

# 跟踪评级公告

联合[2018]436 号

---

国联证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

国联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”

国联证券股份有限公司公开发行的“17 国联 01”、“17 国联 02”、“17 国联 03”、“18 国联 01” 的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年七月二十七日



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 国联证券股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

## 主体长期信用等级

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

## 债项信用等级

| 债券简称     | 债券规模     | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间           |
|----------|----------|--------|--------|------------------|
| 17 国联 01 | 10.00 亿元 | AA+    | AA+    | 2017 年 8 月 8 日   |
| 17 国联 02 | 8.00 亿元  | AA+    | AA+    | 2017 年 8 月 31 日  |
| 17 国联 03 | 5.00 亿元  | AA+    | AA+    | 2017 年 10 月 18 日 |
| 18 国联 01 | 7.00 亿元  | AA+    | AA+    | 2018 年 1 月 8 日   |

本次评级时间：2018 年 4 月 27 日

## 主要财务数据：

| 项 目              | 2016 年 | 2017 年 |
|------------------|--------|--------|
| 资产总额（亿元）         | 239.92 | 240.66 |
| 自有资产（亿元）         | 143.66 | 171.87 |
| 可快速变现资产（亿元）      | 126.64 | 161.57 |
| 股东权益（亿元）         | 78.96  | 75.93  |
| 自有负债（亿元）         | 64.70  | 95.94  |
| 自有资产负债率（%）       | 45.04  | 55.82  |
| 营业收入（亿元）         | 18.36  | 12.62  |
| 净利润（亿元）          | 6.44   | 3.74   |
| 营业利润率（%）         | 46.67  | 40.56  |
| 平均净资产收益率（%）      | 8.08   | 4.82   |
| 净资本（亿元）          | 83.89  | 81.96  |
| 风险覆盖率（%）         | 762.27 | 399.77 |
| 资本杠杆率（%）         | 56.65  | 43.66  |
| 短期债务（亿元）         | 8.82   | 37.18  |
| 全部债务（亿元）         | 41.82  | 75.18  |
| EBITDA（亿元）       | 11.71  | 8.16   |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 4.55   | 3.37   |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.28   | 0.11   |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.39   | 0.27   |

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、本报告中涉及净资产、净资产指标为公司专项合并口径。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国联证券股份有限公司（以下简称“公司”或“国联证券”）的跟踪评级反映了公司作为立足无锡辐射全国的综合性券商之一，2017 年，继续保持在无锡地区较强的区域竞争优势，分支机构进一步增加、在无锡地区的营业网点较多；2017 年，股票质押回购业务发展迅速，成为公司收入的重要组成部分；同时，公司资产中可快速变现资产占比较高，流动性好，资本充足性较好。

联合评级同时也关注到公司营业收入及净利润规模有所下降，盈利能力下滑明显；经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“17国联01”、“17国联02”、“17国联03”、“18国联01”的债项信用等级为“AA+”。

## 优势

1. 2017 年，公司分支机构进一步增加，无锡地区营业网点较多，公司继续保持在无锡地区较强的区域竞争优势。

2. 2017 年，公司股票质押回购业务快速发展，收入规模持续增加，2017 年成为营业收入的重要组成部分。

3. 2017 年，公司可快速变现资产占比较高，资产流动性和资产质量较好，资本充足性较好。

## 关注

1. 经济周期变化、市场波动及相关监管政策的变化等因素对证券公司经营带来的影响值得关注。

2. 2017 年，受市场行情和监管政策的影

响，公司经纪业务和投行业务收入下降幅度较大，公司营业收入及净利润规模有一定程度的下降。

3. 2017 年，公司因违规事件收到多封警示函和监管函；同时，公司信用业务规模增长较快，对公司内部控制、风险管理、资金补充等方面提出更高要求。

#### 分析师

陈 凝

电话：010-85172818

邮箱：chenn@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

  
陈晨 张晨露

联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

国联证券股份有限公司（以下简称“公司”或“国联证券”）前身是于 1992 年成立的无锡市证券公司，初始注册资本 0.32 亿元。1998 年，经中国人民银行及中国证监会批准，无锡市证券公司改制为有限责任公司，名称变更为无锡证券有限责任公司，注册资本增至 0.50 亿元。2001 年 12 月，无锡证券有限责任公司实施股权变更及增资扩股，更名为国联证券有限责任公司，注册资本增至 10.00 亿元。2008 年 5 月，公司完成股份制改造，更名为国联证券股份有限公司，注册资本增至 15 亿元。2015 年 7 月，经中国证监会核准，公司首次公开发行外资股（H 股）并在香港联交所主板上市交易，发行完成后，本公司的总股本由 1,500,000,000 股增加至 1,902,400,000 股，注册资本由人民币 15 亿元增加至人民币 19.024 亿元。截至 2017 年末，公司注册资本为 19.02 亿元，前五大股东持股情况见下表，无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“国联集团”）直接和间接持有公司 72.35% 的股权，为公司的控股股东，公司实际控制人为无锡市人民政府。

表 1 截至 2017 年末公司前五大股东持股情况（单位：%）

| 股东                           | 持股比例  |
|------------------------------|-------|
| 无锡市国联发展（集团）有限公司              | 28.59 |
| 香港中央结算（代理人）有限公司 <sup>1</sup> | 23.26 |
| 国联信托股份有限公司                   | 20.51 |
| 无锡市地方电力公司                    | 14.03 |
| 无锡民生投资有限公司                   | 3.86  |
| 合计                           | 90.25 |

资料来源：公司年报

公司经营范围包括：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；证券资产管理；证券投资基金代销；融资融券业务；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品业务。

2017 年，公司风险管理部成立一级部门，原“合规风控部”变更为“合规法务部”。截至 2017 年底，公司在江苏、上海、北京、浙江、广东、山东等省市中心区域拥有 76 家营业部及 13 家分公司。此外，公司控股 2 家全资子公司，即华英证券有限责任公司（以下简称“华英证券”）和国联通宝资本投资有限责任公司（以下简称“国联通宝”）；公司员工人数为 1,441 人（母公司口径）。

截至 2017 年底，公司资产总额 240.66 亿元，其中客户资金存款 46.55 亿元、客户备付金 22.73 亿元；负债总额 164.73 亿元，其中代理买卖证券款 68.79 亿元；所有者权益 75.93 亿元；专项合并口径<sup>2</sup>下净资产 81.96 亿元。2017 年，公司实现营业收入 12.62 亿元，净利润 3.74 亿元，其中归属母公司所有者净利润 3.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额-66.69 亿元，现金及现金等价物净增加额-34.81 亿元。

注册地址：江苏省无锡市金融一街 8 号；法定代表人：姚志勇。

<sup>1</sup> 香港中央结算（代理人）有限公司所持股份为 H 股非登记股东所有。

<sup>2</sup> 含华英证券有限责任公司

## 二、债券概况

### “17 国联 01”

2017 年 8 月 24 日，公司发行了“国联证券股份有限公司公开发行 2017 年公司债券(第一期)”，发行规模 10.00 亿元，期限 3 年。本期债券发行票面利率 5.00%，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的付息日为 2018 年至 2020 年每年的 8 月 24 日。本期债券于 2017 年 9 月 5 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“17 国联 01”，证券代码“143254.SH”。本期债券扣除发行费用后的募集资金已全部用于已全部用于补充公司流动资金，充实净资本，调整公司债务结构；以上资金完全通过募集资金专项账户运作，与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。截至本报告出具日，本期债券尚未到付息兑付日。

### “17 国联 02”

2017 年 9 月 14 日，公司发行了“国联证券股份有限公司公开发行 2017 年公司债券(第二期)”，发行规模 8.00 亿元，期限 2 年。本期债券发行票面利率 4.95%，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的付息日为 2018 年至 2019 年每年的 9 月 14 日。本期债券于 2017 年 9 月 26 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“17 国联 02”，证券代码“143288.SH”。本期债券扣除发行费用后的募集资金已全部用于已全部用于补充公司流动资金；以上资金完全通过募集资金专项账户运作，与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。截至本报告出具日，本期债券尚未到付息兑付日。

### “17 国联 03”

2017 年 11 月 16 日，公司发行了“国联证券股份有限公司公开发行 2017 年公司债券(第三期)”，发行规模 5.00 亿元，期限 2 年。本期债券发行票面利率 5.30%，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的付息日为 2018 年至 2019 年每年的 11 月 16 日。本期债券于 2017 年 11 月 27 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“17 国联 03”，证券代码“143382.SH”。本期债券扣除发行费用后的募集资金已全部用于已全部用于补充公司流动资金；以上资金完全通过募集资金专项账户运作，与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。截至本报告出具日，本期债券尚未到付息兑付日。

### “18 国联 01”

2018 年 2 月 6 日，公司发行了“国联证券股份有限公司公开发行 2018 年公司债券(第一期)”，发行规模 7.00 亿元，期限 2 年。本期债券发行票面利率 5.65%，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的付息日为 2019 年至 2020 年每年的 2 月 6 日。本期债券于 2018 年 2 月 14 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“18 国联 01”，证券代码“143468.SH”。本期债券扣除发行费用后的募集资金已全部用于已全部用于补充公司流动资金；以上资金完全通过募集资金专项账户运作，与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。截至本报告出具日，本期债券尚未到付息兑付日。

## 三、行业环境

严监管环境和活跃度较低的市场环境下，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，业务结构同质化依旧明显，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。

2017 年以来，证券行业在监管趋严和市场交投活跃度较低的环境下，业绩分化有所加深，风

险事件逐步得到控制。行业监管思路明确为依法监管、从严监管、全面监管，在投行业务、股票质押业务、再融资业务以及资产管理业务等方面相继出台政策法规，并加大违规事件的惩处力度；此外，证监会修订并发布了《证券公司分类监管规定》，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，引导行业聚焦主业发展，对证券行业整体信用能力的提升是利好。

2017 年，证券市场呈现结构性行情，绩优股涨幅较大，中小盘股连续下跌，指数处于震荡并小幅上升趋势，但整体市场活跃度较上年有所下降。从业务表现看，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，但降幅有所收窄；经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，2017 年，131 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,113.28 亿元，全年实现净利润 1,129.95 亿元，分别同比减少 5.08% 和 8.47%。从收入结构来看，2017 年证券公司经纪业务和投行业务收入占比有所下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源。2017 年，证券投资收益（含公允价值变动）占比 27.66%，较上年度提高 10.32 个百分点；代理买卖证券业务净收入收入占比去年减少 5.73 个百分点至 26.37%；证券承销与保荐业务净收入占比 12.34%，较上年度减少 3.51 个百分点；财务顾问业务净收入、投资咨询业务净收入、资产管理业务净收入和利息净收入的占比分别为 4.03%、1.09%、9.96% 和 11.18%。截至 2017 年底，131 家证券公司总资产为 6.14 万亿元，较 2016 年底增加 6.04%；净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，较 2016 年底分别增加 12.80% 和 7.48%，资本实力有所提升。

**2018 年，证券行业“强监管”态势将进一步延续，对证券公司风控能力和合规管理提出了更高要求，全行业业绩将保持平稳；同时，随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，行业分化将进一步加大，行业龙头位置将更加明显。**

2018 年，伴随着我国经济增速和结构的调整，资本市场将在强监管的背景下持续深化改革，并逐渐回归资源有效配置的本质功能，证券公司肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。“十九大”报告明确提出“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重”，资本市场承担着为实体经济提供必要的资金支持的重要作用。2018 年初，受美联储加息和中美贸易摩擦影响，证券市场振幅加剧。预计 2018 年证券市场将延续结构性行情，IPO 保持常态化发行趋势，同时出现系统性风险的概率较低，从而推动证券行业的业务转型，以创新能力带动直接融资市场，更好的服务实体经济，持续优化收入结构，全行业业绩将保持平稳。同时，2018 年预计强监管的态势将会进一步延续，《证券公司分类监管规定》更加强调全面风险管理；《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）将继续倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点。

随着监管强化和市场环境变化，证券行业竞争愈加激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。大、中、小型证券公司业绩分化格局将进一步显现，大型证券公司得益于多元化的业务布局，经营业绩受市场环境和监管政策变动的影响较小。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势；同时《证券公司分类监管规定》利好综合性大证券公司，行业集中度可能进一步上升，中小券商的竞争压力将进一步提高。

总体看，在金融去杠杆和严监管的背景下，证券公司需进一步提高风控能力和合规管理能力，全行业业绩将保持平稳，行业分化将进一步加剧，行业龙头地位将更加明显，中小券商竞争压力将进一步加重。

#### 四、管理与内控分析

2017 年以来，公司董事、监事和高管人员均有所变化。董事方面，2017 年 3 月，公司召开 2017 年第一次临时股东大会，选举卢远瞩先生为公司第三届董事会独立非执行董事，同时，原独立非执行董事王巍先生不再履行职务。监事方面，2017 年 3 月，公司召开 2017 年第一次临时股东大会，选举江志强先生、任俊先生为公司第三届监事会股东代表监事；同月，公司第三届监事会第四次会议作出决议，选举江志强先生为监事会主席。高管人员方面，2017 年 1 月，江志强先生申请辞去其副总裁职务；同月，公司第三届董事会第八次会议作出决议，聘任秦顺达先生为公司副总裁。

2017 年，根据中国证监会《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》、中国证券业协会《证券公司合规管理实施指引》（以下统称“新规”）的规定，结合实际经营发展情况，公司不断完善合规管理机制和组织建设，落实合规管理各项工作，使公司各项业务平稳有序发展。根据新规要求，公司合规管理体系发生了较大变化，建立了在董事会领导下，由合规总监、合规法务部和部门、分支机构合规管理人员四个层级组成的合规管理架构体系。2017 年 6 月，风险管理部成立一级部门，原“合规风控部”变更为“合规法务部”，下设合规管理部和法律事务部两个二级部门，在合规总监的领导下，主要承担公司合规管理和法律事务等工作。

2017 年，公司为落实投资者适当性管理、加强反洗钱工作，组织进行了相关制度及工作细则的修订工作，进一步建立健全公司内控制度；同时，为了落实合规新规的相关要求，对《国联证券合规管理基本制度》等一系列合规管理制度进行利修订及制定工作。

2017 年 4 月，中国证监会江苏监管局就公司信息技术、交易单元的管理制度不完善等原因，对公司出具了政监管措施决定书，责令公司改正并责令增加内部合规检查次数的监督管理措施，公司已按要求向中国证监会江苏监管局报送了整改报告和合规检查报告。2017 年 8 月，中国证监会江苏监管局就华英证券作为江苏金鑫建材有限公司 2014 年中小企业私募债券的受托管理人，未及时发现其未按照约定用途使用募集资金行为，出具了行政监管措施决定书，要求华英证券加强法律法规学习，增强守法合规意识，对存在的问题切实进行整改，针对违规行为，华英证券采取了相应整改措施并按要求向中国证监会江苏监管局报送了自查整改报告。2017 年 11 月，中国证监会四川监管局就华英证券作为崇州市兴旅景区管理有限公司 2014 年中小企业私募债的主承销商及 2015 年非公开发行公司债券的主承销商与受托管理人，未能有效监督发行人募集资金管理及信息披露工作，出具了行政监管措施决定书，针对违规行为，华英证券采取了相应整改措施并按要求向中国证监会江苏监管局报送了自查整改报告。在 2017 年券商分类评级中，公司被评为 B 类 BBB 级证券公司，较 2016 年 A 类 A 及证券公司评级有所下降。

总体看，2017 年，公司董事、监事和高管均有一定变动，但法人治理结构较为规范，内部控制体系较为有效；联合评级同时关注到公司 2017 年券商分类评级结果较 2016 年有所下降，公司内控合规需进一步加强。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

公司主要业务板块包括经纪业务、证券投资业务、投资银行业务、资产管理业务和信用交易业务等，其中经纪业务、证券投资业务、投资银行业务和信用交易业务为公司的主要收入来源。

2017 年，证券市场行情整体呈下跌态势，公司营业收入和净利润均有所下降。2017 年，公司实现营业收入 12.62 亿元，同比减少 31.30%，实现净利润 3.74 亿元，同比减少 41.94%，下滑幅度超过行业平均水平，盈利能力下降显著。

表 2 公司分板块营业收入情况（单位：亿元，%）

| 项目     | 2016 年 |        | 2017 年 |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|
|        | 收入     | 占比     | 收入     | 占比     |
| 经纪业务   | 7.59   | 41.34  | 5.45   | 43.22  |
| 证券投资业务 | 1.46   | 7.95   | 2.16   | 17.14  |
| 投资银行业务 | 4.64   | 25.27  | 2.36   | 18.72  |
| 资产管理业务 | 1.34   | 7.30   | 0.64   | 5.08   |
| 信用交易业务 | 1.95   | 10.62  | 2.59   | 20.54  |
| 其他     | 1.38   | 7.52   | -0.59  | -4.70  |
| 合计     | 18.36  | 100.00 | 12.62  | 100.00 |

资料来源：公司年报

注：资产管理业务包含了国联通宝的股权投资业务

从收入构成看，经纪业务仍是公司第一大收入来源，2017 年，经纪业务收入在营业收入中的占比为 43.22%，较去年略微增长 1.88 个百分点。2017 年，公司实现经纪业务收入 5.45 亿元，同比下降 28.13%，主要系 2017 年证券市场交易量低迷，且券商竞争加剧导致佣金率持续下滑所致。2017 年，公司证券投资业务收入为 2.16 亿元，同比增长 47.95%，主要系股票投资收益增长所致；证券投资业务收入占营业收入的比重为 17.14%，较去年提高 9.19 个百分点。2017 年，公司投资银行业务实现收入 2.36 亿元，同比减少 49.04%，主要受债券市场发行规模增速变缓的影响；在营业收入中的占比为 18.72%，较去年下降 6.55 个百分点，仍为公司第二大收入来源。2017 年，公司资产管理业务实现收入为 0.64 亿元，同比下降 52.24%，主要系国联通宝投资收益减少所致；资产管理业务收入占营业收入的比重为 5.08%，较去年下降 2.22 个百分点。2017 年，公司信用交易业务实现收入为 2.59 亿元，同比增加 32.82%，主要系股权质押式回购业务规模增加所致；信用交易业务收入在公司营业收入中的占比为 20.54%，较去年增加 9.92 个百分点，成为公司第二大收入来源。2017 年，公司其他收入为-0.59 亿元，主要系公司联营企业中海基金管理有限公司（以下简称“中海基金”）亏损所致。

总体看，2017 年，公司营业收入和净利润下降明显。公司营业收入以经纪业务为主，信用交易业务发展较好，成为公司第二大收入来源。同时联合评级也关注到，公司经纪业务、证券投资业务和信用交易业务受证券市场行情影响较大，未来盈利增长存在一定的波动性风险。

## 2. 业务运营

### 经纪业务

2017 年，传统证券经纪业务盈利空间持续压缩、同质化竞争愈演愈烈，公司以“做大客户基数、做大资产规模”为目标，以提升客户体验为宗旨，为客户提供专业高效的综合性财富管理服务。经纪业务是公司收入的主要来源，受 2017 年证券市场成交量低迷以及佣金率持续下降的影响，公司经纪业务收入为 5.45 亿元，同比下降 28.13%。

2017 年，公司稳步推进营业网点的扩张，分别在北京、深圳、无锡、宿松、长沙等地设立了 7 家营业部，并设立了湖北分公司、苏北分公司和常州分公司。截至 2017 年底，公司共有证券营业部 76 家，分公司 13 家，76 家营业部中江苏省内 53 家（其中，无锡地区 34 家），江苏省外 23

家，主要分布在上海、北京、浙江等 13 个省（市、自治区），构成了以无锡及江苏为重心，向其他省、市、自治区不断辐射的格局。截至 2017 年底，公司经纪业务人员 844 人，占公司总人数的 58.57%。

2017 年，公司代理买卖证券交易额为 2.46 万亿元，较 2016 年下降 7.51%，公司代理买卖证券业务净收入为人民币 3.95 亿元，同比下降 28.28%，排名行业第 50 位。从相关市场份额来看，公司代理买卖股票、基金的市场份额有所下降，债券的市场份额较去年持平，债券回购交易的市场份额略微提高。受证券公司互联网金融的发展和竞争的加剧，2017 年公司经纪业务佣金率为 0.29%，较去年有所降低，处于行业平均水平，下降空间较小。

表 3 代理买卖证券成交金额和市场份额情况（单位：万亿元，%）

| 项目     | 2016 年 |      | 2017 年 |      |
|--------|--------|------|--------|------|
|        | 交易额    | 市场份额 | 交易额    | 市场份额 |
| A 股    | 1.67   | 0.66 | 1.34   | 0.60 |
| B 股    | 0.0017 | 0.58 | 0.0011 | 0.57 |
| 基金     | 0.03   | 0.12 | 0.01   | 0.06 |
| 债券     | 0.001  | 0.01 | 0.001  | 0.01 |
| 债券回购交易 | 0.96   | 0.20 | 1.10   | 0.21 |
| 合计     | 2.66   | --   | 2.46   | --   |

资料来源：公司提供

2017 年，公司大力发展金融产品代销业务，满足客户多元化的产品需求。2017 年，公司金融产品销售量为 324.04 亿元，同比增长 19.26%，其中：自主研发资产管理产品销售量为 303.94 亿元，同比增长 19.75%，第三方基金产品销售量为 14.73 亿元，同比增长 11.34%，第三方信托产品销售量为 2.67 亿元，同比减少 30.65%，其他金融产品销售量为 2.70 亿元。

2017 年，上证 50ETF 期权市场全年交易活跃，公司期权经纪业务稳步提升。2017 年，实现佣金收入 228.42 万元，同比增长 43.81%。截至 2017 年底，公司沪市期权经纪业务合约账户存量数 1,102 户；2017 年，公司沪市期权经纪业务累计成交张数 104.85 万张，年度累计成交量市场份额 0.49%，同业排名第 31 位，同比上升 1 位。

2017 年，公司继续推进传统经纪业务向投资咨询服务业务转型发展，创新投顾业务模式，搭建线上投顾服务平台，打破区域限制，集中投顾资源推广投顾业务。2017 年，投顾签约数和收入均有所增长，共有 372 个客户与公司签署投资顾问服务协议，同比增长 190.63%，投资顾问业务收入 101.85 万元，同比增长 14.83%。

总体看，2017 年，受证券市场低迷以及行业竞争加剧的影响，公司代理买卖证券成交额和经纪业务收入均有所下降，未来随着经纪业务的转型、营业网点覆盖面的扩大以及分公司的设立，公司经纪业务发展空间有望得到提升。同时联合评级也关注到，经纪业务受到佣金率水平下降和市场行情波动影响较大，未来经纪业务收入增长存在一定的波动性风险。

### 投资银行业务

公司通过控股子公司华英证券开展投资银行业务（不含新三板业务）。同时，公司作为主办券商为企业提供新三板推荐挂牌、做市、定增等服务。2017 年 7 月，公司与苏格兰皇家银行签订股权转让协议，公司向苏格兰皇家银行收购其持有的华英证券 33.3% 的股权；2017 年 9 月，华英证券完成上述股权转让涉及的工商登记变更登记事项；收购完成后，华英证券成为公司的全资子公司。截至 2017 年底，公司在中国证券业协会注册的保荐代表人共 23 名。2017 年，公司投资银

行业务手续费净收入 1.64 亿元，同比大幅减少 57.45 %。

2017 年，华英证券制定实施了做大基础业务、深耕根据地业务和综合金融协同“三大战略”；重点推进公司股东变更、组织架构调整高效、平稳完成；大力开拓股权业务，项目、人才储备所有提高；加强债权销售队伍建设，持续强化债券业务竞争力；贯彻落实综合金融战略，初步建立“大投行”业务体系；大力夯实无锡地区业务基础，多形式广泛开展本地企业资本市场服务；全面自查排查各类业务，提高业务管理、合规风控管理水平；进一步提升基础管理效率，加强公司品牌建设。

从业务数据来看，股权融资方面，公司 2017 年完成股权项目 2 单，其中 IPO 承销保荐项目 1 单，重组配套融资项目 1 单，合计承销规模 4.27 亿元，仅为 2016 年的 6.54%，主要系公司 IPO 项目储备较少，未能把握 IPO 发行规模大幅提升的市场机遇所致。债券发行方面，公司 2017 年共完成债券承销项目 12 单，累计承销金额为 97.60 亿元，同比大幅减少 56.04%，主要由于债券市场步入低迷，发行规模增速放缓。2017 年，公司共实现股票和债券承销保荐净收入 1.30 亿元，同比减少 57.95%。财务顾问业务方面，公司 2017 年完成财务顾问项目 24 单，实现财务顾问净收入 0.15 亿元，同比减少 53.50%。新三板业务方面，2017 年公司共完成推荐挂牌项目 19 单，2017 年新增推荐挂牌家数市场排名第 36 位，较 2016 年下降 10 位。

表 4 公司投行业务情况表（单位：亿元，个）

| 项目   | 2016 年 |        |       | 2017 年 |        |       |
|------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
|      | 发行数量   | 承销金额   | 承销净收入 | 发行数量   | 承销金额   | 承销净收入 |
| 股权融资 | 7      | 65.33  | 1.15  | 2      | 4.27   | 0.38  |
| 债券发行 | 20     | 222.00 | 1.85  | 12     | 97.60  | 0.88  |
| 合计   | 27     | 287.33 | 3.00  | 14     | 101.87 | 1.26  |

资料来源：公司提供

项目储备方面，截至 2017 年底，公司有 1 单 IPO、1 单再融资项目在监管部门审核中，6 单已取得批文、待发行债券项目，14 单申报在审债券项目。此外，已立项未申报项目 71 个（其中股票类 25 个、债券类 18 个）。

总体看，2017 年，受债券市场发行规模增速放缓以及公司 IPO 项目储备较少的影响，公司投行业务收入下滑幅度较大。同时，联合评级也关注到投资银行业务易受国家监管政策影响，在监管趋严的背景下，合规操作风险需要保持关注。

### 证券投资业务

公司证券投资业务由证券投资部负责。2017 年，公司权益类证券投资业务始终坚持价值投资理念，以挖掘低估值、业绩增长确定的投资品种为主要思路，密切跟踪重点行业板块，加强价值分析，重点加大了对蓝筹股和港股通品种的配置规模，取得了较好的效果，权益类收益率超过沪深 300 指数收益率。固定收益类证券投资业务以持有到期为主要投资策略，执行风险可控下的中久期、适度杠杆的灵活操作策略，投资品种以中高信用评级债券为主，公司在对 2017 年市场利率总体上行判断的基础上，减持低仓位、低杠杆的稳健操作策略。2017 年，公司证券投资业务收入为 2.16 亿元，同比增长 47.95%，主要系投资股票投资收益增加所致。

2017 年，公司证券投资业务投资月均余额为 12.74 亿元，同比减少 25.36%，主要系证金公司专户投资到期退出所致。在投资结构方面，以股票投资为主，且占比略有上升。其中，股票投资规模为 5.50 亿元，占比 43.16%，较上年度上升 7.07 个百分点；债券投资规模为 3.11 亿元，占比 24.43%，较上年末上升 12.01 个百分点；其他主要为债券逆回购，投资规模为 3.88 亿元，占比 30.43%，

较上年末下降 19.35 个百分点。截至 2017 年末,公司自营权益类证券及证券衍生品/净资产为 8.97%,较上年末下降 5.55 个百分点,自营非权益类证券及其衍生品/净资产为 9.64%,较上年末略微下降 0.92 个百分点,符合监管标准。

表 5 自营证券投资结构表(单位:亿元,%)

| 项目 | 2016 年 |        | 2017 年 |        |
|----|--------|--------|--------|--------|
|    | 投资规模   | 占比     | 投资规模   | 占比     |
| 股票 | 6.16   | 36.08  | 5.50   | 43.16  |
| 基金 | 0.29   | 1.72   | 0.25   | 1.99   |
| 债券 | 2.12   | 12.41  | 3.11   | 24.43  |
| 其他 | 8.49   | 49.78  | 3.88   | 30.43  |
| 合计 | 17.06  | 100.00 | 12.74  | 100.00 |

资料来源:公司提供

注:投资规模为各投资品种成本的月均余额

总体看,2017 年,公司证券投资业务坚持价值投资理念,加大了对蓝筹股和港股通品种的配置规模,公司证券投资业务收入增长较快。同时,联合评级也关注到证券投资业务受市场行情波动影响较大,未来增长存在一定的波动性风险。

### 资产管理业务

公司资产管理业务由资产管理部负责经营管理。2017 年,面对持续收紧的监管政策,公司及时做好新规对大资管行业、对市场和公司各类资管业务的影响分析,做好金融同业调研与沟通,深耕主动管理领域,不断提升主动投资管理能力,搭建精英团队,注重风险把控,在固收业务、量化业务、私募 FOF 基金、股票质押融资业务、融资类业务等方面取得了较大突破和良好业绩,满足客户多元化需求,为客户带来具有市场竞争力的投资回报。2017 年,公司资产管理业务管理费净收入为 0.57 亿元,同比减少 6.96%,主要系管理费率下降所致,公司资产管理业务对公司营业收入贡献仍然较小。

截至 2017 年底,公司受托资产管理规模 253.74 亿元,较上年末增长 9.24%,其中主动管理规模 79.89 亿元,较上年末基本持平;定向资产管理计划 166.34 亿元,较上年末增长 15.77%,主要系股票质押融资业务增长所致;专项资产管理计划 7.50 亿元,较年减少 21.05%,主要系项目到期所致。截至 2017 年底,公司管理的资产管理产品共计 94 个,其中集合资产管理计划 37 个,定向资产管理计划 56 个,专项资产管理计划 1 个。

表 6 资产管理业务规模及收入情况(单位:亿元)

| 项目       | 2016 年末 |      | 2017 年末 |      |
|----------|---------|------|---------|------|
|          | 规模      | 净收入  | 规模      | 净收入  |
| 集合资产管理业务 | 79.09   | 0.37 | 79.89   | 0.32 |
| 定向资产管理业务 | 143.68  | 0.24 | 166.34  | 0.25 |
| 专项资产管理业务 | 9.50    | --   | 7.50    | --   |
| 合计       | 232.27  | 0.61 | 253.74  | 0.57 |

资料来源:公司提供

总体看,2017 年,公司积极开展股票质押融资类资产管理业务,业务规模持续增长。但目前公司资产管理业务规模不大,对公司营业收入贡献较小。

### 信用交易业务

公司信用交易业务主要包括融资融券、股票质押式回购交易、转融通、约定购回式证券交易等业务。2017 年 A 股市场风格转向价值投资，结构性行情导致个股走势分化明显，券商间行业竞争愈发激烈，公司信用交易业务受到一定的影响，但总体发展较为稳定。在业务发展的同时，本公司积极响应监管部门适当性管理新规的要求，严格遵守合规要求，加强业务风险管理，提高风险控制水平。2017 年，公司未发生大面积平仓事件和重大投诉纠纷事件。

融资融券业务方面，2017 年，公司以用户需求和体验为核心，积极拓展客户增值服务，满足客户多层次的需求；同时积极梳理公司融资融券业务架构，包括推进优化员工激励措施、制定融资融券利率定价模型等；此外，在技术层面优化融资融券业务，为客户提供了更为便捷、人性化的操作体验，同时提高了融资融券业务整体效率。截至 2017 年底，客户信用账户开户总数为 18,968 户，较上年末增长 18.44%；客户融资融券总授信额度为人民币 454.09 亿元，较上年末增长 13.66%；融资融券余额为人民币 46.39 亿元，较上年末增长 5.94%。截至 2017 年底，公司融资融券余额的市场占有率为 0.45%，较上年末的 0.47%略有下降。2017 年，受证券市场整体持续低迷以及券商间利率竞争日益激烈的影响，公司融资融券业务利息收入为 3.22 亿元，同比减少 10.73%，主要系融资融券平均余额下降以及利率下行所致。

股票质押式回购业务方面，2017 年，公司深耕无锡及周边上市公司，把握市场机会进一步加大客户开拓力度，在股票质押式回购业务上实现了较快发展。截至 2017 年底，公司以自有资金对接的场内股票质押式回购待购回初始交易金额为人民币 50.82 亿元，较上年末净增 40.88 亿元。2017 年，公司实现股票质押利息收入 1.60 亿元，同比大幅增长 99.46%。除上述大宗股票质押式回购业务以外，公司积极响应零售客户需求，持续推进小额股票质押式回购业务（即“小融宝”业务）并完善交易方式，实现移动终端便捷交易。截至 2017 年底，“小融宝”开户数达 9,488 户，较上年末增长 30.74%；“小融宝”余额规模超过人民币 1.05 亿元，较上年末增长 43.68%。

受股票质押式回购业务规模大幅增加的影响，公司信用业务杠杆率由 2016 年的 80.22% 上升 60.21 个百分点至 140.43%，处于较高水平。

总体看，2017 年，公司信用交易业务以融资融券业务为主，收入受市场行情影响有所下降；股票质押式回购业务快速发展，对收入的贡献度进一步提高。同时，联合评级也关注到股票质押式回购业务规模扩大对公司内部控制、风险管理、资金补充提出了更高的要求以及股权质押新规可能对公司相关业务开展带来的不利影响。

### 直接投资业务

公司股权直接投资业务由全资子公司国联通宝开展。2017 年，根据中国证券业协会《关于发布〈证券公司私募投资基金子公司管理规范〉及〈证券公司另类投资子公司管理规范〉的通知》等相关文件，国联通宝拟变更为私募投资基金子公司，国联通宝计划以后不再开展利用自有资金进行直接股权投资业务。国联通宝根据监管要求对原存续的自有资金直接股权投资业务及管理的基金等存量业务进行整改。截至 2017 年底，国联通宝已列入中国证券业协会网站公示的第四批整改方案经联合机制审查认可的证券公司及其私募基金子公司等规范平台名单，国联通宝可以据此办理有关私募基金管理人登记和产品备案。相关工商变更登记手续尚在办理当中。

2017 年，由于正处整改期间，国联通宝原有基金投资期已结束，无法进行新项目投资，创新成长壹号基金投资的东莞市盛雄激光设备有限公司和北京华晟经世信息技术有限公司顺利实现退出，投资收益率分别为 64.40% 和 65.88%。2017 年，国联通宝实现营业收入 0.15 亿元，同比减少 15.70%，主要系投资收益减少所致；实现净利润 0.13 亿元，同比增长 43.44%，主要系收到股权

转让补偿金使得营业外收入增加所致。

总体看，2017 年，由于国联通宝正在整改期间，未有新项目投资，联合评级将对国联通宝业务运营情况持续关注。

### 3. 重大事项

2016 年 9 月，公司召开 2016 年第三次临时股东大会、第二次内资股类别股东大会和第二次 H 股类别股东大会，审议批准了 A 股发行计划及其他相关决议案。根据股东大会决议，公司计划在上交所发行不超过 63,413 万股 A 股，发行所得募集资金经扣除发行费用后，将用作补充资本、增加营运资金及发展公司主要业务。公司已向中国证监会递交包括 A 股招股说明书在内的申请材料，并已获中国证监会受理。2017 年 6 月，公司召开 2016 年年度股东大会，2017 年第一次内资股类别股东大会和第一次 H 股类别股东大会，审议批准了关于延长 A 股发行计划及相关授权决议案。根据股东大会决议，本公司 A 股发行计划及授权有效期延长 12 个月。若公司 A 股发行计划通过审核，将进一步增强自身的资本实力和品牌影响力。目前，公司正在积极筹备 A 股发行事宜，联合评级将对此事项保持持续关注。

### 4. 未来发展

2018 年，公司将积极推进 A 股上市工作，开辟多元化融资渠道，增强可持续发展潜力。将深入推进综合金融战略，以服务地方经济为公司发展的重要使命，加快建设综合金融客户服务平台，打造区域综合金融全服务链，为助力实现个人财富增值、企业对接资本市场、政府投融资、城市经济发展提供高效的一体化综合金融服务。将进一步拓宽经营范围，争取获得基金托管业务、另类投资子公司、国际业务相关牌照，提升服务的多元化水平，丰富收入来源。将加快推进落实金融科技战略，加快提升大数据仓库、智能投顾、证券交易服务软件、微信平台等移动互联网平台及智能应用的建设水平，在平台建设、营销模式创新、渠道引流、产业链资本投资布局等领域探索实施战略合作。将持续推进区域战略，重点布局无锡、苏州、常州各乡镇，成都、长沙、武汉、合肥等中西部经济增速较快的战略区域，抢抓更多新增市场。将大力实施人才强企战略，加快引进包括互联网金融、系统研发、投行业务等在内的高端专业人才，打造结构合理、竞争力强的专业人才梯队。

总体看，公司战略定位明确，制定的措施可行性高，有助于公司目标的逐步实现，培育特色化的竞争力。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2017 年财务报告经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留的审计意见。公司合并范围无较大变化，总体看，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司资产总额 240.66 亿元，其中客户资金存款 46.55 亿元、客户备付金 22.73 亿元；负债总额 164.73 亿元，其中代理买卖证券款 68.79 亿元；所有者权益 75.93 亿元；专项合并口径<sup>3</sup>下净资产 81.96 亿元。2017 年，公司实现营业收入 12.62 亿元，净利润 3.74 亿元，其中归属母公司所有者净利润 3.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额-66.69 亿元，现金及现金等价物净增加额-34.81 亿元。

<sup>3</sup> 含华英证券有限责任公司

## 2. 资产质量与流动性

公司资产规模较去年底基本持平，截至 2017 年底，公司资产总额 240.66 亿元。公司自有资产规模有所增长，截至 2017 年底，公司自有资产规模为 171.87 亿元，较年初增长 19.63%，主要系买入返售金融资产大幅增加所致。公司自有资产仍以可快速变现资产为主，截至 2017 年底，公司可快速变现资产为 161.57 亿元，占自有资产的比重为 94.01%，较年初上升 5.86 个百分点。融出资金和买入返售金融资产是可快速变现资产的主要组成部分，2017 年该两项资产在可快速变现资产中的占比分别为 28.53%和 37.47%。与年初相比，公司可快速变现资产结构有所变化，除买入返售金融资产占比有所上升外，其他科目均有所下降。

表 7 公司资产结构（单位：亿元）

| 项目                     | 2016 年末       | 2017 年末       |
|------------------------|---------------|---------------|
| <b>自有资产</b>            | <b>143.66</b> | <b>171.87</b> |
| 可快速变现资产                | 126.64        | 161.57        |
| 其中：可供出售金融资产            | 7.25          | 7.96          |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 27.32         | 23.62         |
| 融出资金                   | 43.53         | 46.09         |
| 自有货币资金                 | 24.65         | 19.52         |
| 自有结算备付金                | 4.07          | 3.84          |
| 买入返售金融资产               | 19.81         | 60.53         |
| <b>其他类资产</b>           | <b>96.63</b>  | <b>69.28</b>  |
| 其中：客户资金存款              | 67.74         | 46.55         |
| 客户备付金                  | 28.90         | 22.73         |
| <b>资产总额</b>            | <b>239.92</b> | <b>240.66</b> |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

注：可快速变现资产中已剔除不能快速变现的信托、理财类等资产。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产账面价值 10.60 亿元，较年初减少 36.28%，主要系证金公司专户投资到期退出所致；其中，股票占比 60.12%、资管计划占比 10.47%、基金占比 13.45%、其他股权投资占比 9.74%。截至 2017 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 23.62 亿元，较年初减少 13.56%，主要系债券以及股票投资公允价值减少所致；其中，债券占比 89.77%、股票占比 2.95%、基金占比 5.16%、资产支持证券占比 2.12%。截至 2017 年底，公司融出资金为 46.09 亿元，较年初增长 5.88%；从融出资金期限来看，以 6 个月以上为主，占比 51.64%。截至 2017 年底，公司货币资金 66.07 亿元，较年初下降了 28.48%，主要系市场整体交易量下降导致客户资金存款减少所致。截至 2017 年底，公司买入返售金融资产 60.53 亿元，较年初大幅增长 205.50%，主要系公司股票质押式回购业务快速发展所致；其中，股票质押式回购占比 85.69%、交易所质押式买入返售占比 9.98%、银行间质押式买入返售占比 3.93%。

总体看，2017 年，受股票质押式回购业务快速发展的影响，公司自有资产规模有所增长；公司资产仍以可快速变现资产为主，变现能力较强，流动性较好，资产质量较高。

## 3. 负债与杠杆水平

截至 2017 年底，公司自有负债 95.94 亿元，较年初增长 48.28%，主要系公司新发收益凭证和短期公司债所致。其中，应付短期融资款占比为 29.39%，应付债券占比为 39.61%。截至 2017 年底，公司应付短期融资款 28.20 亿元；截至 2017 年末，公司应付债券合计 38.00 亿元，较年初增

长 15.15%。

表 8 公司负债情况表（单位：亿元，%）

| 项目           | 2016 年末       | 2017 年末       |
|--------------|---------------|---------------|
| <b>自有负债</b>  | <b>64.70</b>  | <b>95.94</b>  |
| 其中：卖出回购金融资产款 | 8.82          | 2.98          |
| 应付短期融资款      | --            | 28.20         |
| 应付债券         | 33.00         | 38.00         |
| <b>非自有负债</b> | <b>96.26</b>  | <b>68.79</b>  |
| 其中：代理买卖证券款   | 96.26         | 68.79         |
| <b>负债总额</b>  | <b>160.96</b> | <b>164.73</b> |
| 自有资产负债率      | 45.04         | 55.82         |
| 净资本/负债       | 193.69        | 104.98        |
| 净资产/负债       | 179.64        | 96.27         |

资料来源：公司审计报告、监管报表，联合评级整理。

截至 2017 年底，公司净资本/负债和净资产/负债指标分别为 104.98%和 96.27%，较去年末有所下降，但仍远高于行业监管标准；自有资产负债率为 55.82%，较年初增长 10.79 个百分点，结合公司所处的证券行业来看，公司杠杆处于较低水平，存在较大加杠杆空间。

有息债务方面，截至 2017 年末，公司总债务规模 75.18 亿元，较年初大幅增长 79.76%，主要系公司新发收益凭证所致。从债务结构看，截至 2017 年末，公司短期债务占比为 49.45%，较年初增加 28.36 个百分点，主要系公司新增收益凭证所致。

从集中兑付情况来看，截至 2017 年底，公司有息债务合计 75.18 亿元，到期情况如下表，兑付主要集中在 2018 年，公司集中兑付压力较大。

表 9 截至 2017 年底公司债券集中兑付情况分析（单位：亿元，%）

| 到期日年份     | 金额           | 占比            |
|-----------|--------------|---------------|
| 2018 年    | 37.18        | 49.45         |
| 2019 年    | 13.00        | 17.29         |
| 2020 年    | 10.00        | 13.30         |
| 2021 年及以后 | 15.00        | 19.95         |
| <b>合计</b> | <b>75.18</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2017 年，公司杠杆水平有所增加，但仍处于行业较低水平。

#### 4. 资本充足性

截至 2017 年底，公司股东权益合计 75.93 亿元，较年初略微下降 3.84%，其中归属于母公司所有者权益 75.93 亿元。在归属于母公司所有者权益中，公司股本、资本公积、未分配利润和风险准备分别占比 25.06%、28.50%、23.06%和 16.95%，公司股东权益的稳定性较好。2017 年，公司拟不实施利润分配，利润留存对资本补充的作用较好。

截至 2017 年底，公司净资本 81.96 亿元，较年初略微减少 2.30%，其中核心净资本占比大，为 66.96 亿元，较年初减少 2.80%；附属净资本 15.00 亿元，较年初持平。截至 2017 年末，公司净资产规模为 75.16 亿元，较年初变化略微减少 3.40%。从主要风控指标来看，截至 2017 年末，公司专项合并口径的净资本/净资产指标为 109.05%，与年初基本持平；资本杠杆率 43.66%，较年

初下降 12.99 个百分点，主要系表内外资产余额增长所致；各项风险资本准备之和大幅增长 86.29% 至 20.50 亿元；受各项风险资本准备上升影响，风险覆盖率指标由年初的 762.27% 下降至 399.77%；流动性覆盖率 385.54%，较年初大幅下降；净稳定资金率 168.81%，较年初有所下降；公司各项风险控制指标处于安全范围内，绝大多数指标远高于行业监管标准。

表 10 公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

| 项目       | 2016 年末  | 2017 年末 | 监管标准 | 预警标准 |
|----------|----------|---------|------|------|
| 核心净资本    | 68.89    | 66.96   | --   | --   |
| 附属净资本    | 15.00    | 15.00   | --   | --   |
| 净资本      | 83.89    | 81.96   | --   | --   |
| 净资产      | 77.80    | 75.16   | --   | --   |
| 各项风险准备之和 | 11.00    | 20.50   | --   | --   |
| 风险覆盖率    | 762.27   | 399.77  | ≥100 | ≥120 |
| 资本杠杆率    | 56.65    | 43.66   | ≥8   | ≥9.6 |
| 净资本/净资产  | 107.82   | 109.05  | ≥20  | ≥24  |
| 流动性覆盖率   | 1,436.32 | 385.54  | ≥100 | ≥120 |
| 净稳定资金率   | 200.03   | 168.81  | ≥100 | ≥120 |

数据来源：公司净资本监管报表，以上指标均为专项合并口径。

总体看，2017 年，公司所有者权益稳定性较好，公司各项风险控制指标均符合监管标准，资本充足性较好。

## 5. 现金流

从现金流来看，2017 年公司经营性现金流净流出继续扩大，主要系证券投资者活跃度下降导致公司代理买卖证券业务现金净流出 27.47 亿元以及股票质押式回购业务规模扩增等导致回购业务现金净流出 48.79 亿元所致。2017 年，公司投资性现金流由净流出转为净流入，主要系投资规模减少所致。2017 年公司筹资性现金流由净流出转为净流入，主要系公司发行收益凭证以及公司债券所致。整体看，公司作为上市证券公司，融资渠道较为畅通，整体现金流状况处于较好水平。

表 11 公司现金流量情况表（单位：亿元）

| 项目           | 2016 年 | 2017 年 |
|--------------|--------|--------|
| 经营性现金流量净额    | -16.88 | -66.69 |
| 投资性现金流量净额    | -1.22  | 7.04   |
| 筹资性现金流量净额    | -34.48 | 25.09  |
| 现金及现金等价物净增加额 | -52.01 | -34.81 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 134.52 | 99.71  |

资料来源：公司审计报告

总体看，公司经营活动现金流净流出规模进一步扩大，投资活动现金流由净流出转为净流入，融资渠道较为畅通，公司整体现金流状况处于良好水平。

## 6. 盈利能力

2017 年证券市场整体较为低迷且监管趋严，公司的经纪业务和投资银行业务收入下降显著，营业收入整体规模大幅下滑，2017 年公司实现营业收入 12.62 亿元，同比减少 31.30%，公司营业

收入主要来源于手续费及佣金净收入、利息净收入和投资收益，2017 年手续费及佣金净收入占营业收入总额的 50.66%，较上年度下降 5.71 个百分点；由于手续费及佣金净收入下降幅度较大，投资收益以及利息净收入占营业收入总额的比重均有所上升，占比分别为 17.33%和 38.33%，较上年度分别上升 3.38 个百分点和 12.92 个百分点。

表 12 公司营业收入情况（单位：亿元，%）

| 项目            | 2016 年       |               | 2017 年       |               |
|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|               | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            |
| 手续费及佣金净收入     | 10.35        | 56.39         | 6.39         | 50.66         |
| 利息净收入         | 4.67         | 25.41         | 4.84         | 38.33         |
| 投资收益          | 2.56         | 13.95         | 2.19         | 17.33         |
| 公允价值变动收益      | 0.12         | 0.65          | -0.64        | -5.07         |
| 其他            | 0.66         | 3.60          | -0.16        | -1.24         |
| <b>营业收入合计</b> | <b>18.36</b> | <b>100.00</b> | <b>12.62</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从营业支出来看，2017 年公司营业支出 7.50 亿元，同比减少 23.43%，主要系业务及管理费以及资产减值损失减少所致。从支出构成来看，主要是业务及管理费，2017 年公司业务及管理费为 7.33 亿元，占比 97.72%。2017 年，由于营业收入下滑，公司营业费用率和薪酬收入比较上年有所上升，分别为 58.08%和 36.99%，公司成本处于行业平均水平。

从盈利指标来看，2017 年公司盈利能力较 2016 年下降明显，实现净利润 3.74 亿元，同比减少 41.94%，营业利润率 40.56%、平均净资产收益率 4.82%和平均自有资产收益率 2.37%，较上年度分别下降 6.11 个百分点、3.26 个百分点和 1.66 个百分点，公司平均净资产收益率低于行业平均水平。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元，%）

| 项目        | 2016 年 | 2017 年 |
|-----------|--------|--------|
| 营业支出      | 9.79   | 7.50   |
| 其中：业务及管理费 | 8.34   | 7.33   |
| 净利润       | 6.44   | 3.74   |
| 营业利润率     | 46.67  | 40.56  |
| 营业费用率     | 45.40  | 58.08  |
| 薪酬收入比     | 30.92  | 36.99  |
| 平均自有资产收益率 | 4.02   | 2.37   |
| 平均净资产收益率  | 8.08   | 4.82   |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2017 年，受市场行情低迷以及监管趋严的影响，公司盈利能力有所下降，但与同业相比，仍处于中上游水平。

## 7. 偿债能力

2017 年，受公司利润总额减少的影响，公司 EBITDA 指标有所减少。2017 年，公司 EBITDA 为 8.16 亿元，同比减少 30.33%；EBITDA 全部债务比为 0.11 倍，较上年度下降 0.17 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般；EBITDA 利息倍数为 3.37 倍，较上年度下降 1.18 倍，EBITDA 对利息的保护能力仍较好。另一方面，考虑到公司持有较大规模的可快速变现资产，截至 2017 年底，

公司可快速变现资产/自有负债为 1.68 倍，该类资产可对债务形成良好保障。

表 14 公司偿债能力指标（单位：亿元，%，倍）

| 项目           | 2016 年 | 2017 年 |
|--------------|--------|--------|
| 总债务          | 41.82  | 75.18  |
| 自有资产负债率      | 45.04  | 55.82  |
| 可快速变现资产/自有负债 | 1.96   | 1.68   |
| EBITDA       | 11.71  | 8.16   |
| EBITDA 全部债务比 | 0.28   | 0.11   |
| EBITDA 利息倍数  | 4.55   | 3.37   |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2017 年，公司 EBITDA 有所减少，但考虑到公司可快速变现资产对自有负债的保障能力较好、EBITDA 利息倍数等偿债能力指标良好以及公司融资渠道较为畅通，公司整体偿债能力仍较强。

## 七、跟踪公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司可快速变现资产为 161.57 亿元，为公司“17 国联 01”、“17 国联 02”、“17 国联 03”和“18 国联 01”待偿本金合计（30.00 亿元）的 5.39 倍，公司可快速变现资产对债券的覆盖程度高；净资产（专项合计口径）为 75.16 亿元，为债券待偿本金的 2.51 倍，公司较大规模的可快速变现资产和净资产能够对“17 国联 01”、“17 国联 02”、“17 国联 03”和“18 国联 01”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 8.16 亿元，为债券待偿本金的 0.27 倍，公司 EBITDA 对“17 国联 01”、“17 国联 02”、“17 国联 03”和“18 国联 01”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流净额-66.69 亿元，无法对债券本金形成保障。

综合以上分析，考虑到公司作为综合类证券公司，在资本实力、业务规模和业务创新等方面具有优势，公司对“17 国联 01”、“17 国联 02”、“17 国联 03”和“18 国联 01”的偿还能力很强。

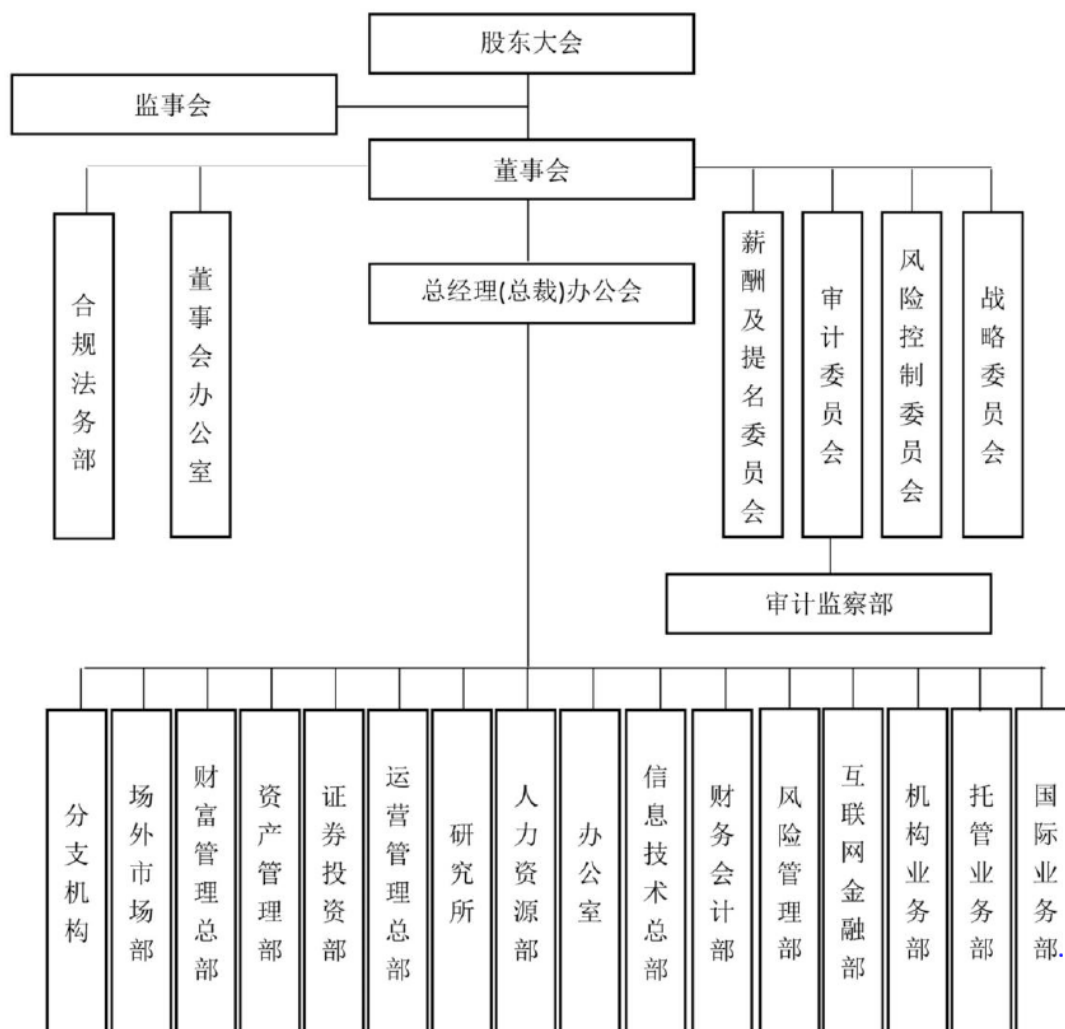
## 八、综合评价

国联证券作为立足无锡辐射全国的综合性券商，2017 年，继续保持无锡地区较强的区域竞争优势，股票质押回购业务发展迅速，逐渐成为公司收入的重要组成部分；同时，资产中可快速变现资产占比较高，流动性好，资本充足性较好。

联合评级同时也关注到受证券市场较为低迷影响，公司营业收入及净利润规模有所下降，盈利能力下滑明显；经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“17 国联 01”、“17 国联 02”、“17 国联 03”和“18 国联 01”的债项信用等级为“AA+”。

## 附件 1 国联证券股份有限公司组织结构图



## 附件 2 国联证券股份有限公司 主要财务指标

| 项 目              | 2016 年   | 2017 年 |
|------------------|----------|--------|
| 资产总额（亿元）         | 239.92   | 240.66 |
| 自有资产（亿元）         | 143.66   | 171.87 |
| 可快速变现资产（亿元）      | 126.64   | 161.57 |
| 所有者权益（亿元）        | 78.96    | 75.93  |
| 自有负债（亿元）         | 64.70    | 95.94  |
| 自有资产负债率（%）       | 45.04    | 55.82  |
| 可快速变现资产/自有负债（倍）  | 1.96     | 1.68   |
| 营业收入（亿元）         | 18.36    | 12.62  |
| 净利润（亿元）          | 6.44     | 3.74   |
| 营业利润率（%）         | 46.67    | 40.56  |
| 营业费用率（%）         | 45.40    | 58.08  |
| 薪酬收入比（%）         | 30.92    | 36.99  |
| 平均自有资产收益率（%）     | 4.02     | 2.37   |
| 平均净资产收益率（%）      | 8.08     | 4.82   |
| 净资本（亿元）          | 83.89    | 81.96  |
| 风险覆盖率（%）         | 762.27   | 399.77 |
| 资本杠杆率（%）         | 56.65    | 43.66  |
| 流动性覆盖率（%）        | 1,436.32 | 385.54 |
| 净稳定资金率（%）        | 200.03   | 168.81 |
| 信用业务杠杆率（%）       | 80.22    | 140.43 |
| 短期债务（亿元）         | 8.82     | 37.18  |
| 长期债务（亿元）         | 33.00    | 38.00  |
| 全部债务（亿元）         | 41.82    | 75.18  |
| EBITDA（亿元）       | 11.71    | 8.16   |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 4.55     | 3.37   |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.28     | 0.11   |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.39     | 0.27   |

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标           | 计算公式                                                                                    |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 年均增长率        | $[(\text{本期/前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$                               |
| 自有资产         | 总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款                                                                     |
| 自有负债         | 总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款                                                                     |
| 自有资产负债率      | 自有负债/自有资产 $\times 100\%$                                                                |
| 营业利润率        | 营业利润/营业收入 $\times 100\%$                                                                |
| 薪酬收入比        | 职工薪酬/营业收入 $\times 100\%$                                                                |
| 营业费用率        | 业务及管理费/营业收入 $\times 100\%$                                                              |
| 平均自有资产收益率    | 净利润/平均自有资产 $\times 100\%$                                                               |
| 平均净资产收益率     | 净利润/平均净资产 $\times 100\%$                                                                |
| EBITDA       | 利润总额+利息支出+折旧+摊销                                                                         |
| EBITDA 利息倍数  | EBITDA/利息支出                                                                             |
| EBITDA 全部债务比 | EBITDA/全部债务                                                                             |
| 信用业务杠杆率      | $(\text{融出资金} + \text{买入返售金融资产}) / \text{所有者权益} \times 100\%$                           |
| 可快速变现资产      | 货币资金+结算备付金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+融出资金+买入返售金融资产+可供出售金融资产<br>-客户资金存款-客户备付金-扣除不能快速变现的投资资产 |

注：全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债

长期债务=长期借款+应付债券

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。