

信用评级公告

联合〔2021〕5673号

联合资信评估股份有限公司通过对安徽国元金融控股集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持安徽国元金融控股集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，“20 国元 G1”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：



二〇二一年六月二十八日

安徽国元金融控股集团有限责任公司

公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
安徽国元金融控股集团 有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 国元 G1	AAA	稳定	AAA	稳定

债项概况

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
20 国元 G1	20 亿元	20 亿元	2023/08/04

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分卡）	V3.0.201907

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	AAA		评级结果	AAA	
评价内容	评价结果		风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险		2
			行业风险		3
		自身竞争力	基础素质		1
			企业管理		1
			经营分析		2
财务风险	F1	现金流	盈利能力		1
			现金流量		1
			资产质量		2
		资本结构			1
			偿债能力		2
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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对安徽国元金融控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“国元金控”）的跟踪评级反映了其作为安徽省内最大的地方国有金融控股公司，区域地位突出，受政府支持力度很大；公司业务范围广泛，其中证券业务和保险业务具有很强的区域竞争优势；2020 年，公司营业收入保持稳定增长，盈利水平明显提升，资产质量较好，主要金融子公司资本充足性好。

联合资信也关注到，公司涉及金融业务板块较多，证券业务和信托业务受市场环境和政策调整影响较大，保险业务受自然灾害等不确定因素影响，对盈利稳定性带来不利影响；近年来监管环境趋严，各金融子公司需不断加强风险管理能力；公司短期债务占比较高，需关注公司流动性管理情况。

未来，随着公司各项业务的稳步推进，未来公司整体竞争实力将进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 国元 G1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在安徽省内具有重要的战略地位，业务范围广泛，整体综合竞争力很强。公司为安徽省内资产规模最大的地方国有金融控股公司，在客户资源、业务渠道及资金方面均可获得股东的支持，公司业务涵盖证券、保险、信托等金融业务及典当、租赁等类金融业务。
2. 公司证券业务和保险业务保持很强的竞争优势。国元证券为上市证券公司，2020 年，其各项业务均处于行业中上游水平；国元保险为专业农业保险机构，在业务开展方面政策扶持力度大，区域竞争力很强。
3. 营业收入和净利润均有所增长。公司作为省国资委下属金融控股平台，盈利能力很强。2020 年，营业收入和净利润均同比增长，且资产流动性保持较好水平。

关注

1. 市场环境及政策调整对公司盈利带来的不利影响。公司涉及金融业务较多，证券行业受市场环境及政策调整影

分析师：姚雷 张晨露

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

响较大，保险业务易受自然灾害等不利因素影响，对公司盈利稳定性带来不利影响。

2. **风险管理能力需不断加强。**公司为金融控股公司，需加强对金融子公司风险集中管控能力，同时近年来监管趋严，信用风险上升，证券子公司股票质押业务违约规模较大，需关注相关风险项目后续追偿情况，公司各类金融子公司需不断加强风险管理能力。

主要财务数据：

公司合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	1025.20	1085.19	1174.49
负债总额（亿元）	615.97	660.11	695.57
所有者权益（亿元）	409.23	425.09	478.92
归属于母公司所有者权益（亿元）	138.22	145.14	153.38
短期债务（亿元）	327.29	285.91	254.64
全部债务（亿元）	421.16	431.85	414.64
营业总收入（亿元）	100.35	111.50	130.87
投资收益（亿元）	19.04	10.38	17.58
利润总额（亿元）	13.04	21.24	28.99
EBITDA（亿元）	30.17	37.90	44.38
筹资前净现金流（亿元）	-16.87	48.54	-15.67
营业利润率（%）	13.11	18.56	22.40
净资产收益率（%）	2.43	4.02	5.12
资产负债率（%）	60.08	60.83	59.22
全部债务资本化比率（%）	44.74	45.43	44.40
流动比率（%）	146.73	148.11	152.29
EBITDA 利息倍数（倍）	2.03	2.65	3.30
全部债务/EBITDA（倍）	10.98	9.34	8.62

公司本部（母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	87.72	88.72	112.28
所有者权益（亿元）	67.93	71.39	75.16
营业收入（亿元）	*	0.01	0.01
投资收益（亿元）	2.92	3.07	3.85
利润总额（亿元）	1.63	2.04	2.59
净资产收益率（%）	2.48	2.93	3.54
资产负债率（%）	22.55	19.53	33.05
流动比率（%）	1152.16	1311.16	849.79
全部债务（亿元）	19.26	17.08	36.40

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 国元 G1	AAA	AAA	稳定	2020/5/28	董日新 姚雷	原联合评级工商企业信用评级方法总论	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；

声 明

一、本报告引用的资料主要由安徽国元金融控股集团有限责任公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司



安徽国元金融控股集团有限责任公司

公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于安徽国元金融控股集团有限责任公司(以下简称“公司”或“国元金控”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

安徽国元金融控股集团有限责任公司是根据国务院有关信托投资公司整顿重组和信托、证券分业经营,分业管理的要求,经安徽省政府 2000 年 12 月批准设立,在原安徽省国际信托投资公司、安徽省信托投资公司等企业整体合并的基础上组建,于 2000 年 12 月注册成立,初始注册资本为 30.00 亿元,2018 年 8 月,公司名称变更为现名,2020 年 2 月,公司通过资本公积和未分配利润转增资本 30.00 亿元,截至 2020 年末,公司注册资本及实收资本均为 60.00 亿元。公司由安徽省人民政府国有资产监督管理委员会 100.00%控股,安徽省人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“安徽省国资委”)为公司股东及实际控制人。

公司主要经营范围:经营国家授权的集团公司及所属控股企业全部国有资产和国有股权,资本运营,资产管理,收购兼并,资产重组,投资咨询。

截至 2021 年 3 月末,公司设有行政管理部、稽核审计部、计划财务部等职能部门,公司组织架构图详见附件 1-2;公司合并范围内拥有 7 家二级子公司及二级子公司的下属子公司,分别为国元证券股份有限公司(以下简称“国元证券”)、安徽国元信托有限责任公司(以下简称“国元信托”)、国元农业保险股份有限公司(以下简称“国元保险”)、安徽国元投资有限责任公司(以下简称“国元投资”公司)、安徽国元资

本有限责任公司(原名称为安徽国元实业投资有限责任公司,以下简称“国元资本”)、安徽国元种子投资基金有限公司(以下简称“国元种子基金”)、安徽省农业产业化发展基金有限公司(以下简称“国元农业基金”)。截至 2020 年底,公司合并口径共有员工 7850 人。

截至 2020 年末,公司资产总额 1174.49 亿元,负债总额 695.57 亿元,股东权益 478.92 亿元,其中归属于母公司股东权益 153.38 亿元。2020 年,公司实现营业总收入 130.87 亿元,利润总额 28.99 亿元,净利润 23.15 亿元,其中归属母公司所有者净利润 7.79 亿元;经营活动产生的现金流量净额 3.36 亿元,现金及现金等价物净增加额 51.43 亿元。

公司注册地址:安徽省合肥市梅山路 18 号;法定代表人:方旭。

三、债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券情况见下表,募集资金均已按指定用途使用完毕,募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。截至 2021 年本报告出具日,“20 国元 G1”尚未到首次付息日。

表 1 跟踪债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 国元 G1	20.00	20.00	2020/08/04	3 年

四、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 2 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
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

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。

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**。

五、行业分析

公司业务包括证券业务、保险业务、信托业务及类金融业务，核心业务包括证券业务、保险业务和信托业务。

1. 证券行业分析

(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)

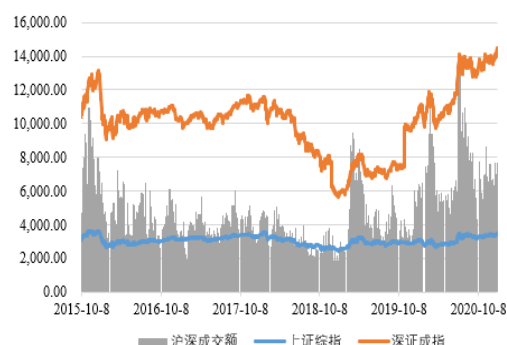
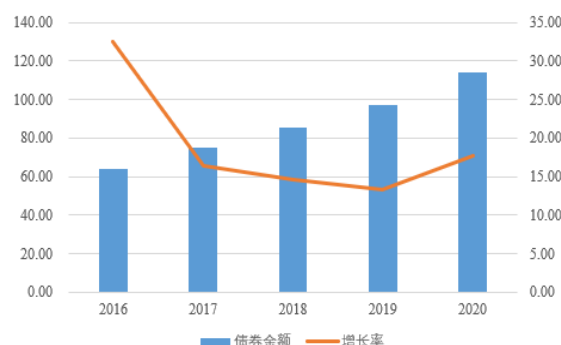


图2 债券市场余额和增长率 (单位: 万亿元、%)



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3 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。

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。

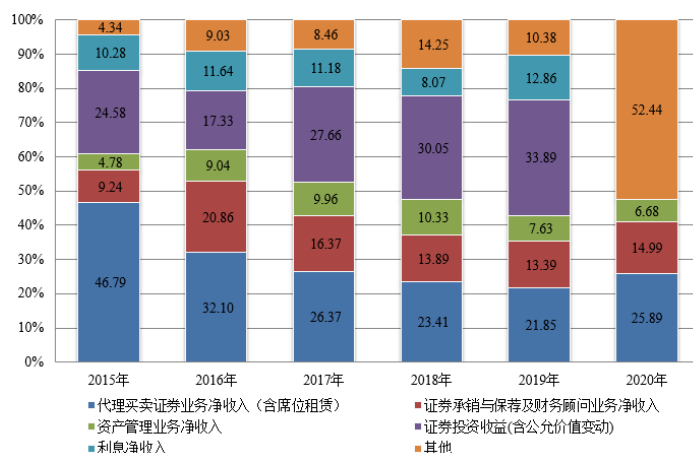
(3) 业务分析

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 年全行业证券投资收益（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收益（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，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，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、财达证券已实现 A 股上市，首创证券、信达证券、国元金控、国开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 4 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、规范业务操作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，并希望借助金融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并购事件已有发生，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。

2. 保险行业分析

(1) 业务概况

2020年以来，受新冠疫情的冲击，人身险业务原保险保费收入同比增速明显放缓；居民保障意识有所增强，对长期保障型健康险需求有所增长，健康险保费收入占人身险原保险保费收

入的比重有所提升。

2020年初，受新冠肺炎疫情影响，代理人线下展业较为困难，同时居民对自身现金流预期趋于保守叠加其对未来经济恢复有所担忧，导致长期保障型险种营销面临较大压力，人身险公司原保费收入同比增速明显放缓。2020年，我国人身险业务原保险保费收入3.17万亿元，同比增长6.91%，增幅比上年下降6.85个百分点。其中，普通寿险实现原保险保费收入2.40万亿元，同比增长5.40%；健康险业务实现原保险保费收入0.71万亿元，同比增长13.38%。资产方面，截至2020年末，寿险公司总资产16.98万亿元，资产增速有所加快。

人身险公司市场集中度方面，我国人身险行业市场集中度仍处于较高水平，头部险企依托于在产品体系、销售渠道、品牌影响力等方面的绝对优势在监管趋严及2020年初新冠肺炎疫情冲击的背景下仍保持相对稳定的市场份额。但得益于近年来的业务结构调整以及渠道建设的不断完善，中小保险公司的市场竞争能力有所提升，整体行业集中程度持续下降。截至2020年末，根据wind数据统计，在87家人身险公司（中资公司59家，外资公司28家）中，原保险保费收入前10的人身保险公司市场份额合计占比仍在65%以上（见表3）。2020年，得益于较好的营销策略和相应的产品开发，新华人保及中邮人寿原保险保费收入排名均有所上升，华夏人寿因触发保险法接管条件被依法接管后其市场份额较上年明显下滑。此外，外资人身保险公司原保险保费收入合计市场份额为10.03%，市场占有率较上年度上升0.72个百分点，但仍处于在较低水平。

表5 人身保险公司市场集中度（原保险保费收入）（单位：%）

排名	2018年		2019年		2020年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
1	国寿股份	20.42	国寿股份	19.18	国寿股份	19.35
2	平安人寿	17.02	平安人寿	16.67	平安人寿	15.93
3	太保人寿	7.67	太保人寿	7.17	太保人寿	6.58
4	华夏人寿	6.03	华夏人寿	6.17	新华人寿	5.04
5	太平人寿	4.71	太平人寿	4.74	华夏人寿	4.64

6	新华人寿	4.66	新华人寿	4.66	太平人寿	4.56
7	泰康人寿	4.47	泰康人寿	4.42	泰康人寿	4.54
8	人保寿险	3.57	人保寿险	3.31	人保寿险	3.04
9	富德生命人寿	2.73	前海人寿	2.58	中邮人寿	2.59
10	天安人寿	2.23	中邮人寿	2.28	前海人寿	2.47
	合计	73.49	合计	71.18	合计	67.85

资料来源：2018 年数据来自银保监会网站，2019 年、2020 年数据来自 wind，联合资信整理

人身险公司业务结构方面，我国人身保险产品按照保障范围可划分为寿险、健康保险和意外保险。随着银保监会对人身险公司的监管趋严，监管政策对于人身险公司的规范经营与治理的要求不断提升，政策推动下人身险公司逐步回归保险保障的业务本源。2020 年，我国寿险产品原保险保费收入占比仍维持在较高水平，但占比整体呈下降的趋势；在新冠肺炎疫情的影响下，居民保障意识有所增强，对长期保障型健康险需求有所增长，健康险占比持续提升。2020 年，我国寿险业务原保险保费收入占人身险业务的 75.72%，健康险业务占 22.29%。随着监管大力推动“保险姓保”，投资型保险产品的发展受到较大影响，中短期万能险产品不断叫停，2020 年以来万能险业务规模持续收缩。2020 年，由于固收类投连险业务对资本占用规模较小，人身险公司加大了固收类投连险业务的拓展力度，投连险业务规模有所下降，但投连险业务规模整体仍呈快速下降趋势。

从竞争策略来看，不同类型保险公司的市场策略产生了一定的分化。具体来看，成立时间长、市场份额领先的大型保险公司整体上保障类及期缴类产品占比较高。另一方面，部分民营保险公司在资产驱动负债的策略下，规模导向的中短存续期产品和理财型产品发行量上升较快，但受监管趋严影响，此类产品规模快速上升的趋势受到了遏制。而外资（合资）保险公司通常受股东在业务价值、股东回报、风险控制和决策流程等方面要求较高等因素影响，产品和投资策略均趋于稳健，竞争能力有限，市场份额较低。

（2）盈利水平

保险公司承保利润发展空间有限，且人身

险和财产险公司的分化明显；另一方面，保险公司可运用资产规模稳步增长，资金收益水平持续改善，推动了保险行业盈利水平的提升。

从保费收入来看，保险业原保险保费收入增速虽有所下滑，但在新冠肺炎疫情对于国内外经济及环境产生重创的背景下已超预期；分行业来看人身险公司的保费收入增速更高。2020 年，保险公司实现原保险保费收入 4.53 万亿元，同比增长 6.13%，其中，财产险公司保费 1.35 万亿元，同比增长 4.36%；人身险公司保费 3.17 万亿元，同比增长 6.91%。

从赔付支出来看，2020 年以来，鉴于此次新冠病毒感染的死亡率较低，从实际结果来看保险公司最终的身故赔付金额相对不高，新冠疫情肺炎对寿险业务的赔付支出影响不大，但医疗费用的索赔使得健康险业务赔付支出压力加大；财产险方面，由于经济下行且频繁踩雷，保险公司保证信用等险种的赔付支出规模较大，承保亏损规模较大，此外车险综合改革的推进亦压缩了传统财险第一大险种车险业务的利润空间。2020 年，保险公司累计赔付支出 1.39 万亿元，同比增长 7.86%；其中，财产险业务累计赔付支出 6955 亿元，同比增长 6.97%；人身险业务累计赔付支出 6952 亿元，同比增长 8.76%，从细分业务来看，寿险业务赔付支出 3715 亿元，同比下降 0.75%；健康险业务赔付支出 2921 亿元，同比增长 24.23%；意外险业务赔付支出 316 亿元，同比增长 6.17%。在全年原保险保费收入增速小于赔付支出增速的情形下，保险公司承保利润空间被进一步挤压。

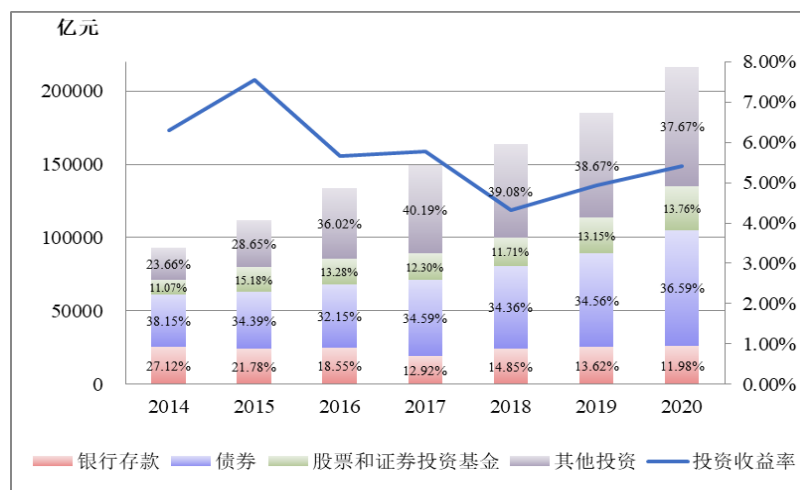
投资收益方面，2020 年以来，新冠肺炎疫情短期内加剧了非标资产供给不足的问题，同时随着信用风险暴露的逐步加剧，保险公司亦加大了对非标项目的风险排查力度，非标资产

配置比例进一步下降；另一方面，随着 2020 年 4 月疫情逐步控制后货币政策的收紧，利率水平重回上升通道，叠加 2020 年地方政府专项债、抗疫特别国债发行量的显著增长，长久期资产供给的增多亦使得保险公司债券配置力度相应增加。此外，在 2019—2020 年国内股票市场持续回暖的情况下，保险公司权益类投资规模和收益水平不断提升。截至 2020 年末，国内保险资金运用余额 21.68 万亿元，较上年末增长 17.02%。从投资资产结构来看，截至 2020 年末，保险公司银行存款与债券投资合计占总资金运用金额的比例为 48.57%，较 2019 年末上升 0.39 个百分点；股票和证券投资基金占比 13.76%，上升 0.60 个百分点；其他投资占比 37.67%，下

降 1.00 个百分点。从投资收益情况来看，2020 年保险公司投资收益水平明显提升，全年实现投资收益 9570.94 亿元，同比增长 40.81%，投资收益率为 5.41%，较 2019 年末提升其中证券投资基金和股票是投资收益率最高的两类资产，投资收益率分别为 12.19%和 10.87%。

在承保利润增长受限的情况下，投资收益水平的大幅提升带动保险公司利润规模的增长，2020 年保险公司利润预计超过 3400 亿元，同比增长 9.5%。另一方面，财产险公司和人身险公司的盈利能力分化程度很高，财产险公司利润 70 亿元，同比下降 88.96%；人身险公司利润 2772 亿元，同比增长 15.68%。

图 4 保险公司投资资产结构图



资料来源：银保监会网站，联合资信整理

（3） 偿付能力

人身险公司整体偿付能力保持较好水平，但仍需关注业务的快速发展对保险公司资本的消耗及偿付能力充足性的影响。

“偿二代”正式实施以来，行业整体偿付能力充足水平稳定，但呈下降趋势。2021 年 1 月，银保监会发布《保险公司偿付能力管理规定》，将于 2021 年 3 月 1 日起施行，根据该规定，保险公司偿付能力达标须同时符合以下三项监管要求：核心偿付能力充足率 $\geq 50\%$ 、综合偿付能力充足率 $\geq 100\%$ 、风险综合评级 $\geq B$ 类，不符合上述任意一项要求的为偿付能力不达标公司，

不达标者会被停新业务限薪，追回薪酬甚至被接管等。此外，核心偿付能力充足率 $< 60\%$ 或综合偿付能力充足率 $< 120\%$ 的也将被重点核查。

根据银保监会公布的 2020 年保险业偿付能力状况数据显示，截至 2020 年三季度末我国人身险保险公司行业平均综合偿付能力充足率为 236.5%，核心偿付能力充足率为 226.9%，整体行业偿付能力水平相较于上季度末保持稳定，偿付能力充足，风险处于较低水平。从已披露 2020 年四季度偿付能力的人身险公司情况来看，人身险公司偿付能力均满足监管要求，但部分保险公司偿付能力接近监管及红线，其中共有 8

家人身险公司综合偿付能力充足率低于 150%，3 家公司核心偿付能力充足率低于 100%。此外，渤海人寿、前海人寿、百年人寿 3 家公司的风险评级为 C 类，中法人寿风险评级为 D 类的险企，未满足《保险公司偿付能力管理规定》中“风险综合评级在 B 类及以上”的要求。受业务结构调整及投资风险影响，人身险行业整体偿付能力充足水平有所下降，但行业抗风险能力仍处于较好水平；另一方面，业务的发展及资本市场的变化将会增加人身险行业的风险管控的难度，从而使得偿付能力的提升承压。考虑到目前银保监会正在有序推进偿二代二期工程，预计偿二代二期工程实施后，部分保险公司综合偿付能力充足率水平将得到一定程度的释放。

随着业务规模的快速发展、资本市场的波动以及监管力度的加大对保险公司偿付能力稳定带来不利影响，叠加 2020 年新冠疫情对展业形成的冲击，保险公司资本补充需求加大。我国保险公司主要通过股东增资、引进战略投资者和发行资本补充债券等方式补充资本。2020 年，在监管机构从严从重加强保险资金运用监管背景下，保险公司偿付能力承压，险资申请资本补充债发行数量较上年同期有所增长，全年人身险公司实际发行资本补充债券 657.50 亿元（不含保险集团及再保险公司）。与此同时，部分保险公司寻求通过增加注册资本的方式补充资本，2020 年保险公司累计补充注册资本金 206.70 亿元，其中人身险公司中中法人寿、建信人寿、招商仁和人寿资本金获准增加规模均超过 10 亿元。虽然人身险行业整体偿付能力保持充足水平，但部分人身险公司补充资本的需求仍然存在，且银保监会也不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道或将进一步丰富。

（4） 行业监管与政策支持

监管政策不断细化推动保险行业监管制度体系不断完善，并更加强调保险产品的保障功能及消费者权益保护，险资运用范围扩大的同时提升运用规范要求，整体延续风险管控趋严的政策基调。逐步健全的监管体系、加大对外

开放力度、严格的监管政策以及相关支持政策均有助于国内保险公司持续稳健地经营和发展。

2020 年，银保监会继续保持强监管态势并加快完善保险行业监管制度体系，进一步引导保险行业发挥服务社会保障体系的重要功能。2020 年新冠肺炎疫情对保险行业展业方面造成一定冲击，但监管力度并未因此而下降。相较于 2019 年，银保监会在保险行业处罚力度方面有所加大，处罚涉及主体数量、处罚金额和处罚措施均有所增加，处罚所涉及方面也更广。

2020 年全国保险监管系统累计公布了 1705 张监管处罚的罚单，罚单总金额高达 2.36 亿元，涉及 342 家保险机构。从受罚机构类型上看，人身险、财险公司及其分支机构、保险中介机构依旧是主要受罚对象，其中以财险公司占比较高；从处罚原因方面来看，2020 年监管处罚原因中涉及到公司治理、股东违法违规行为、编制虚假材料、业务操作违规等方面，处罚更加突出整治保险行业乱象与维护消费者合法权益的监管意图；处罚方式包括罚款、吊销营业执照、公布违法违规名单和依法接管等。

在政策制定方面，2020 年全年银保监会累计发布各类政策 71 项，其中，人身险方面 21 项，财产险方面 19 项，中介方面 9 项，资管方面 9 项，其他 13 项。人身险方面，健康险作为人身险的重要组成部分依旧是监管规范的重点，2020 年银保监会就健康险业务从产品开发、销售管理等多方面出台监管政策，2020 年 1 月发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知（征求意见稿）》、2 月发布《关于进一步规范健康保障委托管理业务有关事项的通知》等等，相关政策的出台进一步规范健康险业务的同时也为今后一段时间健康险业务增长划定方向。与此同时，政策进一步规范人身险公司在销售环节、市场风险监测、投保作业和产品回访等方面的具体行为。

在中介渠道方面，2020 年银保监会出台了保险代理人监管规定、互联网保险业务监管办法等政策，政策在坚持持牌经营的原则下，进一步理顺各业务主体的责任与关系。

资金运用方面，通过出台保险资管产品新规及配套规则、发布保险资金投资银行资本补充债券及参与金融衍生产品、国债期货和股指期货交易有关政策，在进一步扩大险资运用范围的同时也对其风险防范与资金使用提出了更高要求。

2021年1月，银保监会发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》，并指出短期健康保险产品应当以提升人民群众的健康保障水平，满足多层次、多样化的健康保障需求为目标，不断扩大健康保障与健康管理服务覆盖面，通知同时对保险公司经营短期健康险所涉及的合同条款、产品定价、人员管理和销售等方面做出要求，规范各保险公司短期健康保险业务经营管理行为，切实保护保险消费者合法权益。

3. 信托行业分析

2018年以来，信托公司积极调整业务结构，2020年信托业务规模延续下降趋势；随着监管部门联合对资管业务加强整顿监管、压缩通道业务、压降不合规融资类信托业务，信托业回归本源与加强主动管理将成为主基调；未来信托业将进一步优化资产结构，提升主动管理及服务水平，推进财富管理持续提升。

近年来，信托业积极推进自身的供给侧结构性改革，加速转型升级，强化风险治理，寻求增长动力，实现行业可持续发展，目前信托行业已经成为服务实体经济的重要力量和创造国民财富的重要途径。

2018年资管新规实施，监管部门持续加强对通道业务的监管，推动金融去杠杆，信托通道业务规模明显减少。2020年6月，银保监会下发《关于信托公司风险处置相关工作的通知》要求信托公司压降违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务，信托资产规模持续下降。截至2020年末，全国68家信托公司管理的信托资产规模为20.49万亿元，较2019年末下降5.17%。信托资产规模从2017年末高点渐次回落，降幅逐步趋稳。

从信托资金来源看，2020年，信托公司普遍加强财富渠道建设，注重主动管理能力培养，集合资金信托占比进一步提升，新增信托资产来源结构优化趋势明显，发展质量提升；财产权信托尤其是资产证券化等事务管理类信托业务较快发展，行业转型初见成效。2020年末，集合资金信托规模10.17万亿，占比为49.65%，较2019年末占比上升3.72个百分点。截至2020年末，单一资金信托规模6.13万亿，占比为29.94%，较2019年末下降7.16个百分点。单一资金信托规模占比在2010年2季度曾达到83.27%的历史高位，之后持续下降，从原有的“一家独大”到目前显著低于集合信托，信托业务的资金来源结构得到了显著优化。

从信托功能看，近年来信托业务结构变化较为明显，事务管理类和融资类信托占比下降，投资类信托占比上升。其中，事务管理类信托在2020年延续下降的趋势，2020年末余额为9.19万亿元，占比44.84%，较2019年末减少1.46万亿元，较2017年末历史高点15.65万亿元减少6.46万亿元；事务管理类信托规模的下降，是过去两年信托资产整体规模下降的主要原因。融资类信托规模为4.86万亿元，较2019年末大幅下降16.71%，占比23.71%，下降3.28个百分点。投资类信托规模为6.44万亿元，较2019年末增长25.84%，占比31.46%，2020年事务管理类和融资类资金数与占比均为下降，投资类信托增幅较大。

固有资产规模是信托公司综合实力的重要体现之一。信托公司固有资金主要支持资本市场投资、金融机构股权投资以及信托业务的发展。近年来，信托公司资本实力的提升和杠杆水平的上升，使得固有资产规模持续增长，截至2020年末，信托行业固有资产规模为8248.36亿元，较2019年末增长7.44%；自2014年3季度以来，投资类在固有资产运用中占比呈稳步上升趋势。截至2020年末，投资类资产余额6615.88亿元，较2019年末增长9.37%，占比80.21%，略高于2019年末的78.80%，总体保持平稳。货币类资产在固有资产中的占比一直

处于下行态势，2020 年末，货币类资产余额 590.93 亿元，与 2019 年末的 606.12 亿元基本持平，占比 7.16%，较 2019 年末下降 0.74 个百分点。贷款是固有资产运用的重要领域，2016 年之前，其占比基本维持在 10%以上。2016 年之后，贷款在固有资产配置中的占比大幅下降。2020 年末，贷款资产余额 581.45 亿元，占比 7.05%，较 2019 年末上升约 1.15 个百分点。

从资本实力来看，信托公司资本的增长主要依靠资本内生增长机制和股东的增资扩股，近年来信托公司的资本实力稳步提升。截至 2020 年末，68 家信托公司所有者权益规模达到 6711.23 亿元，较 2019 年末增加 394.96 亿元，增速 6.25%。2020 年相继有 12 家信托公司增资扩股，合计增资额为 266.48 亿元，高于 2018 年和 2019 年，信托业资本实力增强。

2019 年，信托风险项目个数和规模有所上升，根据信托业协会披露数据，2019 年末，信托行业风险资产规模为 5770.47 亿元，较 2018 年末增加 3548.6 亿元，增幅 159.71%。从风险项目数量看，也有逐步上升的趋势。2019 年末，信托业风险项目个数为 1547 个，较 2018 年末增加 675 个。2019 年，信托业风险项目和风险资产规模显著增加最主要的原因，是监管部门加大了风险排查的力度和频率，之前被隐匿的风险得到了更充分的暴露，并不意味着增量风险的加速上升。

2019 年下半年以来，监管部门密集对部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司进行窗口指导，并召集部分信托公司进行约谈，对房地产信托业务规模实施增量和增速的控制，预计未来房地产信托业务规模将明显回落，且在强监管趋势下，房地产信托业务面临的兑付危机值得关注。受“资管新规”和“通知”等监管文件的影响，短期内信托公司的受托管理资产规模和盈利能力在通道业务收缩的压力下仍将面临较大冲击。

2020 年 5 月，银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，控制具有影子

银行特征的信托融资规模，严格限制通道类业务，推动资金信托业务回归本源，发展有直接融资特点的资金信托。

六、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 60.00 亿元，安徽省国资委为公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司在省内金融体系中占有重要的战略地位，金融牌照齐全，保险业务和证券业务具有很强的区域竞争优势。

公司系安徽省国资委直属的省内资产规模最大的地方国有金融控股公司，负责省内金融框架下的“分业经营、优势互补”管理工作，推动全省经济社会发展，在地方金融体系中占有重要的战略地位，受政府支持力度很大。截至 2020 年末，公司资产总额 1174.49 亿元，并表范围一级子公司 7 家，公司拥有多项金融牌照资源，目前业务范围覆盖证券、保险、信托、基金等传统金融业务，还包括典当、小贷等类金融业务板块，各项业务之间形成了资源整合和业务协同发展。

子公司国元证券为安徽省第一家金融类上市公司。2020 年，国元证券净资产排名行业第 22 位，营业收入排名第 29 位，资本实力及各项业务排名处于行业上游水平，整体经营竞争力很强；子公司国元保险为国内专业性农险公司之一，国元保险围绕服务现代农业发展和乡村振兴战略实施，加快推动农业保险转型升级，承办了全省主要的农业保险、农房保险、“新农合”大病保险和基本医疗保险，具有很强的区域竞争优势，国元保险部分险种可获得税费优惠。子公司国元信托保持稳健的经营理念，依托股东资源及背景，开展政信类信托业务，支持区域经济发展。近年来，为更好的发挥金融支持实体经济的功能，公司着力发展基金板块，先后设立安

徽安元投资基金管理有限公司（以下简称“安元基金管理”）和安徽国元基金管理有限公司（以下简称“国元基金管理”），分别承接了多支省级股权投资基金，进一步加大对省内中小企业的金融服务力度。

3. 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：91340000719961611L），截至2021年3月02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2020年末，公司无对外担保情况；截至2020年末，公司母公司口径共获得银行授信16.50亿元，其中15.1亿元未使用，融资渠道畅通。

七、管理分析

跟踪期内，公司主要管理制度未发生重大变化；2020年以来，高级管理人员有所变动，但对公司经营管理未构成重大不利影响。

2020年，公司主要管理制度未变化。

董事、高管、监事成员变动方面，2020年12月，张守华、吴金荣、叶斌任集团外部董事；2021年1月，张辉任集团外部董事。2021年4月，经集团职工代表大会选举，钱途被聘任为集团职工董事。2021年4月，经集团职工代表大会选举，

刘晓丽、夏永辉被聘任为集团职工监事。

跟踪期内，在受到监管处罚方面，2020年5月，公司子公司国元证券，因营业部从业人员违法买卖股票，安徽证监局对公司出具行政处罚书；2020年6月，国元证券因天津前进道证券业务部对员工客户招揽活动管理不到位，未能严格规范工作人员执业行为收到天津证监局警示函；2020年11月，北京证监局对国元期货采取责令改正的监管措施。国元证券已对上述问题积极整改，加强合规管理，提高合规检查频次。中国证监会公布2020年证券公司分类评级中，国元证券评级为BBB级。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业总收入主要来源于保险业务和证券业务，2020年，公司营业总收入保持稳定增长，同时需关注市场波动及政策调整对公司营业收入带来的波动。

公司主要业务板块包括证券业务、保险业务和信托业务等，相关业务由下属子公司负责，本部营业收入很小。公司营业总收入由营业收入、利息收入、已赚保费和手续费及佣金收入构成。2020年，公司营业总收入同比增长17.37%，主要系国元证券和国元保险的手续费及佣金收入和已赚保费增长所致。2020年，公司实现利润总额28.99亿元，同比增长36.46%，主要系营业收入增长所致。

表6 公司营业总收入结构 单位：亿元、%

业务类型	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	2.96	2.95	4.10	3.68	6.37	4.86
利息收入	21.75	21.67	29.55	26.50	30.79	23.53
已赚保费	57.48	57.28	55.94	50.17	63.41	48.45
手续费及佣金收入	18.16	18.09	21.91	19.65	30.30	23.15
营业总收入合计	100.35	100.00	111.50	100.00	130.87	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

投资收益和公允价值变动损益之和对公司利润贡献度较高，投资收益和公允价值变动损益之和主要来源于证券、保险等金融板块投资业务。2020年，投资收益和公允价值变动损益之和为19.47亿元，较上年增长51.85%，主要系投资收益大幅增长所致，占营业利润比重为66.43%，占比较上年有所上升。

2. 证券业务

2020年，受市场整体向好的影响，国元证券营业收入和净利润均大幅增长，前三大业务收入来源仍为经纪、证券信用和自营投资业务，其中自营投资收入占比提升，业务结构趋于均衡。国元证券各项业务行业排名处于上游水平，在安徽省内具有很强的竞争力。同时需关注国元证券业务易受市场环境和政策调整影响，存在盈利波动性。

国元证券主要业务板块包括经纪业务、投资银行业务、自营投资业务、资产管理业务和证券信用业务等。2020年，股票市场回暖，成交量

上升，除资产管理业务、证券信用业务之外，国元证券其他业务均实现增长，其中经纪、自营业务收入增幅很大；受此影响，国元证券实现营业收入45.29亿元，同比增长41.57%；实现净利润13.71亿元，同比增长49.86%，均高于行业平均增速。

从收入构成来看，2020年经纪业务和自营投资业务为国元证券前两大收入来源，其中经纪业务占比略有下降，占比29.72%为第一大收入来源；国元证券信用业务收入占比大幅下降至16.92%，为国元证券第三大收入来源；自营投资业务收入大幅增长，2020年占比25.35%，为国元证券第二大业务收入来源，主要系权益工具投资公允价值上升及处置权益工具、债务工具收益增加所致，母公司自营投资业务和子公司投资均收益较好。国元证券投资银行业务占比维持在12.00%左右，变动较小。资产管理业务占比仍较低。

表7 营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪业务	8.31	32.74	9.69	30.28	13.46	29.72
证券信用业务	9.57	37.71	7.96	24.89	7.66	16.92
自营投资业务	0.74	2.93	6.32	19.76	11.48	25.35
投资银行业务	2.92	11.51	4.00	12.50	6.22	13.73
资产管理业务	1.52	5.99	1.68	5.27	1.14	2.51
其他业务	2.32	9.12	2.34	7.30	5.33	11.77
营业收入	25.38	100.00	31.99	100.00	45.29	100.00

注：其他业务收入包括权益法核算的长期股权投资收益和存量资金利息收入等

数据来源：国元证券年报，联合资信整理

国元证券经纪业务在安徽省地区保持很强的区域优势，2020年证券经纪业务规模及收入均大幅提升。

2020年，国元证券对经纪业务条线进行了部门调整，设立财富管理委员会、私人财富部、金融产品部（投资顾问部）和分支机构服务部，并赋予网络金融部新的职能定位，以推动国元证券经纪业务精细化发展及财富管理转型。截至2020年末，国元证券分支机构数量150家，

其中安徽省内57家，广东省12家和浙江省18家分支机构，经纪业务在安徽省内及东南沿海地区保持较强区域优势。

证券行业经纪业务的发展与股票二级市场走势具有较强正相关性，2020年，国元证券平均综合佣金率为0.0270%，呈下降态势，属于行业较低水平。经纪业务收入方面，随着交易量的增长，2020年国元证券实现经纪业务净收入13.46亿元，同比上升38.95%，是国元证券主要

收入来源之一。

国元证券信用业务受市场行情影响较大，股票质押业务规模不断下降；国元证券股票质押业务违约规模较大，需关注相关信用风险及违约处置情况。

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

表 8 证券信用业务情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
融资融券余额	90.63	112.01	155.03
股票质押余额	95.98	60.72	48.19
约定购回余额	0.90	0.88	2.08
合计	187.51	173.61	205.30

注：数据均为国元证券母公司口径数据
数据来源：国元证券年报，联合资信整理

截至 2020 年末，国元证券融资融券业务余额 155.03 亿元，较上年末增长 38.41%。

2020 年，国元证券为降低信用业务风险，主动控制股票质押业务规模，股票质押业务规模收缩明显。截至 2020 年末，国元证券股票质押余额 48.19 亿元，较上年末下降 20.64%；约定购回余额 2.08 亿元，较上年末上升 136.36%，但规模较小。

2020 年，国元证券实现信用业务净收入 7.66 亿元，同比下降 3.74%，主要系股票质押业务规模下降所致。

截至 2020 年末，国元证券信用业务杠杆率为 68.32%，较上年末有所下降，主要系信用业务规模下降所致；信用业务杠杆率水平适中。

国元证券通过二级市场处置股权、司法拍卖股权和房产、财务按规定计提等多种方式，积极化解项目风险。截至 2020 年末，国元证券股票质押业务涉及违约或者延期支付等非正常合约共 6 笔，本息合计 12.46 亿元，通过财务计提减值方式计提减值准备 5.40 亿元。基本充分反映了股票质押项目的风险减值情况。

国元证券投资银行业务品种较为齐全，2020 年以来得益于科创板的推出及市场行情回暖，投资银行业务结构根据市场形势有所调整，收入回升。但国元证券投资银行业务受宏观经济形势、证券市场环境和监管政策的影响较大，未来业务发展情况仍需关注。

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

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

2020 年，国元证券投行业务紧跟政策导向，以科创板、创业板、新三板等各类改革试点推出为契机，构建覆盖行业研究、估值定价的全业务周期服务机制，协同国元金控资源培育优质项目，着力提升项目筛选与识别、定价与销售能力。

2020 年，国元证券共完成 9 单 IPO、30 个债权项目，各类型业务合计承销金额 331.04 亿元，同比增长 62.99%；2020 年，国元证券实现投行业务净收入 6.22 亿元，同比增长 55.55%。

项目储备方面，截至 2020 年末，国元证券已报会待审批或已通过中国证监会审核项目 24 个，包括 IPO 项目 14 个、再融资项目 9 个、新三板精选层项目 2 个；尚未报会项目 36 个（仅指 IPO）。国元证券的项目资源储备较为丰富。

国元证券根据市场行情调整投资策略，优化证券投资组合，债券投资结构以高信用等级的债券为主；另一方面，国元证券自营投资业务收益受市场行情波动影响较大；同时国元证券投资的债券出现违约，需关注未来资金回收情

况以及对盈利产生的影响。

2020 年，国元证券将投资管理总部更名为权益投资部，同时设固定收益部，分别负责权益类产品和固定收益类产品投资。2020 年以来，国元证券权益投资坚持以价值投资和绝对收益为导向，加强行业研究、公司研究，聚焦优质成长企业，精选个股，通过股指期货对投资组合进行风险管理；固定收益稳步增加杠杆水平，提升投资规模，配置高评级信用债与利率债，优化组合配置；不断丰富和完善量化投资策略。

国元证券自营投资业务规模持续增长，但受证券二级市场波动影响，持仓结构不断调整，基金投资比重波动下降，债券投资比重持续增长。截至 2020 年末，国元证券自营投资业务投

资余额 296.75 亿元，较上年末增长 9.22%；国元证券债券自营投资持仓中，AA+及以上评级债券规模 224.43 亿元，占比 98.05%，高等级债券占比很高。2020 年，国元证券实现自营业务收入 11.48 亿元，同比增长 81.64%。截至 2020 年末，国元证券自营非权益类证券及证券衍生品/净资本为 137.54%，较上年末减少 25.39 个百分点，自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 10.04%，较上年末增长 5.45 个百分点，但仍远低于监管标准。

截至 2020 年末，国元证券自营投资业务中有 4 只债券投资发生违约，合计投资金额 1.94 亿元，已计提减值准备 1.74 亿元。

表 9 自营投资结构情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票	2.65	1.37	3.23	1.19	16.99	5.73
基金	11.82	6.10	5.78	2.13	9.03	3.04
债券	142.25	73.43	206.65	76.06	228.89	77.13
其他证券	37.01	19.10	56.04	20.62	41.84	14.10
合计	193.73	100.00	271.71	100.00	296.75	100.00

注：数据均为国元证券母公司口径数据

数据来源：国元证券年报及提供资料，联合资信整理

在监管趋严、资管新规等政策影响下，国元证券积极推进产品转型，提高主动管理能力，2020 年，国元证券资产管理业务规模仍处于持续收缩态势，收入亦出现较大下滑。

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

2020 年以来，在金融去杠杆、银行去通道、资管新规、市场资金面紧张等背景下，国元证券资产管理业务从业务定位、业务模式、管理机制和业务思路等方面进行了一系列的改革，国元证券资产管理业务坚持“向净值化转型、向主动管理转型”的发展思路，不断提升投研专业化水平，丰富产品种类，大力开拓销售渠道，加快产品发行，优化产品结构，有序降低通道业务规模，努力打造以主动管理为核心的资管业务体系。

截至 2020 年末，国元证券母公司口径下资

产管理规模 533.57 亿元，较上年末下降 20.58%，国元证券资管业务主动管理产品业务规模 178.12 亿元，同比下降 9.46%，但占比提升；2020 年，国元证券实现资产管理业务收入 1.14 亿元，同比下降 32.52%，主要系管理规模下降所致。

表 10 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
集合资产管理业务	168.83	138.91	88.30
定向资产管理业务	641.78	479.26	371.53
专项资产管理业务	2.40	53.69	73.74
合计	813.01	671.86	533.57

注：数据均为母公司口径数据

数据来源：公司年报及提供资料，联合资信整理

3. 保险业务

国元保险在安徽省内具有很强的区域竞争优势，受政策扶持力度较大。2020 年，得益于农

业保险业务的发展，国元保险整体保费收入增幅较大，同时，投资业务发展良好，但需关注受市场环境变化带来的波动。

公司保险业务由国元保险负责运营，国元保险成立于2008年，系经中国保险监督管理委员会批准由国元金控集团等12家共同出资设立，初始注册资本3.05亿元，期间多次引入新股东并增资，截至2020年末，国元保险注册资本和实收资本均为23.14亿元，公司持有国元保险18.18%股权，为国元保险第一大股东，对国元保险重大经营决策事项实施控制，为国元保险实际控制人。

国元保险以服务“三农”为重点，实行农业保险业务和财产保险并存的发展模式，经营范围包括农业保险、健康险和传统商业险，国元保险坚持以农业保险为发展基础，农业保险业务已覆盖安徽省全境，具有很强的区域竞争优势。2020年，国元保险保费收入以安徽省为主，占比为82.57%。国元保险的农业保险坚持“政府引导、市场运作、自主自愿、协同推进”的原则，保费实行财政补贴与农户自缴相结合的形式，财政补贴险种包括中央财政补贴型险种和地方财政

补贴型险种。公司不断开发符合地方政府和农户需求的特色险种，基本覆盖省内具有一定规模的地方特色优势农产品。在保险理赔方面，国元保险实行总公司支付中心集中打卡，有效提高理赔时效，防范挪用截留等违法违规风险，有效提高广大农户特别是规模经营主体投保意愿。

2020年，国元保险实现净利润1.42亿元，同比下降7.54%，主要系新冠疫情引起的赔付支出增长导致的营业支出增长所致。

国元保险原保费收入主要来源于农业保险和健康险，2020年国元保险原保险保费收入65.25亿元，较上年增长15.61%。2020年，国元保险健康险收入与结构均较上年变动不大，基本持平；农业保险收入主要来源于种植业保险，较上年增长23.80%，主要系种植业保险收入增长所致。此外国元保险还开展以机动车辆保险为主的传统商业保险，2020年，传统商业险收入较上年增长11.11%。

赔付方面，2020年，国元保险赔付支出为59.02亿元，较上年增长28.88%。主要是农业保险和健康险保险赔付产生。

表11 国元保险原保费收入构成（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
农业保险	25.76	25.58	31.67
其中：种植业保险	23.54	22.94	27.35
养殖业保险	2.22	2.64	4.32
健康险	21.09	20.11	21.63
其中：大病保险	14.32	14.47	15.09
短期健康险	6.77	5.64	6.54
传统商业险	10.76	10.75	11.94
其中：机动车辆保险	9.03	9.06	9.77
合计	57.60	56.44	65.25

来源：公司提供，联合资信整理

国元保险的投资业务方面，国元保险资金由本部统一管理和运用，开展自行投资和委托投资。国元保险设置有资产管理部，负责资金运用业务的日常管理工作，建立了由董事会负最终责任、管理层直接领导、风险管理部门统筹协调、内部审计部门检查监督、资产管理部门负首要责任的资金运用体系。投资资金主要来自于

资本金、历年盈利、保险结余等，投资标的包括存款、债券、股票、基金、保险资管产品等标准化产品和信托等非标准化产品，并坚持以债券、信托计划等固定收益类投资为主。2020年，国元保险实现投资收益3.12亿元，较上年增长16.42%。同期投资收益率为5.80%、较上年上升0.61个百分点。截至2020年末，国元保险投资资产规模有

所收缩，较上年末减少7.72%。从投资结构来看，国元保险投资品种以债券为主，占比70.19%，较上年末上升8.18个百分点。基金、股票和信托产

品规模较上年末下降较多，其他产品规模变动不大。

表 12 国元保险投资业务构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
基金（含公允）	2.59	4.38	0.57
股票（含公允）	1.08	0.52	0
债券	28.59	33.86	35.36
信托产品	3.97	1.90	0
存款（资本保证金）	4.21	4.63	4.63
买入返售金融资产	1.18	1.96	2.47
可供出售金融资产	7.47	7.35	7.35
合计	49.08	54.60	50.38
投资收益	2.55	2.68	3.12
投资收益率	5.24	5.19	5.80

资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 信托业务

2020年，受政策调整影响，国元信托信托业务规模有所下降，但营业总收入仍实现增长。

公司信托业务由国元信托负责运营，国元信托成立于2002年12月，由国元金控集团作为主发起人，联合其他有资格的法人单位共同发起设立，原名为安徽国元信托投资有限责任公司，2003年经中国银监会审批通过重新登记，换发金融许可证，注册资本16.00亿元，2008年1月，经中国银监会审批通过，为适应监管要求进行了存续分立，变更名称为安徽国元信托有限责任公司，并核准了新的业务范围，注册资本为12.00亿元，期间历经多次增资，截至2020年末，国元信托注册资本及实收资本均为42.00亿元，公司持有国元信托49.69%股权，为国元信托第一大股东。

国元信托业务包括信托业务和固有业务。从收入来看，2020年，国元信托营业总收入为8.65亿元，较上年增长26.47%，主要系投资收益上升所致。其中，手续费及佣金净收入较上年基本持平。信托业务规模下降，但收益基本保持稳定，主要是主动管理型产品占比上升，整体报酬率上升所致。

信托业务方面，截至2020年末，国元信托信托资产规模为1410.03亿元，较上年末下降

20.77%，主要是受资管新规的影响，国元信托各类信托资产均较上年有所下降，其中单一信托规模下降较大，2020年，单一信托规模较上年末下降33.62%，财产权信托规模较上年末下降6.14%，集合信托规模较上年末下降0.95%。

表 13 国元信托信托资产类型情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
集合	423.44	409.20	405.30
单一	1,126.24	1,024.64	680.20
财产权	427.95	345.77	324.53
合计	1,977.63	1,779.60	1410.03

资料来源：公司提供

国元信托固有资产主要集中在贷款和长期股权投资，2020年占比分别为22.77%和48.03%。

国元信托信托资产行业分布方面，截至2020年末，其信托资产主要分布于基础产业（38.10%）、实业（29.47%）和金融机构（24.28%），分布结构较上年末变动不大。

国元信托自营业方面，2020年，国元信托自营业实现收入6.79亿元，较2019年增加1.18亿元，增长21.03%，主要系固定收益类投资项目（含贷款、债权转让和信托产品）收益增长和国元信托2020年处置全部巨星科技股票和四只证券投资基金，累计实现投资收益0.73亿元所致。

资产质量方面，截至2020年末，国元信托信用不良资产1.49亿元，均按国元信托规定计提了资产减值准备和一般风险准备；信托资产风险率处于行业低水平。

5. 其他业务

国元投资收入主要来源债权投资业务，2020年受信用风险上升影响，资产质量有所下降，需关注信用环境下行对国元投资资产质量带来的不利影响；公司股权投资及基金业务为金融业务多元化发展的重要补充，协助公司为区域企业提供全方位的金融服务，其他业务整体收入贡献度低。

类金融业务方面，公司类金融业务由国元投资负责运营，国元投资成立于2008年，由安徽国元信托投资有限责任公司将全部存量实业投资、非自用固定资产、部分金融类股权投资和部分现金资产剥离设立，国元投资初始注册资本4.00亿元，期间历经多次增资，截至2020年末国元投资注册资本19.00亿元，国元金控集团持有其52.98%的股权。

国元投资主营业务包括债权投资、股权投资业务等，高新技术及产品开发、转让、销售，房地产开发、销售及租赁等，主要集中在安徽省内。

2020年，国元投资实现营业总收入3.43亿元，较上年下降7.19%。主要系利息收入下降所致。小贷及典当业务实现利息收入0.69亿元，同比下降49.43%，主要系发放贷款及垫款收入下降所致。2020年，受贸易收入增长影响，国元投资营业收入规模增长17.78%。

表14 国元投资2018-2020年业务开展情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
当期发放贷款本金	23.12	26.60	27.09
逾期贷款余额	8.58	4.25	3.70
不良贷款余额	3.58	3.46	4.44
贷款损失准备余额	2.36	2.67	2.51

资料来源：公司提供，联合资信整理

债权投资方面，2020年，国元投资当期发放贷款本金为27.09亿元，较上年略有上升。贷款质量方面，2020年末，逾期贷款余额为3.70亿元，不良贷款余额4.44亿元，分别减少0.55亿元和增加0.98亿元，主要是受宏观经济下行影响，贷款客户出现流动性紧张所致。受到核销政策制约，类金融板块多年来未进行呆账核销，贷款不良率为16.37%，不良率有所上升。2020年末，贷款损失准备余额为2.51亿元。国元投资通过业务转型、降低单笔单户规模、加大清收力度，减缓信用风险。

国元投资2020年股权类投资规模为4.59亿元，同比上升91.96%。2020年主要投资为对海臻房产投资2.32亿元，对新站小贷、马鞍山典当、芜湖典当、黄山典当股权投资2.19亿元。

截至2020年末，国元投资产业投资基金规模2.91亿元，主要投向高新技术行业。

国元金控下属基金、酒店等业务非公司主营业务，对公司营业收入和净利润贡献很小。

6. 未来发展

公司战略清晰明确，各业务板块制定自身发展战略，凭借突出区域地位，未来发展前景良好。

公司以省委省政府打造金融控股平台的功能定位，积极推动内部资源整合，加快推进金融资源共享、业务合作和战略协同，为地方经济社会建设提供有力支持。

从各个子公司规划来看，国元证券私人财富部聚焦财富管理转型，在抓好“双基”开发的同时，带领分支机构以提高业务收入为导向，开辟新的收入来源渠道，切实提高分支机构的两融、产品销售、投顾、场外、期权、质押、投行、资管、IB、境外交易等中间业务收入和业务分成收入，投资银行业务加强储备项目、加速项目申报、加大梯队培育，密切关注创业板注册制改革，积极做好项目摸排和申报工作，同时加强内部管理，充分发挥保代产能。资产管理业务业务发展要稳扎稳打，保持目前良好产品品牌形象。信托业务板块实现主动管理类信托项目存续规模

和服务实体经济规模平稳增长，保险业务规模实现收入的稳健增长，坚持服务实体经济，提升市场占有率。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年审计报告，其中2018—2019年审计报告均由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，公司2020年审计报告由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均被出具了无保留的审计意见。

公司根据财会〔2019〕6号文件的要求调整了财务报表项目的列示，并对可比会计期间的比较数据进行相应调整；公司根据财会〔2019〕8号和9号文件的相关规定对会计期间的非货币性资产交换和债务重组进行调整，上述会计准则变更不涉及追溯调整；公司子公司国元证券、安徽省股权服务集团有限责任公司、安徽安元投资基金有限公司、安徽安元投资基金管理有限公司于2019年1月1日首次执行“新金融工具准则”，在合并报表时对2019年期初数进行调整。公司子公司国元证券自2020年1月1日起执行财政部修订后的《企业会计准则第14号——收入》（以下简称“新收入准则”）。根据相关新旧准则衔接规定，对可比期间信息不予调整，首次执行日执行新准则的累积影响数追溯调整本报告期初留存收益及财务报表其他相关项目金额。

本报告中2018年末数据为2019年审计报告

期初数据，2019年末数据为2020年审计报告期初数据。合并范围方面，2019年合并范围无变化，2020年4家子公司不再纳入合并范围。考虑到2020年变动子公司资产规模较小，整体看，公司财务数据可比性较强。

截至2020年末，公司资产总额1174.49亿元，负债总额695.57亿元，股东权益478.92亿元，其中归属于母公司股东权益153.38亿元。2020年，公司实现营业总收入130.87亿元，利润总额28.99亿元，净利润23.15亿元，其中归属母公司所有者净利润7.79亿元；经营活动产生的现金流量净额3.36亿元，现金及现金等价物净增加额51.43亿元。

2. 合并报表分析

（1）资产质量

截至2020年末，公司资产规模较年初有所增长，以货币资金以及国元证券信用类业务资产、投资类资产为主，资产质量较高，资产流动性较好。

截至2020年末，公司资产总额1174.49亿元，较上年末增长8.23%。公司资产主要由货币资金（占比20.79%）、其他流动资产（占比14.83%）、其他债权投资（占比19.29%）和交易性金融资产（占比13.05%）构成。截至2020年末，公司自有资产941.07亿元，较上年末增长11.83%，占总资产比重为80.13%。公司流动资产占比64.31%，较年初基本持平，资产流动性较好。

表 15 公司资产构成情况 单位：亿元、%

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	189.56	18.49	206.76	19.05	244.21	20.79
交易性金融资产	219.49	21.41	192.69	17.76	153.33	13.05
其他流动资产	118.41	11.55	133.56	12.31	174.18	14.83
其他债权投资	141.92	13.84	203.67	18.77	226.54	19.29
买入返售金融资产	110.38	10.77	84.72	7.81	77.88	6.63
资产总额	1,025.20	100.00	1,085.19	100.00	1,174.49	100.00
自有资产	/		841.53		941.07	
自有资产/总资产	/		77.55		80.13	

注：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

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

公司货币资金主要由银行存款构成，2020年末银行存款占比货币资金的99.84%。截至2020年末，公司货币资金244.21亿元，较上年末增长18.11%，其中受限制货币资金0.06亿元，均属于被冻结资金，占货币资金比重的0.02%，占比很小。

公司交易性金融资产主要系国元证券自营投资的债券、基金、资产管理计划及银行理财产品等。截至2020年末，公司交易性金融资产153.33亿元，较上年末下降20.43%，主要系债券投资规模下降所致。

公司其他流动资产主要系国元证券融资融券业务产生的融出资金，占比为93.43%。截至2020年末，公司其他流动资产较年初增长30.41%，主要系受市场行情回暖影响，融资融券业务规模提升所致。

公司其他债权投资主要是国元证券的债券投资。截至2020年末，公司其他债权投资226.54亿元，较上年末增加11.23%，主要系国元证券增加金融债券投资所致。

公司买入返售金融资产主要是国元证券股票质押式回购业务产生的资产。2020年末，公司买入返售金融资产较年初下降8.08%，主要系股票质押式回购业务规模下降所致。2020年，公司买入返售金融资产减值准备6.85亿元。

截至2020年末，公司受限资产182.93亿元，占总资产比例为15.58%。受限原因主要系作为卖出回购的质押物、应付券商款的担保物、转融通出借等。

(2) 资本结构

所有者权益

随着公司实收资本的增加，2020年末所有者权益有所增长，但少数股东权益占比仍属较高，权益稳定性一般。

截至2020年末，公司所有者权益合计478.92亿元，较上年末增长12.66%，主要系少数股东权益增加所致。公司将资本公积和未分配利润转增资本导致实收资本增加，资本实力进一步增强。截至2020年末，归属于母公司股东权益合计153.38亿元，占所有者权益合计的32.03%，其中股本60.00亿元（占比12.53%）、资本公积41.31亿元（占比8.63%）、一般风险准备12.70亿元（占比2.65%）、未分配利润32.13亿元（占比6.71%）；少数股东权益占比较大。公司股本和资本公积合计占比较小，所有者权益稳定性一般。2020年，公司利润分配为0.72亿元，占上年净利润比重为4.30%，占比较低，对公司资本形成较好的补充。

表 16 公司所有者权益构成 单位：亿元、%

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
归属于母公司所有者权益合计	138.22	33.78	145.14	34.14	153.38	32.03
其中：实收资本	30.00	7.33	30.00	7.06	60.00	12.53
资本公积	54.54	13.33	54.09	12.72	41.31	8.63
一般风险准备	11.19	2.73	11.75	2.77	12.70	2.65
未分配利润	34.23	8.36	38.04	8.95	32.13	6.71
少数股东权益	271.01	66.22	279.94	65.86	325.55	67.97
所有者权益合计	409.23	100.00	425.09	100.00	478.92	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

负债

2020年末公司负债规模有所增长，杠杆水平有所下降，处于一般水平；2020年公司债务结构仍以短期债务为主，面临一定短期流动性

压力。

截至2020年末，公司负债总额695.57亿元，较上年末增长5.37%，变动不大。截至2020年末，公司自有负债462.14亿元，较年初增长10.97%，

主要系随着业务的进一步发展，融资规模增加 所致。

表 17 公司负债情况 单位：亿元、%

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
交易性金融负债	89.79	14.58	77.99	11.82	28.90	4.16
卖出回购金融资产款	113.06	18.35	147.20	22.30	145.20	20.87
代理买卖证券款	126.46	20.53	165.68	25.10	204.53	29.40
其他流动负债	113.14	18.37	46.14	6.99	64.21	9.23
应付债券	81.70	13.26	137.03	20.76	157.04	22.58
负债总额	615.97	100.00	660.11	100.00	695.57	100.00
自有负债	/		416.55		462.14	
自有负债/总负债	/		63.09		66.44	
短期债务	237.50	71.67	207.92	58.76	225.60	58.98
长期债务	93.87	28.33	145.93	41.24	156.90	41.02
全部债务	331.37	100.00	353.85	100.00	382.51	100.00
资产负债率	60.08		60.83		59.22	
全部债务资本化比率	44.74		45.43		44.40	
长期债务资本化比率	18.66		25.56		24.68	
自有资产负债率	/		49.49		49.11	

注：自有资产负债率=自有负债/自有资产*100.00%，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

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至2020年末，公司交易性金融负债较年初下降62.94%，主要系第三方在结构化主体中享有的权益大幅减少所致。

截至2020年末，公司卖出回购金融资产款较年初微幅下降1.36%，基本持平。

截至2020年末，公司代理买卖证券款较年初上升23.45%，主要系国元证券经纪业务规模增长所致。

截至2020年末，公司其他流动负债较年初上升39.17%，主要系短期融资券和收益凭证规模增加所致。

截至2020年末，公司应付债券较年初上升14.61%，主要系公司发行“20国元G1”和国元证券发行“20国元01”所致。

债务和杠杆水平

从有息债务来看，截至2020年末，公司全部债务较上年末上升8.10%，主要系短期借款中的信用借款增长所致。短期债务占比58.98%。从债务期限结构来看，截至2020年末，公司年内需偿还的债务规模占全部债务比重为68.11%，1年内需偿还的债务规模较大，需对流动性管理情况保持关注。

表 18 截至 2020 年末全部债务偿还期限结构 单位：亿元、%

期限	金额	占比
1 年以内	260.53	68.11
1 年至 3 年	121.96	31.89
合计	382.50	100.00

截至2020年末，公司资产负债率较年初下降1.61个百分点，变动不大，仍处于适中水平。2020年，受所有者权益规模增加影响，公司全部

债务资本化比率和长期债务资本化比率均较年初有所下降，分别为46.40%和25.04%。

(3) 子公司资本充足性

2020年，国元证券净资产及净资本规模有所上升，各项风险控制指标均符合监管标准，资本充足性较好；国元信托净资产、净资本均较上年有所增长，各项风控指标均高于监管标准，资本充足性较好。国元保险偿付能力保持在较高水平。

截至2020年末，国元证券净资产204.82亿元，较上年增长28.72%，其中核心净资产194.32亿元，较上年末增长34.55%。截至2020年末，国元证券风险覆盖率和资本杠杆率分别为350.56%和31.11%，较上年末分别上升50.96个百分点和上升4.21个百分点，净资本相关指标均优于监管水平。

表 19 国元证券风险控制指标监管报表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	监管标准	预警指标
核心净资产	149.84	144.42	194.32	--	--
附属净资产	15.00	14.70	10.50	--	--
净资本	164.84	159.12	204.82	--	--
净资产	235.52	233.75	293.01	--	--
各项风险资本准备之和	62.47	53.11	58.43	--	--
风险覆盖率	263.88	299.60	350.56	≥100	≥120
资本杠杆率	29.28	26.90	31.11	≥8	≥9.6
净资本/净资产	69.99	68.07	69.90	≥20	≥24

注：2020 年末净资产及流动性为核心的各项风险控制指标根据《证券公司风险控制指标管理办法》（证监会令第 125 号）、《证券公司风险控制指标计算标准规定》（2020 年第 10 号公告）和《证券公司风险控制指标监管报表填报口径》进行填列，并依照此填报口径对 2019 年末的数据进行调整

资料来源：国元证券净资产监管报表及公司提供

截至2020年末，国元信托净资产较上年末增长18.58%，截至2020年末，国元信托各项业务风险资本之和较上年末下降15.86%。

从风险指标来看，2020年末，国元信托净资产/各项风险资产之和与净资本/净资产分别较上年末上升77.29和0.48个百分点，国元信托各项净资本相关指标均远高于监管标准。

表 20 国元信托资本充足性情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	监管标准
净资本	56.60	57.17	67.79	≥2
各项业务风险资本之和	30.66	30.27	25.47	
净资本/各项业务风险资本之和	184.64	188.88	266.17	≥100
净资产	65.61	69.47	81.90	
净资本/净资产	86.27	82.30	82.78	≥40

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2020年末，国元保险实际资本和核心一级资本较上年末减少9.64%，主要系秋季安徽遭受暴雨洪涝灾害导致赔付率大幅上升，动用农险大灾准备金所致。最低资本14.62亿元，较上

年末增长25.49%；核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为282.06%和282.06%。整体看，国元保险的偿付能力较2019年有所下降，但仍保持在很强水平。

表 21 国元保险偿付能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
实际资本	39.55	45.63	41.23
其中：核心一级资本	39.55	45.63	41.23

最低资本	11.34	11.65	14.62
核心偿付能力充足率	348.45	391.59	282.06
综合偿付能力充足率	348.45	391.59	282.06

资料来源：国元保险年报，联合资信整理

（4）盈利能力

2020 年，受市场回暖影响，公司营业收入和利润总额均较上年有所增长，盈利水平明显提升，整体盈利能力很强。

2020 年，公司营业总收入同比增长 17.37%，主要系国元证券和国元保险的手续费及佣金收入和已赚保费增长所致。

2020 年，公司营业总成本 116.30 亿元，同比增长 18.02%，主要系期现销售业务成本和商品销售业务成本大幅增长导致的营业成本增长及赔付支出净额增长所致。2020 年，公司营业总成本主要由利息支出（占比 10.47%）、赔付支

出净额（占比 47.97）、销售费用（占比 27.59%）构成，营业总成本结构较上年基本无变动。

综合以上收入和成本费用因素的影响，2020 年，公司实现利润总额和净利润分别为 28.99 亿元和 23.15 亿元。从盈利指标来看，2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 2.05%和 5.12%，较上年分别上升 0.46 个百分点和 1.10 个百分点，盈利水平明显上升。

从同行业 2020 年财务指标对比来看，公司合并口径净资产收益率略低于样本平均值；资产负债率低于经营同类或类似主业的金融控股平台类企业。

表 22 2020 年金融控股平台类企业的财务指标比较 单位：%

项目	净资产收益率	母公司净资产收益率	资产负债率
湖南财信投资控股有限责任公司	10.68	6.48	79.69
苏州国际发展集团有限公司	5.43	-1.45	70.78
山西金融投资控股集团有限公司	1.58	-1.15	68.53
珠海华发投资控股有限公司	4.60	4.40	72.47
上述样本企业平均值	5.57	2.07	72.87
国元金控	5.12	3.54	59.22

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

（5）现金流分析

2020 年，受回购业务资金净增加额减少的影响，经营活动现金流量净额较上年大幅减少；投资活动现金净流出规模进一步扩大；公司发债融资规模增加，筹资活动现金流净额由负转正且规模较大。整体看，公司融资渠道较为畅通，现金流状况良好。

经营活动现金流方面，2020 年公司经营活动现金流净额大幅减少，主要系国元证券回购

业务资金净增加额减少所致。

投资活动现金流方面，2019—2020 年，公司投资活动现金流净额均为净流出状态，2020 年净流出规模持续增加，主要系投资规模增加所致。

筹资活动现金流方面，2020 年，公司筹资活动现金流净额由负转正，2020 年筹资活动现金净流出规模减少，主要系偿还债务所支付的现金减少所致。

表 23 公司现金流情况表 单位：亿元

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流净额	-35.84	50.41	3.36
投资活动现金流净额	18.97	-1.87	-19.03
筹资活动现金流净额	-1.37	-24.21	68.71
现金及现金等价物净增加额	-17.48	25.07	51.43
期末现金及现金等价物余额	214.59	239.66	291.09

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

3. 母公司报表分析

公司母公司层面为控股平台，所有业务均由下属子公司进行，资产负债结构较为单一，杠杆水平较低；盈利主要依赖于投资收益，收入波动较大，符合投资控股型母公司特点；母公司期末现金及现金等价物规模较小。

截至 2020 年末，公司母公司口径资产总额较年初增加 26.55%，主要系长期股权投资增加所致，资产结构以可供出售金融资产（占比 16.42%）、长期股权投资（占比 74.50%）为主。截至 2020 年末，公司母公司口径负债规模 37.11 亿元，主要应付债券（占比 94.31%）和长期借款（占比 3.04%）构成。截至 2020 年末，公司母公司口径资产负债率为 33.05%，杠杆水平较低。截至 2020 年末，公司母公司口径所有者权益 75.16 亿元，较年初上升 5.29%，变动不大。

2020 年，母公司营业利润主要来源于投资收益。2020 年，公司母公司口径实现营业收入 0.01 亿元，实现净利润 2.59 亿元，同比上升 27.08%，主要系投资收益增长所致。投资收益同比增长 25.20%，主要系可供出售金融资产在持有期间的投资收益增长所致。

母公司口径现金流方面，公司现金流变动

较大，2020 年，经营活动现金净额由正转负；投资活动现金流呈净流出状态，且较上年流出规模增加。筹资活动现金流量净额同比大幅增加，主要系取得借款收到的现金增加所致。期末现金及等价物余额 1.68 亿元，规模较小。

4. 偿债能力分析

公司短期偿债指标表现较好，长期偿债能力指标表现一般，考虑到公司区域地位突出，自身资本实力和经营竞争力很强，融资渠道畅通等因素，公司偿债能力很强。

短期偿债指标方面，2020 年，合并口径期末现金及现金等价物余额/短期债务指标表现一般，母公司口径期末现金及现金等价物余额/短期债务指标处于较好水平；合并口径和母公司口径流动比率表现较好。

长期偿债指标方面，2020 年，合并口径 EBITDA 为 44.38 亿元，同比增长 17.10%，主要系利润总额增长所致。2020 年母公司口径 EBITDA 为 3.74 亿元，同比上升 25.93%。2020 年，合并口径和母公司口径 EBITDA 对利息支出覆盖程度较好，对全部债务覆盖程度一般。

表 24 公司偿债能力指标

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	母公司	合并	母公司	合并	母公司	合并
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	--	0.90	12.15	1.15	6.23	1.29
流动比率（%）	1152.16	146.73	1311.16	148.11	849.79	152.29
EBITDA（亿元）	2.52	30.17	2.97	37.90	3.74	44.38
EBITDA 利息倍数（倍）	2.97	2.03	3.33	2.65	3.36	3.30
全部债务/EBITDA（倍）	7.63	10.98	5.75	9.34	9.74	8.62

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2020 年末，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月末，公司涉及国元证券公司（代资管计划）诉华创证券有限责任公司、江苏保千里视像科技集团股份有限公司“16 千里 01”纠纷案，该案尚处于审理阶段。

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 万元的重大未决诉讼、仲裁事项。

十、存续债券偿还能力分析

截至 2021 年 5 月末，公司存续债券的偿还压力较小，加之公司股东背景很强，经营竞争力和强及融资渠道畅通等因素，公司对存续债券待偿本金的偿还能力极强。

截至2021年5月末，公司无本年度剩余应到期债券，未来待偿债券本金峰值为25.00亿元。截至2020年末，公司合并口径经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA，对未来待

偿债券本金峰值的覆盖倍数分别为7.51倍、0.13倍和1.78倍。对偿还债券保障能力很好。公司母公司口径对债券偿还保障效果较弱。

表25 存续债券偿付能力指标

项 目	2020 年	
	母公司口径	合并口径
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	0.00	0.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	25.00	25.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	--	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.03	7.51
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	*	0.13
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.15	1.78

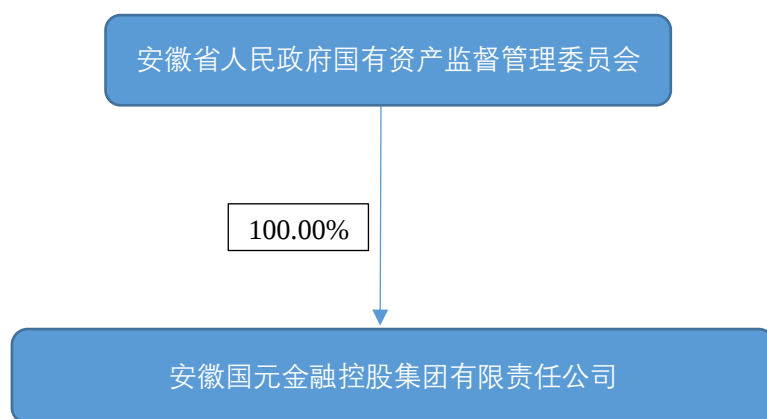
注：1.本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2.现金类资产使用最新一期财务数据（2020 年底），已剔除受限资金；3.经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据；4.*表示数据存在但小于 0.01

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十一、结论

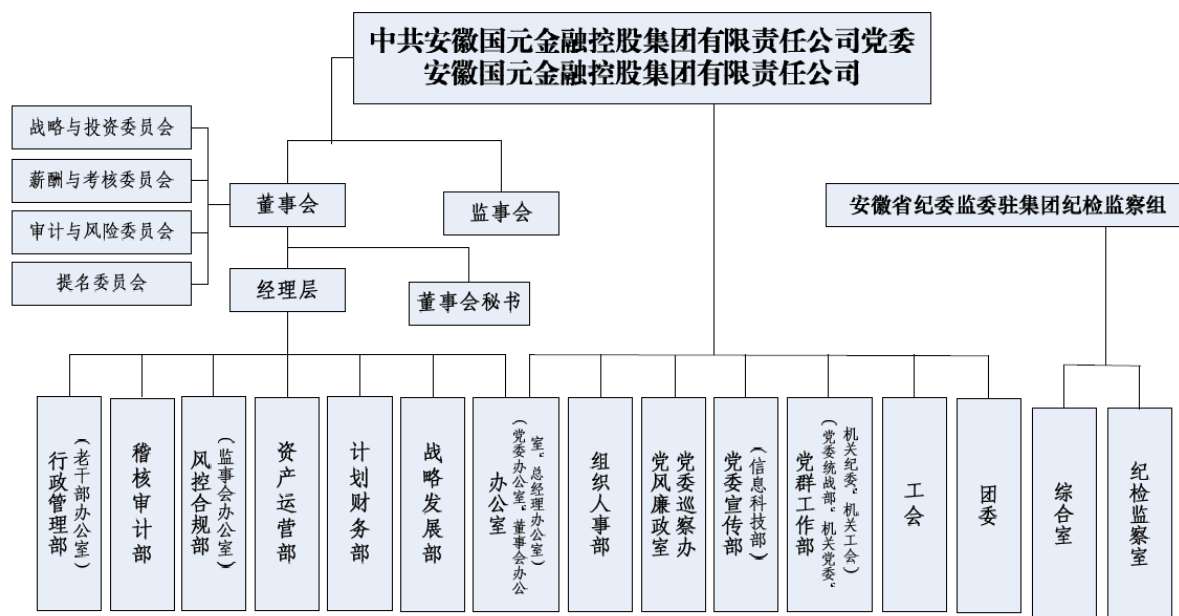
综上，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 国元 G1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末安徽国元金融控股集团有限责任公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末安徽国元金融控股集团有限责任公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年末公司主要控股和参股公司情况

名称	实收资本（亿元）	表决权比例（%）	总资产（亿元）	净资产（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
国元证券	43.64	35.06	905.57	308.72	55.93	13.71
国元保险	23.14	18.18	78.96	32.88	63.62	1.42
国元信托	42.00	49.69	88.14	84.20	5.55	5.50
国元投资	19.00	52.98	43.89	32.16	3.43	1.28
国元资本	12.00	100.00	67.12	62.92	2.52	2.99

资料来源：公司年报，联合资信整理

附件 2-1 合并口径主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	1025.20	1085.19	1174.49
负债总额（亿元）	615.97	660.11	695.57
所有者权益（亿元）	409.23	425.09	478.92
归属于母公司所有者权益（亿元）	138.22	145.14	153.38
短期债务（亿元）	327.29	285.91	254.64
全部债务（亿元）	421.16	431.85	414.64
营业总收入（亿元）	100.35	111.50	130.87
投资收益（亿元）	19.04	10.38	17.58
利润总额（亿元）	13.04	21.24	28.99
EBITDA（亿元）	30.17	37.90	44.38
筹资前净现金流（亿元）	-16.87	48.54	-15.67
营业利润率（%）	13.11	18.56	22.40
净资产收益率（%）	2.43	4.02	5.12
资产负债率（%）	60.08	60.83	59.22
全部债务资本化比率（%）	44.74	45.43	44.40
流动比率（%）	146.73	148.11	152.29
EBITDA 利息倍数（倍）	2.03	2.65	3.30
全部债务/EBITDA（倍）	10.98	9.34	8.62

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 母公司口径主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	87.72	88.72	112.28
所有者权益（亿元）	67.93	71.39	75.16
营业收入（亿元）	*	0.01	0.01
投资收益（亿元）	2.92	3.07	3.85
利润总额（亿元）	1.63	2.04	2.59
净资产收益率（%）	2.48	2.93	3.54
资产负债率（%）	22.55	19.53	33.05
流动比率（%）	1152.16	1311.16	849.79

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

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率或变动率	(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%
盈利指标	
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部有息债务+期末所有者权益+期末全部有息债务) / 2] ×100%
资产收益率	当期净利润/ [(期初资产总额+期末资产总额) / 2] ×100%
净资产收益率	当期净利润/ [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
债务结构指标	
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部有息债务/ (全部有息债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
筹资前净现金流流动负债比	筹资前净现金流/流动负债合计×100%
期末现金及现金等价物余额/短期债务	期末现金及现金等价物余额/短期债务

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 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。
6. 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。