

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《太平洋证券股份有限公司2020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

二〇二〇年四月二十日

信用等级公告

联合〔2020〕931号

联合资信评估有限公司通过对太平洋证券股份有限公司主体长期的信用状况进行综合分析和评估，确定太平洋证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年四月二十日



太平洋证券股份有限公司

2020 年主体长期信用评级报告

本次评级结果

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2020 年 4 月 20 日

主要数据

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
资产总额(亿元)	403.65	470.42	423.97	349.37
自有资产(亿元)	360.26	420.46	392.36	296.69
自有负债(亿元)	234.32	299.66	286.33	191.65
总债务(亿元)	212.18	279.63	277.02	185.54
所有者权益(亿元)	125.94	120.80	106.03	105.04
*净资产(亿元)	114.16	138.64	103.40	97.64
*净资产(亿元)	117.61	117.05	102.66	102.30
自有资产负债率(%)	65.04	71.27	72.98	64.60
*净资产/净资产(%)	97.06	118.45	100.72	95.45
*净资产/负债(%)	51.96	48.23	36.23	51.02
*净资产/负债(%)	53.53	40.72	35.97	53.45
*风险覆盖率(%)	213.53	278.04	186.54	232.78
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
营业收入(亿元)	18.04	13.07	3.93	10.71
净利润(亿元)	6.66	1.26	-13.25	3.63
EBITDA(亿元)	17.51	14.81	-3.91	10.34
营业费用率(%)	56.14	83.43	286.92	55.12
平均自有资产收益率(%)	2.06	0.32	--	--
平均净资产收益率(%)	6.48	1.02	--	--
总债务/EBITDA(倍)	12.12	18.88	--	17.95
EBITDA 利息倍数(倍)	1.85	1.21	--	2.10

注: 标*号指标为母公司核算口径, 2019 年上半年财务数据未经审计
数据来源: 公司年度报告、审计报告及提供资料, 联合资信整理

分析师

谢冰妹 盛世杰 袁宇豪

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对太平洋证券股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司,在业务经营、区域竞争力及资本实力等方面所具备的优势。同时,联合资信也关注到,公司财务杠杆水平较高、2018 年股票质押回购业务发生较大规模违约、净利润亏损严重等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来,随着资本市场持续发展和经营策略调整,公司将优化业务收入结构,加快风险项目处置进度,持续压缩股票质押回购业务规模及持仓股票规模,其业务规模、盈利水平及行业排名有望得到提升。另一方面,宏观经济形势下行、证券市场行情波动、监管政策趋严及同业竞争加剧等因素将对公司业务发展及风险管理情况带来一定压力,同时联合资信将持续关注公司未来股权变动进展。综上,联合资信评估有限公司确定太平洋证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺,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. 公司作为全国性综合类 A 股上市证券公司,业务牌照齐全,资本实力较强,外部融资渠道较为通畅。
2. 公司资产流动性较好,现金流较为充足。
3. 公司传统经纪业务稳步发展,在云南省内具有较强的区域竞争优势。

关注

1. 受证券市场下跌、信用风险事件频发、股权质押新规明确质押率上限以及自身经营策略等因素影响,公司股票质押回购业务

发生较大规模违约，未来处置回收情况需持续关注。

2. 公司财务杠杆水平较高，短期债务占比较高，其偿债能力及流动性状况需持续关注。
3. 受股票市场下跌、信用交易业务违约及投资亏损影响，公司营业收入大幅下降，较大规模的资产减值准备计提导致 2018 年净利润亏损严重，较大规模的利润亏损及权益类投资公允价值损失对净资产造成侵蚀，为公司业务开展带来一定影响。
4. 公司在监管部门分类评级有所下降，未来公司治理、内控水平及风险管理水平有待提升。
5. 公司股份转让事项尚存在不确定性，该事项对公司人事变动、经营管理、风险控制、战略规划等方面的影响亦尚不明朗，联合资信将持续关注公司未来股权变动进展。

声 明

一、本报告引用的资料主要由太平洋证券股份有限公司（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，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。

六、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

七、该公司信用等级自 2020 年 4 月 20 日至 2021 年 4 月 19 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。

太平洋证券股份有限公司 2020 年主体长期信用评级报告

一、主体概况

太平洋证券股份有限公司（以下简称“公司”）前身为太平洋证券有限责任公司，为 2004 年 1 月在云南省昆明市成立的综合类证券公司，初始注册资本 6.65 亿元。2007 年 12 月，公司在上海证券交易所挂牌上市，股票代码为 601099.SH。经过多次增资扩股，截至 2019 年 9 月末，公司股本增至 68.16 亿元。截至本报告出具日，公司股权结构分散，无控股股东或实际控制人；北京嘉裕投资有限公司（以下简称“嘉裕投资”）为第一大股东，持有公司股份比例 10.92%，其中 78.06% 的股份处于被质押状态，质权人为华创证券有限责任公司（以下简称“华创证券”）；前五大股东持股情况见表 1。

2019 年 11 月，嘉裕投资拟将所持公司 4.00 亿股股份转让给华创证券，本次股份转让完成后，公司第一大股东将变更为华创证券，华创证券将持有公司 5.87% 的股份，嘉裕投资将持有公司 5.05% 的股份；本次股份转让事项须经证券监管部门批准，尚存在不确定性。

表1 2019年9月末公司股东持股情况 单位：%

股东	持股比例
北京嘉裕投资有限公司	10.92
大连天盛硕博科技有限公司	4.29
陕西省国际信托股份有限公司—陕国投·财富 72 号单一资金信托	2.00
中央汇金资产管理有限责任公司	1.87
中国证券金融股份有限公司	1.63
合 计	20.71

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券承销与保荐；证券资产管理；证券投资基金销售；代销金融产品；融资融券；

中国证监会批准的其他业务。

截至 2019 年 6 月末，公司在全国设有 108 家分支机构，其中 20 家分公司、88 家证券营业部；员工人数 1854 人。截至 2019 年 6 月末，公司纳入合并范围内的子公司共 4 家，包括 2 家全资子公司太证资本管理有限责任公司（以下简称“太证资本”）和太证非凡投资有限公司（以下简称“太证非凡”），2 家控股子公司广东广垦太证股权投资基金管理有限公司（以下简称“广东广垦”）和广西中垦太证基金管理有限公司（以下简称“广西中垦”）。

截至 2018 年末，公司资产总额 423.97 亿元，其中客户资金存款 24.84 亿元；负债总额 317.94 亿元，其中代理买卖证券款 31.61 亿元；所有者权益 106.03 亿元，其中股本 68.16 亿元。2018 年，公司实现营业收入 3.93 亿元，净利润 -13.25 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司资产总额 349.37 亿元，其中客户资金存款 44.94 亿元；负债总额 244.33 亿元，其中代理买卖证券款 52.68 亿元；所有者权益 105.04 亿元，其中股本 68.16 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 10.71 亿元，净利润 3.63 亿元。

公司注册地址：云南省昆明市北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼。

公司法定代表人：李长伟。

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

（1）宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体

稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 2），为 2008 年国际金融危机以来之最低增

速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 2 2016—2019 年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

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

数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线

国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比

上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

（2）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融

机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

（3）宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形

成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在2月初再一次提前下达2020年新增地方债券限额8480亿元（其中一般债券限额5580亿元、专项债券限额2900亿元），合计提前下达2020年新增地方债券限额18480亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2月14日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对2020年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的50%给予贴息。2月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约8000多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2月以来，央行连续降低了OMO操作利率和MLF操作利率，2月20日LPR报价下调，其中1年期报价4.05%，下调10bp，5年期报价4.75%，下调5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2月开市的前两天内（2月3—4

日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金1.7万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

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

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

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

数据来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

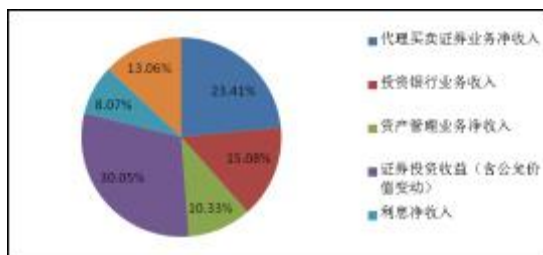
（2）主营业务

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



数据来源：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、定向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，同月证券行业基金协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

公司股权结构分散，无实际控制人。公司第一大股东嘉裕投资为2001年3月在北京成立的民营企业，主营计算机及高新技术产业，注册资本2.00亿元。截至2019年9月末，嘉裕投资持有公司股份比例为10.92%。嘉裕投资原计划于2018年7月增持公司无限售流通股不低于总股本1%，不高于总股本的5%，完成增持下限所需资金约1.60亿元；但受宏观经济及资本市场环境下行影响，民营企业融资渠道收窄，嘉裕投资面临应收款项回收低于预期、外部资金筹措困难等问题，于2019年6月终止实施对公司的增持计划。

2019年11月，嘉裕投资与华创证券签订附生效条件的《股份转让协议》及《表决权委托协议》，嘉裕投资拟将所持公司4.00亿股股份转让给华创证券；本次股份转让经监管审批通过并最终完成后，公司第一大股东将变更为华创证券，华创证券将持有公司5.87%的股份，嘉裕投资将持有公司5.05%的股份；本次股份转让事项须经证券监管部门批准，尚存在不确定性。根据2019年11月嘉裕投资与华创证券签署的相关协议约定，嘉裕投资将其所持有的公司部分股份办理了提前解除质押及质押登记手续，将其持有的本公司5.81亿股股份质押予

华创证券，占其所持公司股份的78.06%。本次股份转让事项尚存在不确定性，对公司人事变动、经营管理、风险控制、战略规划等方面的影响亦尚不明朗，联合资信将持续关注公司未来股权变动进展。

公司按《公司法》《证券法》《证券公司治理准则》等有关法律法规和规范性文件要求，建立了由股东大会、董事会、监事会在内的三权制衡法人治理结构，各治理主体各司其职、相互分离、相互制衡，公司整体法人治理机制运行良好。

股东大会为公司最高权力机构。近年来，公司按照章程等规定多次召开股东大会，审议通过了利润分配、资本公积转增股本方案、债务融资和授权方案等多项重要议案。同时，作为A股上市公司，公司在章程中规定了累计投票制、网络投票制、征集投票制，保证各股东对公司重大事项享有的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由7名董事组成，其中独立董事3名，第一大股东嘉裕投资推荐董事2名。2018年6月，公司董事长郑亚南先生因工作调整主动辞去董事长职务，公司董事会选举杨智峰先生担任董事长，待取得证券公司董事长任职资格后正式入职；2019年7月，杨智峰董事因个人工作原因，拟不担任公司董事长，郑亚南先生将继续履行公司董事长职责，直至第四届董事会换届选举工作完成。公司董事会下设战略与发展、薪酬与提名、审计、风险管理共4个专门委员会，并按照相关议事规则召开会议。近年来，公司董事会审议通过了合规管理制度修订、组织机构调整方案、利润分配方案等多项议案，在公司有关经营决策及发展战略方面发挥了重要作用。此外，公司第四届董事会和监事会于2019年7月5日任期届满，截至报告出具日，公司新一轮选举工作尚未完成。

公司监事会由3名监事组成，其中职工监事1名。近年来，公司监事会多次召开会议，审议并通过了监事会年度工作报告、财务工作

报告、合规工作报告等多项议案，并对董事会及高级管理人员相关履职情况进行监督，较好地行使了监事会的职能。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理为法定代表人。公司经营管理层由 10 名高级管理人员组成，包括 1 名总经理、7 名副总经理、首席风险官及财务总监。公司高级管理人员均具有较高的学历背景和丰富的经营管理经验，近年来在董事会的授权下，贯彻董事会经营管理决策、战略发展方向、协调和管理公司各部门日常工作中起到了重要作用。

信息披露方面，作为一家 A 股上市的证券公司，公司制定了《信息披露事务管理制度》《内幕信息保密制度》《重大信息内部报告制度》等多项信息披露相关制度，明确了公司信息披露的职责、内容和具体要求。近年来，公司依照相关管理规范和要求，按时披露公司相关信息，并对重大信息进行及时披露，保障公司股东、债权人及其他利益相关人员的合法权益。

总体看，公司搭建了较为完整的公司治理架构，公司治理机制运行良好，信息披露制度完善，能够较好地完成信息披露工作。但公司新一轮董事会及监事会选举工作尚未完成，未来公司治理结构及运行情况有待观察；第一大股东股权质押情况对公司治理带来的影响需持续关注；公司股份转让事项尚存在不确定性，该事项对公司人事变动、经营管理、风险控制、战略规划等方面的影响亦尚不明朗，联合资信将持续关注公司未来股权变动进展。

2. 内部控制

公司依照相关法律法规及监管要求，建立了逐级授权、相互制衡、严格监督的内部控制体系，并结合业务发展需要不断完善和优化组织架构，组织架构图见附录 1。

近年来，公司根据监管要求和公司业务创新和发展，建立并逐步完善前、中、后台组织架构，并随着业务的创新对组织架构进行优化；

梳理并优化包括财务、人事、信息系统、合规、风险、内部稽核在内的多项管理制度以及业务开展流程。近年来，受二级市场波动剧烈以及市场信用风险事件频发的影响，公司信用业务和自营投资业务受到一定负面影响。为此，公司结合当前市场运行状况和自身业务开展状况，对涉及信用风险、流动性风险、市场风险、操作风险等进行梳理和修订，加强了在相关业务开展前对风险的揭示，并对相关风险指标进行持续监控，提升对潜在风险的预警能力。

公司稽核部负责对各部门、分支机构、子公司的内部控制建立、健全及执行的有效性进行检查和评价。作为独立于业务部门以外的部门，近年来，公司稽核部通过以现场和非现场检查方式，对公司高级管理人员履职情况、财务状况、下设分支机构及子公司运行情况、重点业务、重点环节等开展常规及专项审计工作，并对发现问题提出修改意见；公司要求相关部门进行限期整改和落实，并对各部门整改落实情况持续跟踪，及时修正内部控制缺陷。

近年来，公司因资管产品超过风控指标预警线、单一客户融资风控指标不达标、风险管理人员占比不足的问题受到监管部门的关注；另类投资子公司太证非凡业务合规等问题受到监管处罚。2016 年在中国证监会公布的证券公司分类评价结果中获评 BBB 级，在 2017 年分类评价结果中获评 A 级，在 2018 年分类评价结果中获评 BB 级，在 2019 年分类评价结果中获评 B 级。

总体看，公司建立了较为完善的内部控制体系，但在业务合规、风险控制及子公司管控等方面存在一定问题，监管部门分类评级有所下降，未来内控及合规管理水平有待提升。

3. 发展战略

公司根据宏观经济运行情况及自身发展状况，制定了 2019 年经营发展计划，明确公司工作重点为：扭亏为盈、提升业绩稳定性；集中力量做好股票质押式回购业务的清回收款工

作；减员增效与增收节支并举。

为实现上述经营发展计划，公司将在持续加强业务合规及风险管理的前提下，全力提升经营业绩。从具体业务来看，公司经纪业务将进一步明晰业务方向，强化产品销售，丰富营销渠道，优化收入结构；信用业务持续压缩股票质押回购业务规模，抓住市场时机扩大融资融券业务规模；资管业务将重点拓展银行及互联网代销渠道，丰富产品类型，拓展投顾类业务；投行业务在深耕优质企业的基础上，抓住债券业务窗口期，保障公司债券主承销资质的延续性，积极打造绿色债及科创板优势，加快取得实质性成果；固定收益类投资业务在保证公司资产安全性和流动性的基础上，提高资产配置多样性，优化信用研究体系，突出信用债投研优势，加强对可转债以及银行承兑汇票的研究和配置，提升交易能力和销售能力；股票投资业务方面，公司将严格执行投资分散管理的原则，降低股票投资集中度，减少整体持仓风险。此外，针对在 2018 年发生股票质押回购业务风险集中爆发的情况，公司已于 2018 年末停止新增股权质押回购业务，并成立股权质押风险清收领导工作小组，将工作重点转移到对存量风险项目的清收处置中。

总体看，公司结合当前经营状况制定了较为具体的发展规划，有利于提升业务竞争力；但考虑到在证券市场波动频繁、监管政策趋严

及同业竞争加剧的外部环境下，公司内控及风险管理水平有待提升、新一届董事会和监事会换届工作尚未完成等为经营目标的实现带来一定压力，经营计划实施情况有待考察。

四、主营业务分析

1. 经营概况

公司作为云南省本土上市券商，业务发展能够得到当地政府支持，目前公司经纪业务在云南省市场占有率排名第一。经过多年发展，公司构建了全牌照、全业务线的证券业务体系，业务涵盖除港澳台地区以外所有省市，逐步从区域性龙头券商成长为一家全国性综合券商，通过控股子公司太证资本和太证非凡分别从事私募投资基金管理和股权投资业务。此外，受益于国家“一带一路”政策发展机遇，公司通过参股老一中证券有限公司，将证券业务范围辐射至老挝等东南亚地区。

目前我国证券行业形成了以净资本和流动性为核心的行业监管体系，资本规模与证券公司的发展潜力、业务规模和竞争实力息息相关。从净资本规模来看，公司处于行业中游水平（见表 6）；但受宏观经济形势下行、证券市场低迷、信用业务风险事件频发以及自身经营策略等因素影响，公司经营业绩大幅下滑，净亏损规模较大，2018 年营业收入及净利润处于行业下游。

表 6 公司经营业绩排名数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
总资产	39	32	37
净资产	36	38	46
净资本	36	32	41
营业收入	49	58	85
净利润	52	71	96

注：2016 年、2017 年和 2018 年末证券业协会会员单位数量分别为 97 家、98 家和 98 家

数据来源：中国证券业协会，联合资信整理

2. 业务经营分析

公司主营业务包括经纪业务、信用业务、资产管理业务、投资银行业务及证券投资业务等。近年来，在宏观经济环境下行、中美贸易

摩擦加剧、金融监管政策趋严及证券市场波动的环境下，公司信用业务、股票自营投资业务及资产管理业务受股票市场行情影响较大，公司营业收入大幅下滑。2016—2018 年，公司实

现营业收入分别为 18.04 亿元、13.07 亿元和 3.93 亿元（见表 7）。

从营业收入结构来看，公司经纪业务收入是营业收入的主要来源；投资银行业务在重大资产重组、债券发行等方面取得进展，对营业收入贡献度有所提升；自营投资业务由于在固定收益类投资中获得较好收益，部分弥补了股票自营投资带来的亏损，成为公司营业收入的重要来源。另一方面，由于自有资金投资的部分资产管理产品劣后级受持仓证券价格下跌影

响，公司资产管理业务出现亏损；其他收入为负主要为公司融资活动利息支出以及合并范围内子公司、结构化主体的投资亏损。

2019 年以来，公司注重业务发展与风控管理平衡，从成本控制和风险测算等方面对各业务条线进行梳理，加之证券市场回暖、科创板开板、市场利率下行等外部因素影响，公司经营业绩有所回升。2019 年上半年，公司实现营业收入 10.71 亿元，净利润 3.63 亿元，较上年同期均大幅增长。

表 7 公司营业收入构成 单位：亿元、%

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪业务（含信用交易）	7.96	44.11	6.06	46.34	5.26	133.96
投资银行业务	1.83	10.12	1.30	9.93	1.57	39.88
证券投资业务	0.79	4.40	0.76	5.78	1.05	26.76
资产管理业务	3.15	17.45	3.75	28.72	-1.83	-46.69
其他（含分部间抵销）	4.32	23.93	1.21	9.23	-2.12	-53.91
营业收入合计	18.04	100.00	13.07	100.00	3.93	100.00

数据来源：公司年度报告，联合资信整理

（1）经纪业务

证券经纪业务是公司营业收入的主要来源，主要为个人、企业、公募基金公司、私募投资机构等客户提供股票、债券、基金、衍生品及其他可交易证券经纪服务。公司经纪业务由零售经纪管理总部负责运营管理，经纪业务管理委员会为业务决策机构。近年来，公司在证券市场行情下跌、市场成交量收缩、佣金率下滑及同业竞争加剧的形势下，公司推动证券经纪业务向财富管理转型，重点发展产品销售和研究服务业务，打造涵盖金融产品、私募、投顾、期权等业务在内的综合服务平台；持续提高客户服务能力，对中小散户、中高净值客户和高净值客户分别提供有针对性的产品组合及服务；积极布局互联网金融服务，进一步提升服务水平。整体看，公司证券经纪业务实现稳步发展。截至 2019 年 6 月末，公司共有 108 家分支机构，包括 20 家分公司和 88 家证券营业部，其中 33 家营业部位于云南省内。2018

年，公司股基交易量合计 5553.77 亿元，市场份额 2.77%。

公司经纪业务收入主要来自代理买卖证券业务。近年来，随着“一人多户”政策放开以及互联网金融的发展，同业竞争进一步加剧，公司经纪业务佣金率有所下降，但仍高于行业平均水平（见表 8），经纪业务手续费及佣金净收入呈下降趋势（见表 9）。2018 年，公司经纪业务手续费及佣金净收入 2.98 亿元，行业排名第 49 位。

表 8 公司佣金率与行业水平对比 单位：‰

项目	2016 年	2017 年	2018 年
行业平均净佣金率	0.38	0.34	0.31
公司平均净佣金率	0.71	0.60	0.54

数据来源：中国证券业协会数据及公司提供资料，联合资信整理

表 9 公司经纪业务手续费收入情况 单位：亿元

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经纪业务手续费及佣金净收入	3.71	2.90	2.98
其中：代理买卖证券佣金净收入	3.51	2.75	1.94

数据来源：公司年度报告，联合资信整理

2019 年以来，随着证券市场行情向好、股票交易量增加及市场活跃度提升，公司根据市场情况调整营销策略，重点拓展私募机构业务市场，开发高端客户，进一步推动经纪业务向以产品销售为核心的财富管理业务转型发展。2019 年上半年，公司实现经纪业务收入 1.75 亿元，占营业收入的 16.37%。

总体看，在证券经纪业务向财富管理转型的持续推动下，公司经纪业务整体稳步发展，在云南省内具有较强的区域竞争优势，营业收入对经纪业务的依赖度高；但受证券市场行情波动及佣金率下滑影响，经纪业务收入呈下降趋势，未来收入增长存在一定不确定性。

（2）信用交易业务

公司信用交易业务主要包括融资融券业务和股票质押回购业务，由信用业务部负责运营管理，经纪业务管理委员会为业务决策机构。近年来，由于证券市场大幅下跌及信用风险事件频发，加之股权质押新规对质押率上限、融资方资质等提出要求，公司持续压缩股票质押回购业务规模，整体信用交易业务规模及营业收入均有所下降；2018 年股票质押回购业务违约规模较大带来资产减值准备大幅增加导致信用交易业务营业利润为负。2016—2018 年末，公司信用交易业务融出资金余额分别为 121.16 亿元、102.46 亿元和 84.63 亿元。2018 年，太平洋证券实现信用交易业务营业收入 1.60 亿元，占营业收入的 40.71%；信用交易业务营业利润亏损 7.92 亿元。

近年来，公司主要通过营业部为证券经纪客户提供融资融券服务，融资融券业务规模略有增长，但规模不大。公司注重融资融券业务风险管控，根据监管部门适当性管理新规要求

不断提高融资融券业务风险管理水平。截至 2018 年末，公司融资融券业务余额 23.00 亿元（见表 10）；2018 年实现融资融券利息收入 2.00 亿元，行业排名第 58 位。

表 10 信用交易业务情况 单位：亿元

项目	2016 年	2017 年	2018 年
融资融券余额	22.24	24.72	23.00
融资融券利息收入	1.81	1.74	2.00
股票质押回购融出资金余额	98.69	77.74	61.63
股票质押回购利息收入	8.13	6.32	4.61

数据来源：公司年度报告，联合资信整理

股票质押回购业务方面，受证券市场大幅下跌、信用风险事件增加以及股权质押新规对质押率上限等要求趋严影响，公司多笔股票质押业务履约保障比例跌破处置线，融资人不能按期支付利息和到期购回了结的情况。公司对股权质押回购业务规模进行持续压缩，并对不能及时平仓处置的业务计提大额资产减值准备，信用业务规模缩减以及融资客户违约导致利息收入进一步降低。截至 2018 年末，公司股票质押回购融出资金余额 61.63 亿元；2018 年实现股票质押回购利息收入 4.61 亿元，行业排名第 26 位。截至 2018 年末，公司股票质押回购业务违约项目本金合计 40.89 亿元，其中单笔违约本金在 1.00 亿元及以上的融资方 13 家，主要从事商贸服务及投资业务的民营企业，标的证券涉及制造业、有色金属、工程机械及能源化工等行业。公司已对大部分违约项目启动司法程序追索本息，部分项目通过与融资人协商和解、追加担保方式等手段处置，对于具备二级市场违约处置条件的项目果断进行违约处置卖出。公司从 2018 年末以来未开展新业务，并成立了资产清收领导小组及资产清收办公室，全面负责组织协调股票质押回购风险项目清收工作。此外，公司根据客户状况和可能损失金额，分析交易对手的信用等级、偿债能力、抵押品等，采用专门的方法对资产进行单独减值测试并计提资产减值准备；对未计提单项资

产减值准备的股票质押回购业务，根据期末融资余额的1%计提一般资产减值准备。截至2018年末，公司对股票质押回购业务计提资产减值准备余额为9.79亿元。

2019年以来，随着沪深市场主要股票指数上涨，股票质押风险有所缓解，公司加大对股票质押回购业务风险项目本息清收力度，同时调整信用业务结构，持续压缩股票质押回购业务规模，适度提高融资融券业务规模。截至2019年6月末，公司融资融券业务余额25.36亿元，较上年末增长10.55%；股票质押回购业务融出资金余额54.80亿元，较上年末下降11.08%。2019年上半年，公司信用交易业务实现营业收入0.61亿元，占营业收入的5.69%。截至本报告出具日，公司股票质押回购业务共发生违约项目本金合计40.89亿元，其中已完成回收资金24.39亿元，计提资产减值准备余额9.59亿元。

总体看，受证券市场环境及监管政策影响，公司信用交易业务规模持续收缩，股票质押回购业务存在较大规模的违约事件，业务专业化能力尚需提升，需关注未来处置回收情况及较大规模减值计提对公司业绩表现的负面影响。

(3) 投资银行业务

公司投资银行业务范围包括IPO、再融资等股票承销保荐业务，企业债、公司债等债券

发行承销业务，改制、并购重组等财务顾问业务，新三板业务等。近年来，公司根据《证券公司投资银行类业务内部控制指引》调整业务架构，由投资银行业务总部统一管理债券的发行承销业务，不断完善风险控制措施、优化项目流程、提升项目质量，同时继续加强投资银行业务团队建设。截至报告出具日，公司投资银行业务团队共有188人，其中保荐代表人19人、准保荐代表人34人。

近年来，由于股票二级市场行情低迷、监管层加强对IPO发行审核及证券行业竞争加剧等因素影响，公司股票承销业务发展面临较大压力，投资银行业务收入有所下降。为此，公司根据政策和市场环境的变化，调整盈利模式，探索从通道业务转型为综合金融服务，为企业提供多途径融资、上市、增发、并购重组等系列服务，同时积极开拓资产证券化等新业务领域，探索创新业务模式。2018年以来，公司主要发展重大资产重组及债券发行承销业务，投资银行业务经营业绩有所回升（见表11）。2016—2018年，公司投资银行业务分别实现手续费及佣金净收入1.99亿元、1.27亿元和1.60亿元；其中，2018年证券承销和财务顾问业务收入分别占手续费及佣金净收入的24.99%和73.36%。2018年，公司投资银行业务收入在行业中排名为第54位。

表11 公司投资银行业务情况 单位：家、亿元

项 目		2016 年			2017 年			2018 年		
		数量	金额	收入	数量	金额	收入	数量	金额	收入
股权类	IPO	1	2.44	0.15	3	0.17	0.001	--	--	--
	再融资	1	2.96	0.12	2	7.25	0.10	--	--	--
债券承销		20	22.80	0.25	12	24.20	0.22	7	40.74	0.34
重大资产重组		--	--	--	--	--	--	2	28.94	0.29
新三板挂牌		68	--	0.87	28	--	0.23	8	-	0.08
合计		90	28.20	1.39	45	31.62	0.55	17	69.68	0.71

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

2019年以来，公司投行业务稳步发展，储备项目类型、数量进一步提升，并积累了

较好的上市公司客户资源。2019年上半年，公司完成债券承销项目6个、新三板挂牌2

个。截至 2019 年 6 月末，公司投资银行业务储备项目共 71 个，其中股权类项目已立项和在审 IPO 项目 9 个，再融资项目 2 个；债券类待发行项目 14 个，已立项和在审项目 29 个；并购重组及财务顾问项目 7 个，股份转让业务 10 个。2019 年上半年，公司投资银行业务实现营业收入 0.56 亿元，占营业收入的 5.23%。

总体看，公司投资银行业务受股票市场行情及监管环境影响经营业绩有所下滑，业务竞争力一般，未来业务发展及盈利情况有待观察。

（4）证券投资业务

公司证券投资业务主要包括自有资金投资股票、债券、公募基金以及国债期货、股指期货等金融衍生品。公司投资业务由投资决策委员会负责，证券投资总部和固定收益总部是决策的具体执行部门。近年来，公司在宏观研究的基础上进行大类资产配置，兼顾风险收益的平衡与流动性需求，通过合理配置和分散投资，赚取买卖价差、股票分红及债券息差等收益。由于证券投资业务受证

券市场行情变化影响较大，公司股票投资业务受市场下跌影响出现较大幅度亏损，主要通过开展固定收益类投资业务获得收益。2018 年，公司实现证券投资业务收入 1.05 亿元，其中固定收益类投资收入 6.29 亿元，权益类投资亏损 5.24 亿元。

从投资策略来看，公司股票投资策略由偏重成长型策略转为优选估值较低股票的保守策略，不断调整持仓结构、择时滚动操作，实现一定程度减亏；固定收益类投资业务把握债市结构性牛市机会，加大对产业债投资研究力度，债券投资以高信用评级债券为主，同时投资少量高收益债券（见表 12）。截至 2018 年末，公司债券投资余额 140.26 亿元，占投资资产余额的 61.16%，其中 AAA 级债券占债券投资比重为 65.63%；股票投资余额 12.21 亿元，占投资资产余额的 5.32%；其他类金融资产余额 48.20 亿元，占投资资产余额的 21.02%，主要为银行承兑汇票；另有部分货币基金及资管产品投资。截至 2018 年末，母公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 10.96%，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 199.83%，均符合监管标准。

表 12 公司自营证券投资结构 单位：亿元、%

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	31.79	24.78	92.94	46.81	140.25	61.16
基金	25.21	19.66	26.10	13.15	11.29	4.92
股票	24.67	19.23	19.88	10.01	12.21	5.32
资产管理产品	14.82	11.56	18.37	9.25	10.95	4.77
股权投资	7.70	6.00	5.18	2.61	6.42	2.80
其他	24.08	18.77	36.08	18.17	48.20	21.02
合计	128.27	100.00	198.55	100.00	229.32	100.00

数据来源：公司年度报告，联合资信整理

截至 2019 年 6 月末，公司债券投资违约项目本金合计 8.36 亿元，全价成本合计 3.36 亿元，主要涉及能源开发、化工材料、港口运输等行业，公司对违约债券项目主要采取诉讼保全、协助资产重组及签订和解条款等措施，未来回收情况需持续关注。公司根据国家会计准则和

相关会计政策，对已构成实质性违约或本息偿付具有重大不确定性、存在客观减值证据的项目，采用预期信用损失法计提资产减值准备。截至 2019 年 6 月末，公司债券投资减值准备余额 1.53 亿元。

截至 2019 年末，公司债券投资违约项目面

额合计 11.74 亿元，全价成本 4.88 亿元，公司债券投资减值准备余额 2.26 亿元。2019 年公司信托投资出现一笔违约，规模为 0.50 亿元，底层资产为标准化债券，投向房地产行业 and 医药行业；公司未对该笔信托违约计提减值准备，项目处于协商处置过程中。

2019 年以来，随着科创板开板、QFII 额度翻倍、企业减费降税等政策带来股票市场回升，公司权益类投资亏损得到缓解；公司持续压缩股票及资产管理产品投资规模，加强固定收益类投资组合管理和投资方法研究，在控制风险的前提下实现较好收益。截至 2019 年 6 月末，公司投资资产余额 173.60 亿元，较上年末有所下降，其中债券投资占比 88.42%。2019 年上半年，公司证券投资业务实现收入 5.68 亿元，其中权益类投资收入 0.77 亿元，固定收益类投资收入 4.91 亿元。

总体看，公司持续压降权益类投资规模，增加固定收益类资产配置，证券投资业务规模逐年增长，投资结构有所调整。但公司自营投资业务受市场行情波动影响，权益类投资亏损较大，投资业绩表现不佳；在当前债券市场违约事件频发的外部环境下，其债券信用风险及违约债券投资后续处置情况需持续关注。

（5）资产管理业务

公司资产管理业务由资产管理总部负责经营管理。近年来，公司不断丰富资管产品条线，形成了以权益投资、大固收投资（含债券投资、股票质押融资、资产证券化等）、通道业务及创新、衍生品业务为主的产品线条，致力于为客户提供投融资一体化的资产配置方案、资产管理服务及理财增值服务。在资管新规等金融监管政策趋严、股市及债市波动、通道费率下降的外部环境下，公司推动资产管理业务转型发展，持续提升主动投资管理能力，通道类产品规模大幅下降，净值型集合产品规模显著增长；同时加快发展专项资产管理业务，为以优化产品结构和提高市场竞争力，于 2017 年成功发行市场首单 PPP 资产证券化项目——“新水源污水处理服务收费收益权资产支持专项计划”。

2018 年，公司新设集合资产管理计划 38 只，全部为净值型主动管理产品，产品类型包括固定收益、明星私募 FOF、量化对冲等。整体看，公司受托资产管理规模逐年下降，资管业务手续费及佣金净收入明显下滑；2018 年自有资金参与的部分资管产品劣后级受持仓证券价格下跌影响，公司资产管理业务投资收益亏损较大，对公司营业收入带来较大负面影响，年末相关资产管理产品已提前终止清算。截至 2018 年末，公司资产管理业务规模为 1106.10 亿元（见表 13），其中定向资产管理计划和集合资产管理计划分别占比为 79.16% 和 19.43%；2018 年，公司资产管理业务营业亏损 1.83 亿元，其中手续费及佣金收入 1.54 亿元，投资亏损 3.37 亿元。

表 13 资产管理业务情况 单位：亿元

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
资产管理规模	1618.33	1503.06	1106.10
其中：集合资产管理	367.71	246.79	214.94
定向资产管理	1245.84	1243.69	875.61
专项资产管理	4.78	12.58	15.54
资产管理业务营业收入	3.15	3.75	-1.83
其中：手续费及佣金净收入	2.78	2.86	1.54
投资收益	0.37	0.89	-3.37

数据来源：公司年度报告，联合资信整理

2019 年以来，公司根据资管新规和结构性去杠杆政策，持续压缩通道类业务管理规模，推动资产管理业务全面向主动管理转型；公司于 2019 年 5 月发布《资产管理业务风险管理办法》，进一步完善资产管理业务风险控制架构及管理措施。截至 2019 年 6 月末，公司资产管理业务规模 972.44 亿元，较上年末下降 12.08%；其中定向资产管理计划和集合资产管理计划分别占比为 76.43% 和 21.10%；2019 年上半年，公司资产管理业务实现营业收入 0.40 亿元。

总体看，公司根据资管新规要求，推动资产管理业务向主动管理转型，资产管理规模及业务收入明显下降；2018 年以自有资金参与的资管产品投资亏损对当年营业收入带来较大负面影响，未来主动管理能力和风险控制水平需

进一步提升。

（6）子公司业务

太证资本成立于 2012 年 5 月，主要从事私募投资基金管理业务。太证资本管理基金主要投资于先进制造业、新能源、环保、现代农业、新材料、医疗医药、现代服务业、人工智能等实体产业。截至 2018 年末，太证资本控制的纳入母公司合并范围的主体为 10 家，资产总额 13.29 亿元，所有者权益 13.23 亿元；2018 年实现营业收入 0.47 亿元，占公司营业收入的 3.02%，主要来源于金融资产投资收益；净利润 0.14 亿元。

太证非凡成立于 2016 年 2 月，主营实业投资及投资管理，公司以自有资金对非上市公司进行权益投资，并以上市、并购、原股东回购、新三板转让等退出方式获取收益。截至 2018 年末，太证非凡资产总额 11.88 亿元，所有者权益 11.35 亿元；2018 年营业亏损 0.85 亿元，净利润亏损 0.90 亿元。

由于子公司业务起步晚且对外投资策略有所调整，公司于 2019 年 1 月将太证资本的注册资本由 10 亿元减少至 6.7 亿元，将太证非凡的注册资本由 11 亿元减少至 8.5 亿元；2019 年 12 月，出于经营发展的需要，公司将太证非凡的注册资本由 8.5 亿元减少至 4.2 亿元。2019 年 7 月，由于太证非凡在业务风险管理及内部控制等方面存在问题，云南证监局要求公司暂停另类投资子公司业务（项目退出或投资标的股权转让除外）3 个月；公司已按监管要求对太证非凡开展现场检查及整改工作，督促其强化合规风险管理及审慎开展业务。

整体看，公司下属子公司成立时间短，运营情况一般，对公司盈利贡献度低。子公司出现业务合规问题被监管要求暂停业务，其业务运营及风险管理水平有待提升。

五、风险管理分析

近年来，公司从全面风险管理角度出发，

持续推进风险管理体系建设，按照《证券公司风险控制指标管理办法》《证券公司全面风险管理规范》等监管政策，建立了覆盖各风险、各业务及各子公司的风险管理机制，将全面风险管理工作制度化、流程化，明确职责分工，形成各层级相互衔接、有效制衡的运行机制。

董事会是公司风险管理的最高决策机构，并对公司风险管理承担最终责任，其下设的风险管理委员会在董事会授权范围内开展工作。监事会承担公司全面风险管理的监督责任，负责监督检查董事会和经营管理层在风险管理方面的履职尽责情况并督促整改。经营管理层负责公司风险管理工作的落实，包括董事会审议的基本风险管理政策，建立公司有效的风险管理及考核机制，在董事会授权范围内从事公司风险管理工作；定期评估公司整体风险和各类重要风险管理状况，解决风险管理中存在的问题并向董事会报告；任命一名高级管理人员为首席风险官，负责推动公司全面风险管理工作。

风险管理部是公司风险管理工作的日常办事机构，按照公司授权对不同风险进行识别、监测、评估和报告。公司各业务部门、各分支机构按照公司授权管理体系在被授予的权限范围内开展业务，在业务决策及开展过程中及时进行风险自控，并承担风险管理有效性的直接责任。公司将所有子公司的风险管理纳入统一体系，对其风险管理工作实行垂直管理，子公司在公司整体风险偏好和风险管理框架下，建立自身的风险管理组织架构、制度流程、信息技术系统和风控指标体系，保障全面风险管理的一致性和有效性。

此外，公司根据《证券公司风险控制指标管理办法》《证券公司全面风险管理规范》等有关法律法规和自律规则，通过制定和实施《风险管理基本制度》《风险监控管理办法》《风险控制指标动态监控工作细则》《压力测试工作细则》、法定风险控制指标风险事件应急预案等制度和措施，建立了动态的风险控制指标监控和补足机制。

1. 市场风险管理

市场风险是指因市场价格因素（利率、汇率、股票价格和商品价格）的不利变动而使公司发生损失的风险。公司风险管理部是市场风险管理的执行部门，主要采取设定风险指标、建立止损预警机制和（或）强制止损机制、应用分散化策略等措施，来防范和应对市场风险。公司采取基于风险偏好、风险容忍度和压力测试方法进行风险指标分解的措施，以业务限额的形式限定公司整体的风险暴露水平，并建立止损预警机制和（或）强制止损机制，对单一头寸可能造成的损失进行控制，确保总体处于可承受范围。同时，公司采取分散化策略，避免将公司对市场风险的暴露集中于少数几个客户或者头寸。公司可能通过参与股指期货和（或）国债期货交易，对全部或者部分权益类或者固定收益类证券头寸进行套期保值，以转移全部或者部分市场风险。经公司测算，2018年末自营股票在险价值（期间为1日，置信水平为95%）为0.23亿元。

公司面临的市场风险主要为持有股票等权益类证券及衍生品而面临的价格风险，以及持有债券等非权益类证券及衍生品面临的利率风险。近年来，受股票市场价格下跌影响，公司以自营权益类投资公允价值变动损失规模明显扩大，同时以自有资金参与部分资产管理产品受持仓证券价格下跌影响亏损较大，导致投资收益明显下降。为此，公司动态调整股票、债券等自营资产配置比重，分散投资以降低价格风险，逐步降低权益类资产投资比重，减小证券投资收益和公允价值波动。此外，为降低利率风险，公司严格控制组合久期和基点价值，将交易模式调整为以撮合、套利为主，从而平滑业绩波动。

总体看，随着市场环境波动及公司自营业

务发展，公司面临的市场风险上升，自营权益类投资风险对整体收入影响较大。公司需提高市场风险量化管理水平，提升市场风险管理能力，以降低市场波动对公司收入的不利影响。

2. 信用风险管理

信用风险是指由于交易对手不能履约导致损失的风险。公司目前面临的信用风险主要集中在债券、股票质押式回购和融资融券业务等。

公司风险管理部负责信用风险的统一管理，对信用风险进行评估、监控及报告，通过应用内部信用评级、授信限额管理、信用风险限额等方法和技术，确保公司信用风险水平与公司风险承受能力相匹配。在业务开展过程中，风险管理部负责建立公司整体内部信用评级方法、模型，并对客户、债务工具发行人和交易对手统一进行内部评级，对不同信用等级的交易对手、交易标的、质押和抵押担保品，确定与其信用状况相匹配的授信额度或持仓限额，以及受托管理公司债券的信用风险分类。业务部门负责辨识并重点关注高风险客户或交易对手，建立对应的警示名单或限制名单，并遵守信用风险限额和风险控制指标，有效控制各项指标在监管规定和公司要求的范围内，在当指标值发生异常时，业务部门及时采取控制措施并及时向风险管理部报告。

2019年1月，公司因股票质押式回购交易计提资产减值准备带来2018年末净资产下降，导致单一客户融资风险控制指标被动超过监管标准。公司已按照《证券公司风险控制指标管理办法》的规定，将上述被动超标情况向云南证监局进行报告，并采取要求客户部分购回、诉讼等措施降低融资规模，按照监管要求于20个工作日内整改完毕。目前公司信用业务各项风险控制指标均符合监管标准（见表14）。

表14 公司信用业务风险控制指标水平 单位：%

指 标	预警标准	监管标准	2016 年末	2017 年末	2018 年末
融资融券的金额/净资产	≤300	≤400	106.15	73.27	72.27
对单一客户融资（含融券）业务规模与净资产的比例	≤4	≤5	4.52	3.71	4.93
接受单只担保股票市值与该股票总市值比例	≤16	≤20	1.67	2.61	13.92

自有资金出资的股票质押式回购业务规模/净资产	--	≤150	87.33	54.31	62.03
------------------------	----	------	-------	-------	-------

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

近年来，受股市行情低迷、股权质押新规及自身经营策略等因素影响，公司股票质押回购业务出现多笔履约保障比例跌破处置线、融资人逾期情况，公司面临的信用风险上升。为此，公司自 2018 年末以来暂停开展股票质押回购业务，采取诉讼、协助重组、处置标的股票等方式加快违约项目风险处置工作，计划于 2019 年末完成回款 18.53 亿元。截至 2019 年 6 月末，公司股票质押回购业务违约项目本金合计 38.99 亿元，计提资产减值准备余额 9.72 亿元。

债券投资方面，公司对投资标的设定信用等级最低标准，同时要求所投债券中外部信用评级在 AA 及以上的高流动性债券占比在 80% 以上。截至 2019 年 6 月末，公司债券投资违约项目本金合计 5.86 亿元，初始成本合计 2.61 亿元，计提资产减值准备余额 1.53 亿元。

总体看，公司搭建了各类业务的信用风险管理架构，并制定了相应的风险管理制度。另一方面，公司单一客户融资集中度较高，受股票市场价格下跌、监管政策趋严及信用风险事件频发等因素影响，公司股票质押回购业务出现较大规模违约，未来处置及回收情况需持续关注。未来公司债券投资规模上升和信用交易业务发展将对信用风险管理带来一定挑战，相应风险预警、压力测试等止损措施需进一步完善。

3. 流动性风险管理

流动性风险是指公司金融资产不能及时变现和资金周转出现困难而产生的风险。公司面临流动性风险是指在无法及时获得或者无法以合理成本获得充足资金，以偿付到期债务或其他支付义务、满足资产增长或其他业务发展需要的风险。

公司资金运营部统一进行公司资金管理工作，按照《证券公司流动性风险管理指引》要

求，建立以流动性覆盖率和净稳定资金率为核心指标的流动性风险管理框架，保证各项经营活动符合监管规定的流动性风险要求；通过建立业务资金计划管理机制、对业务资金和规模进行分析、逐日流动性监管指标计算和债务到期分布分析等方式，确定公司在不同时期所需的资金规模和期限结构，通过长短期搭配的融资方式进行资金储备；通过逐日计算流动性监管指标、风险事件应急预案、专项压力测试、现金流缺口预测、日间流动性管理、均衡债务到期分布等方式，防范流动性风险事件的发生。

从负债结构看，公司的负债主要由卖出回购金融资产款及应付短期融资款等构成。近年来，公司主要通过发行短期公司债、收益凭证及卖出回购等方式获取业务所需资金，短期负债规模有所上升。考虑到作为上市公司，公司融资渠道较为通畅，近年来积极扩充融资渠道，促进与各银行及其他同业机构之间的合作关系，整体负债流动性风险可控。从资产结构看，公司自有货币资金、交易性金融资产、买入返售金融资产等可快速变现资产占比较高，公司资产流动性较好。截至2018年末，公司可快速变现资产余额345.40亿元。其中，交易性金融资产余额198.34亿元，用于卖出回购交易质押或停牌资产占交易性金融资产余额的54.61%。截至2018年末，公司流动性覆盖率为309.11%，净稳定资金率为161.49%，均优于监管预警标准。

总体看，公司外部融资渠道较为通畅，资产变现能力较强，整体流动性压力不大。

4. 操作风险管理

操作风险是指流程不完善、业务操作以及系统操作不当，使公司遭受损失的风险，按风险成因划分为流程风险、人员风险和技术风险。流程不完善、执行不严格、人员不胜任、越权操作、系统故障或系统失败等因素都可能导致操作风险。

公司风险管理部和稽核部为操作风险的主要管理部门，对公司的操作风险管理实施统一的监督、检查和指导，并负责评价各风险管理单元操作风险管理的有效性，各风险管理单元对操作风险的管理情况负直接责任。公司不断完善内部控制政策与程序，制定了涵盖经营管理各个方面的规章制度和操作流程，并在日常经营管理中不断地予以修订完善。对于信息技术风险，公司将“安全、稳定运行”作为信息系统管理的核心工作，对信息系统进行合理规划，建立和整合多层次信息平台，构建集中交易系统的主备结构，采用不同介质双线路的营业部通讯系统，实施业务数据和重要资料的异地备份机制，确保信息系统的安全；建立完备的信息系统应急处理机制，定期或不定期进行应急演练，及时总结经验，提高处理技术事故或故障的能力，逐步完善公司风险管理体系。

总体看，公司不断建立健全全面风险管理体系，较好地保障了各项业务的稳健发展，整体风险管理水平较高。但随着业务规模的扩张和创新业务的发展，公司风险管理的专业化和精细化水平需进一步提高。

六、财务分析

公司提供了 2016—2018 年及 2019 年上半年合并财务报表。其中，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016—2018 年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见；2019 年上半年财务报表未经审计。截至 2019 年 6 月末，公司财务报表合并范围包括太证资本、太证非凡、广东广垦和广西中垦 4 家子公司以及 8 家结构化主体。

1. 盈利能力

公司营业收入主要来自手续费及佣金净收入和投资收益。近年来，受证券市场行情持续波动、市场交易量收缩、同业竞争加剧及佣金费率下滑等因素影响，公司手续费及佣金净收入持续下降；受信用业务规模缩减及客户违约规模较大影响，公司利息净收入为负；由于自有资金持仓股票及资管产品价格大幅下跌，公司投资收益和公允价值变动损益大幅下降。在上述因素的作用下，近年来公司营业收入大幅下滑。2016—2018 年，公司实现营业收入分别为 18.04 亿元、13.07 亿元和 3.93 亿元（见表 15）。

表15 营业收入和营业支出情况 单位：亿元、%

项 目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	9.02	49.98	7.08	54.16	6.21	158.19
其中：经纪业务净收入	3.71	20.58	2.90	22.20	2.98	75.98
投资银行业务净收入	1.99	11.03	1.27	9.71	1.60	40.80
资产管理业务净收入	2.78	15.39	2.86	21.91	1.53	38.93
投资咨询业务净收入	0.49	2.72	0.00	0.01	0.01	0.34
其他	0.05	0.26	0.04	0.32	0.08	2.14
利息净收入	3.39	18.78	1.84	14.11	-1.69	--
其他收益	--	--	0.10	0.76	0.09	2.33
投资收益	6.09	33.78	5.50	42.12	3.94	100.30
公允价值变动收益	-0.50	--	-1.44	--	-4.61	--
资产处置收益	--	--	0.00	0.00	0.00	0.01
汇兑收益	0.04	0.23	-0.04	--	-0.01	--
其他业务收入	0.01	0.03	0.03	0.22	--	--
营业收入合计	18.04	100.00	13.07	100.00	3.93	100.00
税金及附加	0.48	4.57	0.13	1.21	0.16	0.75

业务及管理费	10.13	96.87	10.82	100.00	11.26	54.16
资产减值损失	-0.15	--	-0.13	--	9.38	45.10
营业支出合计	10.45	100.00	10.82	100.00	20.80	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

公司手续费及佣金净收入主要来自经纪业务、资产管理业务和投资银行业务，其中经纪业务净收入对公司手续费及佣金净收入贡献度较高。近年来，受行业佣金费率下滑以及市场交易量持续处在较低水平影响，公司证券经纪业务手续费及佣金净收入呈下降趋势。2018年，公司实现经纪业务手续费及佣金净收入2.98亿元，占当年手续费及佣金净收入的47.99%，保持较高占比。

公司投资银行业务手续费及佣金净收入主要来自债券承销业务和财务顾问业务。近年来，受股票市场行情、监管层加强IPO审核及行业竞争加剧等因素影响，公司股权类投行业务发展面临较大压力，投资银行业务手续费及佣金净收入呈下降趋势。为此，公司重点发展重大资产重组、可转债等业务，推动业务盈利模式由依靠通道业务向综合金融业务转变。2018年，公司投资银行业务实现手续费及佣金净收入1.60亿元，占当年手续费及佣金净收入的25.76%。

近年来，随着资管新规出台，券商集合及定向投资非标受限，公司持续提升主动投资管理能力，对通道类产品和报价型产品进行压降。受整体资产管理规模收缩影响，资管业务手续费及佣金净收入明显下滑。2018年，公司实现资产管理业务手续费和佣金净收入1.53亿元，占当年手续费及佣金净收入的24.64%。

公司利息净收入以存放金融同业利息收入和信用交易业务利息收入为主；利息支出以卖出回购金融资产利息支出和债券利息支出为主。近年来，由于信用交易业务规模持续收缩及股票质押式回购业务违约带来利息收入水平明显下降，加之卖出回购票据、发行次级债等渠道融入资金规模上升带来利息支出增加，公司利息净收入大幅下降。2018年，公司利息

净支出1.69亿元，未来需持续关注信用交易业务对公司利息净收入的影响。

公司投资收益及公允价值变动收益主要来自证券自营投资业务。近年来，受股票市场价格下跌影响，公司自营权益类投资公允价值变动损益处于亏损状态，且亏损规模有所扩大；公司以自有资金参与的部分资产管理产品受持仓证券价格下跌影响亏损较大，公司投资收益明显下降。2018年，公司实现投资收益3.94亿元；公允价值变动损失4.61亿元。

公司营业支出以业务及管理费、资产减值损失为主。近年来，公司业务及管理费支出整体保持稳定，但随着营业收入水平大幅下滑，公司营业费用率和薪酬收入比显著上升；由于股权质押回购业务风险爆发，为提升对股权质押回购业务的风险覆盖能力，公司加大资产减值准备计提力度，2018年计提资产减值准备9.38亿元，占当年营业支出的45.10%。从收益指标看，公司盈利能力与证券市场行情走势呈现较大正相关性，加之大规模的资产减值准备计提对当年净利润带来较大负面影响，2018年，公司净亏损13.25亿元（见表16）。

表 16 盈利情况 单位：亿元、%

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
净利润	6.66	1.26	-13.25
营业利润率	42.05	17.21	--
营业费用率	56.14	83.43	286.92
薪酬收入比	35.86	52.31	173.71
平均自有资产收益率	2.06	0.32	--
平均净资产收益率	6.48	1.02	--

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2019年上半年，在沪深股票市场行情回暖的大背景下，公司经纪业务通过向机构类客户营销转型的方式得到了较好的发展；且借机压降股票的持有规模，增加对债券投入的方式获

得了较好的投资收益以及公允价值收益。2019年以来，公司停止新增股票质押式回购业务，并将重心转向对风险项目的清收处置，公司利息净收入为负。2019年1—6月，公司实现营业收入10.71亿元，净利润3.63亿元。其中手续费及佣金净收入2.94亿元，投资收益4.11亿元，公允价值变动收益5.60亿元，利息净支出2.01亿元。

整体看，受股票市场下跌、信用交易业务违约及投资亏损影响，公司盈利能力大幅下降，2018年净利润亏损严重，未来需持续关注证券市场行情、监管政策及减值计提等因素对公司盈利水平的影响。根据2019年公司年度业绩快报得知，2019年，公司预计实现属于上市公司股东净利润4.40亿元至5.28亿元，业绩扭亏转盈。

2. 杠杆与资本充足性

近年来，公司主要通过发行次级债和利润留存等方式补充资本。2016年，公司通过资本公积转增股本的方式将股本增至68.16亿元；2017年，公司共发行45亿元次级债券，净资产得到一定补充。公司在2016年和2017年分别派发现金股利2.04亿元和0.68亿元，2018年末进行现金分红。整体看，公司较高的现金分红比例一定程度上削弱了资本内生积累，盈利能力大幅下降且2018年净利润出现大额亏损使未分配利润由正转负；股票市场价格下跌造成可供出售金融资产公允价值变动损失，使得其他综合收益损失持续侵蚀资本。截至2018年末，公司股东权益106.03亿元，其中股本68.16亿元，资本公积27.98亿元，其他综合收益-1.44亿元，未分配利润-2.23亿元；净资产/净资产指标为100.72%（见表17）。整体看，公司资本实力有所提升，但盈利指标下滑对净资产造成侵蚀，为公司业务开展带来一定影响。

表17 风险控制指标 单位：亿元、%

项 目	监管标准	2016年末	2017年末	2018年末
*净资产	--	114.16	138.64	103.40
*净资产	--	117.61	117.05	102.66

*风险覆盖率	≥100	213.53	278.04	186.54
*净资产/净资产	≥20	97.06	118.45	100.72
*净资产/负债	≥8	51.96	48.23	36.23
*净资产/负债	≥10	53.53	40.72	35.97

注：标*号指标为母公司核算口径

数据来源：公司风险控制指标专项报告，联合资信整理

公司债务融资方式包括发行短期公司债、次级债、收益凭证以及拆入资金和卖出回购等，资金来源渠道较为多样化，自有负债规模整体呈上升趋势，短期债务占比较大。截至2018年末，公司自有负债余额286.33亿元（见表18），占负债总额的90.06%。

表18 负债结构 单位：亿元

项 目	2016年末	2017年末	2018年末
自有负债	234.32	299.66	286.33
拆入资金	--	--	6.00
卖出回购金融资产款	53.32	136.55	159.86
次级债	76.50	65.00	65.00
公司债	49.96	49.99	--
短期公司债	20.00	20.00	--
长期公司债	29.96	29.99	--
收益凭证	32.40	26.51	46.16
短期收益凭证	21.40	21.51	34.16
长期收益凭证	11.00	5.00	12.00
非自有负债	43.39	49.96	31.61
代理买卖证券款	43.39	49.96	31.61
负债总额	277.70	349.63	317.94

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

近年来，在公司净资产和净资产持续双降的影响下，公司净资产/净资产比例整体有所上升。截至2018年末，公司风险覆盖率指标为186.54%，资本充足；净资产/负债指标为36.23%，净资产/负债指标为35.97%。

2019年以来，公司净资产规模持续下降。截至2019年6月末，公司自有负债余额191.65亿元，净资产/负债指标为51.02%，净资产/负债指标为53.45%。得益于2019年以来证券市场行情向好以及公司持续减持股票策略，其他综合收益损失有所下降；由于各项风险资本准备之和较上年末有所下降，公司风险覆盖率指标有所上升。截至2019年6月末，公司股东权

益 105.04 亿元，其他综合收益-0.50 亿元，风险覆盖率指标为 232.78%，抗风险能力有所提升。

总体看，公司以净资本为核心的风险控制指标均远高于监管标准。但较大规模的利润亏损及上市权益类投资公允价值损失对公司净资产造成侵蚀，为公司业务开展带来一定影响。

3. 流动性

公司自有资产以可快速变现资产为主，其中包括交易性金融资产、自有货币资金、自有结算备付金、买入返售金融资产、可供出售金融资产和融出资金等。近年来，随着公司资本实力提升和负债规模扩大带来可用资金增加，公司资产规模整体呈上升趋势。资产配置方面，公司加大对自营投资资产配置力度，对股票质押式回购业务进行压缩，买入返售金融资产规模显著下降。截至 2018 年末，公司可快速变现资产余额 345.40 亿元，其中自有货币资金占比 5.50%，可供出售金融资产（剔除股权投资和资产管理产品）占比 3.89%，融出资金占比 6.61%，买入返售金融资产占比 25.22%，交易性金融资产占比 57.42%（见表 19）。

目前，公司按照监管要求开展信用交易业务，业务期限以一年以内为主，同时要求客户提供流动性较好证券作为保证金，因此信用交易业务对公司流动性的影响可控。此外，公司可供出售金融资产和交易性金融资产中以流动性较好的债券和票据为主。整体看，公司资产流动性较好。

表 19 资产结构 单位：亿元

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
自有资产	360.26	420.46	392.36
可快速变现资产	323.74	378.84	345.40
交易性金融资产	75.64	151.94	198.34
自有货币资金	31.25	8.22	18.99
自有结算备付金	7.89	7.17	4.69
买入返售金融资产	159.05	166.35	87.11
可供出售金融资产	27.67	20.57	13.44
融出资金	22.24	24.60	22.83
非自有资产	43.39	49.96	31.61

资产总额	403.65	470.42	423.97
------	--------	--------	--------

注：计算可供出售金融资产时，已剔除股权投资和资产管理产品

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2016—2018 年，公司年末可快速变现资产/自有负债指标分别为 1.38 倍、1.26 倍和 1.21 倍，可快速变现资产对自有负债的覆盖程度较高。

公司于 2019 年起实行新的会计准则，同时根据财政部《关于修订印发 2018 年度金融企业财务报表格式的通知》的规定变更财务报表格式，财务报表原以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产全部调整至交易性金融资产中，并增加了债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资科目。2019 年以来，公司根据监管政策导向及市场行情对卖出回购金融资产规模进行压缩，降低财务杠杆水平，整体资产规模有所下降。从资产配置来看，公司自 2019 起暂停新增股票质押式回购业务，买入返售金融资产规模明显下降；为降低因市场价格波动对盈利水平的影响，提高盈利的稳定性，公司持续压降持仓股票规模，交易性金融资产规模明显下降，目前以流动性较好的债券为主。另一方面，随着证券市场行情转好，公司资产端资金向融资融券业务略有倾斜，期限主要集中于 1 年以内，公司融出资金规模有所增长。截至 2019 年 6 月末，公司自有资产余额 296.69 亿元，较上年末下降 24.38%。其中，买入返售金融资产余额 58.83 亿元，融出资金余额 25.24 亿元，交易性金融资产余额 163.26 亿元。

从现金流情况来看，公司经营活动现金流量主要来源于代理买卖业务和信用交易业务。得益于信用交易业务中开展回购业务收入现金规模上升，经营活动产生的现金流量由净流出转为净流入，且净流入规模逐年扩大。近年来，随着公司自营业务收回投资现金规模的上升，公司投资活动产生的现金流量由净流出转为净流入，且净流入规模有所上升。近年来，公司积极通过多种融资渠道融入资金，但由于债务到期偿还资金规模较大，筹资活动产生的现金流量由净流入转为净流出（见表 20）。整体看，

公司现金流较为充足。

表 20 现金流量情况 单位：亿元

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
经营性现金流量净额	-40.26	6.01	24.76
投资性现金流量净额	-23.01	2.18	4.13
筹资性现金流量净额	71.14	-27.06	-37.52
现金及现金等价物净增加额	7.92	-18.92	-8.64
年末现金及现金等价物余额	82.64	63.73	55.09

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

4. 偿债能力

近年来，公司通过开展卖出回购业务、发行债券和收益凭证等方式加大外部融资力度。截至 2018 年末，公司自有资产负债率 72.98%，财务杠杆水平较高。由于 2018 年 EBITDA 为负，公司 EBITDA 无法对当年债务及利息形成保障（见表 21）。截至 2019 年 6 月末，公司自有资产负债率 64.60%，总债务/EBITDA 指标为 17.95 倍，EBITDA 利息倍数指标为 2.10 倍。

表 21 偿债能力指标 单位：亿元、%、倍

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
总债务	212.18	279.63	277.02
自有资产负债率	65.04	71.27	72.98
EBITDA	17.51	14.81	-3.91
总债务/EBITDA	12.12	18.88	--
EBITDA 利息倍数	1.85	1.21	--

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

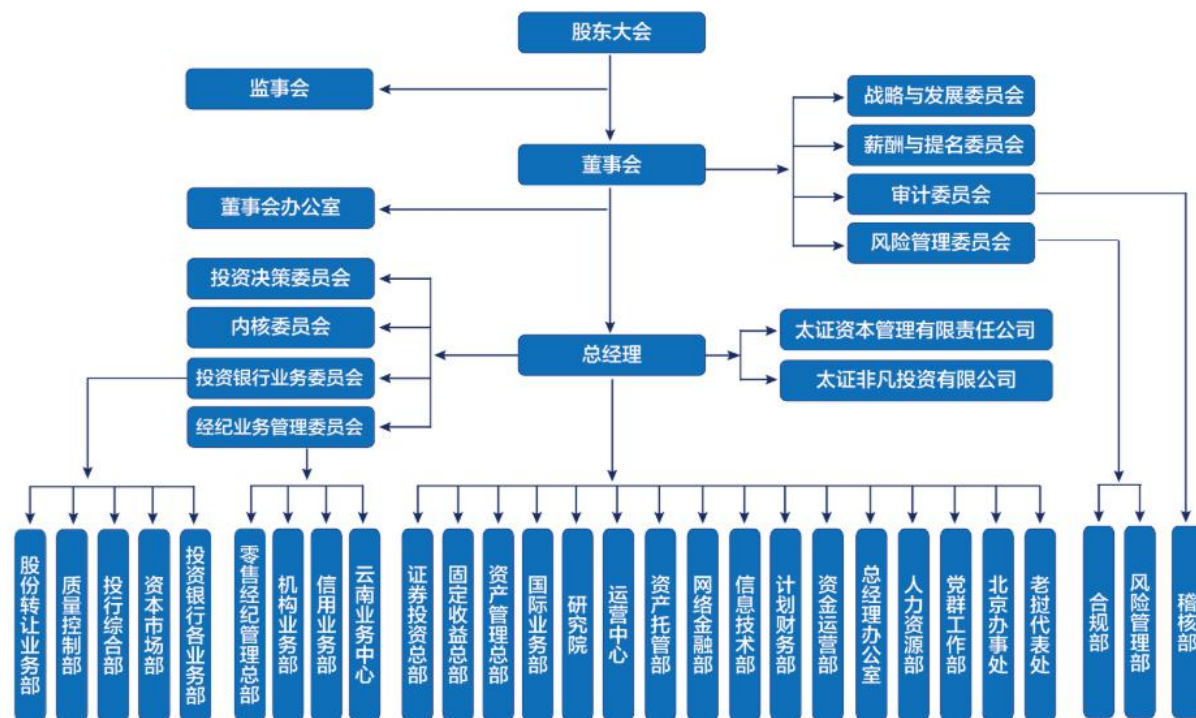
总体看，公司偿债指标亟待改善；但考虑到作为全国性综合类上市证券公司，公司外部融资渠道较为畅通，整体偿债能力较强。

七、结论

近年来，公司传统经纪业务稳步发展，在云南省内具有较强的区域竞争优势；公司资本实力较强，外部融资渠道较为通畅；资产流动性较好，现金流较为充足。另一方面，受证券市场下跌、信用风险事件频发、股权质押新规明确质押率上限以及自身经营策略等因素影响，公司股票质押回购业务发生较大规模违约，

未来处置回收情况需持续关注；公司财务杠杆水平较高，短期债务占比较大，其偿债能力及流动性状况需持续关注；公司营业收入大幅下降，2018 年净利润亏损严重，较大规模的利润亏损及权益类投资公允价值损失对净资产造成侵蚀，为公司业务开展带来一定影响。此外，公司监管部门分类评级有所下降，未来公司治理、内控水平及风险管理水平有待提升；公司股份转让事项尚存在不确定性，该事项对公司人事变动、经营管理、风险控制、战略规划等方面的影响亦尚不明朗，联合资信将持续关注公司未来股权变动进展。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6月末公司组织架构图



附录 2 财务计算公式

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
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
总债务	短期借款+卖出回购金融资产款+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×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产×100%
平均净资产收益率	净利润/平均净资产×100%
风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和×100%
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 3-1 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，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

附录 3-2 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 太平洋证券股份有限公司 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，联合资信将在太平洋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。

太平洋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。太平洋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，太平洋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太平洋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，如发现太平洋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，联合资信将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如太平洋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太平洋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。