

跟踪评级公告

联合[2019]661 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” 和 “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：

二零一九年五月十六日

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 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+

评级展望：稳定

上次评级结果：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+	2018 年 4 月 27 日
17 国联 02	8.00 亿元	AA+	AA+	2018 年 4 月 27 日
17 国联 03	5.00 亿元	AA+	AA+	2018 年 4 月 27 日
18 国联 01	7.00 亿元	AA+	AA+	2018 年 4 月 27 日

本次评级时间：2019 年 5 月 16 日

主要财务数据：

项 目	2017 年	2018 年
自有资产（亿元）	154.80	145.38
自有负债（亿元）	78.87	68.89
所有者权益（亿元）	75.93	76.49
优质流动资产/总资产（%）	16.66	19.41
自有资产负债率（%）	50.95	47.38
营业收入（亿元）	12.63	9.90
净利润（亿元）	3.74	0.51
营业利润率（%）	40.60	7.17
净资产收益率（%）	4.82	0.66
净资本（亿元）	81.96	78.29
风险覆盖率（%）	399.77	430.00
资本杠杆率（%）	43.66	46.65
短期债务（亿元）	37.18	22.67
全部债务（亿元）	75.18	65.84
EBITDA（亿元）	8.48	5.43
EBITDA 利息倍数（倍）	3.09	1.33
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.08
EBITDA/待偿债券本金（倍）	0.28	0.18

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、本报告中涉及净资本、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，2018 年，分支机构进一步增加，继续保持无锡地区较强的区域竞争优势；同时，公司资产质量良好，资本较为充足。

同时，联合评级也关注到受证券市场剧烈震荡、监管政策的变化以及股票质押式回购业务出现风险事件的等影响，跟踪期内，公司营业收入及净利润规模均出现下滑，盈利水平下降明显。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，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+”。

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. 2018 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。

3. 截至 2018 年末，公司资产流动性和资产质量较好，杠杆水平较低，资本充足性好。

关注

1. 证券行业严监管和证券市场低迷的环境下，2018 年证券行业收入水平延续下降趋势。

2. 2018 年公司自营业务发生亏损、股权

质押式回购业务发生减值，公司营业收入及净利润规模均出现较大幅度下降，盈利水平下降明显。

3. 公司股票质押式回购业务出现风险事件，涉及金额较大，可能对公司未来盈利水平造成不利影响。

分析师

卢芮欣

电话：010-85172818

邮箱：lurx@unitedratings.com.cn

张 帆

电话：010-85172818

邮箱：zhangfan@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：


张帆

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”）前身是成立于 1992 年的无锡市证券公司，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，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，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 15.00 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，公司的总股本由 15.00 亿股增加至 19.024 亿股，注册资本由人民币 15.00 亿元增加至人民币 19.024 亿元。截至 2018 年末，公司注册资本为 19.024 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国资委（股权结构详见附件 1）。

表 1 截至 2018 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
无锡市国联地方电力有限公司	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 2018 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 87 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 1,604 人（合并口径）。

截至 2018 年末，公司资产总额 212.84 亿元，其中客户资金存款 40.27 亿元、客户备付金 17.05 亿元；负债总额 136.35 亿元，其中代理买卖证券款 55.95 亿元；所有者权益 76.49 亿元；专项合并口径²下净资产 78.29 亿元。2018 年，公司实现营业收入 9.90 亿元，净利润 0.51 亿元，其中归属母公司所有者净利润 0.51 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.76 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.69 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。

二、跟踪债券概况

“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）”，

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 含国联证券母公司和华英证券有限责任公司。

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。公司按期支付了 2017 年 8 月 24 日至 2018 年 8 月 23 日期间的利息。

“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。公司按期支付了 2017 年 9 月 14 日至 2018 年 9 月 13 日期间的利息。

“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。公司按期支付了 2017 年 11 月 16 日至 2018 年 11 月 15 日期间的利息。

“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。公司按期支付了 2018 年 2 月 6 日至 2019 年 2 月 5 日期间的利息。

三、行业分析

证券行业严监管和证券市场低迷的环境下，2018 年证券公司收入水平延续下降趋势，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成；传统业务高度依赖市场行情，业绩承压；信用业务风险暴露但 11 月以来有所缓解，主动管理能力为资管业务核心竞争力。

2018 年，证券行业延续严监管趋势，行业监管积极出台政策引导证券公司规范经营和业务转型，防范和化解金融风险；证监会进一步强化了对证券公司的现场检查力度，证券公司罚单激增；截至 2018 年底，证监会及其派出机构已对 40 家券商开出 58 份行政监管措施或行政处罚书，较 2017 年全年 4 张罚单大幅增加；58 张罚单中，29 张罚单涉及合规风控问题，另有 9 张罚单涉及债券承销业务，8 张涉及并购重组类处罚且罚没款金额较大，投行业务为重点监管范畴。

2018 年以来，证券市场股债分化，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌，而在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓自营业务降幅；受市场行情和监管政策等多方面因素影响，证券公司业绩明显下滑；从收入结构来看，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，自营业务收入占比进一步增加至 30% 以上，超过经纪业务成为第一大业务收入来源，投行和经纪业务收入占比下降，资管和信用业务占比变动不大。经纪、自营业务与证券市场关联度较高，收入水平有所下降且面临较高市场风险；信用业务规模收缩，股票质押业务风险暴露但 11 月以来随着纾困资金的逐步到位有所缓解，主动管理能力成为资管业务核心竞争力。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，截至 2018 年底，131 家证券公司总资产为 6.26 万亿元，较 2017 年底增加 1.95%；净资产为 1.89 万亿元，较 2017 年底增加 2.16%，净资本为 1.57 万亿元，较 2017 年底变动不大，资本实力保持稳定。2018 年，131 家证券公司中，106 家公司实现盈利，全年实现营业收入 2,662.87 亿元，全年实现净利润 666.20 亿元，分别同比减少 14.47% 和 41.04%，降幅较 2017 年分别扩大 9.39 和 32.57 个百分点，经营业绩大幅下滑。

2019 年，资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司业务转型加速行业集中度提升，证券行业“强者恒强”的局面凸显；资本市场利好政策有利于改善证券公司经营环境，但国际形势复杂化、证券市场震荡走势难以改善等不利因素依然存在，需对中小证券公司保持关注。

2018 年，证券公司经营业绩受市场和政策影响呈现较大下滑态势，资管新规的落地、佣金率的探底、业务同质化的加剧以及传统业务牌照红利的渐失将倒逼证券公司业务转型，预计 2019 年机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点，随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力、金融科技运用，将加速证券行业集中度的提升；而《证券公司分类监管规定》也进一步突出监管导向，加分指标方面有利于大型综合券商通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力以及跨境业务能力等获得加分优势；由此，证券公司行业格局会进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面将进一步凸显，中小证券公司面临竞争更加激烈。

自 2018 年 10 月国务院金融稳定发展改革委员会召开会议以来，资本市场改革持续释放积极信号，包括并购重组、再融资松绑、设立科创板试点注册制、中金所对股指期货交易安排进一步松绑等；2018 年 12 月，中央政治局会议强调稳中求进工作总基调，再次提出“六个稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）将成为 2019 年我国经济工作的主要方向，并首次提出“提振市场信心”；同时，随着纾困资金的落地，股票质押业务风险有所缓解，证券公司政策环境或有所改善。但是，中美贸易战引发的国际形势复杂化、我国经济下行压力较大以及资本市场振幅加剧、市场信心短期内难以恢复等不利因素依然存在，证券公司盈利仍具有较大不确定性。若市场或政策出现超预期的不利情况，需关注受市场影响较大、资本实力较弱且股东背景一般的中小证券公司信用风险将加大的情况。

总体看，资本市场改革和行业监管将推动证券公司加速转型，行业集中度将进一步提升；同时，中小券商经营压力加大，需对中小券商保持关注。

四、管理与内控分析

2018 年以来，公司董事和高管人员有所变化。董事方面，2018 年 11 月，公司召开 2018 年第二次临时股东大会，选举吴星宇先生为公司第三届董事会独立非执行董事，原独立非执行董事陈清元女士不再履行职务。高管方面，2018 年 11 月，公司第三届董事会第二十三次会议作出决议，聘任杨明先生为公司董事会秘书，原董事会秘书李正全先生不再履行职务。公司董事会现由 9 名

董事组成，其中执行董事 1 名、非执行董事 5 名、独立非执行董事 3 名，董事会设董事长 1 名；监事会现由 5 名监事组成，其中股东代表监事 3 名、职工监事 2 名，监事会设监事会主席 1 名；高级管理层由 5 名成员组成，其中总裁 1 名，副总裁 1 名，首席风险官、合规总监及财务总监各 1 名；符合公司章程要求。

内部控制方面，公司对照《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》和《证券公司合规管理实施指引》的规定要求，进一步完善了公司合规管理制度体系建设。通过制度的修订，公司已按照“合规从管理层做起”的要求，在合规管理组织架构、各部门及人员合规管理职责分工、合规考核问责等方面，构建了涵盖董事会、经营管理层、各部门及分支机构、子公司多层次的合规管理制度体系，加强公司内控管理，促进合规文化建设，防范合规风险。2018 年，合规法务部修订发布了《国联证券股份有限公司合规审查与咨询管理办法》、《国联证券股份有限公司客户异常交易行为管理及风险处置指引》等 3 部合规管理制度，新增《国联证券股份有限公司证券从业人员投资行为管理办法（暂行）》、《国联证券股份有限公司合规检查办法》2 部合规管理制度，完成《国联证券股份有限公司合规手册》（以下简称“《合规手册》”）修订工作，并组织公司全体员工进行签署。2018 年，公司未受到重大行政处罚及监管措施。2018 年券商分类评级中，公司被评为 A 类 A 级证券公司，整体处于行业中游偏上水平。

总体看，2018 年，公司董事和高管均有一定变动，但法人治理结构较为规范，人员变动对公司影响不大，公司内部控制体系较为有效。

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、投资银行业务和信用交易业务为公司的主要收入来源。受市场行情以及监管趋严的影响，公司营业收入和净利润均有所下降，下滑幅度均超过行业平均水平，2018 年营业收入为 9.90 亿元，同比减少 21.61%，主要系自营投资业务亏损以及证券经纪业务收入大幅下降所致；净利润为 0.51 亿元，同比减少 86.46%，主要系公司 2018 年计提 1.54 亿元信用减值损失以及业务及管理费略有增长所致。

表 2 公司分板块营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
证券经纪业务	5.45	43.18	3.98	40.26
投资银行业务	2.37	18.78	2.53	25.59
证券投资业务	2.16	17.13	-0.15	-1.48
资产管理与投资业务	0.64	5.08	0.61	6.16
信用交易业务	2.59	20.52	2.62	26.45
其他	-0.46	-3.67	0.38	3.81
分部间相互抵减	-0.13	-1.03	-0.08	-0.78
合计	12.63	100.00	9.90	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

收入构成看，经纪业务是公司第一大收入来源，2018 年其在营业收入中的占比为 40.26%，占

比略有下降；2018 年经纪业务实现收入为 3.98 亿元，同比减少 26.93%，主要系 2018 年证券市场成交量下降以及行业竞争加剧导致佣金率持续下降所致。公司投资银行业务由公司控股子公司华英证券开展，2018 年投资银行业务收入为 2.53 亿元，同比增长 6.82%，占营业收入的比重提高 6.81 个百分点至 25.59%。受 A 股市场下跌的影响，2018 年证券投资业务收入为-0.15 亿元，占营业收入的比重为-1.48%，同比下降 18.61 个百分点。2018 年资产管理业务实现收入 0.61 亿元，同比减少 4.96%，占营业收入的比重为 6.16%。2018 年信用交易业务实现收入 2.62 亿元，同比基本保持稳定，在公司营业收入中的占比为 26.45%，为公司第二大收入来源。2018 年公司其他收入为 0.38 亿元。

总体看，2018 年，受证券市场剧烈波动、监管趋严、行业竞争加剧以及公司自营业务亏损和计提信用减值损失的影响，公司收入和利润大幅下降，且未来收入可能仍有一定波动性。

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，是公司营业收入的重要来源。公司经纪业务由财富管理总部进行组织管理。2018 年，受证券市场成交量下降的影响，公司经纪业务收入 3.98 亿元，同比减少 26.93%。

营业网点布局方面，公司持续拓展人均 GDP 或人均储蓄率较高的市场区域；2018 年，公司分别在上海、南京、武汉、青岛、张家港、长沙、无锡地区等地设立了 9 家营业部。截至 2018 年末，公司共有证券营业部 87 家，分公司 13 家，87 家营业部中江苏省内 60 家（其中，无锡地区 38 家），江苏省外 27 家，主要分布在上海、北京、浙江等 14 个省（市、自治区），构成了以江苏为重心，向其他省、市、自治区辐射的格局。截至 2018 年末，公司经纪业务人员 873 人（母公司口径），占公司本部人数的 63.54%。

公司以客户为中心，以“做大客户基数，做大客户资产”为目标持续推进传统经纪业务向财富管理业务转型。为提升客户服务质量和效率，公司贯彻金融科技战略，积极推进业务智能化，成立公司数字化运营项目小组，创新客户服务模式，智能客服在国联尊宝 APP 等渠道的顺利上线，提供 7×24 不间断服务。同时，公司改革投顾体系，加强投顾产品研发、供给及相关支持平台建设，充实量化型投顾人才，积极推动智能投顾业务，为传统经纪业务赋能，通过“掘金量化平台”实现对高净值客户的增值服务。针对机构客户，公司为经纪业务的核心客户提供极速交易服务，也为公司拓展私募基金业务所需的量化交易服务完善了基础交易通道。此外，公司积极营销两融客户，努力做大经纪业务客户资产。

代理买卖证券业务方面，受证券市场成交量低迷的影响，2018 年公司代理买卖股票交易额和市场份额较上年均有所下降；基金交易额和市场份额较上年基本持平；债券交易量增速较快，但规模仍较小。同时，受证券公司互联网金融发展和竞争的加剧，2018 年公司平均佣金率下降至 0.27%，略低于行业平均水平。受交易额以及佣金率下降的双重影响，2018 年，公司实现代理买卖证券业务净收入 2.64 亿元，同比减少 33.15%。

表 3 公司代理买卖证券业务情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
A 股	13,403.10	0.60	9,512.87	0.53
B 股	11.15	0.57	6.49	0.51

基金	113.62	0.06	113.41	0.06
债券	14.33	0.01	24.48	0.02
合计	13,542.20	--	9,657.25	--
平均佣金率	0.29‰		0.27‰	

资料来源：公司提供

代销金融产品业务方面，公司代销金融产品以自主研发资产管理产品为主，2018年以来，公司积极调整产品销售方向，加大与各基金公司的合作力度，提升外部产品引入比例，以定投为突破口，做大公募基金保有量。2018年，公司金融产品销售额为304.55亿元，同比减少6.01%，主要系自主研发资产管理产品销售量下降所致。其中，自主研发资产管理产品销售额257.79亿元，同比减少15.18%；第三方基金产品销售额22.43亿元，同比增长52.27%；第三方信托产品销售额10.13亿元，同比增长2.79倍；其他金融产品销售量14.20亿元，同比增长4.26倍。2018年，公司代销金融产品净收入817.64万元，同比增长55.74%。

总体看，受证券市场行情波动的影响，2018年公司代理买卖证券成交额和经纪业务收入均呈现下降态势。同时联合评级也关注到，经纪业务受到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不确定性。

投资银行业务

公司通过控股子公司华英证券开展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，场外市场部负责开展新三板业务。2018年，公司投资银行业务收入2.53亿元，同比增长6.82%。截至2018年末，公司在中国证券业协会注册的保荐代表人共22名。

2018年以来，A股市场融资大幅萎缩，债券市场流动性宽松与信用紧缩叠加，投资银行业分化加剧，中小投行发展面临严峻挑战。股票承销及保荐业务方面，2018年华英证券完成1单IPO主承销项目，承销金额8.34亿元，实现净收入0.43亿元，承销金额和净收入同比分别增长291.55%和72.00%。根据证券业协会公布的数据（下同），2018年，公司股票主承销金额行业排名42位，同比提高21位。债券发行承销业务方面，2018年华英证券债券承销金额71.40亿元，实现净收入0.86亿元，同比分别减少26.84%和2.27%。2018年，公司债券主承销金额行业排名58位，同比下降6位。财务顾问业务方面，2018年华英证券共完成财务顾问项目29单，实现财务顾问净收入0.35亿元。

表4 公司投行业务情况表（单位：亿元，个）

项目		2017年			2018年		
		数量	金额	净收入	数量	金额	净收入
股权	IPO	1	2.13	0.25	1	8.34	0.43
	再融资	1	2.14	0.13	--	--	--
	小计	2	4.27	0.38	1	8.34	0.43
债券承销		12	97.60	0.88	11	71.40	0.86
合计		14	101.87	1.26	12	79.74	1.29

资料来源：公司提供

新三板业务方面，2018年公司完成了7个新三板推荐挂牌项目，推荐挂牌业务数量行业排名第23位（数据来源：Choice，下同）。截至2018年末，公司参与做市交易的股票数量为46家（不含退市或已变更为协议转让方式的企业），做市业务数量行业排名第48位；公司累计持续督导家数129家，持续督导业务数量行业排名第28位。2018年，公司完成了18个新三板定向发行项目，

合计融资金额人民币 3.05 亿元，定向发行业务数量行业排名第 27 位；完成 12 个新三板并购重组项目。

项目储备方面，截至 2018 年末，公司股票承销保荐业务申报在审项目 4 单，其中 IPO 主承销项目 2 单，再融资项目 2 单；公司债券承销业务已取得批文、待发行项目 13 单，申报在审项目 7 单。

总体看，在投资银行业务分化加剧的背景下，公司投行业务发展较为平稳。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，根据投资品种建立三个专业投资团队。

公司权益类投资主要包括上市公司股票、基金等证券品种，坚持价值投资理念，加强基本面分析，以精选个股，寻找确定性为主要投资思路。2018 年，受 A 股市场持续下跌的影响，公司权益类证券投资未取得正收益，但收益率高于沪深 300 指数。公司固定收益类投资主要涵盖银行间、交易所债券投资以及相应的债券回购业务，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 2018 年市场整体风险偏好下降、流动性较宽裕的判断下，加强信用分析，适度增加中高评级债券仓位，并维持低杠杆的稳健操作策略，全年固定收益类投资收益率 6.94%。但受权益类投资亏损的影响，2018 年公司证券投资业务收入-0.15 亿元，同比减少 2.31 亿元。

2018 年，公司自营业务月均投资规模 27.42 亿元，同比增长 115.23%，主要系公司加大债券逆回购投资规模所致。2018 年，公司股票月均投资规模 7.15 亿元，同比增长 30.00%；债券月均投资规模 5.04 亿元，同比增长 62.06%；其他类投资月均规模 15.17 亿元，同比增加 11.29 亿元，主要系债券逆回购规模增加所致，债券逆回购月均规模 14.91 亿元。受债券逆回购规模大幅增加的影响，2018 年公司其他类投资占比提高 24.89 个百分点至 55.32%；因股票和债券规模增幅不及债券逆回购规模增幅，2018 年，股票和债券占比分别为 26.08%和 18.38%，同比分别下降 17.08 个百分点和 6.05 个百分点。截至 2018 年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本和自营非权益类证券及其衍生品/净资本分别为 9.49%和 13.28%，均符合监管标准。

表 5 公司自营证券投资结构表（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	投资规模	占比	投资规模	占比
股票	5.50	43.16	7.15	26.08
基金	0.25	1.99	0.06	0.22
债券	3.11	24.43	5.04	18.38
其他	3.88	30.43	15.17	55.32
合计	12.74	100.00	27.42	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，公司证券投资业务坚持稳健的投资理念，但受 A 股市场行情下跌的影响，2018 年公司证券投资业务发生亏损。证券投资业务受市场行情波动影响较大，未来收入仍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；资产管理部负责产品设计、项目开拓和投资运作等工作，为客户提供多样化的投资管理以及融资服务，对各分支机构的资产管理业务进行战略规划及业务管理。

2018 年，公司资产管理业务稳步提升主动管理能力，聚焦量化、FOF、固收产品线整体改造与优化，推动标准类资产投资业务的有序扩大，并于 ABS、Pre-ABS 等创新结构融资产品中取得突破，产品线布局日益丰富。

受去通道政策的影响，2018 年公司资产管理业务月均规模同比减少 9.18% 至 225.95 亿元，其中，集合资管产品月均规模 75.97 亿元，同比减少 6.00%，定向资管产品月均规模 141.78 亿元，同比减少 10.62%，专项资管产品月均规模 8.20 亿元，同比减少 12.11%。公司稳步提升主动管理能力，在资产管理业务规模下降的情况下，2018 年公司主动管理产品月均规模增加 4.60% 至 90.74 亿元，实现净收入 0.55 亿元，对资产管理业务收入的贡献度较高。

表 6 公司资产管理业务规模及收入情况（单位：亿元）

项目		2017 年		2018 年	
		月均规模	净收入	月均规模	净收入
按产品类型	集合	80.82	0.45	75.97	0.52
	定向	158.62	0.25	141.78	0.18
	专项	9.33	--	8.20	--
	小计	248.78	0.70	225.95	0.71
按管理方式	主动管理	86.75	0.49	90.74	0.55
	被动管理	162.02	0.21	135.21	0.16
	小计	248.78	0.70	225.95	0.71

资料来源：公司提供

注：资产管理业务规模为母公司口径

总体看，公司资产管理业务积极开展产品创新，丰富产品体系，受监管趋严的影响，2018 年资产管理业务规模有所下降，但受益于主动管理能力的提升，资产管理业务收入仍有所提高。

信用交易业务

公司信用交易业务主要包括融资融券、转融通、股票质押式回购交易、约定购回式证券交易等业务。公司财富管理总部下设的融资融券业务部是融资融券业务的执行部门，股票质押式回购业务由资产管理部负责经营管理。

公司主要通过营业部为证券经纪客户提供融资融券等服务并进行客户关系管理，受公司证券营业部主要分布于江苏省影响，公司融资融券业务亦主要集中于江苏省。近年来，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。

受 A 股市场交易量下降的影响，截至 2018 年末，公司融资融券业务余额 28.29 亿元，较上年末减少 39.02%；融资融券账户 20,187 户，较上年末增长 6.43%。2018 年，公司实现融资融券利息收入 2.90 亿元，同比减少 9.94%。

表 7 公司融资融券业务情况表（单位：户，亿元）

项目	2017 年	2018 年
期末融资融券账户数目	18,968	20,187
期末融资融券余额	46.39	28.29
融资融券利息收入	3.22	2.90

资料来源：公司提供

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。截至 2018 年末，公司股票质押式回购业务待回购余额 57.06 亿元，同比末增长 9.98%；2018 年实现利息收入 3.46 亿元，同比增长 116.25%，主要系 2018 年股票质押式回购业务日均规模增长所致。

表 8 公司股票质押式回购业务情况表（单位：户，亿元）

项目	2017 年	2018 年
股票质押式回购业务待回购余额	51.88	57.06
股票质押式回购业务利息收入	1.60	3.46

资料来源：公司提供

受融资融券业务规模下降的影响，2018 年公司信用业务杠杆率下降 17.85 个百分点至 111.58%。

股票质押式回购业务违约方面，公司与广州汇垠华合投资企业（有限合伙）（以下简称“广州汇垠”）签订股票质押式回购业务协议，质押标的为华明装备（002270.SZ）限售流通股，融出资金 1.22 亿元，张桂珍提供连带责任保证担保并办理强制执行公证；现因汇垠华合和保证人已构成实质违约，公司正在通过法律程序积极追索。公司与江阴中南重工集团有限公司（以下简称“中南集团”）签订股票质押式回购业务协议，质押标的为中南文化（002445.SZ），公司融出资金 1.81 亿元；现因中南集团已构成实质违约，公司在获得公证机构出具的执行证书后，向无锡市中级人民法院提出执行申请，目前案件正在执行过程中。公司与自然人彭朋签订股票质押式回购业务协议，质押标的为东方网络（002175.SZ）限售流通股，现因彭朋构成违约，公司已向法院递交《民事起诉状》并已获得法院立案受理；截至本报告出具日，彭朋尚未偿还本金 0.81 亿元。截至 2018 年末，公司股质业务计提减值准备 1.82 亿元，计提比例尚可。

总体看，2018 年公司融资融券业务收入受市场行情影响有所下降；股票质押式回购业务平稳发展，对收入的贡献度进一步提高。同时，联合评级也关注到 2018 年以来，A 股市场出现较大下跌，部分信用交易业务出现违约，涉及金额较大，可能对公司未来盈利水平造成不利影响。

（6）子公司业务

国联通宝成立于 2010 年，注册资本 2.00 亿元，公司持股比例 100.00%，经营范围为使用自有资金对境内企业进行股权投资，具有中国证券投资基金业协会颁发的《私募投资基金管理人登记证书》。

国联通宝除使用自有资金进行投资外，同时发起设立并运作了三个基金，分别为无锡国联领翔中小企业成长投资中心（有限合伙）、无锡国联通宝创新成长壹号投资中心（有限合伙）和嘉兴宝满投资合伙企业（有限合伙），并担任一般合伙人（GP）；其中，无锡国联通宝创新成长壹号投资中心（有限合伙）已于 2018 年完成清算。另外作为有限合伙人入股无锡锡域创业投资中心（有限合伙），并担任其财务顾问。

按照中国证券业协会发布的《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》的相关要求，国联通宝变更为私募基金子公司，开展私募投

资基金业务，并于 2018 年 4 月完成工商变更登记。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。

总体看，国联通宝变更为私募基金子公司后将不再开展自有资金直接股权投资业务，目前对公司营业收入的贡献度小。

3. 重大事项

公司计划通过增发股份进行融资，根据《发行监管问答—首次公开发行股票申请审核过程中有关中止审查等事项的要求》的规定，公司向中国证监会提交了关于中止 A 股发行审查的申请，并于 2018 年 10 月收到中国证监会的行政许可申请中止审查通知书。2018 年 11 月 8 日公司临时股东大会审议批准了发行股份的一般性授权决议案。同时，A 股发行中止期间，公司将积极保持与中国证监会及保荐机构的沟通，根据增发股份进展情况，适时向中国证监会申请恢复 A 股发行审查。

4. 未来发展

未来，公司将坚持“全面提升综合能力，做大业务基数”的基本思路，持续深入推进各项基本战略实施，为助力个人财富增值、企业对接资本市场、政府投融资、城市经济发展提供高质量的一体化、综合性金融服务；着力加大战略区域机构客户开发力度，做大做强投行类、融资类业务，不断优化营收结构，争当优势业务特色显著的券商。

公司将积极推进股权融资工作，利用募集资金加快现代证券控股集团建设，推进香港子公司的筹设，优化营业网点布局，加强风控体系和信息系统建设，开拓创新业务，提升产品创设能力和投资管理能力。一是将从“建设人才梯队、丰富投顾产品库源、优化平台系统”三个维度加快推进“大投顾”体系建设，力争在 1~2 年内打造一支深受客户信任的财富管理团队，实现理财顾问、投资顾问向财富经理升级。二是将围绕资管新规、形势和客户需求，夯实投研服务体系和渠道建设，从公司资管产品自研和外部管理人产品引入两个维度，构建品种丰富、风险收益特征全覆盖的产品体系，提升产品销售的市场竞争力。三是以“大投行”体系为依托，推动各分支机构坚持区域化综合经营的长期战略，主动发掘机构客户服务需求，充分利用公司各类资源，为机构客户提供一揽子、综合性投融资需求解决方案，培育和发展长期的合作伙伴关系。四是以金融科技为支撑，将大数据、云计算、人工智能等现代科技融入证券金融服务和日常运营，加速发挥科技力量对公司发展的助推作用。五是将以市场化人才机制为驱动，不断优化职级体系，深化以市场化为核心的绩效考核与薪酬分配机制，打造一支专业能力强、综合素质高的人才队伍，不断提升人均创收能力。

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 2018 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。

公司自 2018 年 1 月 1 日起施行财政部于 2017 年修订的《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号—套期会计》

和《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（以下简称“新金融工具准则”）。涉及 2017 年比较财务报表数据与新金融工具准则要求不一致的，公司不进行追溯调整，金融工具原账面价值和在新金融工具准则施行日的新账面价值之间的差额，计入 2018 年 1 月 1 日的留存收益或其他综合收益。受实施新金融工具准则的影响，2018 年 1 月 1 日，公司资产总额增加 602.36 万元，其他综合收益减少 341.26 万元，未分配利润增加 943.62 万元。另外，公司合并范围无较大变化，综上，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年末，公司资产总额 212.84 亿元，其中客户资金存款 40.27 亿元、客户备付金 17.05 亿元；负债总额 136.35 亿元，其中代理买卖证券款 55.95 亿元；所有者权益 76.49 亿元；专项合并口径³下净资产 78.29 亿元。2018 年，公司实现营业收入 9.90 亿元，净利润 0.51 亿元，其中归属母公司所有者净利润 0.51 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.76 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.69 亿元。

2. 资产质量与流动性

2018 年，公司资产规模有所下降，截至 2018 年末，公司资产总额 212.84 亿元，较上年末减少 11.56%，主要系代理买卖业务以及融资融券业务规模下降导致客户资金存款、客户备付金以及融出资金减少所致。公司资产以自有资产为主，截至 2018 年末，公司自有资产 145.38 亿元，较上年末减少 6.08%，占资产总额的比重由 2017 年末的 64.32%提升至 68.31%。截至 2018 年末，随着优质流动资产增加，公司优质流动资产/总资产较上年末增加 2.74 个百分点至 19.41%，处于较好水平。公司资产中，自有货币资金占比 6.49%、融出资金占比 13.88%、交易性金融资产占比 14.03%、买入返售金融资产占比 34.76%。公司资产存在 0.11 亿元资产的所有权或使用权受到限制，占资产总额的 0.05%，系卖出回购和转融通担保物。

表 9 公司资产结构（单位：亿元，%）

项目	2017 年末	2018 年
资产总额	240.66	212.84
其中：自有货币资金	19.52	13.82
自有结算备付金	3.84	3.26
融出资金	46.09	29.54
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	23.62	--
交易性金融资产	--	29.86
买入返售金融资产	60.53	73.98
可供出售金融资产	10.60	--
自有资产	154.80	145.38
自有资产/资产总额	64.32	68.31
优质流动资产	25.53	28.10
优质流动资产/总资产	16.66	19.41

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2018 年末，公司融出资金 29.54 亿元，较上年末减少 35.92%，主要系融资融券业务规模下降所致；从融出资金期限来看，以 6 个月以上为主，占比 77.20%；计提减值准备 0.10 亿元。由于公司实施新金融工具准则，自 2018 年 1 月 1 日，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融

³ 含国联证券母公司和华英证券有限责任公司

资产和可供出售金融资产重分类至交易性金融资产，截至 2018 年末，公司交易性金融资产 29.86 亿元，其中，债券占比 58.41%、股票占比 23.51%、基金占比 10.28%。截至 2018 年末，公司买入返售金融资产 73.98 亿元，较上年末增长 22.22%，主要系股票质押回购业务以及债券逆回购规模增加所致；已计提减值准备 1.82 亿元。

总体看，2018 年公司资产仍以自有资产为主，资产变现能力较强，流动性较好，资产质量较高。

3. 负债与杠杆水平

截至 2018 年，公司负债总额 136.35 亿元，较上年末减少 17.23%，主要系市场交易量下滑导致代理买卖证券款减少，以及拆入资金、应付短期融资款和合并结构化主体其他份额持有人投资份额减少所致。截至 2018 年末，公司自有负债 68.89 亿元，较上年末减少 12.66%，主要系拆入资金减少所致。截至 2018 年末，公司应付短期融资款 6.29 亿元，较上年末减少 77.68%；应付债券 43.17 亿元，较上年末增长 56.43%。

表 10 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2017 年末	2018 年
负债总额	164.73	136.35
其中：卖出回购金融资产款	2.98	0.10
拆入资金	6.00	--
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	17.07	--
交易性金融负债	--	11.51
应付债券	38.00	59.44
应付短期融资款	28.20	6.29
自有负债	78.87	68.89
全部债务	75.18	65.84
其中：短期债务	37.18	22.67
长期债务	38.00	43.17
自有资产负债率	50.95	47.38
净资本/负债	104.98	113.74
净资产/负债	96.27	110.37

资料来源：公司审计报告、监管报表，联合评级整理。

注：短期债务中包含一年内到期的应付债券

受益于负债规模下降，截至 2018 年末，公司净资本/负债和净资产/负债指标分别为 113.74% 和 110.37%，较年初有所提高，远高于行业监管标准；自有资产负债率为 47.38%，公司杠杆处于较低水平，存在加杠杆空间。

有息债务方面，截至 2018 年末，公司全部债务规模 65.84 亿元，较上年末减少 12.43%，主要系公司拆入资金和应付短期融资款减少所致。从有息债务结构看，2018 年末，公司长期债务占比 65.57%，较 2017 年末提高 15.03 个百分点，长期债务占比进一步提高。从集中兑付情况来看，截至 2018 年末，公司有息债务到期情况如下表所示，到期期限较为分散。

表 11 截至 2018 年末公司有息债务到期期限情况（单位：亿元，%）

到期日年份	金额	占比
2019 年	22.67	34.43
2020 年	27.92	42.41
2021 年	15.25	23.16
合计	65.84	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，跟踪期内，公司负债有所下降，整体债务规模适中，杠杆水平属行业较低水平，存在加杠杆空间。

4. 资本充足性

截至 2018 年末，公司所有者权益 76.49 亿元，较上年末基本持平，全部为归属于母公司所有者权益。其中，股本占比 24.87%，资本公积占比 28.29%，未分配利润占比 23.02%，公司股东权益的稳定性较好。根据 2018 年度利润分配预案，公司将派送现金红利 0.95 亿元，占 2018 年母公司净利润的比重为 64.48%，分红力度较大，利润留存对资本补充的能力较弱。

截至 2018 年末，公司净资本 78.29 亿元，较上年末减少 4.47%，主要由于 15.00 亿元次级债（“16 国联 C1”）将于 2021 年到期，“16 国联 C1”于 2017 年全额计入净资本，于 2018 年按 70%计入净资本所致；其中核心净资本占比大，为 67.79 亿元，较年初增长 1.25%；附属净资本 10.50 亿元，较上年末减少 30.00%。截至 2018 年末，公司净资产规模为 75.97 亿元，较上年末基本持平。从主要风控指标来看，截至 2018 年末，公司专项合并口径的净资本/净资产指标为 103.06%，较上年末下降 5.99 个百分点；资本杠杆率 46.65%，较上年末提高 2.99 个百分点；由于公司证券公司分类评价由 2017 年的 BBB 类升为 2018 年的 A 类导致风险资本调整系数不同，各项风险资本准备之和减少 11.19%至 18.21 亿元；受各项风险资本准备下降影响，风险覆盖率指标提高至 430.00%；净稳定资金率和流动性覆盖率分别为 176.20%和 1,350.82%。2018 年末，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。2019 年 3 月，公司发行 8.00 亿元次级债券，期限为 3 年，补充公司净资本，公司资本充足性进一步提高。

表 12 公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2017 年末	2018 年末	监管标准	预警标准
核心净资本	66.96	67.79	--	--
附属净资本	15.00	10.50	--	--
净资本	81.96	78.29	--	--
净资产	75.16	75.97	--	--
各项风险准备之和	20.50	18.21	--	--
风险覆盖率	399.77	430.00	≥100	≥120
资本杠杆率	43.66	46.65	≥8	≥9.6
净资本/净资产	109.05	103.06	≥20	≥24
流动性覆盖率	385.54	1,350.82	≥100	≥120
净稳定资金率	168.81	176.20	≥100	≥120

资料来源：公司净资本监管报表，以上指标均为专项合并口径。

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

5. 盈利能力

受我国证券市场整体较为低迷且监管趋严的影响，公司经营业绩大幅下降，2018 年，公司实现营业收入 9.90 亿元，同比减少 21.61%。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、投资收益和公允价值变动损益。2018 年受自营业务亏损的影响，投资收益和公允价值变动收益合计占营业收入的比重为-6.67%，同比下降 18.91 个百分点。受投资收益下降的影响，手续费及佣金净收入和利息净收入占比均有所上升，2018 年分别为 55.75%和 48.19%，同比分别提高 5.12 个百分点和 9.90 个百分点。

表 13 公司营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	6.39	50.63	5.52	55.75
利息净收入	4.84	38.30	4.77	48.19
投资收益	2.19	17.31	-0.23	-2.36
公允价值变动收益	-0.64	-5.07	-0.43	-4.31
其他	-0.15	-1.17	0.27	2.73
营业收入合计	12.63	100.00	9.90	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，2018 年公司营业支出 9.19 亿元，同比增加 22.51%，主要系公司计提信用减值损失所致。从支出构成来看，主要为业务及管理费，2018 年公司业务及管理费为 7.56 亿元，占比 82.26%；业务管理费主要由职工薪酬构成，2018 年占比 63.13%。由于营业收入下滑，2018 年公司营业费用率和薪酬收入同比均有所上升，分别为 76.35%和 48.20%，处于行业较高水平。

从盈利指标来看，受营业收入下降、计提信用减值准备以及业务及管理费略有增加的影响，2018 年公司实现净利润 0.51 亿元，同比大幅减少 86.46%，跌幅大于行业平均。2018 年，公司营业利润率 7.17%、净资产收益率 0.66%和自有资产收益率 0.34%，盈利水平下滑明显。

表 14 公司盈利情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年	2018 年
营业支出	7.50	9.19
其中：业务及管理费	7.33	7.56
信用减值损失	--	1.54
营业利润	5.13	0.71
净利润	3.74	0.51
营业利润率	40.60	7.17
营业费用率	58.04	76.35
薪酬收入比	36.96	48.20
营业利润率	40.60	7.17
自有资产收益率	2.66	0.34
净资产收益率	4.82	0.66

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，受证券市场剧烈震荡的影响，2018 年公司营业收入和利润规模均有所下降，降幅高于行业平均水平，盈利水平较低。

6. 现金流

从现金流来看，2018 年公司经营性现金流持续呈净流出趋势，但净流出规模同比大幅缩减，主要系受证券投资者活跃度下降导致公司代理买卖证券业务、融资融券业务以及回购业务净流出规模减少所致。2018 年，公司投资性现金流由净流入转为净流出，为-2.17 亿元，主要系自营业务投资规模增加所致。由于偿还债务的规模高于新增债务规模，公司筹资性现金流由净流入转为净流出，2018 年为-4.90 亿元。整体看，公司作为上市证券公司，融资渠道较为畅通。

表 15 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
经营性现金流量净额	-66.69	-2.76
投资性现金流量净额	7.04	-2.17
筹资性现金流量净额	25.09	-4.90
现金及现金等价物净增加额	-34.81	-9.69
期末现金及现金等价物余额	99.71	90.02

资料来源：公司审计报告

总体看，2018 年，公司经营活动现金流净流出规模呈缩减趋势，投资活动现金流由净流入转为净流出，公司融资渠道较为畅通。

7. 偿债能力

随着利润总额的下降，公司 EBITDA 下降明显，2018 年为 5.43 亿元，同比减少 36.01%；EBITDA 主要由利润总额（占比 13.20%）和利息支出（占比 74.94%）构成。2018 年 EBITDA 全部债务比和 EBITDA 利息倍数分别为 0.08 倍和 1.33 倍，同比均有所下降，EBITDA 对全部债务的保护能力弱，EBITDA 对利息的保护能力尚可。

表 16 公司偿债能力指标表（单位：亿元，%，倍）

项目	2017 年	2018 年
EBITDA	8.48	5.43
EBITDA 全部债务比	0.11	0.08
EBITDA 利息倍数	3.09	1.33

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2018 年末，公司获得银行授信额度 255.80 亿元，已使用额度 33.74 亿元。

截至 2018 年末，公司无对外担保。

重大未决诉讼方面，截至 2019 年 3 月末，公司共有 4 笔尚未结案的案件：

2012 年 11 月公司认购了内蒙古奈伦农业科技股份有限公司（以下简称“奈伦农业”）2012 年中小企业私募债券，内蒙古奈伦集团股份有限公司（以下简称“奈伦集团”）为本次债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。债券到期后发生违约，公司于 2015 年 3 月向华南国际经济贸易仲裁委员会提起仲裁；2015 年 8 月华南国际经济贸易仲裁委员会作出裁决，裁决奈伦农业向公司支付债券本息及违约赔偿金等共计约 1,049 万元；2015 年 12 月公司已向法院申请强制执行，目前尚未执行完毕。

2017 年 2 月公司以自有资金出资人民币 1.22 亿元参与广州汇垠华合投资企业（有限合伙）持有的华明装备（002270.SZ）限售流通股 2,277 万股的股票质押式回购业务，广州汇垠华合投资企

业（有限合伙）有限合伙人张桂珍提供无限连带责任保证。2018年2月广州汇垠华合投资企业（有限合伙）构成实质违约。因该笔业务质押股票尚未解禁，无法进行二级市场卖出操作。公司取得公证执行证书后向广州市中级人民法院申请立案执行，2018年6月广州市中级人民法院裁定查封、扣押、冻结、划拨被执行人广州汇垠华合投资企业（有限合伙）、张桂珍价值人民币1.21亿元的财产。2018年11月广州市中级人民法院裁定，因公证处在办理公证时违反法定公证程序，不予执行公证书和执行证书。2018年11月29日，广州市中级人民法院裁定终结本案执行。公司已向江苏省无锡市中级人民法院提起诉讼，江苏省无锡市中级人民法院已立案受理。公司就保证人张桂珍向无锡仲裁委员会申请仲裁，已获仲裁委立案受理。

2017年11月和12月，公司与江阴中南重工集团有限公司开展股票质押式回购业务，江阴中南重工集团有限公司以其持有的2,871.90万股中南文化（002445.SZ）股票向公司质押融入1.81亿元。2018年9月江阴中南重工集团有限公司构成实质违约。2018年9月公司取得公证执行证书后，向无锡市中级人民法院申请强制执行。2018年10月无锡市中级人民法院指定江阴市人民法院执行。

2017年4月，公司以自有资金出资参与自然人彭朋持有的东方时代网络传媒股份有限公司（股票简称：东方网络，股票代码：002175）限售流通股股票质押式回购业务，彭朋质押总股数为3,432万股，尚未偿还本金0.81亿元。2018年10月，东方网络发布了《东方时代网络传媒股份有限公司关于控股股东收到民事起诉状的公告》称，东方网络控股股东彭朋近日收到上海金融法院的《应诉通知书》及《民事起诉状》等材料。根据协议约定，公司在彭朋涉及重大诉讼时有权要求其提前购回，据此，公司要求彭朋于2018年10月11日前提前购回该笔股票质押式回购交易，但彭朋未能提前购回，构成违约。公司于2019年1月4日向无锡市中级人民法院递交《民事起诉状》，请求彭朋、韦越萍（彭朋配偶）、彭敏（连带责任保证人）、黄勇（连带责任保证人）向本公司偿还本金、利息、违约金及为实现债权和质权发生的费用（包括但不限于公证费、律师费、保全费、诉讼费等），并获无锡市中级人民法院立案受理。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至2019年3月12日，公司未与金融机构发生过信贷关系。

总体看，公司债务负担有所下降，整体偿债指标表现一般，但考虑到公司股东背景强大且作为上市证券公司融资渠道较为畅通等因素，公司整体偿债能力仍属很强。

七、跟踪公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年末公司净资产（专项合计口径）为75.97亿元，为债券代偿本金（30.00）的2.53倍，公司净资产能够对“17国联01”、“17国联02”、“17国联03”、“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，2018年，公司EBITDA为5.43亿元，为债券本金的0.18倍，公司EBITDA对“17国联01”、“17国联02”、“17国联03”、“18国联01”的覆盖程度一般。从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流净额-2.76亿元，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”、“18国联01”的偿还能力很强。

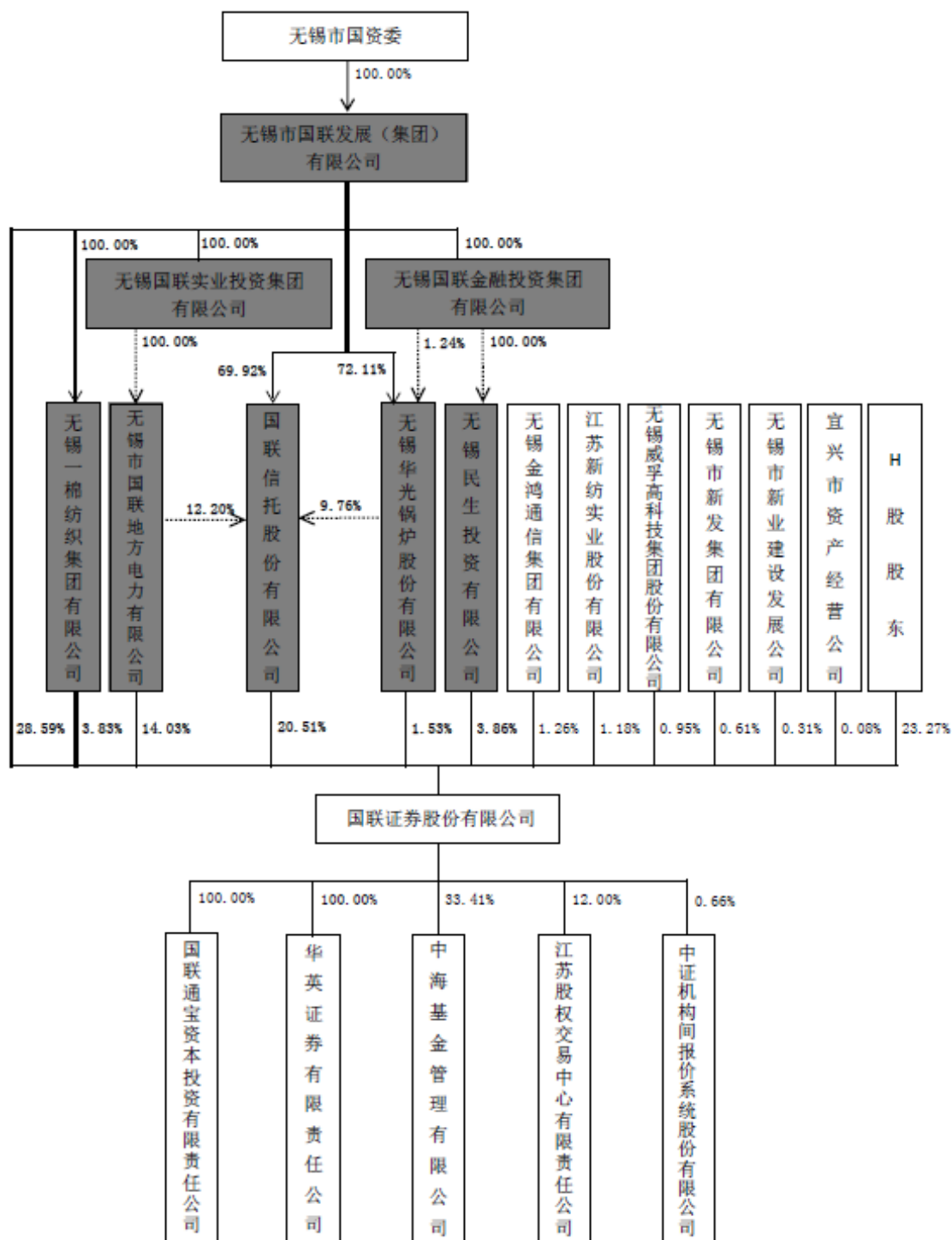
八、综合评价

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，各项业务处于行业中游水平，具备一定竞争优势。目前，公司资产质量良好，资本较为充足。

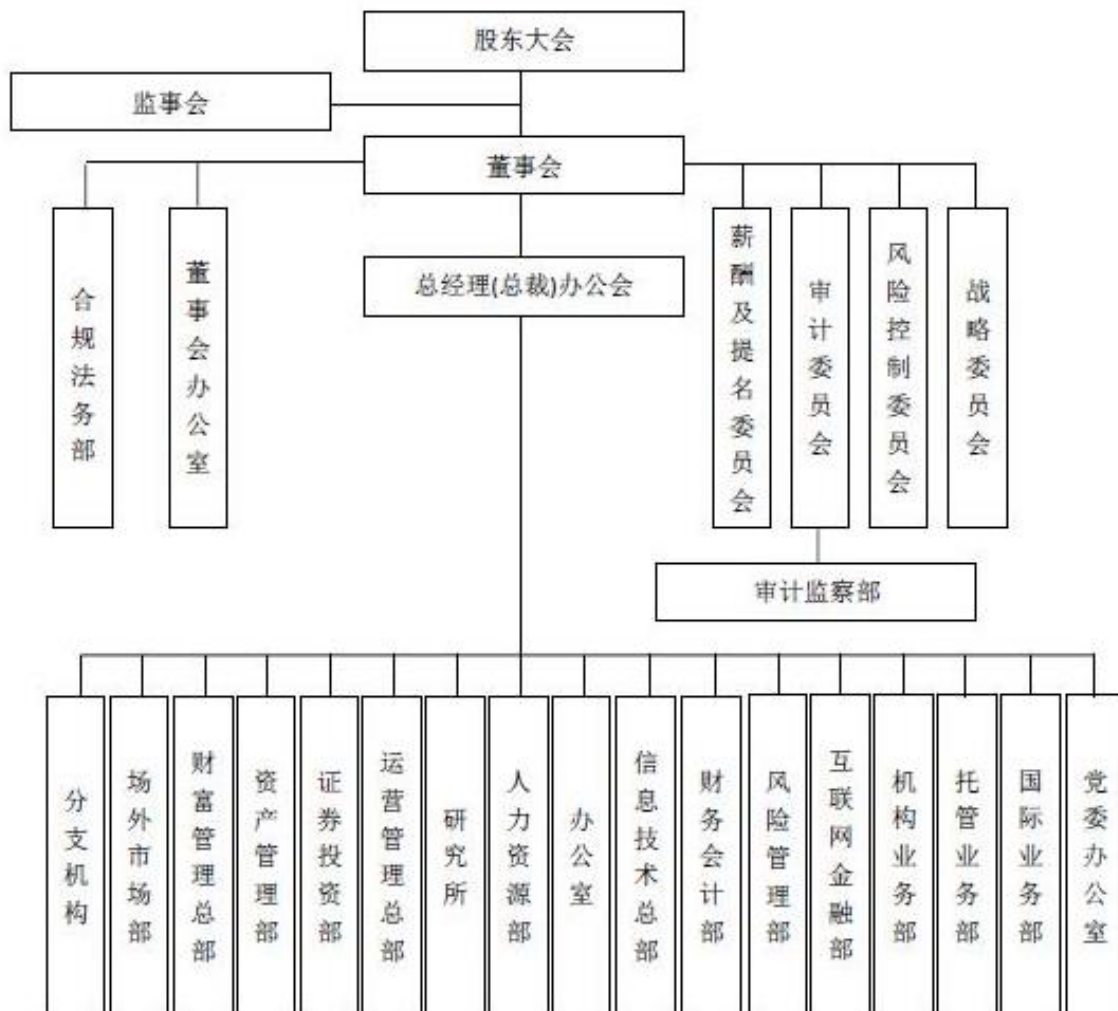
联合评级同时也关注到受证券市场剧烈震荡、监管政策的变化以及股票质押式回购业务出现风险事件的等影响，公司营业收入及净利润规模均出现下滑，盈利水平下降明显。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，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 股权结构图



附件 2 国联证券股份有限公司 组织结构图



附件 3 国联证券股份有限公司 主要财务指标

项 目	2017 年	2018 年
自有资产（亿元）	154.80	145.38
所有者权益（亿元）	75.93	76.49
自有负债（亿元）	78.87	68.89
自有资产负债率（%）	50.95	47.38
优质流动资产/总资产（%）	16.66	19.41
营业收入（亿元）	12.63	9.90
净利润（亿元）	3.74	0.51
营业利润率（%）	40.60	7.17
营业费用率（%）	58.04	76.35
薪酬收入比（%）	36.96	48.20
自有资产收益率（%）	2.66	0.34
净资产收益率（%）	4.82	0.66
净资本（亿元）	81.96	78.29
风险覆盖率（%）	399.77	430.00
资本杠杆率（%）	43.66	46.65
流动性覆盖率（%）	385.54	1,350.82
净稳定资金率（%）	168.81	176.20
信用业务杠杆率（%）	129.43	111.58
短期债务（亿元）	37.18	22.67
长期债务（亿元）	38.00	43.17
全部债务（亿元）	75.18	65.84
EBITDA（亿元）	8.48	5.43
EBITDA 利息倍数（倍）	3.09	1.33
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.08
EBITDA/待偿债券本金（倍）	0.28	0.18

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
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%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×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	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动资产/总资产	优质流动资产/总资产×100%; 优质流动资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)

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+其他负债科目中的有息债务

长期债务=长期借款+应付债券

附件 5 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、次级债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。