

信用等级公告

联合[2017]260 号

国联证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对国联证券股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年八月八日

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

公开发行 2017 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券规模：不超过 10.00 亿元（含 10.00 亿元）

债券期限：3 年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2017 年 8 月 8 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	204.49	311.74	239.92
自有资产（亿元）	101.85	148.22	125.79
可快速变现资产（亿元）	83.25	128.52	105.70
股东权益（亿元）	43.49	80.29	78.96
自有负债（亿元）	58.36	67.93	46.83
自有资产负债率（%）	57.30	45.83	37.23
营业收入（亿元）	16.68	30.79	18.36
净利润（亿元）	7.30	14.98	6.44
营业利润率（%）	57.57	64.45	46.66
平均净资产收益率（%）	16.80	24.21	8.08
净资本（亿元）	45.80	74.99	83.89
风险覆盖率（%）	688.41	612.69	511.46
资本杠杆率（%）	--	49.25	56.65
短期债务（亿元）	31.01	29.28	8.82
全部债务（亿元）	52.51	60.78	41.82
EBITDA（亿元）	11.93	24.38	11.71
EBITDA 利息倍数（倍）	6.44	6.06	4.55
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.40	0.28
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.19	2.44	1.17

注：1、本报告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、本报告涉及净资产、净资产指标为公司专项合并口径。3、2015 年相关风险控制指标已按证监会自 2016 年 10 月 1 日起实施的《证券公司风险控制指标管理办法》追溯调整，2014 年末进行追溯调整。

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”）的评级反映了公司作为立足无锡辐射全国的综合性上市券商，依托控股股东无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“国联集团”）综合金融平台优势和自身营业网点的区域优势，稳步拓展各项业务，具备一定竞争优势。近年来，公司治理机制运行良好，内控组织架构逐步健全，风险管理体系逐步完善，在 2014~2016 年券商分类评级中，公司均被评为 A 类 A 级证券公司。

近年来，公司持续推动业务转型，投资银行业务发展较好，整体收入结构更加均衡。截至 2016 年末，公司资产以可快速变现资产为主，资产质量良好，资本较为充足。联合评级同时也关注到近年来受证券市场剧烈震荡影响，公司营业收入及净利润规模均出现较大波动，盈利能力有所下滑；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。

未来随着资本市场的持续发展和公司各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司控股股东国联集团作为无锡市政府产业整合和资本运作的综合金融平台，资本实力强，能够在资金、品牌、客户、渠道等方面给予公司较大支持。

2. 公司作为立足无锡辐射全国的综合性上市券商，在无锡地区营业网点较多，并为无

锡市多家企业完成新三板挂牌和股权融资，具有较强的区域竞争优势。

3. 近年来，公司持续推动业务转型，投行业务发展较快，整体业务和收入结构相对均衡。

4. 2014~2016 年，公司连续三年被评为 A 类 A 级证券公司，体现出公司良好的内控和合规能力。

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. 公司经纪业务、证券投资业务和信用交易业务收入受证券市场行情影响较大，近年来，受市场行情震荡的影响，公司营业收入及净利润规模均出现较大波动，盈利能力有所下滑。

3. 近年来，公司业务品种的创新、业务规模的扩大对公司内部控制、风险管理、资金补充等方面提出更高要求。

分析师

张 玮

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

贾一晗

电话：010-85172818

邮箱：jiayh@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：


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，公司首次公开发行外资股（H 股）并在香港联合交易所有限公司（“香港联交所”）主板上市交易，共发售 402,400,000 股境外上市外资股（H 股）新股，内资股转换并由国有股股东为全国社保基金理事会之利益出售 40,240,000 股 H 股，净募集资金港币 30.97 亿元（折合人民币 24.44 亿元）。截至 2016 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 2016 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 ¹	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。

截至 2016 年末，公司在江苏、上海、北京、浙江、广东、山东等省市中心区域拥有 69 家营业部及 10 家分公司。此外，公司控股 2 家子公司，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 1,330 人（母公司口径）。

截至 2016 年末，公司资产总额 239.92 亿元，其中客户资金存款 67.74 亿元、客户备付金 28.90 亿元；负债总额 160.96 亿元，其中代理买卖证券款 96.26 亿元；所有者权益 78.96 亿元；专项合并口径²下净资产 83.89 亿元。2016 年，公司实现营业收入 18.36 亿元，净利润 6.44 亿元，其中归属母公司所有者净利润 6.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额-16.88 亿元，现金及现金等价物净增加额-52.01 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。

¹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。

² 含华英证券有限责任公司

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“国联证券股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”，基础发行规模为 8 亿元，可超额配售不超过 2 亿元。本期债券期限为 3 年。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。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。本期债券面向合格投资者公开发行。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行等相关费用后，用于补充公司营运资金。

三、行业分析

1. 证券行业概况

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。我国证券市场经过逾 20 年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。

（1）证券市场发展概况

证券市场的规模不断扩大，市场活跃度不断提高

股票市场方面，根据交易所公布的数据，截至 2016 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,052 家，股票市场总市值为 50.77 万亿元，较 2015 年底减少 4.45%，平均市盈率为 28.58 倍，较 2015 年底减少 18.80%；2016 年全部 A 股成交额为 126.51 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比减少值均为 50.05%。融资融券业务规模较 2015 年有所降低。截至 2016 年底，市场融资融券余额为 0.94 万亿元，其中融资余额占比为 99.63%，融券余额占比为 0.37%。股票一级市场发行方面，2016 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.94 万亿元，同比增加 27.63%，共完成 IPO 为 227 家、增发 793 家、配股 10 家。

债券市场方面，根据 Wind 资讯统计数据，截至 2016 年底，债券余额为 64.27 万亿元，较 2015 年底增加 32.42%。债券发行方面，2016 年国内共发行各类债券 2.90 万只，发行额达 36.33 万亿元。2016 年国内债券交易总金额为 1,051.43 万亿元，其中，现券交易成交金额为 125.24 万亿元，回购交易成交金额为 830.38 万亿元，同业拆借 95.81 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2016 年全国期货市场累计成交额为 195.63 万亿元，同比下降 64.70%；其中，中国金融期货交易所的交易金额为 18.22 万亿元，占全国市场份额 9.31%，同比下降 95.64%。

多层次资本市场已初步建立并不断完善

中小板和创业板分别于 2004 年和 2009 年设立；新三板自 2012 年开始启动扩容并于 2013 年扩大至全国。截至 2016 年底，挂牌企业数量达 10,163 家，较 2015 年底增加 98.15%；区域性股权交易市场建设也在持续推进中。《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》（以下简称“建议”）也对构建多层次资本市场提出了新的要求，《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。

未来对构建多层次资本市场可以预期的方向包括区域股权市场和新三板市场合作对接机制的设立、新三板分层制度的完善、转板制度的出台、上交所战略新兴板的建立、区域股权市场创新（如科创板的完善）等。

金融创新产品和服务不断推出

在证券市场持续发展和监管政策推动下，金融创新产品和服务不断推出。在债券市场方面，推出了如非公开发行公司债、中小企业可交换债、绿色债券、永续期债和熊猫债等品种，丰富了债券种类，提升了审批效率；在股票市场方面，优先股、融资融券、约定购回式证券交易、股权激励行权融资、股票质押式回购、RQFII 等相继推出，进一步丰富了投资工具；在衍生品市场方面，近年来推出了股指期货、国债期货、上证 50ETF 期权和原油期货等投资品种，为投资者提供了更加多元化的风险对冲工具。

（2）证券公司发展概况

近年来，随着资本市场建设力度的加大以及整体市场环境的逐步好转，证券公司的数量呈稳步增长态势，同时总资产、净资产规模逐年扩大，杠杆水平有所提高，盈利能力显著提升。一方面，证券市场整体业务规模的扩张和监管政策的推动使证券公司资本规模不断得到补充，这也在一定程度上提升了证券公司的抗风险能力；另一方面，创新类业务的发展进一步丰富了证券公司的收入来源。随着证券公司对创新类业务的重视和推进，以及自身资本规模增长带动业务杠杆效应的显现，证券公司的盈利能力得到提升，逐步形成了传统业务和创新业务相互促进的稳定格局。但从目前收入结构来看，仍以传统的经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主。

表 2 证券行业概况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
证券公司家数(家)	114	115	120	125	129
盈利家数(家)	99	104	119	124	124
盈利家数占比(%)	86.84	90.43	99.17	99.20	96.12
营业收入(亿元)	1,294.71	1,592.41	2,602.84	5,751.55	3,279.94
净利润(亿元)	329.30	440.21	965.54	2,447.63	1,234.45
总资产(万亿元)	1.72	2.08	4.09	6.42	5.79
净资产(万亿元)	0.69	0.75	0.92	1.45	1.64
净资本(万亿元)	0.50	0.52	0.68	1.25	1.47

数据来源：中国证券业协会

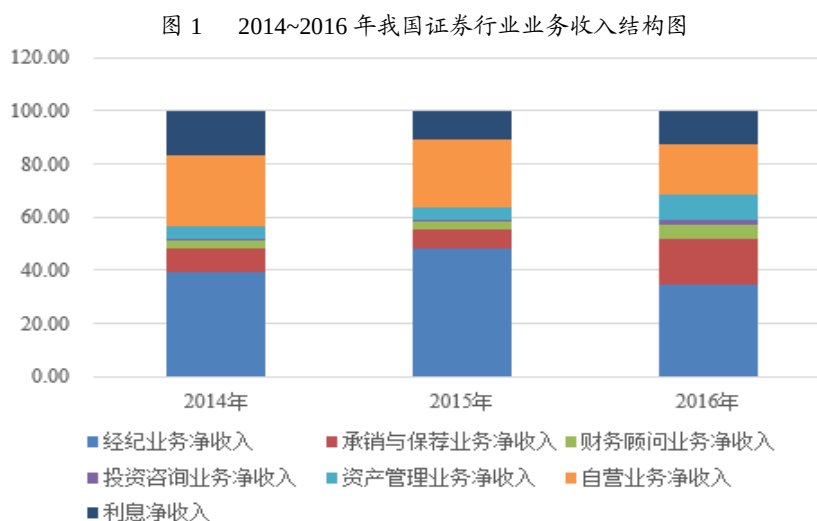
2016 年以来，证券行业在监管趋严和市场整体平淡的背景下，出现了一定的经营波动，合规风险也逐步暴露。一方面，证券市场行情受年初“熔断”的影响，市场连续下跌，信心不足，指数基本处于低位徘徊；下半年在流动性充足、深港通预期等因素作用下，指数有所反弹。但整体来看，市场反弹力度不大，成交量下降明显。从业务表现看，经纪业务、自营业务和信用交易业务业绩下滑明显，而受益于政策层面的稳定（如 IPO 推进稳中有升）、国企改革的深入以及券商自身转型等，投资银行业务和资产管理业务业绩有所增长，整体收入结构更加均衡。另一方面，行业监管思路明确为依法监管、从严监管、全面监管，在投行业务、并购重组业务、公司债发行以及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《证券公司风险控制指标及管理办法》，建立了以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系，对于行业的长期健康发展具有重要意义。未来，在监管政策和行业转型的推动下，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，中国资本市场的持续发展将为国内证

券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

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，截至 2016 年底，129 家证券公司总资产为 5.79 万亿元，较 2015 年底减少 9.81%；净资产为 1.64 万亿元，净资本为 1.47 万亿元，较 2015 年底分别增加 13.10%和 17.60%，资本实力有所提升。2016 年，129 家证券公司中，124 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,279.94 亿元，全年实现净利润 1,234.45 亿元，分别同比减少 42.97%和 49.57%，经营业绩明显下滑。

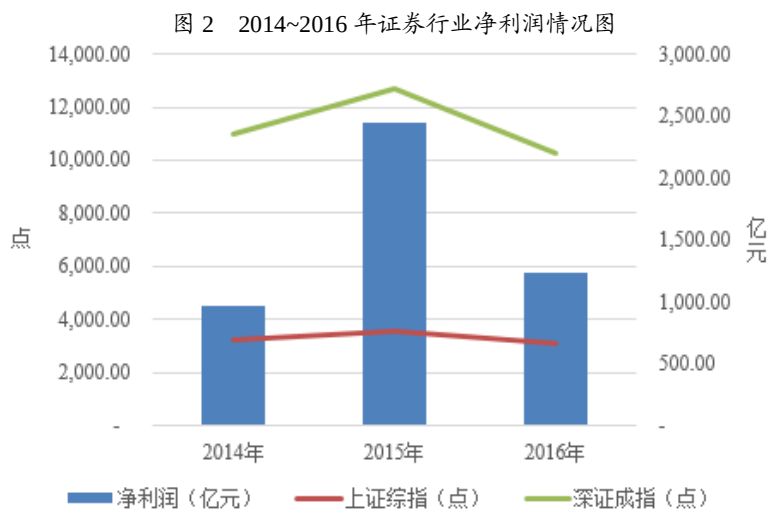
2. 业务分析

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。证券经纪业务是我国证券公司目前最主要的业务组成部分，是收入的主要来源，收入占比均在 30%以上。近年来，证券公司各项业务板块持续发展，但受市场行情影响较大。2015 年，受益于证券整体成交量的持续增加，行业经纪业务、自营业务均实现大幅增长，2016 年以来，整体行情较为低迷，经纪业务和自营业务收入下滑较大。随着 2014 年 IPO 重启及各家券商积极调整投资银行业务结构，近年来行业投资银行收入呈增长趋势，年均复合增长 47.14%；资产管理业务发展较快，收入持续增长，但整体收入规模仍相对较小。



资料来源：中国证券业协会网站

由于证券公司的收益水平与证券市场交易量及市场指数正相关，近三年我国证券行业净利润呈现波动增长的态势。



（1）经纪业务

由于市场竞争加剧、互联网金融的兴起，经纪业务市场平均佣金率不断下滑。金融危机后，股票市场交易量持续萎缩，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降，也导致了证券公司盈利水平的大幅下滑。直到 2012 年 11 月，证监会发布《证券公司代销金融资产管理规定》，意味着证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”，经纪业务迎来新的发展机遇。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，证券公司的经纪业务即将进入转型期，轻型营业部应运而生。2014 年下半年以来，国内股票市场经历较长时间的熊市迎来牛市行情，市场交易量明显上涨，证券公司的经纪业务面临新的业务发展机遇和调整。同时，随着融资融券业务的发展以及现金管理型产品的推出，都为经纪业务带来新的增长动力。

近年来随着经纪业务竞争的加剧，经纪业务也从传统的股票交易业务，增加了财富管理的理念，开展多金融产品交叉营销，券商逐渐完成了传统经纪业务的转型。但经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性风险。2015 年 6 月中旬股市开始持续下跌，两市市值大幅下降、成交量下滑；成交量的下降也影响了经纪业务收入下滑。2016 年，股票市场行情景气度不高，129 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 1,052.95 亿元，仅为去年同期收入的 39.13%。

（2）投资银行业务

目前证券公司的投资银行业务仍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。

2016 年，证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入 519.99 亿元，占全行业营业收入的 15.85%，占比较 2015 年提高了 8.76 个百分点。一方面，IPO 业务延续了放开的态势，2016 年国内沪深两市累计 IPO 家数为 227 家，首发募集资金 1,496.08 亿元；增发家数为 793 家，增发募集资金 1.80 万亿元。另一方面，国内债券市场合计发行债券（含同业存单）29,254 只，发行额 36.36 万亿元，较 2015 年分别大幅增加 71.61% 和 56.72%。

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，表现出该业务集中度较高，股票及债券承销金额中排名前十家

证券公司的市场份额合计约占 55%。随着新三板的扩容和国际板开板的临近，未来这两个领域能够持续推动证券公司投资银行业务的发展。

但值得注意的是，在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司资金的流动性。同时，股票承销业务受监管审批政策的影响较大，IPO 政策的变化对承销与保荐业务具有较大影响。

（3）自营业务

自营业务随着证券公司资金规模的扩大和监管的放松，近年来在各家券商业务中发展较快，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。自营资产中，权益类及衍生品资产占比近四年保持稳步提升，2015 年年中，权益类及衍生品资产占比 38%；2016 年以来，随着股票市场趋冷，权益类资产占比有所下降。2016 年，129 家证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)568.47 亿元，同比减少 59.78%。自营业务受市场风险影响较大，收入实现存在一定不确定性。

（4）资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小，但是各券商未来业务发展的一大重点。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。证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，原有的业务限制有望进一步放宽。这有助于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。证券公司与银行合作开展的通道类业务带动证券公司受托资产管理规模爆发式增长。截至 2016 年末，证券公司行业受托的资产管理规模约为 17.58 万亿元，较年初增长 47.86%。2016 年，证券公司实现资产管理业务净收入 296.46 亿元，同比增长 7.85%。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，定向资管产品规模仍是主要部分，但其占比有所下降，通道转主动型资管产品将是趋势。目前，券商受人力等多方面限制，每个项目都做到实地尽职调查的可行性不高，导致对项目实际情况及风险不能完全把控；同时，券商通道类业务占比较高，一旦业务发生问题，券商资管作为委托人将面临很大风险。

（5）创新业务

2012 年以来，证券公司创新业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的创新业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务、股票质押式回购业务等。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，融资融券相关业务是券商创新业务的主力部分，发展迅速，为券商业绩的增长贡献较大。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。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2014 年末，证券市场融资融券余额为 10,256.56 亿元，较上年增长 6,800.29 亿元，较 2013 年上升 195.98%。截至 2015 年 6 月 18 日，沪深两市融资融券余额达到峰值 22,730.35 亿元，为 2014 年底的 2.22 倍。自 2015 年 6 月中旬股市开始暴跌，两融业务规模大幅下降。截至 2015 年底，沪深两市融资融券余额为 11,742.67 亿元。2015 年 7 月 1 日，证监会正式发布《证券公司融资融券业务管理办法》（下称《办法》）规定，两融业务将在维持现有融资融券合约期限最长不超过六个月的基础上，允许证券公司根据客户信用状况等因素与客户自主商定展期次数；允许证券公司与客户自行商定补充担保物的期限与比例

的具体要求，同时，不再将强制平仓作为证券公司处置客户担保物的唯一方式，增加风险控制灵活性和弹性。这些措施都将鼓励券商在保证资金安全的前提下，有序开展此项业务。2016 年以来，受股票市场成交量下降影响，截至 2016 年底，市场融资融券余额为 9,392.49 亿元，较年初有所下降，其中融资余额占比 99.63%，融券余额占比 0.37%。另一方面，股票质押式回购业务等创新业务也得到较快发展。根据沪深交易所股票质押式回购交易业务月报显示，截至 2016 年 9 月 30 日，沪深两市股票质押回购待购回初始交易金额达 1.62 万亿元，取得了较快发展。2015 年 3 月，中国证券业协会已发布了《证券公司股票质押式回购交易业务风险管理指引（试行）》，要求证券公司以自有资金出资的，融出资金余额不得超过其净资本的 200%。因此尽管近年来股票质押式回购业务增长较快，股票质押式回购业务的总余额与保证金融资业务相比依然较小，200%的净资本要求仍为该业务预留了大幅的增长空间。券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。

3. 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、专业化竞争演变。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力，例如华泰证券收购联合证券，宏源与申万合并，方正证券收购民族证券，中信证券收购万通证券；2014 年末以来，国内证券公司上市的有：国泰君安、东兴证券、东方证券、国信证券以及恒泰证券港股上市、安信证券并入国投安信等，也有证券公司登陆新三板如联讯证券、湘财证券、国都证券等，另外还有多家证券公司如华西证券完成了股改并筹备上市。也有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。

此外，CEPA 协议（内地与香港和澳门关于建立更紧密经贸关系的安排）下合资券商设立进程加速，民营资本进入到证券行业的步伐也逐渐加大，政策宽松环境下券商牌照或将逐步放开，导致行业竞争程度加剧。大型券商依靠先发优势在竞争和转型中继续保持优势，而小型券商在细分市场也扩大了市场份额，排名中游的券商将面临大券商、小型券商以及新进入证券公司的全方位竞争。

同时，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 2016 年底证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计 1,909.77 亿元，净利润 699.56 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 58.23%和 56.67%；截至 2016 年底，前十大证券公司资产总额为 3.46 万亿元，占全行业总资产的 59.76%，前十大证券公司以上指标占比均超过 50%，行业集中度较高。

表 3 2016 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	1,457.89	5,974.39	380.02	109.81
2	海通证券	1,219.58	5,608.66	280.12	89.31
3	国泰君安	1,107.52	4,117.49	257.65	113.53
4	华泰证券	856.60	4,014.50	169.17	65.19
5	广发证券	813.53	3,598.01	207.12	84.09
6	招商证券	599.15	2,430.58	116.95	54.17
7	银河证券	583.54	2,458.81	132.40	51.85
8	申万宏源	540.73	2,754.89	147.20	55.28

9	光大证券	486.37	1,776.37	91.65	30.77
10	国信证券	484.45	1,930.29	127.49	45.56
合计		8,149.36	34,663.99	1,909.77	699.56

数据来源: wind 资讯

证券公司业务收入来源集中和盈利模式单一雷同, 导致证券公司间竞争激烈的同时伴有不当竞争现象。如 IB 业务市场资源有限, 个别券商在投资者合规方面放水并因此被证监会立案调查; 同时, 为大力开展业务, 多数券商在创新业务的风险控制上都滞后于产品设计。随着监管的日益加强, 整个行业发展分化也日益明显, 违规者将受到监管层的严肃处理, 规范者且竞争力强的公司则会取得相应发展。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、业务规范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, 行业集中度将进一步上升。

4. 风险因素

证券业务是与市场呈强周期关系的, 具体风险主要体现如下:

(1) 市场风险

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。由于我国证券公司持有外汇资产较少, 因此汇率风险不大, 市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。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。2014 年以来, 股票市场从回暖、火热到大幅下跌, 走势波动较大, 市场风险加剧, 对自营业务影响较大, 但也对证券公司应对市场风险的策略和技术提出了更高要求。

(2) 信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。现阶段, 证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算, 因此该类风险实际上很小。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。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。目前, 宏观经济下行, 实体经济经营困难, 企业信用风险逐渐暴露, 在一定程度上增加了债券投资类业务风险; 同时, 2016 年以来, 债券市场违约事件频发, 波动较大, 证券公司投资类业务面临信用风险加大。

(3) 流动性风险

在证券公司经营过程中, 如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外, 证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。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。近年来,

随着创新业务的发展和深化，证券公司经营和资产负债结构日趋复杂化，流动性风险体现三种新趋势，一是资产流动性下降和负债杠杆率提高；二是表外业务膨胀发展隐含着表外负债的增长，未来以结构性投融资、资产证券化、部分资管产品为载体的表外业务在创新活动中也将迅速增长；三是资本性承诺的潜在冲击，新股发行市场化定价使得投行业务的包销风险不断加大，单个项目包销金额明显上升，低等级债券市场的扩大也将对证券公司以包销模式发展债券销售业务提供操作空间。

（4）操作风险

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、规范业务流程来控制人为失误；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。近年来，证券公司在制度和内控上不断加强和完善业务合规性，控制人为失误；2015年以来，中国证监会也在强化以常规方式打击证券期货市场违法违规的同时组织了相关领域的专项执法活动；2016年，证监会行政处罚力度进一步加大，根据2016年分类评价结果，包括7家公司分别因经纪业务、两融业务和新股发行保荐业务涉嫌违法违规被证监会立案调查。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。

（5）法律政策风险

法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。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的波动影响较大，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。近年来，国家对证券市场的政策监管不断调整，证券公司在业务开展上机遇与挑战并存；同时，证券公司创新业务蓬勃发展，须关注创新业务合规性与否所带来的法律政策风险。

从我国实际情况看，证券公司在风险管理方面普遍面临着一些问题和挑战：第一，我国证券公司开展风险管理的时间还不长，由于产品和业务种类并不完善，风险复杂程度与国际同行业相比仍然较低，全面风险管理的理念未在行业内得到普遍重视。第二，随着全面风险管理理念的提出，证券公司面临着将已有的证券交易、结算、财务管理等不同信息系统进行整合的重要任务，基础数据和信息系统框架的整合成为制约证券公司风险管理水平提升的瓶颈。第三，受国内金融市场成熟度的限制，证券公司普遍缺乏风险对冲的工具，市场创设对冲产品的机制不足，市场风险管理工具的应用仍然有限。第四，证券公司对于操作风险基本处于定性管理阶段，缺乏量化管理的工具和手段。第五，由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，证券公司在创新活动中可能面临因管理水平、技术水平、风险控制能力、配套设施和相关制度等方面不能与创新业务相适应而导致的经营风险。

5. 未来动向

（1）风险管理水平有所提高，监管力度加强

证券公司风险主要包括市场风险、信用风险、流动性风险以及操作风险。目前，证券公司已

建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014 年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。比较突出的一点是：2015 年，国内股市出现了大幅震荡，各家证券公司凭借较好的风险管理能力，未受到市场的过大冲击，各项业务整体运营平稳。

2016 年 6 月，中国证监会发布修订后的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，并于 10 月 1 日正式实施。此次修订，一方面在维持总体框架不变基础上，对不适应行业发展需要的具体规则进行调整；另一方面，结合行业发展的新形势，通过改进净资本、风险资本准备计算公式，完善杠杆率、流动性监管等指标，明确逆周期调节机制等，提升风控指标的完备性和有效性，有利于券商进一步提升风险管理能力。

2015 年以来，中国证监会在强化以常规方式打击证券期货市场违法违规的同时，针对一些特定领域出现的严重扰乱市场秩序的典型案件，组织开展“2015 证监法网专项执法行动”。2016 年 7 月，证监会确定并公布了 2016 年证券公司分类评价结果。根据 2016 年分类评价结果，中信证券、海通证券、国信证券、广发证券、华泰证券、方正证券、兴业证券等 7 家公司分别因经纪业务、两融业务和新股发行保荐业务涉嫌违法违规被证监会立案调查，虽未正式作出行政处罚，但反映出相关公司在有关业务环节的内部控制上出现了问题，根据《证券公司分类监管规定》予以扣分，导致其分类评价结果与去年相比出现不同程度的下降。其中，中信证券、海通证券、国信证券、广发证券、华泰证券、兴业证券 6 家公司由去年的 AA 级降为 BBB 级，方正证券由 A 级降为 C 级。

在证监会调整风控指标、下调多家证券公司分类评价结果以及空前加大的执法力度下，显示证监会对证券公司风险管理能力提出了更高要求，对证券公司监管更为严格，同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

(2) 资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司将不断推动业务转型，并在相关业务面临较好的发展机遇，同时对自身风控能力提出更高要求。

2017 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。首先，区域股权市场的发展、新三板市场的分层改革将进一步带动多层次资本市场的建设；其次，IPO 审核发行的提速、再融资政策新规、绿色债券的政策鼓励和 PPP 项目推动的资产证券化等也将完善股票和债券相关发行交易制度；最后，互联网金融的推进、资本中介业务的扩张、资产管理业务主动管理能力的提升使得证券公司在传统业务的基础上不断推动自身业务转型。因此，未来资本市场将在防范金融泡沫的前提下，推进改革和加强监管并重，证券市场将在稳定健康的环境中“稳中有升”，市场行情和投资环境有望逐步向好，有利于证券公司经营情况的改善。

总体看，未来一段时间，证券公司将迎来业务创新 and 发展的良好外部机遇，同时也对自身风控能力提出了更高的要求。

四、规模与竞争力

作为全国性综合类上市券商，公司现已形成包括经纪业务、证券发行承销、资产管理、证券投资、融资融券业务、代办股份转让和股份报价等业务在内较为完善的业务体系，在江苏、上海、北京、浙江、广东、山东等省市中心区域拥有 69 家营业部，其中无锡地区拥有 31 家营业部，成交量份额在无锡市处于领先地位，并为无锡市多家企业实现新三板挂牌和股权融资，具有较强区域优势。2015 年 7 月，公司成功在香港联交所上市，资本实力和品牌影响力得到进一步增强。

2014~2016 年，公司连续三年获得中国证监会授予的 A 类 A 级监管评级，体现出公司较强的资本实力和风险控制能力。

根据公司年报，截至 2016 年末，公司总资产、净资产、净资本、营业收入、净利润等指标的行业排名均处于行业中等水平。

公司第一大股东国联集团直接及间接持有公司 72.35% 的股权，是公司控股股东。国联集团是 1999 年 1 月 22 日注册成立的国有独资有限责任公司，是无锡市国有资产监督管理委员会授权经营的国有资产经营机构，注册资本 80 亿元。国联集团是无锡市资产规模最大的市属国有企业，主要从事国有资产经营、代理投资、投资咨询和投资服务等，主要涵盖以电站成套设备生产和垃圾焚烧发电等为主的环保能源领域、纺织领域、以证券、信托等为主的金融业务领域，并辅以商贸旅游、机场经营、物业管理等业务，业务范围广泛，经营实力较强。国联集团作为地方政府产业整合和资本运作的平台，资本实力强，在无锡市拥有较强的政府支持，公司能够在资金、品牌、客户、渠道等方面获得国联集团较大的支持。

总体看，作为全国性综合类券商，公司综合实力较强，在无锡地区具有较强的区域优势；此外，公司控股股东实力较强，在资金、品牌、客户、渠道等方面给予公司较大的支持。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》、《证券公司监督管理条例》等有关法律法规、规范性文件及公司章程的规定，形成了股东大会、董事会、监事会、专门委员会和高级管理层相互分离、相互制衡的公司治理结构和运作机制，建立健全包括基本制度、管理办法、工作细则三个层级的制度体系，公司整体法人治理机制运行良好。

股东会是公司最高权力机构。近年来，公司按照相关规定召开股东大会，表决程序和决议内容符合相关要求。近年来，公司股东大会审议通过了修改公司章程、实施增资扩股、开展新业务等多项议案，较好地保障了股东的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名。董事会下设薪酬与提名委员会、风险控制委员会、审计委员会。近年来，公司董事会会议审议通过了公司机构设置调整方案、财务预决算方案、年度经营计划、利润分配方案等多项议案。董事会及其下设专门委员会较好地履行了决策职能。

公司监事会由 5 名监事组成，其中职工监事 2 名。近年来，公司监事会会议审议通过了年度工作报告、财务工作报告等多项议案。此外，监事会还通过列席股东会、董事会、经营管理会议履行监督职能。

公司实行董事会领导下的总裁负责制。总裁对董事会负责。公司高级管理层由 7 名成员组成，其中总裁 1 名，副总裁 3 名，首席风险官、合规总监及财务总监各 1 名。公司高级管理层成员均具有较高的学历背景和丰富的经营管理经验，有助于公司的科学经营决策和稳健发展。

总体看，公司搭建了较为完整的公司治理架构，公司治理水平不断提高，有助于公司持续稳健发展。

2. 内部控制

公司按照相关法律法规及公司章程建立了分工明确、相互制衡的内部控制体系。近年来公司不断建立健全内部控制体系，并根据业务发展需要逐步完善组织架构设置。目前，公司按照前、

中、后台分离原则设置部门机构，公司前台设财富管理总部、机构业务管理总部、场外市场部、证券投资部、资产管理部、互联网金融部；中台设信息技术总部、运营管理总部、研究所；后台设财务会计部、合规风控部、人力资源部、办公室等职能部门。

2015年7月，公司成功实现香港联交所主板上市。作为在香港上市、注册在境内的公司，公司严格遵守上市地和境内的法律、法规及规范性文件的要求，依法合规运作，进一步提升了内控管理水平。公司根据相关规章制度的要求，逐步优化内部控制环境、完善内部控制制度、强化监督措施。公司建立了涵盖环境控制、业务控制、资金管理和会计控制、电子信息控制、人力资源与薪酬管理、合规管理与风险控制等方面的内控制度。近年来，公司注重内部控制体系的建设和完善，将内部控制管理和合规文化建设作为公司发展战略的重要组成部分。公司建立了较规范的法人治理结构，形成职责分明、相互制衡的内部控制体系；公司不断完善内部控制制度，控制措施涵盖了各项业务事前、事中和事后等环节；形成了部门内部岗位之间、部门之间互相制衡，合规风控和稽核审计部门独立监督的全方位内部控制体系。

公司董事会下设的审计委员会和风险控制委员会分别负责监督公司的稽核审计及风险管理工作，审查公司的内控及风险控制制度，审核公司的财务信息及披露工作，对公司的风险状况和风险管理能力进行评价。合规审计与风险管理部对公司的内部控制情况进行审计检查，并将审计结果及时汇报公司董事会、监事会及高级管理层，责成被审计单位制定整改计划，合规审计与风险管理部根据整改情况确定是否进行后续审计，督促被审计单位落实整改情况。

2014~2016年，公司存在3次被证券监管部门采取行政监管措施的情况，分别为：2015年8月，公司督导的江苏海特服饰股份有限公司在2014年年报披露过程中未披露财务报表附注，出现重大遗漏问题，被全国中小企业股份转让系统采取自律监管措施；2015年12月，中国证监会江苏监管局就公司信息技术管理方面存在问题，对公司出具行政监管措施决定书；2015年12月，全国中小企业股份转让系统有限责任公司就公司上海邯郸路营业部误将受限投资者开通成为合格投资者问题，对公司采取自律监管措施。公司在接到监管措施后积极开展整改，目前整改工作均已完成。在2014~2016年券商分类评级中，公司均被评为A类A级证券公司，体现出公司合规经营、财务稳健，并具有较强的资本实力和风险控制能力。

总体看，公司内部控制组织架构逐步健全，对业务风险的监控比较到位，能够较好地支撑各项业务的发展。

六、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、投资银行业务和信用交易业务为公司的主要收入来源。近年来，证券市场呈现出明显的波动态势，2014~2015年上半年，证券市场表现持续向好，2015年下半年以来，证券市场波动较大，整体下跌趋势。受证券市场行情波动影响，公司近三年营业收入分别为16.68亿元、30.79亿元和18.36亿元，呈波动增长态势，三年复合增长4.91%；净利润分别为7.30亿元、14.98亿元和6.44亿元，呈波动减少态势，三年复合减少6.13%。

表 4 2014~2016 年公司分板块营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	业务收入	占比	业务收入	占比	业务收入	占比
经纪业务	7.16	42.93	16.75	54.40	7.59	41.34
证券投资业务	4.25	25.48	5.13	16.66	1.46	7.95
投资银行业务	2.22	13.31	3.73	12.11	4.64	25.27
资产管理业务	2.04	12.23	1.57	5.10	1.34	7.30
信用交易业务	1.76	10.55	3.24	10.52	1.95	10.62
其他	-0.75	-4.50	0.37	1.20	1.38	7.52
合计	16.68	100.00	30.79	100.00	18.36	100.00

资料来源：公司提供

近年来，公司持续推动业务转型，投资银行业务发展较好，整体收入结构更加均衡。从收入构成看，经纪业务是公司第一大收入来源，2014~2016 年，其在营业收入中的占比分别为 42.93%、54.40%和 41.34%。近三年，公司经纪业务实现收入分别为 7.16 亿元、16.75 亿元和 7.59 亿元，其中，2015 年较 2014 年增幅较大主要系证券市场成交总量的增长以及经纪业务加快互联网转型创新，2016 年较 2015 年降幅较大主要系 2015 年下半年以来，证券市场较为低迷，成交量下降明显所致。公司投资银行业务由公司控股子公司华英证券开展，2014~2016 年，公司投资银行业务收入持续增长，三年复合增长 44.57%；在营业收入中的占比分别为 13.31%、12.11%和 25.27%，是公司营业收入的第二大来源。2014~2016 年，公司证券投资业务收入分别为 4.25 亿元、5.13 亿元和 1.16 亿元，其中，2015 年较 2014 年增长主要系 2015 年上半年市场行情向好带动公司投资收益增加所致，2016 年较 2015 年降幅较大主要系 2016 年证券市场整体较为低迷导致投资收益减少所致；证券投资业务收入占营业收入的比重分别为 25.48%、16.66%和 7.95%。2014~2016 年，公司资产管理业务实现收入分别为 2.04 亿元、1.57 亿元和 1.34 亿元，三年复合减少 18.95%，主要系纳入合并范围的资管产品投资收益减少所致；资产管理业务收入占营业收入的比重分别为 12.23%、5.10%和 7.30%。2014~2016 年，公司信用交易业务实现收入分别为 1.76 亿元、3.24 亿元和 1.95 亿元，其中，2015 年较 2014 年增幅较大主要系市场成交量增加带动融资融券规模增长所致，2016 年较 2015 年降幅较大主要系市场行情较为低迷导致融资融券规模减少所致；信用交易业务收入在公司营业收入中的占比分别为 10.55%、10.52%和 10.62%，占比较为稳定，是公司营业收入的重要组成部分。

总体看，受市场波动的影响，公司营业收入和净利润呈波动态势，但收入结构更加均衡。营业收入以经纪业务为主，投资银行业务近年来发展较好，并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

公司经纪业务资格齐全，能够为客户提供证券代理交易买卖、代销金融产品以及期货中间介绍等多种服务。2015 年，公司对经纪业务管理组织架构进行调整，将经纪业务管理总部与信用交易部合并为财富管理总部，经纪业务主要由财富管理总部和机构业务管理总部负责。财富管理总部负责管理零售经纪业务条线，下设发展规划部、运营管理部 and 财富管理部等 3 个二级部门，分别负责零售经纪业务条线的考核与规划、系统保障、经纪业务推广等工作；机构业务管理总部负

责管理机构经纪业务条线，主要是面向商业银行、基金、保险等机构投资者，通过提供研究及销售服务，获取分仓收入。近年来，公司在抢抓市场机遇的同时，加快推进互联网转型步伐，持续拓展互联网营销渠道，加强互联网客户引流；积极推动在线业务的发展，通过网上营业厅实现了线下业务的在线办理，实现客户足不出户的业务办理体验。通过丰富服务内容、提升服务手段，保持了传统经纪业务在无锡地区的领先地位和竞争优势，并提升了行业竞争力。

近年来，公司稳步推进营业网点的扩张。2016 年，公司分别在昆山、江阴、宜兴等地设立了 10 家营业部，并设立了深圳分公司、湖南分公司和西南分公司。截至 2016 年底，公司共有证券营业部 69 家，分公司 10 家，其中在无锡地区有 31 家营业部，具有一定的区域竞争优势。截至 2016 年底，公司经纪业务人员 844 人，占公司总人数的 63.46%，经纪业务人员数量较上年有所增加。未来，公司将结合证券营业部的区域分布特点和业务发展需要，推进分公司的建设，加强对各地区证券营业部的管理。同时，随着证券公司分支机构设立的放开以及公司非现场开户业务资格的取得，公司将注重发展现场和非现场相结合的多元化营销模式。

公司经纪业务大力推进经纪业务向财富管理业务转型，提升金融产品的销售能力，不断为客户提供符合市场变化的金融产品，积极推动金融产品研究型销售服务，增强客户体验，提升客户粘性。2016 年，公司金融产品销售量为 270.89 亿元，其中：自主研发资产管理产品销售量为 253.81 亿元，第三方基金产品销售量为 13.23 亿元，第三方信托产品销售量为 3.85 亿元，实际累计代销净收入 982 万元。

经纪业务是公司收入的主要来源。2014~2016 年，公司实现经纪业务手续费净收入分别为 6.27 亿元、14.76 亿元和 5.89 亿元。从代理买卖证券成交金额来看，受近年来证券市场波动的影响，2014~2016 年公司代理买卖证券成交额分别为 1.47 万亿元、4.05 万亿元和 2.66 亿元，呈波动增长态势。从相关市场份额来看，公司代理买卖股票和基金的市场份额总体有所提升，债券和债券回购交易的市场份额总体有所下降。受近年来证券公司互联网金融的发展和竞争的加剧，公司经纪业务佣金率逐年降低，近三年分别为 0.72‰、0.47‰和 0.32‰，处于行业平均水平，下降空间较小。

表 5 2014~2016 年代理买卖证券成交金额和市场份额情况（单位：万亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
A 股	0.82	0.55	2.99	0.59	1.67	0.66
B 股	0.0008	0.41	0.004	0.50	0.0017	0.58
基金	0.01	0.11	0.05	0.18	0.03	0.12
债券	0.002	0.03	0.002	0.03	0.001	0.01
债券回购交易	0.63	0.35	0.99	0.39	0.96	0.20
合计	1.47	--	4.05	--	2.66	--

资料来源：公司提供

总体看，近年来，受证券市场行情波动的影响，公司代理买卖证券成交额和经纪业务手续费净收入均呈现波动态势，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。华英证券经营范围主要包括股票和债券的

承销与保荐业务以及收购兼并、资产重组等财务顾问业务。近年来，华英证券逐步建立和完善投资银行业务流程和制度，采取“以无锡市场作为根据地和本大本营，聚焦江苏、山东、浙江等重点市场”的发展策略，并以成长型中小企业为切入点，开拓和储备项目资源。依托控股股东国联集团的综合金融服务平台，公司投资银行业务以股权融资业务和“新三板”为突破口，整体经营保持了较快发展，盈利水平大幅提高。截至 2016 年底，公司在中国证券业协会注册的保荐代表人共 18 名。

从业务数据来看，股权融资方面，2014~2016 年，公司分别完成了 4 单、7 单和 7 单项目，实现承销金额分别为 47.10 亿元、57.58 亿元和 65.33 亿元，承销金额逐年增长。其中，公司 2016 年完成股票再融资 2 单，并购配套融资承销 2 单，股票联合主承销 2 单，股票分销 1 单，合计承销规模 65.33 亿元。债券发行方面，2014~2016 年，公司分别完成了 17 单、11 单和 20 单项目，承销金额分别为 89.20 亿元、92.45 亿元和 222.00 亿元，实现了较大增长。其中，2016 年共完成债券主承销项目 16 单、债券联合主承销项目 4 单，累计承销金额为 222.00 亿元。新三板业务方面，公司抓住市场机遇，适时调整业务结构，2016 年公司共完成推荐挂牌项目 66 单，另有 6 单项目获同意挂牌函。2016 年新增推荐挂牌家数市场排名第 26 位，较 2015 年上升 17 位。

2014~2016 年，公司投资银行业务手续费净收入分别为 1.59 亿元、2.89 亿元和 3.85 亿元，复合增长 55.71%，实现了较好的发展。

项目储备方面，截至 2016 年底，公司有 2 单 IPO、2 单再融资项目在监管部门审核中，有 6 单公司债项目在监管部门审核或待发行中。此外，已立项未申报项目 73 个（其中股票类 52 个、债券类 21 个）；预立项项目 54 个（其中股票类 33 个、债券类 21 个）。总的来看，公司投资银行业务项目储备情况较好，未来投资银行业务有望保持较好发展势头。

表 6 公司投行业务情况表（单位：个，亿元）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额
股权融资	4	47.10	7	57.58	7	65.33
债券发行	17	89.20	11	92.45	20	222.00
其他	1	0.10	-	-	--	--
合计	22	136.40	18	150.03	27	287.33

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司投资银行依托综合金融服务平台，适时调整发展思路，收入规模保持增长，取得了较好的发展。未来随着储备项目的发行成功，投资银行业务收入有望保持增长趋势。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，合规操作风险需要更加重视。

证券投资业务

公司证券投资业务以权益类投资、固定收益类投资和衍生品投资等证券投资业务为主。公司证券投资业务由证券投资部负责经营管理，以追求风险可控下的合理收益为目标，以挖掘业务增长确定性高、估值有相对优势的投资品种为主要投资思路，采取均衡资产配置策略。公司按照投资标的不同在证券投资部设立权益类投资团队、固定收益类投资团队和衍生品投资团队，并制定了相应的分级授权体系和投资决策流程。近年来，公司不断优化和完善证券投资业务管理制度及规范细则，明确了投资决策、操作流程、业务授权及相关风险控制措施，自营业务风险控制能力增强。公司权益类证券投资业务以风险可控、稳定收益为目标，注重对基本面的研究和调研，审

慎选择低估值、高成长性的证券品种，并积极对量化、衍生品等业务进行创新性尝试；公司固定收益类证券投资业务注重对宏观经济和市场环境变化的跟踪，实行灵活操作的投资策略。投资品种以中高信用评级债券为主，规避信用风险。

近年来，受证券市场行情波动的影响，公司证券投资业务规模波动减少，近三年末分别为 51.71 亿元、35.48 亿元和 37.75 亿元。在投资结构方面，公司以债券投资为主，近三年债券投资占自营投资的比重分别为 73.97%、56.00%和 63.21%，其中，2015 年末较年初降幅较大系公司因证券市场波动减少债券投资规模所致。受证券市场波动的影响，2014~2016 年，公司证券投资业务收入分别为 4.25 亿元、5.13 亿元和 1.16 亿元，呈波动减少态势，2016 年较 2015 年大幅下降系股票等投资收益减少所致。根据证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，公司对 2015 年末风险控制指标进行了追溯。截至 2016 年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 14.52%，较 2015 年末下降 2.69 个百分点，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 10.56%，较 2015 年末上升了 4.20 个百分点，主要系公司根据市场行情变化，减少自营权益类证券规模增加固定收益类证券规模所致，但仍符合监管标准。

表 7 自营证券投资结构表（单位：亿元，%）

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票	9.92	19.18	9.20	25.93	7.17	18.99
债券	38.25	73.97	19.87	56.00	23.86	63.21
基金	2.48	4.80	3.38	9.53	2.28	6.04
资产管理计划	0.53	1.02	0.58	1.63	2.67	7.07
其他	0.52	1.02	2.45	6.91	1.77	4.69
合计	51.70	100.00	35.48	100.00	37.75	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司证券投资业务坚持稳健的投资理念，受近年来证券市场波动影响，公司投资规模和业务收入均有所波动。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。近年来，公司逐步探索专业化理财的资产管理业务运作模式，以开发创新产品为重点，相继开发设计了保证金管理产品、债券分级产品、多份额结构化债券产品、股权质押融资产品、信托联结产品、银证信保合作定向计划等产品。公司紧密结合市场行情和客户需求，持续推进各类资本市场业务、结构融资业务布局，搭建精英团队，注重风险把控，强化主动管理业务投研实力，积极打造品牌业务线和明星理财产品。在固收业务、定增业务、私募 FOF 基金、股票质押融资业务等方面取得了较大突破和良好业绩。公司多只主动管理产品收益率超过市场平均水平，为客户赢得了稳定投资回报。

公司资产管理业务包括定向资产管理业务、集合资产管理业务和专项资产管理业务。2014~2016 年，公司受托资产管理总规模逐年增长。截至 2016 年底，公司受托资产管理总规模 232.27 亿元，较年初增长 17.56%；其中集合资产管理计划 79.09 亿元，较年初增长 19.58%，主动管理能力进一步提升；定向资产管理计划 143.68 亿元，较年初增长 20.30%；专项资产管理计划 9.50 亿元，较年初略有减少。截至 2016 年末，公司管理的资产管理产品共计 96 个，其中集合资产管理计划 36 个，定向资产管理计划 59 个，专项资产管理计划 1 个。2014~2016 年，公司资产

管理业务管理费净收入分别为 0.24 亿元、0.33 亿元和 0.61 亿元，年均复合增长 59.43%，主要系公司资产管理业务规模的扩大和结构的优化所致。2014~2016 年，公司资产管理业务实现收入分别为 2.04 亿元、1.57 亿元和 1.34 亿元，三年复合减少 18.95%，主要系纳入合并范围的资管产品投资收益减少所致。

表 8 资产管理业务规模及收入情况（单位：亿元）

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末	
	规模	管理费净收入	规模	管理费净收入	规模	管理费净收入
集合资产管理业务	50.44	0.11	66.14	0.18	79.09	0.37
定向资产管理业务	99.53	0.12	119.43	0.15	143.68	0.24
专项资产管理业务	12.00	0.01	12.00	--	9.50	--
合计	161.94	0.24	197.57	0.33	232.27	0.61

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司资产管理业务积极开展产品创新，丰富产品体系，并提升主动管理能力，业务规模持续稳定增长。但目前公司资产管理业务规模不大，资产管理业务收入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业务、约定购回及和股票质押式回购业务以及期权业务等，由财富管理总部负责。

2012 年，公司获得开展融资融券业务资格。2014~2016 年，受证券市场波动的影响，公司融资融券业务规模波动增长，年末融资融券余额分别为 37.98 亿元、61.51 亿元和 43.79 亿元；公司融资融券账户数目逐年增加，近三年年末分别为 9,259 户、15,111 户和 16,015 户；受融资融券业务规模波动影响，2014~2016 年，公司实现融资融券利息收入分别为 1.71 亿元、4.65 亿元和 3.61 亿元，呈波动增长态势，三年复合增长 45.30%。

表 9 2014~2016 年公司融资融券业务情况表（单位：户，亿元）

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末
融资融券账户数目	9,259	15,111	16,015
融资融券余额	37.98	61.51	43.79

资料来源：公司提供

2013 年，公司获得约定购回式证券交易业务和股票质押式回购交易业务资格。约定购回业务方面，公司约定式购回业务呈现行业性收缩发展趋势。自 2015 年 10 月最后一笔约定式购回业务完结后，已暂停该业务的项目受理和审批。截至 2016 年底，公司待购回初始交易金额为 0 元。

股票质押业务方面，公司深入挖掘上市公司金融服务需求，加大沟通力度，同时建立和完善了股票质押式回购业务的标准，并进一步优化项目申报流程，促进股票质押式回购业务的发展。2014~2016 年末，公司股票质押业务待回购金额分别为 11.48 亿元、13.45 亿元和 10.67 亿元，实现利息收入分别为 0.26 亿元、0.71 亿元和 0.80 亿元，取得了较快的增长，但整体规模一般。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 2016 年末，“小融宝”开户数达 7,257 户，较 2015 年底的 1,694 户大幅增长 328.39%；“小融宝”融资余额规模超过 0.73 亿元。

2015年初,公司顺利通过由中国证监会组织的各地监管局跨区对证券公司融资类业务的直检并取得上海证券交易所期权业务资格。截至2016年底,公司沪市期权经纪业务合约账户累计开户数为754户,较2015年底的424户增长了77.83%,沪市期权经纪业务累计开户数份额在行业中排名第36位。2016年实现佣金收入0.02亿元,较2015年增长了164.65%。

总体看,近年来,公司信用交易业务以融资融券业务为主,业务规模和收入受市场行情影响有所波动,未来业务的增长也存在一定不确定性。

股权直接投资业务

公司股权直接投资业务由全资子公司国联通宝开展。国联通宝成立于2010年1月18日,注册资本2.00亿元,经营范围为使用自有资金对境内企业进行股权投资。近年来,国联通宝依托控股股东在品牌、信息、资源等方面的优势,以无锡地区为根据地,不断拓展业务合作渠道,聚焦符合国家产业要求的行业,有针对性的开展股权直接投资业务。2016年,国联通宝股权投资业务成功投资2家,完成项目投资金额0.26亿元。此外,国联通宝参与设立了嘉兴宝满投资合伙企业(有限合伙),该有限合伙基金认缴出资额0.72亿元。截至2016年末,国联通宝及其管理的有限合伙基金累计完成投资项目8个,累计完成投资金额0.9亿元,其中已完成盈利退出的项目2个,退出投资成本额0.19亿元,已投资的企业共5家挂牌新三板。

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。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。截至目前,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

2017年,公司将积极推进A股上市进程,以服务实体经济、提升客户体验为目标,加快建设综合金融客户服务平台,以全方位、综合性的金融一体化解决方案,服务和培育长期客户群体,与客户保持长期伙伴关系,实现共同成长。公司将加快推进落实互联网金融战略,在互联网平台建设、互联网营销模式创新、互联网渠道引流、互联网产业链资本投资布局等领域实施探索,深入推进互联网金融的渠道拓展和战略合作。公司将进一步拓宽经营范围,在基金托管业务、国际业务等方面争取突破,提升服务的多元化水平,丰富收入来源,增强经营业绩稳定性。

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。

七、风险管理分析

公司建立了以董事会风险控制委员会为核心,由风险控制委员会、审计委员会、合规风险部和相关业务部门构成的风险管理架构体系。董事会对公司风险管理的有效性承担最终责任,董事会风险控制委员会负责审议风险管理的总体目标、基本政策,对总体风险管理情况进行监督;公司设立合规总监,负责全面风险管理工作;合规风险部履行全面风险管理职能,包括风险识别及评估、风险指标体系的建立和完善,对整体风险进行监测、分析和报告;各部门和分支机构的负

责人对各自所辖范围内风险管理的有效性承担责任。

1. 市场风险管理

市场风险指在证券市场中因股市价格、利率、汇率等的变动而导致价值未预料到的潜在损失的风险。公司市场风险主要来自于证券自营和资产管理业务等，主要表现为股票价格风险、利率风险、汇率风险。

为控制市场风险，公司主要采取以下方法：（1）敏感度分析，公司通过不同的敏感度参数设定限额控制及调整金融产品的市场风险，确保整个组合风险在预期范围内；（2）集中性控制，公司在各层级执行资本限额（包括业务及产品），并通过限制市场风险敞口方式控制风险承受能力，公司每年调整资本限额，以反映市场行情、业务状况及公司风险承受水平的变化；（3）在险价值方法，公司使用每日在险价值评估风险敞口及公司债务、股权投资相对或绝对风险，并及时监控公司相关风险限额；（4）压力测试及情景分析，公司采用压力测试及情景分析来监控风险敞口。公司定期发布市场风险报告，并在各业务部门指派固定风险控制人员监控及分析与经营业务有关的风险。

总体看，随着市场环境的波动及公司自营、资管业务的发展，公司面临的市场风险将上升，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。

2. 信用风险管理

信用风险是指融资类客户、交易对手或本公司持有证券发行人因各种原因未能履行约定契约中的义务而造成本公司经济损失的风险。主要包括交易对手方信用风险（违约风险）、担保品风险等。

交易对手方信用风险指交易对手方未能履行约定契约中的义务而对公司造成经济损失的风险。公司建立内部信用评级模型控制该风险，通过分析交易对手的各项财务指标来判断交易对手的经济实力，包括流动资金、负债水平、稳定收入来源以及股票市值等因素，出具尽职调查报告。公司初步构建隐含评级模型，基于市场数据对债券进行内部评级，以期实现对债券信用风险的每日监控。担保品风险指参与抵押的担保品的兑付能力是否能覆盖项目本身需要承担的违约暴露。公司开展的融资融券和股票质押等信用交易业务会面临此类风险。因此，公司根据市场行情和个股的风险对担保品的价值做周期性调整。

总体看，公司初步搭建了各类业务的信用风险管理架构，未来债券投资规模的上升和信用交易业务的快速发展将导致公司面临的信用风险水平上升，相应的风险预警、压力测试等风险管理措施需进一步完善。

3. 流动性风险管理

流动性风险是指公司无法以合理成本及时获得充足资金以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。公司自营、资产管理、融资融券、信用交易业务的快速发展都对流动性提出了更高的要求。

为有效应对和管理流动性风险，公司采取如下措施：（1）高效管理资金来源、融资安排及资金配置；（2）根据公司的业务发展、财务状况及融资能力，同时考虑经营过程中所涉及流动性风险及其他相关风险，确定各项业务的流动性风险偏好、正常流动性水平及流动性风险限额；（3）在资金运用达到流动性限额时进行压力测试，采取适当措施确保各业务线的流动性风险敞口在授权阈值以内；（4）建立充足的流动性储备，确保在紧急情况下提供额外资金来源。

截至 2016 年末，公司净稳定资金率和流动性覆盖率分别为 200.03%和 1,436.32%，均符合监管要求。

目前，公司财务杠杆水平较低，配置资产的变现能力强，整体流动性压力不大。随着融资融券、股票质押式证券交易等创新业务的发展，公司将逐步加大负债力度以满足其资金需求，这对公司的流动性管理提出了更高要求。

4. 操作风险管理

操作风险指在公司运营过程中，由于不恰当或失效的内部流程、人员和系统或外部事件导致公司发生损失的风险。

针对操作风险，公司建立健全内控机制，定期在全公司范围内开展内部控制有效性评估工作；专设操作风险管理人员，规范优化相关业务流程；整理统计操作风险事件发生频率及相应损失以建立损失数据库，根据风险等级矩阵评估由操作风险导致的预计损失；此外，公司通过内部培训、年度考核等多种方式不断强化各岗位人员的行为适当性与操作规范性；并建立应急风险处置预案并定期演练，确保设备、数据、系统的安全，防范因信息系统故障而导致的突发性、大范围的操作风险。

总体看，公司建立并持续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，公司需进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年三年连审财务报告经德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了标准无保留的审计意见。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 2016 年末，公司资产总额 239.92 亿元，其中客户资金存款 67.74 亿元、客户备付金 28.90 亿元；负债总额 160.96 亿元，其中代理买卖证券款 96.26 亿元；所有者权益 78.96 亿元；专项合并口径下净资产 83.89 亿元。2016 年，公司实现营业收入 18.36 亿元，净利润 6.44 亿元，其中归属母公司所有者净利润 6.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额-16.88 亿元，现金及现金等价物净增加额-52.01 亿元。

2. 资产质量与流动性

近三年，公司自有资产波动增长，年均复合增长 11.13%。截至 2016 年底，公司自有资产 125.79 亿元，其中可快速变现资产 105.70 亿元，较年初下降 17.75%，公司可快速变现资产占自有资产的比重为 84.03%，自有资产以可快速变现资产为主。公司可快速变现资产以可供出售金融资产（占比 6.86%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（7.23%）、融出资金（占比 41.18%）、自有货币资金（占比 23.32%）和买入返售金融资产（占比 17.56%）为主。与年初相比，融出资金占比有所下降，主要系受市场行情影响，两融业务规模下降所致；买入返售金融资产占比有所上升，主要系公司加大了银行间买入返售的规模。

近三年，公司可供出售金融资产持续增加，年均复合增长 36.81%，截至 2016 年底，公司可供出售金融资产账面价值 16.64 亿元，较年初增加 5.83%，其中，股票占比 33.05%、资管计划占比 16.05%、基金及专户投资占比 36.22%、其他股权投资占比 7.33%。近三年，公司以公允价值计

量且其变动计入当期损益的金融资产波动下滑，年均复合下降 20.10%，其中 2015 年末公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产较年初下降 39.39%，主要系公司减少了债券投资规模所致。截至 2016 年底，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 27.32 亿元，较年初上涨 5.34%，其中，债券占比 87.34%、股票占比 6.10%、基金占比 4.73%、资产支持证券占比 1.84%。近三年，公司融出资金规模波动上涨，年均复合增长 7.91%，其中 2015 年较 2014 年增加的原因系市场成交量增加所致，截至 2016 年底，融出资金 43.53 亿元，较年初下降 28.46%，主要系受市场行情影响公司两融业务规模缩减所致，从融出资金剩余期限来看，以 6 个月以上为主，占比 58.39%。近三年，受公司 2015 年香港上市募集资金以及市场行情波动影响，货币资金波动上升，年均复合增长 17.70%，截至 2016 年末，公司货币资金 92.39 亿元，较年初下降了 35.37%，主要系市场行情低迷导致客户资金存款下降所致。近三年，公司买入返售金融资产波动增加，年均复合增长 16.46%，截至 2016 年底，公司买入返售金融资产 19.81 亿元，较年初上涨了 28.14%，其中，股票质押式回购占比 53.79%、交易所质押式买入返售占比 8.23%、银行间质押式买入返售占比 28.87%、银行间买断式买入返售占比 9.11%。

表 10 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末
自有资产	101.85	148.22	125.79
可快速变现资产	83.25	128.52	105.70
其中：可供出售金融资产	7.84	8.97	7.25
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	15.20	4.48	7.64
融出资金	37.38	60.85	43.53
自有货币资金	9.50	39.02	24.65
自有结算备付金	2.60	5.12	4.07
买入返售金融资产	10.72	10.09	18.56
其他类资产	102.64	163.51	114.14
其中：客户资金存款	57.19	103.92	67.74
客户备付金	25.16	38.48	28.90
资产总额	204.49	311.74	239.92

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

注：表中可供出售金融资产中已剔除证券公司理财产品、专项资管计划、信托计划及以成本计量的股权投资。

总体看，近年来，公司自有资产规模波动增加，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. 负债及杠杆水平

近三年，公司自有负债规模波动减少，三年复合下降 10.42%（见下表）。截至 2016 年底，公司自有负债 46.83 亿元，其中，卖出回购金融资产款占比为 18.84%，应付债券占比为 70.47%。截至 2016 年末，公司卖出回购金融资产款为 8.82 亿元，较年初上涨 106.13%，主要系公司卖出回购债券规模增加所致；截至 2015 年末，公司应付债券较年初增加了 46.51%，主要系公司发行 16.50 亿元的收益凭证所致，截至 2016 年末，公司应付债券合计 33.00 亿元，较年初变化不大；2016 年，公司偿还所有应付短期融资款。

表 11 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末
自有负债	58.36	67.93	46.83
其中：卖出回购金融资产款	22.51	4.28	8.82
应付短期融资款	3.00	25.00	0.00
应付债券	21.50	31.50	33.00
非自有负债	102.64	163.51	114.14
其中：代理买卖证券款	77.69	135.57	96.26
应付合并结构性主体权益持有者款项	24.95	27.94	17.87
负债总额	161.00	231.45	160.96
自有资产负债率	57.30	45.83	37.23
净资本/负债	89.24	118.43	193.69
净资产/负债	84.58	125.14	179.64

资料来源：公司审计报告、监管报表，联合评级整理。

截至 2016 年末，公司净资本/负债和净资产/负债指标分别为 193.69%和 179.64%，远高于行业监管标准；近三年，公司的自有资产负债率分别为 57.30%、45.83%和 37.23%，逐年下降，主要系公司 2015 年港股上市募集资金以及偿还应付债券融资款所致。结合公司所处的证券行业来看，公司杠杆处于较低水平。

有息债务方面，近三年，公司债务规模波动减少，总债务年均复合下降 12.21%，截至 2016 年末，公司总债务规模 41.82 亿元，较年初下降 31.19%，主要系公司偿还收益凭证和短期次级债所致。近三年公司债务结构变化较大，由短期债务为主变为长期债务为主；2014 年末和 2015 年末，公司长期债务占比分别为 40.94%和 51.83%；2016 年末公司长期债务占比进一步增加至 78.91%，主要系公司偿还应付短期融资款所致。

从集中兑付情况来看，截至 2016 年末，公司存续期内债券合计 33.00 亿元，到期情况如下表，公司整体债务负担一般。

表 12 截至 2016 年末公司应付债券集中兑付情况分析（单位：亿元，%）

到期日年份	金额	占比
2017 年	18.00	54.55
2021 年	15.00	45.45
合计	33.00	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，近年来，由于公司港股上市募集资金以及偿还应付短期融资款，公司杠杆水平持续下降，处于行业较低水平，存在较大加杠杆空间。

4. 资本充足性

近三年，受公司港股上市影响，公司股东权益波动增加，年均复合增长 34.75%。截至 2016 年底，公司股东权益合计 78.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益 75.69 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 25.13%、28.78%、23.67%和 14.01%，公司股东权益的稳定性较好。2016 年，公司利润分配预案为现金分红金额为 2.66 亿元，占当年净利润 41.38%，公司分红力度较大，利润留存对资本补充的作用一般。

近年来，公司主要通过发行新股和发行次级债券等途径补充资本。其中，2014 年发行 15 亿元次级债券（“14 国联债”）；2015 年港股上市，筹集资金净额港币 30.97 亿元，折合人民币 24.44

亿元；2016 年发行 15 亿元次级债（“16 国联 C1”）。2014 年底，公司专项合并口径的净资产规模为 45.80 亿元，2015~2016 年底公司专项合并口径净资产规模分别为 74.99 亿元和 83.89 亿元，年均复合增长 35.34%。受 2016 年次级债券发行影响，截至 2016 年底，公司净资产规模较年初增加 17.49%，其中核心净资产占比大，为 68.89 亿元，较年初变化不大；附属净资产 15.00 亿元，较年初大幅增加 252.94%，主要系发行次级债所致。2014~2016 年末，净资产规模分别为 43.41 亿元、79.23 亿元和 77.80 亿元，年均复合增长 33.87%，2015 年公司受港股上市影响，净资产规模大幅增长。从主要风控指标来看，截至 2016 年末，公司专项合并口径的净资产/净资产指标为 107.82%，较 2015 年末上升 13.18 个百分点，主要系 2016 年次级债发行导致净资产增加所致，处于较高水平；资本杠杆率指标由 2015 年末的 49.25% 上升为 56.65%，主要系表内外资产余额下降所致；各项风险资本准备之和由 2015 年末的 12.24 亿元增加至 16.40 亿元；受各项风险资本准备大幅上升影响，风险覆盖率指标由 2015 年末的 612.69% 下降至 2016 年末的 511.46%。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 13 截至 2014 年末公司风险控制指标监管报表（单位：亿元，%）

项目	监管标准	预警指标	2014 年
净资产	--	--	45.80
净资产	--	--	43.41
净资产/各项风险准备之和	>100	>120	688.41
净资产/净资产	>40	>48	105.51

数据来源：公司净资产监管报表，以上指标均为专项合并口径。

表 14 2015~2016 年末公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	监管标准	预警标准
核心净资产	70.74	68.89	--	--
附属净资产	4.25	15.00	--	--
净资产	74.99	83.89	--	--
净资产	79.23	77.80	--	--
各项风险准备之和	12.24	16.40	--	--
风险覆盖率	612.69	511.46	≥100	≥120
资本杠杆率	49.25	56.65	≥8	≥9.6
净资产/净资产	94.64	107.82	≥20	≥24

数据来源：公司净资产监管报表，以上指标均为专项合并口径。

总体看，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，2014~2015 年，公司经营性现金流为净流入状态，2016 年公司经营性现金流净流出，三年分别为 32.95 亿元、43.30 亿元和 -16.88 亿元，2016 年净流出主要系市场成交量下降导致的代理买卖证券收到的现金净额下降所致；2014~2016 年，公司投资性现金流均为净流出状态，三年分别为 -1.88 亿元、-6.58 亿元和 -1.22 亿元，2016 年，公司投资规模大幅下降，导致投资性现金净流出规模大幅减少；2014~2016 年，公司筹资性现金流净额分别为 16.99 亿元、54.23 亿元和 -34.48 亿元，其中 2015 年，受港股上市和次级债发行的影响，公司筹资活动现金流为大规模的净流入状态，2016 年公司到期偿还债务导致筹资性现金流为净流出状态。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 15 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
经营性现金流量净额	32.95	43.30	-16.88
投资性现金流量净额	-1.88	-6.58	-1.22
筹资性现金流量净额	16.99	54.23	-34.48
现金及现金等价物净增加额	48.05	92.09	-52.01
期末现金及现金等价物余额	94.45	186.53	134.52

资料来源：公司审计报告

总体看，公司经营活动现金流受市场影响波动较大，投资活动现金流持续净流出，但规模一般，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

近三年，受证券市场行情波动变化影响，公司营业收入呈波动增长趋势，年均复合增长率为 4.91%，2015 年证券市场成交量大幅增长，公司实现营业收入 30.79 亿元，同比大幅增长 84.56%。2016 年证券市场整体较为低迷，公司的经纪业务和自营业务收入下降显著，导致营业收入整体规模大幅下滑，2016 年公司实现营业收入 18.36 亿元，同比减少 40.37%，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，2016 年手续费及佣金净收入占营业收入总额的 56.39%，较 2015 年下降 2.03 个百分点；投资收益占营业收入总额的 13.95%，较 2015 年下降 12.17 个百分点，主要系市场行情影响导致处置金融资产投资收益下降所致；利息净收入占营业收入总额的 13.95%，较上年上升 10.30 个百分点，主要系手续费及佣金净收入和投资收益占比下降导致利息净收入占比提高。

表 16 公司营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	8.11	48.59	17.99	58.42	10.35	56.39
利息净收入	1.72	10.30	4.65	15.10	4.67	25.41
投资收益	5.59	33.48	8.04	26.12	2.56	13.95
公允价值变动收益	1.23	7.40	-1.09	-3.53	0.12	0.65
其他	0.04	0.22	1.20	3.89	0.66	3.60
营业收入合计	16.68	100.00	30.79	100.00	18.36	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从营业支出来看，近三年，公司营业支出呈波动增长趋势，年均复合增长 17.62%，2016 年公司营业支出 9.79 亿元，同比减少 19.68%，主要系“营改增”后，营业税金及附加减少。从支出构成来看，主要是业务及管理费，近三年年均复合增长 16.65%。2016 年公司业务及管理费为 8.34 亿元，占比 85.14%。2016 年，由于市场行情低迷导致营业收入下滑，公司营业费用率和薪酬收入比较上年有所上升，分别为 45.41%和 30.92%，公司成本控制能力一般。

从盈利指标来看，2014~2016 年，受市场行情波动影响，公司净利润波动减少，年均复合下降 6.13%；2016 年受市场行情低迷影响，公司盈利能力较 2015 年下降明显，实现净利润 6.44 亿元，同比减少 57.04%，营业利润率 46.66%、平均净资产收益率 8.08%和平均自有资产收益率 4.70%，

较上年分别下降 17.80 个百分点、16.13 个百分点和 7.29 个百分点。

表 17 近三年公司盈利情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
营业支出	7.08	10.94	9.79
其中：业务及管理费	6.13	8.62	8.34
净利润	7.30	14.98	6.44
营业利润率	57.57	64.45	46.66
营业费用率	36.73	28.01	45.41
薪酬收入比	22.49	18.29	30.92
平均自有资产收益率	7.17	11.98	4.70
平均净资产收益率	16.80	24.21	8.08

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

与国内同行业其他证券公司比较，公司盈利能力处于中上游水平（如下表所示）。

表 18 2016 年主要证券公司盈利指标情况（单位：亿元，%）

公司名称	营业利润率	净资产收益率
中原证券	47.31	7.67
光大证券	41.59	6.87
长江证券	46.10	10.43
太平洋证券	42.05	6.95
国联证券	46.66	8.08

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，本表其他证券公司相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，近年来受市场波动影响，公司收入波动较大，2015 年得益于市场整体发展较好影响，盈利能力显著增强，2016 年受市场行情低迷影响，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

近三年，随着公司利润总额的波动，公司 EBITDA 波动减少，分别为 11.93 亿元、24.38 亿元和 11.71 亿元。2016 年公司 EBITDA 由折旧和摊销（占 4.59%）、利息支出（占 21.99%）和利润总额（占 73.42%）组成，利润总额在 EBITDA 构成中占比较大。近三年，公司债务规模波动减少，公司 EBITDA 全部债务比波动减少，分别为 0.23 倍、0.40 倍和 0.28 倍，2016 年 EBITDA 对全部债务的保护能力有所下降，主要是受市场行情影响利润总额下降所致；EBITDA 利息倍数逐年下降，分别为 6.44 倍、6.06 倍和 4.55 倍，2016 年下降幅度较大，主要系受市场行情影响利润总额下降所致，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 2016 年底，公司可快速变现资产/自有负债为 2.26 倍，该类资产可对债务形成良好保障。

表 19 公司偿债能力指标表（单位：亿元，%，倍）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
总债务	52.51	60.78	41.82
自有资产负债率	57.30	45.83	37.23
可快速变现资产/自有负债	1.43	1.89	2.26

EBITDA	11.93	24.38	11.71
EBITDA 全部债务比	0.23	0.40	0.28
EBITDA 利息倍数	6.44	6.06	4.55

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年 3 月 27 日，根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，近年来，公司债务负担有所减轻，且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，公司整体偿债能力较强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至 2016 年末，公司自有负债合计为 46.83 亿元。本期拟发行公司债券规模为不超过（含）10.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度一般，对债务负担有一定的影响。

以 2016 年末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为 41.85%，杠杆水平有一定上升，但整体处于适中水平。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2016 年末的财务数据为基础，按照公司发行 10.00 亿元公司债券估算可快速变现资产、EBITDA 和股东权益对本期债券本金的保障倍数（详见下表）。

表 20 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2016 年
可快速变现资产/本期债券本金	10.57
EBITDA/本期债券本金	1.17
股东权益/本期债券本金	7.90

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

公司持有较大规模的可快速变现资产，该类资产可对本期债券形成良好保障；公司 2016 年实现 EBITDA 对本期债券的本金覆盖程度较好，同时，公司因发行债券增加的流动资金，主要用于补充公司运营资金，有利于公司盈利能力的增强。此外，公司作为上市司拥有较为顺畅的融资渠道，能够为本期债券提供较强的现金流保障。

综合以上分析，并考虑到公司立足无锡、辐射全国，具备较强经营实力；作为上市公司，融资渠道畅通；持有较大规模可快速变现资产，公司对本期债券的偿还能力很强。

十、综合评价

公司作为立足无锡辐射全国的综合性上市券商，依托控股股东国联集团综合金融平台优势和自身营业网点的区域优势，稳步拓展各项业务，具备一定竞争优势。近年来，公司治理机制运行良好，内控组织架构逐步健全，风险管理体系逐步完善，在 2014~2016 年券商分类评级中，公司

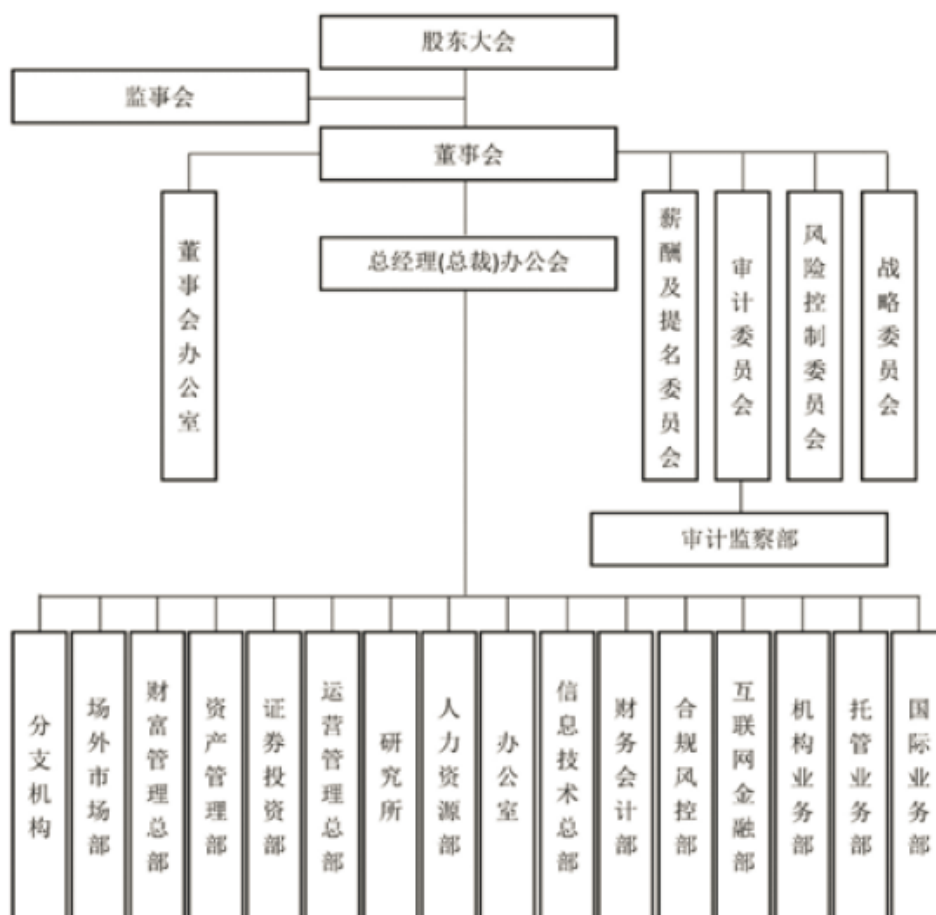
均被评为 A 类 A 级证券公司。

近年来，公司持续推动业务转型，投资银行业务发展较好，整体收入结构更加均衡。截至 2016 年末，公司资产以可快速变现资产为主，资产质量良好，资本较为充足。联合评级同时也关注到近年来受证券市场剧烈震荡影响，公司营业收入及净利润规模均出现较大波动，盈利能力有所下滑；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。

未来随着资本市场的持续发展和公司各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

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	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	204.49	311.74	239.92
自有资产（亿元）	101.85	148.22	125.79
可快速变现资产（亿元）	83.25	128.52	105.70
所有者权益（亿元）	43.49	80.29	78.96
自有负债（亿元）	58.36	67.93	46.83
自有资产负债率（%）	57.30	45.83	37.23
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.43	1.89	2.26
营业收入（亿元）	16.68	30.79	18.36
净利润（亿元）	7.30	14.98	6.44
营业利润率（%）	57.57	64.45	46.66
营业费用率（%）	36.73	28.01	45.41
薪酬收入比（%）	22.49	18.29	30.92
平均自有资产收益率（%）	7.17	11.98	4.70
平均净资产收益率（%）	16.80	24.21	8.08
净资本（亿元）	45.80	74.99	83.89
风险覆盖率（%）	688.41	612.69	511.46
资本杠杆率（%）	--	49.25	56.65
流动性覆盖率（%）	--	186.55	1436.32
净稳定资金率（%）	--	181.13	200.03
短期债务（亿元）	31.01	29.28	8.82
长期债务（亿元）	21.50	31.50	33.00
全部债务（亿元）	52.51	60.78	41.82
EBITDA（亿元）	11.93	24.38	11.71
EBITDA 利息倍数（倍）	6.44	6.06	4.55
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.40	0.28
EBITDA/本期发行额度（倍）	1.19	2.44	1.17

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-应付合并结构性主体权益持有者款项
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-应付合并结构性主体权益持有者款项
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
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 -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。

联合信用评级有限公司关于 国联证券股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年国联证券股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

国联证券股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。国联证券股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注国联证券股份有限公司的相关状况，如发现国联证券股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如国联证券股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至国联证券股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送国联证券股份有限公司、监管部门等。

