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 2018 年末，万联证券（含子公司）共有员工 1667 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；母公司净资产 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 3 月末，公司资产总额 378.25 亿元，其中客户资金存款 68.60 亿元；负债总额 270.37 亿元，其中代理买卖证券款 81.50 亿元；所有者权益 107.88 亿元；母公司净资产 96.81 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.48 亿元，净利润 1.95 亿元。

注册地址：广州市天河区珠江东路 11 号 18、19 楼

法人代表：罗钦城

### 二、营运环境

#### 1. 宏观经济环境分析

##### （1）国内经济环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值

(GDP) 90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%（见表 2），较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，

第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。

2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来

看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

表2 宏观经济主要指标 单位：%、亿元

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
GDP增长率	6.6	6.9	6.7	6.9	7.4
CPI增长率	2.1	1.6	2.0	1.4	2.0
PPI增长率	3.5	6.3	-1.4	-5.2	-1.9
M2增长率	8.1	8.2	11.3	13.3	12.2

固定资产投资增长率	5.9	7.0	8.1	10.0	15.7
社会消费品零售总额增长率	9.0	10.2	10.4	10.7	10.9
进出口总额增长率	9.7	14.2	-0.9	-7.0	2.3
进出口贸易差额	23303	28718	33523	36865	23489

数据来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理

## 2. 行业分析

### (1) 证券市场概况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。历经 20 多年的发展，我国证券市场初步形成以股票市场、债券市场及衍生品市场为主的市场格局，市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。2018 年以来受监管趋严、金融去杠杆、社融同比大幅回落、信用风险爆发等因素影响，

我国股票市场交易量持续萎缩，美联储信用政策收紧带来的全球性信用收缩以及贸易战进一步加剧了股市震荡，股票市场持续处于低迷状态，各项证券指数、融资总额、成交金额、总市值等均有所下跌。截至 2018 年末，我国境内上市公司数量 3584 家，股票总市值达 43.49 万亿元。2018 年，全年境内股票筹资金额 12107.35 亿元；全年股票成交金额 89.65 万亿元；证券化率（股票总市值/GDP 总值）为 48.31%（见表 3）。

表 3 2014—2018 年我国股票市场主要指标

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
期末境内上市公司数(家)	3584	3485	3052	2827	2613
股票融资总额(亿元)	12107.35	17223.86	21095.81	16107.23	9043.10
期末股票市价总值(万亿元)	43.49	56.75	50.82	53.13	37.25
股票全年成交金额(万亿元)	89.65	111.76	126.51	253.30	74.39
期末上证综合指数(点)	2493.90	3307.17	3103.64	3539.18	3234.68
证券化率(%)	48.31	68.54	68.30	78.51	58.53

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较

快增长的态势（见表 4）。2018 年，我国债券市场发行总额 43.85 万亿元，年末债券存量余额 88.60 亿元。

表 4 2014—2018 年我国债券市场发行额及托管余额

单位：万亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
市场发行总额	43.85	40.80	36.37	23.20	12.19
期末债券存量余额	88.60	74.69	64.31	48.53	36.00

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

中国证券业协会根据证券公司未经审计财务报表数据统计显示，截至 2018 年末，我国共有 131 家证券公司，全行业总资产为 6.26 万亿元，净资产为 1.89 万亿元，净资本为 1.57 万亿元，较上年末有所上升，资本实

力保持稳定。由于证券公司收益水平与证券市场行情高度正相关，近年来我国证券行业净利润呈现较强波动性。2018 年，受股票市场行情低迷影响，证券公司各项主要业务收入均呈下降态势，全行业实现营业收入

2662.87 亿元，净利润 666.20 亿元，盈利能力持续下降。与此同时，证券公司行业集中度不断提升，大、中、小型证券公司业绩分

化格局愈加明显，前十大证券公司在全行业营业收入和净利润中的占比均有所提升，业绩稳定性较强。

表 5 证券公司主要财务数据

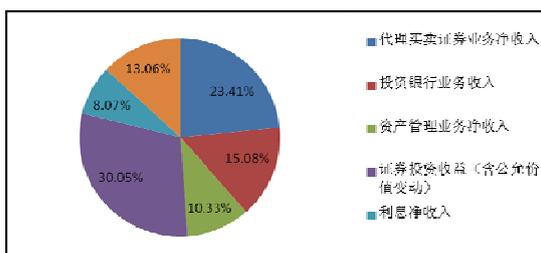
项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
证券公司（家）	131	131	129	125	120
盈利家数（家）	106	120	124	124	119
营业收入（亿元）	2,662.87	3,113.28	3,279.94	5,751.55	2602.84
代理买卖证券业务净收入（亿元）	623.42	820.92	1,052.95	2,690.96	1049.48
证券承销与保荐业务净收入（亿元）	258.46	384.24	519.99	393.52	240.19
财务顾问业务净收入（亿元）	111.50	125.37	164.16	137.93	69.19
投资咨询业务净收入（亿元）	31.52	33.96	50.54	44.78	22.31
资产管理业务净收入（亿元）	275.00	310.21	296.46	274.88	124.35
证券投资收益（含公允价值变动）（亿元）	800.27	860.98	568.47	1,413.54	710.28
利息净收入（亿元）	214.85	348.09	381.79	591.25	446.24
净利润（亿元）	666.20	1,129.95	1,234.45	2,447.63	965.54
项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
总资产（万亿）	6.26	6.14	5.79	6.42	4.09
净资产（万亿）	1.89	1.85	1.64	1.45	0.92
净资本（万亿）	1.57	1.58	1.47	1.25	0.68

资料来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

## （2）主营业务

目前我国证券公司主营业务主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、自营业务和信用业务构成（见图 1）。在市场环境持续低迷、IPO 募资大幅下滑、监管政策收紧导致券商业务调整压力有所加大等因素的影响下，2018 年证券公司收入延续下行趋势，业绩表现进一步下滑，其中经纪业务和自营业务仍是我国证券公司目前最主要收入来源，但 2018 年经纪业务、投资银行业务收入降幅明显，资产管理业务收入亦有所下降但收入占比略有提升，子公司相关的期货、大宗商品等其他业务对证券公司的盈利贡献度则呈现显著提升的态势。

图 1 2018 年证券公司主营业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站

## 经纪业务

2014—2015 年股票牛市使证券公司经纪业务收入带来爆发式增长，随着市场回归平淡，沪深两市交易额大幅下降。2017 年，受交易量及佣金费率下降影响，证券公司经纪业务收入同比持续下滑；2018 年以来，在市场行情不佳、A 股走势疲弱、市场交易量下降、行业内竞争加剧等多重因素的叠加下，证券公司经纪业务延续下行走势，当年实现代理买卖业务净收入 623.42 亿元，同比下降约 24%；代理买卖业务净收入占全部营业收入的 23.41%，占比较上年亦有所下降，不再是占比最高的业务板块，为证券公司第二大收入来源。

## 投资银行业务

2018 年以来，随着 IPO 审核标准趋严，投行项目审核有所趋缓，IPO 发行数量明显下降；再融资审核收紧、再融资规模持续收缩、发行周期拉长；债券发行规模有所回升，并购重组和新三板业务较为低迷，证券公司投资银行业

务收入持续下降。2018年，证券公司实现证券承销与保荐业务净收入258.46亿元，较上年明显下降，财务顾问与投资咨询业务净收入也有所下降；投行业务收入占营业收入的比重为15.08%，占比较上年亦有所下降。

### 自营业务

自营业务主要包括债券投资和股票投资，自营业务的业绩表现受市场行情影响较大。近年来，随着监管层放开证券公司的投资范围以及准许证券公司设立另类投资子公司，证券公司自营业务逐步从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018年以来，受股票市场单边下挫、债券市场收益率整体下行影响，证券公司投资收益有所下降。2018年，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）800.27亿元，同比下降7.05%，占营业收入的比重为30.05%，占比较上年继续上升，已成为证券公司的第一大收入来源。

### 资产管理业务

目前，证券公司资产管理业务产品体系主要由集合资产管理、单一资产管理及专项资产管理等构成。2016年以来监管层发布多项监管政策，证券公司通道业务在业务准入、资金来源、产品杠杆、风险准备等方面受到多项限制，2018年4月大资管新规落地，重点集中在于引导消除多层嵌套、资金池、刚性兑付、去杠杆等问题，资管业务规模尤其是通道业务规模持续收缩。去通道压力、新业务开展缓慢、金融市场波动增大等因素加大了证券公司资管业务发展的难度，致使资管业务收入也出现下滑。2018年，证券公司实现受托资产管理业务净收入275.00亿元，较上年有所下降，占营业收入的比重为10.33%，占比略有提升。

### 信用业务

近年来，证券公司资本中介类业务发展迅速。2018年以来，证券公司前两年发力的股票质押业务逐步进入密集到期阶段，股市大幅下挫以及去杠杆所产生的信用紧缩导致上市公司及控股股东出现了流动性风险和信用风险，股

票质押业务面临较大的风险敞口。随着股市震荡下行，两融规模出现明显回落；受股票质押新规、资金成本上升、信用风险暴露及券商主动收缩业务等因素影响，证券公司股票质押业务规模增速明显有所放缓，减值计提压力有所上升，对业绩表现形成一定负面影响。2018年，证券公司实现利息净收入214.85亿元，同比降幅较为明显。

### （3）监管政策

近年来，证监会在继续推进证券公司创新发展的同时，推出多项风险管理措施，并加强违规处罚力促，要求证券公司在发展过程中要不断提高风险控制能力和合规管理水平，增强风险防范能力。

2018年3月，证监会发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，对证券公司开展投资银行类业务的内部控制组织架构、薪酬考核与奖金延期支付制度、总部与分支机构的职责范围、项目内核流程等方面做了更加严格的规定。

2018年4月，中国人民银行等多部委发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，明确给出了资管业务、管理产品和刚性兑付的准确定义，针对资管产品去杠杆、规范资金池和去通道化等重点领域，提出了明确监管要求并对存量业务实行新老划断，将过渡期设置至2019年；同月，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司，放宽外资持股比例限制，并逐步开放合资证券公司业务范围，对于外商证券公司和境外金融机构投资者为重大利好，有利于进一步促进我国证券业的对外开放，推动我国证券业向更加规范、健康的方向发展。

2018年6月，证监会发布CDR交易管理办法，以存托凭证互挂方式实现的“沪伦通”蓄势待发，CDR业务从无到有至快速进入实质性开展阶段，未来将有望拓宽证券公司的业务边界；同期，证监会先后发布多个公告，意在尝试允许符合国家战略、科技创新能力突出并掌

握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能等领域的企业在境内公开发行股票或存托凭证管理，进一步表明境内证券市场逐步扩大对外开放的范围。

2018年10月，监管层引导纾解股权质押危机，券商、保险等金融机构，深圳、上海等地方政府纷纷出资设立各种纾困基金，缓解上市公司股权质押危机，同月证券行业基金会推动设立证券行业支持民营企业发展资产管理计划，有利于缓解股权质押业务风险，利于证券公司业务更稳健地开展；11月，中央拟在上交所设立科创板并试点注册制，进一步完善了我国多层次资本市场的架构，预计将为证券公司带来新的业务机会。

2019年1月，证监会研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，拟放宽证券公司投资成份股、ETF等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，鼓励证券公司加大对权益类资产的长期配置力度；同期，证监会就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则、《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》向社会公开征求意见，《征求意见稿》允许QFII和RQFII参与交易所融资融券，准入门槛方面取消数量型指标，将有助于提升QFII和RQFII的资金利用效率，引进境外长期资金，进一步便利全球资本配置中国。此外，证监会拟取消融资融券的“平仓线”不得低于130%的统一限制，并扩大担保物范围和标的证券范围，预计将进一步提升两市融资融券规模，提升市场交易活跃度。

总体看，2018年市场环境低迷，证券行业利润水平有所下行，展望未来，证券行业“马太效应”将愈加明显，龙头券商经营状况将保持稳定，行业分化预计将有所加剧，中小券商面临的生存环境将愈加严峻；下半年以来监管层面出台多项利好政策，股票质押业务风险有所缓解，科创板的设立、CDR等业务的开闸有望为证券公司带来新的利润增长点；证券公司

上市、增资等补充资本的动作将有所持续，资本实力预计将保持增长。与此同时，资管新规、同质化低水平竞争、佣金率探底等因素下证券公司仍面临较大的转型压力，2019年资管业务将进入存量整改、增量创新的关键阶段，通道业务将继续收缩，未来主动管理、财富管理、机构与高净值客户将是证券公司转型的重点；证券市场对外开放程度有所加大，证券行业竞争环境趋于激烈，外资机构在财富管理和经纪机构业务方面的优势可能将对本土券商形成一定压力。此外，证券行业的发展与经济发展和市场运行走势关联度较高，当前国际形势错综复杂、国内经济仍存下行压力、市场行情波动较大等因素仍然存在且未来走势面临的不确定性较大，可能仍将对证券公司盈利能力带来压力。

### 三、公司治理与内部控制

#### 1. 公司治理

广州金融控股集团有限公司（以下简称“广州金控”）持有公司49.10%的股权，为公司第一大股东。广州金控是市政府整合金融产业的平台，其实际控制人为广州市人民政府国有资产监督管理委员会。万联证券其余股东也均为广州市人民政府直接或间接控股的国有企业。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。广州市人民政府通过对万联证券各股东的直接或间接控股，成为万联证券的实际控制人（见附录1）。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司治理准则》等相关法律法规的要求制定公司章程，形成了股东大会、董事会、监事会及经营管理层相互分离、相互制衡的公司治理结构和

运作机制。近年来，公司能够按照《公司章程》的要求召集和召开年度股东大会和临时股东大会，确保所有股东，特别是中小股东享有平等的地位，能够充分行使自己的权利。

截至 2019 年 3 月末，公司董事会共有 13 名董事，其中独立董事 5 名。董事会下设提名与薪酬、审计、风险控制三个专项委员会。近年来，公司董事会及其专门委员会按照相关议事规则召开多次会议，审议通过了利润分配预案、发行短期融资券、财务决算报告、董事会及监事会延期换届、更换独立董事、董事长选举等多项议案。

截至 2019 年 3 月末，公司监事会由 3 名监事组成。近年来，监事会通过列席董事会会议、召开专题会议等方式履行监督职能，并对公司运营管理提出意见和建议。

公司高级管理人员共 8 名，包括总裁 1 名、副总裁 3 名、董事会秘书 1 名、合规总监兼首席风险官 1 名、总裁助理 2 名。高级管理层接受董事会的考核与监督，并按照股东大会和董事会的要求进行日常经营管理工作。

总体看，公司治理架构较为完善，公司治理机制运行良好，各治理主体能够有效履行各自的职责。

## 2. 内部控制

公司建立了由董事会审计委员会、董事会风险管理委员会、监事会、内部控制等部门组成的全方位多层次内部监督体系。董事会审计委员会协助董事会独立地审查公司财务状况、内部监控制度的执行情况及效果，对公司内部稽核审计工作结果进行审查和监督；监事会负责对公司董事、监事、高级管理人员以及公司经营情况、财务状况进行监督，向股东大会负责并报告；公司风险管理部、稽核部、合规法律部、计划财务部等内部控制部门分工协作对各项业务的内部控制情况进行定期和不定期的监督检查。

近年来，公司坚持“稳健经营、规范发展”

的理念，构建了“事前预防、事中监控、事后跟进”三位一体的合规内控机制，为保障公司各项业务和经营管理活动的科学决策、合规运作提供了有力的支持。

公司根据相关法律、监管环境的变化，以及自身发展的需要，制定了《万联证券股份有限公司部门职责》，各内控部门按照此规定履行职责，对经纪业务、投资银行业务、证券投资及交易业务、研究咨询业务等业务条线加强内部控制约束，并通过财务会计系统、信息系统、内部稽核（稽核部）对各部门加强内部控制。

公司稽核部是执行公司内部监督与检查工作的职能部门，在合规总监领导下对董事会负责，并定期或不定期向经营班子和监事会报告工作情况，同时接受外部有关监管机构的监督和指导。稽核部门负责对全系统财务、资金、信息技术等工作进行检查监督。采取现场稽核与非现场稽核、全面稽核与专项稽核、通知自查与突击检查、集中监控相结合的方式开展各项内部稽核工作。公司不断完善自我约束机制，强化经营风险防范，并建立了定期向董事会、监事会和管理层提交稽核工作报告的机制，使董事及时获知公司经营、合规、风险管理、稽核等信息，及时了解政策、市场、行业动态。

总体看，公司内部控制体系比较健全，内控管理制度与流程运作有效。

## 3. 发展战略

公司设立工作目标：一是实现党建与业务的深度融合，党建推动业务快速发展；二是力争尽快完成IPO申报材料递交工作，借助资本市场提升公司综合竞争力；三是加强公司各业务条线联动与协作，推动公司整体业务发展，大力发展机构经纪业务，推进财富管理转型，提升资管业务主动管理水平，打造FICC综合金融交易投资业务体系；四是提高投研能力，拓展投研视野，加强投研转化，为公司各业务条线提供研究支持。公司的战略目标是将公司建设

成为一家业务上有特色、行业中有影响、经营管理规范、对股东有较好回报、为广大客户提供优质专业服务的具有品牌特色的专业化、精品化的证券公司。

为实现上述经营目标，公司制定了具体的发展计划：在经纪业务方面，将继续推动财富管理转型和发展机构经纪业务作为主要发展方向，运用金融科技降低客户服务成本，为客户“创造价值、分享价值”；在信用业务方面，做好客户分类，提供针对性的客情维护，加强与银行等金融机构的合作，共同实现与上市公司质押融资业务的直接对接，持续优化股票质押业务风险控制；在证券投资与交易业务方面，加强投资自营队伍建设，提升投研能力，持续丰富各类业务资格，形成多元化收益来源；在投资银行业务方面，完善和优化业务组织架构，提升销售能力，积极推动各业务联动，丰富业务品种储备，提升业务规模；在资产管理业务方面，积极进行业务转型，提高主动管理能力，明晰产品策略，丰富产品类别，提升投研能力，强化市场拓展，形成品牌优势。

总体看，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，随着各项措施的实施，公司业务经营管理水平及市场竞争力将得到提升。

#### 四、主营业务分析

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，公司营业收入主要来源于经纪业务、信用业务和证券自营固定收益业务等。

##### 1. 经纪业务

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；截至2019年3月末，公司共设立了73家经纪业务网点，其中广州市内有14家。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。2018年，在交易量方面，公司A股和基金交易量总额为8500.88亿元，较2017年减少23.09%，所有品种交易量总额为13972.58亿元，较2017年减少15.56%。公司经纪业务收入主要为手续费及佣金净收入，直接受证券交易金额和佣金费率的影响，与市场行情波动情况高度相关。2018年，公司经纪业务收入为3.41亿元<sup>1</sup>，占业务总收入的比例为30.70%，收入及占比均呈下降的趋势。

2019年一季度，公司证券经纪业务实现收入1.19亿元，占业务总收入的26.51%，较之前年度同期水平有所提升，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。总体看，近年来经纪业务对公司的利润贡献度有所下降，业务发展水平与股市行情密切关联。目前，公司大力推动经

<sup>1</sup> 业务板块的收入为总收入概念，包含了该板块的营业支出，下同。

纪业务转型，以提高经纪业务抵御市场波动的能力，实现财富管理业务收入可持续发展，未来转型效果需持续关注。

## 2. 投资银行业务

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等收入。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。

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11个新三板定增项目，为挂牌企业累计融资超过2.3亿元，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（见附录3：表1）。2018年，公司完成的债券发行项目为186个/期，承销金额为237.20亿元，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年以来，由于市场资金较为宽松，债券发行难度有所下降，公司债券融资业务发展较好；股权融资业务方面，公司主攻IPO业务，项目储备情况较好，但由于IPO发行周期平均约为18个月，业务发展效果将在2020年有所显现。2019年1—3月，公司投资银行业务实现业务收入0.40亿元，占营业收入9.00%。总体看，公司投资银行业务受宏观经济形势、证券市场环境和监管政策的影响较大，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。

## 3. 证券投资及交易业务

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69.29亿元、77.28亿元和160.62亿元，以债券投资为主（见附录3：表2）。2018年，在证监会监管政策的影响下，公司严格区分自有资金和客户资金投资业务，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”），负责公司自有资金风险投资业务。

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。

2018年，公司证券投资及交易业务实现业务收入（含公允价值变动收益）3.00亿元，对公司业务收入的贡献度不断提升。

2019年以来，公司整体投资规模有所上升，2019年3月末投资净额为188.08亿元，投资结构仍以债券为主。受股市回暖的影响，公司权益类投资收益明显增长，自营投资收益水平较好；2019年1—3月，公司实现业务收入（含公允价值变动收益）1.79亿元。总体看，公司能够积极根据市场行情调整投资策略，优化证券投资组合，证券投资及交易业务收入对营业收入的贡献度不断提升。但值得注意的是，公司的证券投资及交易业务规模较大，在目前宏观经济下行、债券违约率明显上升的背景下，需关注投资资产的信用风险水平。

#### 4. 信用类业务

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（见附录3：表3）。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。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70.59亿元，其中公司自有资金出资9.49亿元，其余为资管计划出资。

2019年一季度，随着A股市场行情改善，两融业务交易量较之前年度明显增长，公司融资融券业务利息收入0.55亿元，较去年同期下降27.16%。2019年1—3月，公司信用业务收入0.51亿元。总体看，2017年、2018年面对不利的市场环境，公司信用业务收入增长承压，但依然是重要的收入来源，对稳定公司经营业绩起到关键作用。但值得注意的是，信用业务与股市行情密切关联，公司相关业务收入易受到市场行情的波动影响。

#### 5. 资产管理业务

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（见附录 3：表 4），主动管理产品的投资标的均为标准化产品。

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，公司持续压缩通道类业务规模，大力发展主动资产管理业务，相关业务规模增长迅速。截至 2019 年一季度末，公司主动管理类产品的规模相较 2018 年末增长 19.39%。2019 年一季度，公司资产管理业务实现收入 0.60 亿元，在营业收入中的占比进一步提升。

总体看，万联证券资产管理业务稳步发展，受资管新规等监管政策的影响，受托资金规模下降较快，产品结构仍在调整过程中，未来调

整结果需持续关注。

## 五、风险管理分析

公司将风险控制与合规管理作为日常经营中的重要目标，按照相关规定和监管部门的要求，建立了完整的全面风险管理制度和体系。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管理委员会按照《公司章程》及《风险管理委员会管理规则》等规定履行风险控制职责；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，下设风险控制委员会负责制定风险管理制度并适时调整，制定风险偏好、风险容忍度以及重大风险限额等的具体执行方案等；万联证券任命一名高级管理人员作为首席风险官负责公司全面风险管理工作，负责组织实施董事会、高级管理层确定的风险管理政策、规章和制度，组织对公司建立健全各项业务风险管理制度进行督导、审查和评估等；稽核部、计划财务部、合规法律部以及办公室是专门风险管理监督部门，按照职责分工履行风险管理监督职责。

### 1. 市场风险管理

公司涉及的市场风险是指持有的金融工具的公允价值或未来现金流量因市场价格变动而发生波动的风险，包括市场利率风险、汇率风险和权益类及其他价格风险。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，具体风险限额包括敞口限额、集中度、风险价值（VaR）限额和压力损失限额等；制定市场风险对冲策略，以及重大市场风险情况的应急处理方案；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。

利率风险方面，公司主要采用敏感性分析监控利率风险，在假设所有其他变量维持不变

的情况下评估利率变动可能对净利润和股东权益的影响，并通过优化债权类证券组合的久期、规模与凸度降低利率风险。公司基于 2018 年末财务数据测算，若市场利率平行上升 100 个基点，净利润将下降 1.02 亿元，占当年净利润的 40.02%，面临的利率风险管理压力较大。

汇率风险方面，公司持有的外币资产及负债占整体的资产及负债比重并不大；在公司收入结构中，绝大部分赚取收入的业务均以人民币进行交易。公司外币资产及负债均为外币经纪业务，不涉及交易和投资业务。整体看，汇率风险对公司目前的经营影响较小。

权益类价格风险方面，公司对权益类证券投资规模进行适当的控制，并且利用股指期货及其他衍生品和工具进行套期保值和套利操作。

## 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，同时各业务机构也应采用定量分析与定性分析相结合的方法对交易对手进行内部信用评级管理；对于涉及授信的业务，结合业务类型和风险、担保品、交易对手内部信用评级等因素，对交易对手进行统一授信并经相关授权部门审批。公司对信用风险采用限额管理，包括集中度限额、业务规模限额和风险限额等方面。风险管理部会同业务机构和相关部门对信用风险额度的分配进行评估，业务机构根据分配的信用风险限额，对信用风险进行量化后，将风险限额分解并逐级分配到每一项产品、业务及业务单元中，以监控交易对手和发行人的风险状况。

从业务方面来看，公司面临的信用风险主要来源于涉及债券投资的固定收益业务和资产管理业务、融资融券和股票质押式回购等信用类业务以及投资银行业务等。债券投资业务方面，公司对发行人的经营状况、还款能力以及所处行业的发展前景等方面进行评估，同时建立了信用债内部评级制度，明确可投资债券的

内外部评级要求并对发行人的信用级别进行监控。

信用业务方面，公司通过控制客户融资杠杆比例、适当收缩两融杠杆、分级授信制度、对集中度较高的客户提示风险并作出交易限制、担保物和标的证券管理、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式以控制信用风险。同时，公司根据市场形势调整信用账户警戒线、平仓线等数值，根据市场变化及时调整融资融券业务和股票质押式回购业务维持担保比例。从资产负债方面来看，面临信用风险的资产主要是固定收益类金融资产，包括货币资金、结算备付金、买入返售金融资产、债券投资等。这些金融资产的信用风险源自交易对手违约，最大风险敞口为此类金融工具的账面金额。公司的货币资金和结算备付金存放于信用良好的商业银行、中国证券登记结算有限责任公司和相关交易所，面临的信用风险极低。买入返售金融资产按业务类别分为银行间和交易所的质押式和买断式买入返售以及自有资金出资的股票质押回购。前者买入返售的标的物全部为债券，该部分资产期限较短且具有充足的担保物，主要是作为调节整体业务流动性的工具，信用风险可控；股票质押式回购属于信用类业务，近年来受国内股市环境低迷影响，股票质押爆仓事件频发，公司股票质押式回购业务也有逾期且低于平仓线的情况发生，面临一定的信用风险。2018 年，在股市行情较为低迷的情况下，公司个别融资融券业务发生风险预警，已按照风险控制流程，计提减值准备 0.76 亿元；此外，2018 年，公司通过自有资金出资的部分股票质押式回购业务，已处于逾期且低于平仓线的状态，公司已针对该笔业务计提 0.40 亿元的减值准备。

债券投资方面，2018 年以来公司加大利率债的配置力度，但整体投资仍以信用债为主，信用债的发行主体以城投和金融机构为主，外部信用等级大多在 AA 级以上。联合资信关注到，近年来国内信用债券违约率明显上升，公

司投资的债券也有违约事件发生，其面临的信用风险相应增加：公司投资中国城市建设控股集团有限公司公司债券本金 0.60 亿元和新光控股集团有限公司公司债券本金 1.00 亿元已发生违约，2018 年公司针对以上两笔投资分别已计提 0.53 亿元、0.32 亿元的减值准备。

总体看，公司建立了自上而下的信用风险管理体系，并针对各类涉及信用风险的业务制定了相应的信用风险防范制度和措施。但受市场环境的影响，股市低迷、债市违约风险上升，对自营投资、信用业务等板块的信用风险管理带来一定挑战。

### 3. 流动性风险管理

公司董事会根据经营战略、业务特点、财务实力、融资能力、突发事件和总体风险偏好，在充分考虑其他风险与流动性风险相互影响与转换的基础上，确定公司的流动性风险管理政策的取向为稳健型，坚持补充流动性不足与处置流动性剩余并重，既要控制流动性不足，又要控制流动性过剩而导致成本上升、收益降低的风险，以促进各项业务的协调稳定发展。

近年来，公司流动性风险管理的主要方法和措施有：对资产流动性、融资渠道稳定性定期评估，保持融资渠道在方式、期限上的分散性，保证资产负债在期限上的适度匹配；完善内部资金调度、分配等管理制度，并根据公司流动性状况建立对公司表内外各个时间段的现金流量进行评估与预测，对可能出现的现金流缺口进行测算；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。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。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；审慎选择信用程度较高的商业银行存放各项货币资

金，保证货币资金的流动性和安全性。截至 2018 年末，公司流动性覆盖率为 251.02%，净稳定资金率为 207.44%，流动性水平良好。

### 4. 操作风险管理

公司将内部控制作为操作风险管理的有效手段，将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。

公司操作性风险管理的主要措施包括：通过职责分离、独立授权、关键岗位轮岗、重要业务操作双人负责等制度形成合理的制约和有效监督；推行专业工具以管理操作风险，并根据实际情况选择外包、保险等措施转移或缓释操作风险；逐步建立并完善操作风险管理系统以记录和存储操作风险损失数据库，支持操作风险和控制措施的自我评估，监测关键风险指标；针对各项业务、信息系统、结算核算等，应制定切实有效的应急应变措施和预案；建立操作风险的压力测试机制，对于信息系统重大故障、人员重大操作失误、出现违法违规事件等压力测试情境下的操作风险进行测试等。

总体看，公司已逐步建立全面风险管理体系，但随着创新业务的不断深入开展、IPO 上市进程的不断推进，将对公司的风险管理架构设置和技术水平等方面提出更高的要求。

## 六、财务分析

公司提供了 2016—2018 年和 2019 年一季度合并财务报表。其中 2016、2017 年财务报表由中审众环会计师事务所进行审计，2018 年会计报表由德勤华永会计师事务所进行审计，均出具了标准无保留意见的审计报告，2019 年一季度财务报表未经审计。

### 1. 盈利能力

公司营业收入主要包括手续费及佣金净收入、利息净收入及投资收益（见附录 3：表 5）。

近年来，随着经纪业务收入的下降，投资收益逐渐成为公司最主要的收入来源，手续费及佣金净收入呈逐年下滑态势，2016—2018年分别实现手续费及佣金净收入 6.85 亿元、5.61 亿元、4.86 亿元，占营业收入比重分别为 59.82%、50.89%、43.76%。

从业务条线来看，公司的手续费及佣金净收入主要来自经纪业务。近年来，公司经纪业务经营状况受证券市场行情走弱、佣金率竞争性下降等因素的影响，经纪业务相关的收入持续下滑。投资银行业务方面，2016 年，主要受债券发行条件放宽的影响，公司投资银行业务相关的收入水平较好。2017—2018 年，受新三板业务转向低迷、IPO 通过率降低、债券承销数量、金额及费率竞争性下滑等因素的影响，投资银行业务收入明显下降。资产管理业务方面，受资管新规的影响，公司压减通道类产品，2018 年通道类资管产品存量下降最为明显；同时，公司大力发展主动管理类产品的业务，两方面因素叠加，使得资产管理业务手续费收入呈现先升后降、整体上涨的趋势（见附录 3：表 5）。

公司利息收入包括存放金融同业利息收入和融资融券、股票质押式回购、约定式购回等信用类业务利息收入。近年来，由于公司信用类业务受股市行情波动影响较大，信用类业务利息收入下降明显。公司利息支出主要包括卖出回购金融资产利息支出、次级债及收益凭证利息支出。近年来，为满足业务发展对资金的需求，公司主要通过卖出回购、发行收益凭证产品及发行次级债的方式筹集资金，导致相关利息支出快速增长。受上述因素影响，公司利息净收入水平逐年下降，在营业收入中的占比随之下降。2016—2018 年，公司分别实现利息净收入 2.17 亿元、1.98 亿元、1.16 亿元，分别占营业收入的 18.94%、17.99%、10.45%。

公司投资收益基本来源于证券投资及交易业务。近年来，随着自营投资业务规模的不断上升，公司以债券投资为主的固定收益类资产实现较好的投资收益，对营业收入的贡献度明

显提升。2016—2018 年，公司分别实现投资收益（不含公允价值变动收益）2.68 亿元、3.67 亿元、4.90 亿元，分别占营业收入的 23.37%、33.24%、44.14%。

从营业支出构成来看，业务及管理费是公司营业支出最主要的部分。近年来，公司业务及管理费支出水平较为稳定，加之同期营业收入基本保持稳定，公司营业费用率及薪酬收入比基本保持稳定，成本控制能力良好。2016 年—2018 年，公司营业费用率分别为 57.17%、62.72%、57.40%；薪酬收入比分别为 27.74%、37.18%、34.19%。值得注意的是，2018 年，由于公司个别融资融券业务发生风险预警，公司按照风险控制流程，计提减值准备 0.76 亿元；加之公司开展证券投资及交易业务中有违约事件发生，针对可供出售金融资产计提减值 0.59 亿元，全年资产减值准备共计提 1.35 亿元，较之前年度大幅增长，对盈利能力产生一定的负面影响。

近年来，受营业收入增长承压、资产减值准备计提力度加大等因素的影响，公司盈利指标有所降低，盈利能力有待提升（见附录 3：表 6）。2018 年，公司平均自有资产收益率为 1.06%，平均净资产收益率为 2.43%。

2019 年一季度，由于股票市场行情出现回暖，公司经纪业务转好。受此影响，公司的收入水平有所提升。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.48 亿元，净利润 1.95 亿元。

总体看，近年来公司营业收入增长承压，收入结构有所调整，自营业务收入的增长弥补了经纪、投行、资管的手续费及佣金净收入的下滑。但受经济下行影响，近年来我国债券市场违约率有所上升，可能会对公司证券投资及交易自营业务的盈利水平产生一定影响。另一方面，由于公司在同行业中属于中型券商，行业的头部效应可能对公司业务发展的维持与增长提出挑战。

## 2. 杠杆与资本充足性

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产规模明显提升（见附录3：表7）。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产95.89亿元，净资产105.99亿元；净资产/净资产为90.46%，风险覆盖率为356.19%，公司资本充足。

截至2019年3月末，母公司净资产96.81亿元，母公司净资产107.77亿元，风险覆盖率345.60%，资本充足水平与2018年末基本持平。

2016—2018年末，公司净资产/自有负债分别为91.97%、101.11%、63.81%，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。

总体看，近年来公司实力有所提升，随着业务的发展，公司财务杠杆水平整体上升较快，但是以净资产为核心的各项风险控制指标均优于监管标准，资本充足。

## 3. 流动性

公司可快速变现资产主要由货币资金、买入返售金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产组成。2016—2018年，公司可快速变现资产整体增长明显（见附录3：表8）。截至2018年末，公司可快速变现资产余额136.85亿元，占资产总额的42.96%。其中，货币资金51.67亿元，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额22.77亿元，可供出售金融资产余额41.79亿元（不含集合理财、信托计划、理财产

品和有限售或承诺条件的证券）。整体看，公司资产流动性水平正常。

近年来，公司自有负债规模增幅明显，占负债总额的比重逐年上升（见附录3：表9）。其中，2018年公司自有负债规模大幅上升，主要是由于公司卖出回购金融资产款项规模增长较快导致。2016—2018年末，公司可快速变现资产/自有负债指标分别为1.26倍、1.37倍、0.82倍，2018年可快速变现资产对自有负债的覆盖程度下降明显，低于1倍的水平，整体水平下滑明显。

近年来，公司经营性现金净流入规模呈现先负后正的特点（见附录3：表10）。2016年，由于公司卖出回购金融资产的减少，以及代理买卖证券款减少，导致经营性现金净流入呈现负值。2017年，由于公司代理买卖证券款的进一步减少，导致经营性现金净流入仍然呈现负值。2018年，公司主动提升自身杠杆水平，加大了回购业务和资金拆入的力度，导致经营性现金流入大幅增长，最终导致经营性现金净流入规模回正并达到较高的水平。公司的投资性现金流量净额负缺口在2018年明显扩大，原因是公司加大了自营固定收益投资资产的配置力度。筹资方面，由于公司在2017年收到股东的30.00亿元增资，导致筹资性现金流入大幅增加。

整体来看，2018年现金及现金等价物的金额减少较多，但是公司通过股东增资、发行收益凭证、发行次级债券等渠道融资的能力较强，现金流较为充裕。

## 4. 偿债能力

2016—2018年，公司总债务规模逐年上升（见附录3：表11）。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%。截至2018年末，公司总债务/EBITDA指标为19.25倍，公司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良好。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。

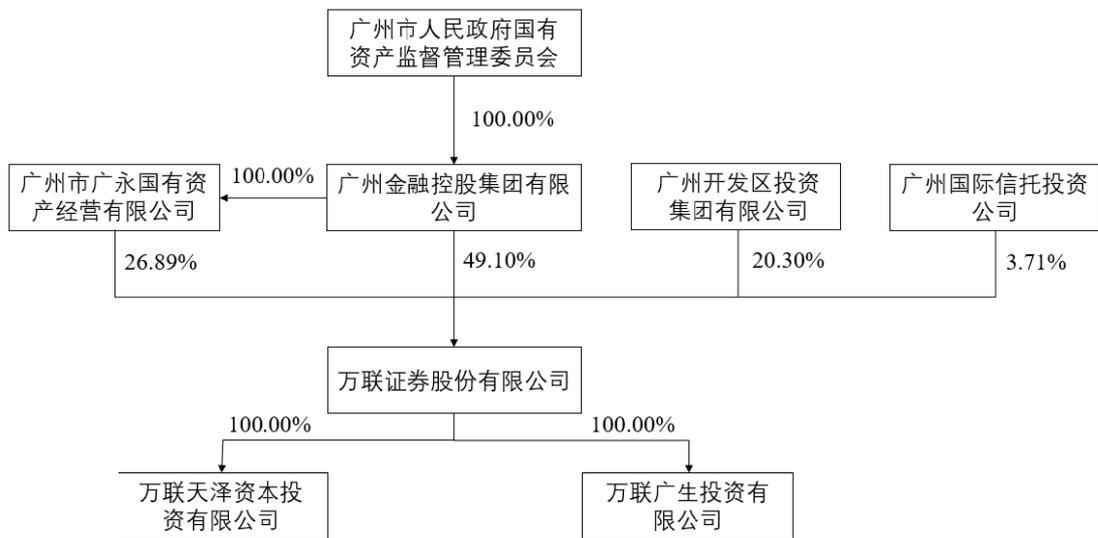
---

2019年以来,公司自有负债规模有所上升。截至2019年3月末,公司自有负债余额185.42亿元,较上年末增长11.44%,公司自有资产负债率为63.22%,原因是公司卖出回购金融资产款规模的增加,导致公司总债务规模较上年末有一定增长。

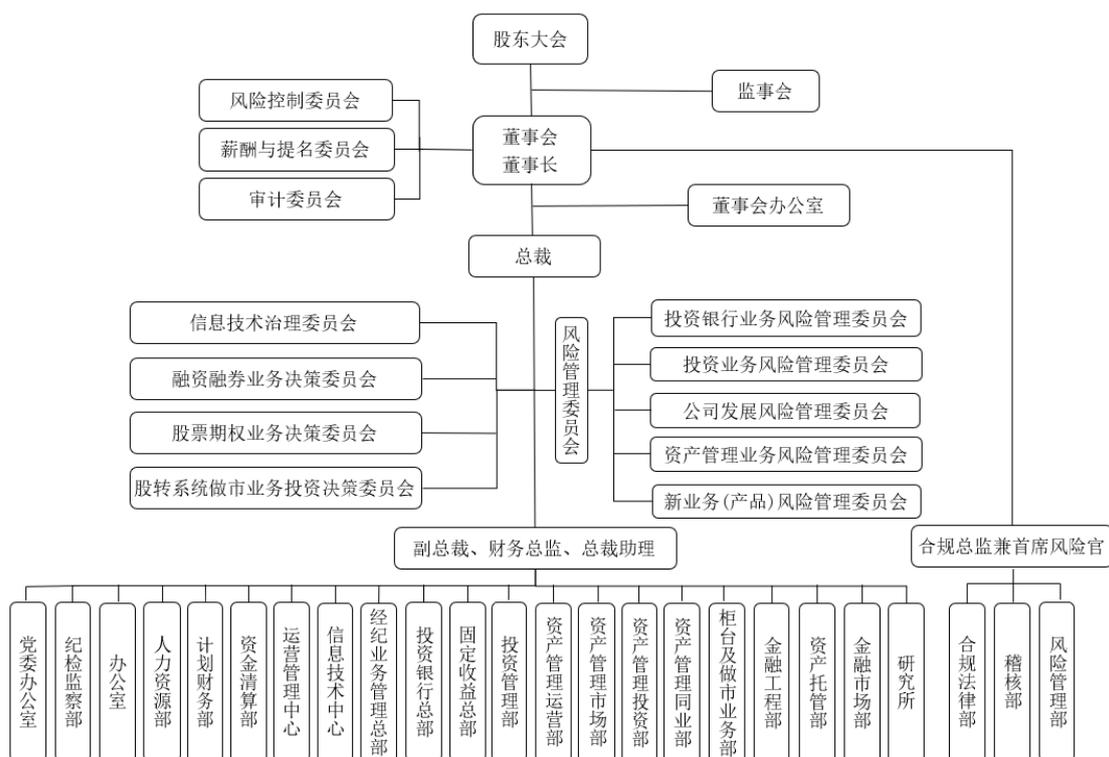
## 七、评级展望

公司第一大股东为广州金融控股集团有限公司,实际控制人为广州市人民政府国有资产监督管理委员会。近年来,公司加强营业网点建设,其立足华南,辐射全国的战略布局不断完善;得益于股东增资,公司资本实力有所增强。另一方面,联合资信关注到,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,加之部分证券投资及交易业务及信用业务出现了违约事件,信用风险有所上升,计提资产减值准备的力度有所加大,对盈利能力产生一定的负面影响,相关风险需关注。此外,由于公司通过卖出回购、发行收益凭证、次级债等措施加大主动负债能力,以支持资产端自营投资的业务发展,杠杆水平有所上升,相关流动性风险需关注。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。根据公司面临的外部经营环境、自身经营情况,联合资信认为公司未来一段时间的信用水平将保持稳定。

附录 1 2019 年 3 月末股权结构图



## 附录 2 2019 年 3 月末组织结构图



### 附录 3 主要财务数据及指标

表 1 公司投行业务情况表 单位：个、亿元

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	数量	承销金额	数量	承销金额	数量	承销金额
IPO	1	2.71	1	1.75	2	2.12
债券承销	186	237.20	18	82.20	26	161.00
新三板挂牌	4	-	20	-	43	-

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

表 2 万联证券投资资产结构 单位：亿元

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	36.28	12.57	9.01
其中：债券投资	26.96	2.01	4.62
股票投资	2.47	4.16	3.35
基金投资	6.75	6.39	1.05
证券公司资产管理计划	0.10	-	-
可供出售金融资产	124.34	64.71	60.28
其中：债券投资	118.33	62.93	43.11
股票投资	0.27	0.89	0.68
证券公司资产管理计划	4.50	-	-
非上市公司股权	1.23	0.73	0.87
券商理财产品	-	0.01	0.53
银行理财产品	-	-	0.54
私募基金	-	0.14	0.14
其他	-	-	14.41
合计	160.62	77.28	69.29

资料来源：万联证券审计报告，联合资信整理

表 3 信用交易业务情况表 单位：户、亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
融资融券账户新开户数目	804	2297	1900
年末融资融券余额	31.84	41.69	37.28
融资融券利息收入	2.77	2.73	2.73
年末股票质押业务回购余额	9.40	20.87	14.07
股票质押业务利息收入	0.92	1.13	0.42

资料来源：万联证券提供资料，联合资信整理

表 4 资产管理业务受托规模情况表 单位: 亿元

项目		2018 年	2017 年	2016 年
产品类型	集合	87.46	55.39	41.16
	定向	438.29	1,527.19	1,966.84
	专项	-	0.65	1.50
管理方式	主动管理	123.44	76.52	58.16
	被动管理	402.31	1506.71	1951.34

表 5 公司营业收入情况 单位: 亿元

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	4.86	43.76	5.61	50.89	6.85	59.82
其中: 经纪业务手续费净收入	2.59	23.39	3.52	31.87	4.50	39.28
投资银行业务手续费净收入	1.05	9.51	1.01	9.16	1.85	16.19
资产管理业务手续费净收入	0.98	8.81	1.02	9.21	0.46	4.00
利息净收入	1.16	10.45	1.98	17.99	2.17	18.94
投资收益	4.90	44.14	3.67	33.24	2.68	23.37
公允价值变动收益	0.15	1.38	-0.31	-2.84	-0.42	-3.64
汇兑收益	0.01	0.07	-0.01	-0.09	0.01	0.09
其他业务收入	0.01	0.07	0.09	0.81	0.16	1.42
<b>营业收入合计</b>	<b>11.09</b>	<b>100.00</b>	<b>11.03</b>	<b>100.00</b>	<b>11.45</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 万联证券审计报告, 联合资信整理

表 6 公司盈利情况 单位: 亿元、%

项目	2018 年	2017 年	2016 年
净利润	2.54	3.17	3.15
营业利润率	29.46	36.12	36.07
营业费用率	57.40	62.72	57.17
薪酬收入比	34.19	37.18	27.74
平均自有资产收益率	1.06	1.78	1.87
平均净资产收益率	2.43	3.62	4.39

资料来源: 万联证券审计报告, 联合资信整理

表 7 公司风险控制指标 单位: 亿元、%

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
净资本	95.89	89.78	59.23
净资产	105.99	103.26	72.03
净资本/净资产	90.46	86.94	82.22
净资本/自有负债	57.72	87.91	75.62
净资产/自有负债	63.81	101.11	91.97
风险覆盖率	356.19	287.62	170.65
资本杠杆率	33.96	42.27	38.12
流动性覆盖率	251.02	1713.18	194.51
净稳定资金率	207.44	204.18	166.26

注: 表 7 所列表的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

表 8 公司资产情况 单位: 亿元

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
<b>自有资产</b>	<b>272.37</b>	<b>205.49</b>	<b>150.37</b>
其中: 可快速变现资产	136.85	140.25	98.91
<b>非自有资产</b>	<b>46.17</b>	<b>51.77</b>	<b>70.97</b>
其中: 客户资金存款	36.21	40.13	56.47
客户备付金	11.21	14.57	17.57
<b>资产总额</b>	<b>318.54</b>	<b>257.25</b>	<b>221.34</b>

资料来源: 万联证券审计报告, 联合资信整理

表 9 公司负债情况 单位: 亿元

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
<b>自有负债</b>	<b>166.39</b>	<b>102.17</b>	<b>78.33</b>
其中: 卖出回购金融资产款	90.81	60.38	44.57
次级债	5.00	-	-
应付收益凭证	18.00	28.62	24.00
<b>非自有负债</b>	<b>46.17</b>	<b>51.77</b>	<b>70.97</b>
其中: 代理买卖证券款	46.17	51.77	70.97
<b>负债总额</b>	<b>212.56</b>	<b>153.93</b>	<b>149.30</b>

资料来源: 万联证券审计报告, 联合资信整理

表 10 公司现金流量情况 单位: 亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
经营性现金流量净额	38.10	-23.48	-32.32
投资性现金流量净额	-53.57	-4.45	17.05
筹资性现金流量净额	-8.86	33.37	5.00
现金及现金等价物净增加额	-24.32	5.43	-10.26
年末现金及现金等价物余额	68.23	92.54	87.11

资料来源: 万联证券审计报告, 联合资信整理

表 11 公司偿债能力 单位: 亿元、%、倍

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
总债务	159.55	94.48	70.57
自有资产负债率	61.09	49.72	52.09
EBITDA	8.29	8.12	7.52
总债务/EBITDA	19.25	11.64	9.38
EBITDA 利息倍数	1.84	2.34	2.71

资料来源: 万联证券审计报告, 联合资信整理

## 附录 4 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
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-不能快速变现的信托及理财类投资-客户资金存款-客户备付金
净资本	净资产-金融资产的风险调整-其他资产的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目
风险资本准备	根据监管部门相关规定，对证券公司各项业务、设立分支机构等按一定比例计算的风险资本

## 附录 5-1 证券公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信证券公司主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级别	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

## 附录 5-2 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，联合资信将在万联证券股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，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及外部经营环境等相关信息，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，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如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。