

联合资信评估股份有限公司

承诺书

本机构承诺所出具的《东北证券股份有限公司2021年第一期短期融资券信用评级报告》不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并保证本报告的真实性、准确性、完整性。

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十二月二十九日



信用评级公告

联合〔2020〕5421号

联合资信评估股份有限公司通过对东北证券股份有限公司及其拟发行的 2021 年第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估，确定东北证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，东北证券股份有限公司 2021 年第一期短期融资券信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二〇年十二月二十九日



东北证券股份有限公司

2021年第一期短期融资券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期短期融资券信用等级：A-1

评级展望：稳定

债项概况：

本期短期融资券发行规模：18.00 亿元

本期短期融资券期限：不超过 91 天

偿还方式：到期时一次性还本付息

募集资金用途：主要用于满足公司流动性需求，补充公司流动性资金及相关法律法规未禁止的其他短期资金用途

评级时间：2020 年 12 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司行业信用评级方法	V3.1.202011
证券公司主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	1
			业务经营分析	1
			未来发展	1
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	3
			资本充足性	2
			杠杆水平	2
		流动性因素		2
		调整因素和理由		

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对东北证券股份有限公司（以下简称“公司”或“东北证券”）的评级反映了公司作为全国性综合类上市券商之一，资本实力很强，业务覆盖国内主要省市，在吉林省内具有明显区域竞争优势。近年来，公司营业收入逐年增加，证券自营业务实现良好发展，资产管理业务转型成果显现，主要业务均排名行业中上游；资产流动性较好，各项风控指标持续优于监管水平，资本充足性较好。同时，联合资信也关注到证券市场波动、监管政策变化、市场信用风险上升带来的风险暴露增加等因素，可能对公司经营带来不利影响；并且公司短期债务占比较高，需关注短期流动性管理。

本期短期融资券无担保。本期短期融资券发行后，公司债务负担将有所提升，公司主要财务指标对本期短期融资券本金的保障倍数形成良好覆盖。

未来随着资本市场的持续发展、公司各项业务的稳步推进，公司盈利水平有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期短期融资券到期不能偿还的风险极低，安全性最高。

优势

- A 股上市公司，综合实力很强。**公司作为全国性综合类上市券商之一，资本实力很强，融资渠道多样、畅通，业务覆盖国内主要省市，在吉林省内网点竞争优势明显。
- 收入持续增长，业务发展势头良好。**近年来公司营业收入逐年增加，证券自营业务实现良好发展，资产管理业务转型成果显现，主要业务均排名行业上游。
- 资产流动性及资本充足性均较好。**公司资产流动性较好，各项风控指标持续优于监管水平，资本充足性较好。

关注

- 公司经营易受环境影响。**经济周期变化、国内证券市场波动以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。

分析师：张晨露

卢芮欣

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. 关注短期流动性管理。公司杠杆水平偏高，一年内到期的债务占比较高，需对公司短期流动性管理保持关注。
3. 关注资产质量变化。公司部分股票质押业务存在违约情况，需对后续追偿处置情况保持关注，仍存在进一步减值风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
自有资产（亿元）	470.18	537.68	538.11	510.86
自有负债（亿元）	302.13	376.44	376.61	344.01
所有者权益（亿元）	168.06	161.24	161.50	166.85
优质流动性资产/总资产（%）	17.94	19.03	27.52	23.47
自有资产负债率（%）	64.26	70.01	69.99	67.34
营业收入（亿元）	49.34	67.80	79.69	36.91
利润总额（亿元）	7.81	2.99	12.76	9.29
营业利润率（%）	15.47	3.67	16.03	25.33
净资产收益率（%）	4.21	1.89	6.47	4.53
净资本（亿元）	135.24	111.02	131.33	137.32
风险覆盖率（%）	200.09	174.06	260.92	252.05
资本杠杆率（%）	20.55	16.45	16.84	18.42
短期债务（亿元）	158.77	210.18	204.73	134.30
全部债务（亿元）	290.48	359.64	360.44	320.38
EBITDA/本期发债规模（倍）	1.42	1.05	1.58	0.94

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，财务数据均为合并口径；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径；3. 公司2020年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化；4. 本期发债额度按18.00亿元计算
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/11/24	林璐 盛世杰 吴宇峰	证券公司行业信用评级方法 V3.1.202011 证券公司主体信用评级模型（打分表） V3.1.202011	阅读全文
AAA	稳定	2017/6/7	张炜 张晨露	（原联合信用评级有限公司）证券公司资信评级方法（2014年）	阅读全文
AA+	稳定	2014/1/17	杨杰 秦永庆	证券公司（债券）资信评级（2003年）	阅读全文
AA-	稳定	2013/4/25	杨杰 秦永庆 杨帆 周芦森	证券公司（债券）资信评级（2003年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由东北证券股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（期）债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

东北证券股份有限公司

2021 年第一期短期融资券信用评级报告

一、主体概况

东北证券股份有限公司（以下简称“公司”或“东北证券”）的前身是 1988 年成立的吉林省证券公司。1997 年，吉林省证券公司增资改制并更名为“吉林省证券有限责任公司”；2000 年再次更名为“东北证券有限责任公司”。2007 年，经中国证监会核准，锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司定向回购股份，以新增股份换股吸收合并东北证券有限责任公司，并实施股权分置改革，锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司更名为公司现名，并在深圳证券交易所复牌，股票代码“000686.SZ”，股票简称“东北证券”。后经数次增资扩股，2016 年 4 月，公司以向原股东配售的方式发行 3.83 亿股人民币普通股，共募集货币资金净额 34.00 亿元，其中新增注册资本 3.83 亿元，公司注册资本增至 23.40 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司注册资本及实收资本均为 23.40 亿元，吉林亚泰（集团）股份有限公司（以下简称“亚泰集团”）为第一大股东，持股 30.81%，公司股权结构较为分散，无控股股东及实际控制人，前五大股东持股情况见下表。截至本报告出具日，公司第一大股东亚泰集团已将其持有的公司 24.06% 股权进行质押，占其持有股份数的 78.09%。

表 1 截至 2020 年 6 月末公司前五大股东持股情况

股东名称	持股比例（%）
吉林亚泰（集团）股份有限公司	30.81
吉林省信托有限责任公司	11.80
中国证券金融股份有限公司	2.51
中央汇金资产管理有限责任公司	1.75
香港中央结算有限公司（陆股通）	0.90
合计	47.77

资料来源：公司 2020 年半年度报告，联合资信整理

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

截至 2020 年 6 月末，公司在全国设有 41 家分公司和 102 家证券营业部；公司合并范围内子公司共 5 家，其中全资子公司 3 家：东证融通投资管理有限公司（以下简称“东证融通”）、东证融达投资有限公司（以下简称“东证融达”）和东证融汇证券资产管理有限公司（以下简称“东证融汇”），控股子公司 2 家：渤海期货股份有限公司（以下简称“渤海期货”，持股比例 96.00%）、东方基金管理有限责任公司¹（以下简称“东方基金”，持股比例 57.60%）。截至 2020 年 6 月末，公司母公司共有员工 2801 人。公司组织架构图详见附件 1。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 682.18 亿元，其中客户资金存款 119.35 亿元；负债合计 520.68 亿元，其中代理买卖证券款 134.46 亿元；所有者权益（含少数股东权益）161.50 亿元，其中归属于母公司所有者权益 155.83 亿元；母公司口径净资产 131.33 亿元。2019 年，公司营业总收入为 79.69 亿元，利润总额为 12.76 亿元，净利润为 10.43 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 10.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 78.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 70.04 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 684.16 亿元，其中客户资金存款 157.83 亿元；负债合计 517.32 亿元，其中代理买卖证券款 171.17 亿元；所有者权益（含少数股东权益）166.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益 160.03 亿元；母公司口径净资产 137.32 亿元。2020 年 1—6 月，公司营业总收入为 36.91 亿

1 东方基金管理有限责任公司已于 2020 年 8 月完成了股份制改制，现已更名为东方基金管理股份有限公司。

元,利润总额为9.29亿元,净利润为7.43亿元,其中归属于母公司所有者净利润6.67亿元;经营活动产生的现金流量净额为44.03亿元,现金及现金等价物净增加额52.60亿元。

公司注册地址:吉林省长春市生态大街6666号;法定代表人:李福春。

二、本期短期融资券概况

公司拟在不超过50.00亿元的注册额度内分期发行短期融资券。截至本报告出具日,公司已发行且尚在存续期内的短期融资券合计25.00亿元。

本期短期融资券全称为“东北证券股份有限公司2021年第一期短期融资券”,发行规模为18.00亿元;期限为不超过91天;每张票面金额为100元,按面值平价发行。本期短期融资券采取固定利率,发行利率通过簿记建档集中配售方式决定,在存续期内利率不变;采用单利按年计息,不计复利;到期时一次性还本付息。本期短期融资券由主承销商组织承销团成员,通过簿记建档集中配售的方式,在全国银行间债券市场公开发行。

本期短期融资券募集资金主要用于满足公司流动性需求,补充公司流动性资金及相关法律法规未禁止的其他短期资金用途。

本期短期融资券无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年三季度,我国经济进一步复苏,供需全面回暖,物价涨幅有所回落,就业压力有所缓解,财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散,疫情对世界经济的冲击将继续发展演变,外部风险挑战明显增多,国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速,经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后,二季度即开始复苏,前三季度实现正增长,GDP累计同比增长0.7%,其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%,经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%,全面实现正增长。

表2 2017-2019年及2020年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP(万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP增速(%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速(%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速(%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速(%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速(%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速(%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI增幅(%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI增幅(%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率(%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速(%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速(%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注:1. GDP总额按现价计算;2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计;3. 增速及增幅均为累计同比增长数,GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率,规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率;4. 城镇失业率统计中,2017年为城镇登记失业率,2018年开始为城镇调查失业率,指标值为期末数

资料来源:联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比

下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆

为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元,较二季度缺口(2.0 万亿元)继续扩大,主要是受到疫情冲击,财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓,城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度,在服务业和制造业逐步恢复,中小微企业经营持续改善的作用下,就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%,较 6 月(5.7%)略有回落,就业形势较疫情初期有所好转,但国内外环境复杂严峻,企业用工需求偏弱,总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度,城镇居民人均可支配收入 3.3 万元,比上年同期名义增长 2.8%,名义增速比上年回升 1.3 个百分点;扣除价格因素的实际增速为-0.3%,降幅较上半年(2.0%)大幅收窄,为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展,以“六稳”“六保”为中心,促进经济恢复,逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费,增加有效投资。2020 年前三季度,全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中,新增减税降费 1.37 亿元,翘尾新增减税降费 7265 亿元,对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度,全国累计发行国债 4.80 万亿元,较上年同期(2.99 万亿元)大幅增长;发行地方政府债券 5.68 万亿元,较上年同期(4.18 万亿元)增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建,增加有效投资,增加其用作项目资本金的范围及比例,允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制,新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持,截至 2020 年 9 月底,在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中,各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位,形成实际支出 1.02 万亿元,占

中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归,融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向,引导资金更多的流向实体经济,有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用,提高政策的直达性,强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元,开展中期借贷便利 MLF 操作,净投放中期流动性 4100 亿元,满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作,对冲季节性因素和政府债券发行等因素,维护短期流动性平稳。利率方面,前四个月在政策推动下贷款利率明显下行,5 月以来,随着疫情得到有效控制,国内经济复苏态势良好,央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定,债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%,较 6 月(分别为 4.14%、5.11%和 4.04%)均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议(以下简称“会议”)认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性及不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。在此政策导向下,未来财政政策将更加积极有为、注重实效,保障重大项目建设资金,注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向,保持货币供应量和社会融资规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是新增融资重点流向制造业、中

小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，

海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业分析

公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等，核心业务属证券行业。

1. 证券行业概况

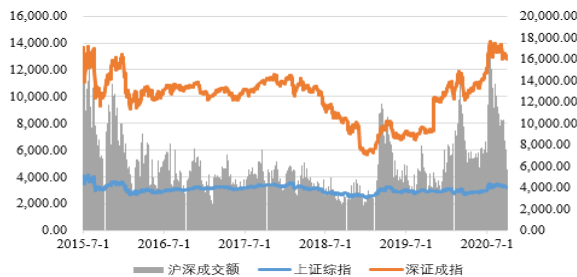
股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场规模保持增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长。根据交易所公布的数据，截至2019年底，上交所和深交所上市的公司合计3777家；股票市场总市值为59.29万亿元，较2018年底增长36.33%；平均市盈率为20.35倍，较2018年增长4.13个倍数。2019年全部A股成交额为127.36万亿元，日均成交额为0.52万亿元，同比增长44.81%。截至2019年底，市场融资融券余额为1.02万亿元，较2018年底增长34.88%，其中融资余额占比为98.65%，融券余额占比为1.35%。股票一级市场发行方面，2019年，上交所和深交所共实际募集资金1.53万亿元，同比增长26.57%，共完成IPO为203家、增发248家、配股9家、优先股6家，可转债和可交债分别106家和62家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调

整；2018年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 Wind 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增长 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

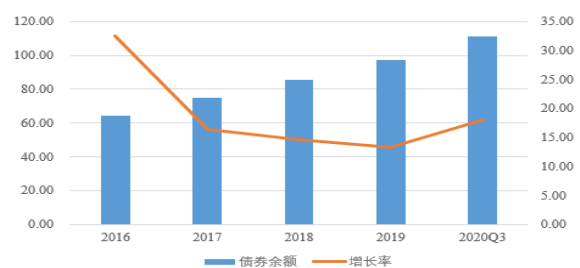
多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 3 月，新证券法正式实施，加大了资本市场违法违规成本，有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境；全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革也已正式落地，进

一步扩大了证券市场规模。

随着资本市场建设力度的加大，证券市场规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影响较大。

图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。

2015—2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019 年增幅较大；盈利能力呈现倒 U 型走势，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年证券公司盈利水平小幅下降，2018 年盈利水平进一步大幅下降；2019 年，受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 3 证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数（家）	125	129	131	131	133
盈利家数（家）	124	124	120	106	120
盈利家数占比（%）	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入（亿元）	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83

净利润（亿元）	2447.63	1234.45	1129.95	666.20	1230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

资料来源：中国证券业协会

2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时，证监会撤销了上海华信证券有限责任公司的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券股份有限公司实施托管。从业务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增长 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增长 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增长 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，全年实现营业收入 3604.83 亿元和净利润 1230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善，其中 120 家公司实现盈利。

2020 年前三季度，随着国内疫情防控落实和复产复工推进，我国经济稳步增长，A 股指数逐步企稳，中小创指数和沪深交易额大幅增长。其中上证综指涨幅 4.31%，深成综指上涨 21.32%，沪深交易额同比增长 59.12%。截至 2020 年 9 月底，135 家证券公司总资产为 8.57 万亿元，较 2019 年底增长 18.04%；净资产为 2.24 万亿元，较 2019 年底增长 10.89%，净资本为 1.79 万亿元，较 2019 年底增长 10.49%。

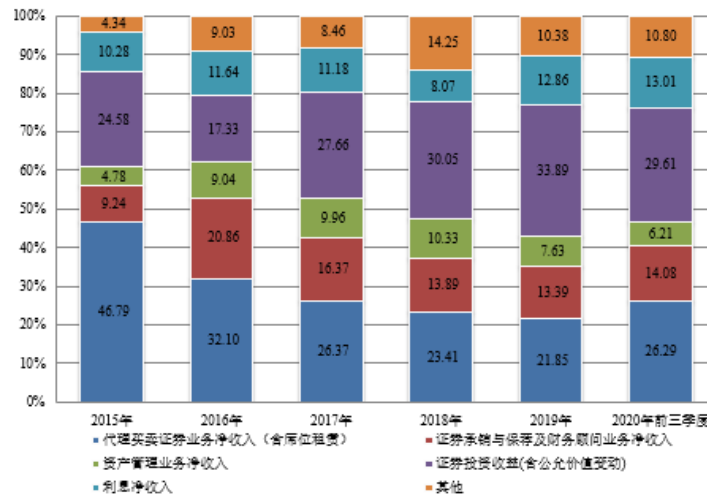
2020 年前三季度，135 家证券公司实现营业收入 3423.81 亿元，实现净利润 1326.82 亿元，分别同比增长 31.08%和 42.51%，经营业绩同比大幅增长，其中有 126 家公司实现盈利。

2. 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2019 年证券公司盈利水平显著上升，前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持 20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017 年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理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，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；2018 年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比升至 30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019 年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。2020 年前三季度，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，自营投资收入占比有所下降，除此之外其他业务收入占比变动较小。

图3 我国证券行业业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。2020年前三季度，证券公司代理买卖证券业务净收入900.08亿元，同比增长33.08%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下降10.58%，延续下降走势。科创板方面，自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委，109家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模1027.22亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019年证券公司承销各类债券金额

7.78 万亿元,同比增长 31.92%。基于上述因素,2019 年,全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 482.65 亿元,同比增长 30.46%。2020 年前三季度,投行业务收入 482.20 亿元,同比增长 40.19%。

就市场格局来看,证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景,在大型融资项目上具有明显的竞争优势,几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目,显示该业务集中度较高。2019 年,股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 48.36%;债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 42.42%。

同时,在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时,科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力;其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资本且令其面临更大投资风险,或将减弱证券公司盈利稳定性;因此,此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资,该业务与证券市场关联度高,面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资,2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策,意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017 年股票市场行情出现分化,优质蓝筹上涨趋势明显,“中小创”则呈现下跌行情,证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)同比增长 51.46%,成为第一大收入来源。2018 年,股票市场跌幅较大,其中权重股持续下跌,创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下,中债新综合净价指数全年上涨 4.00%,债券投资收益减缓了自营业务降幅,但债券市场出现集中违约;2018 年债券市场新增 43 家违约主体,较 2017 年的 9 家大幅增加,违约金额达 1154.50 亿元,系 2017 年违约金额的 3.42 倍,违约主体以民企和上市公司居多。2019 年,市场预期有

所回暖,股票市场先扬后抑,市场成交量亦大幅增长;资金市场利率延续 2018 年下降趋势,证券公司自营投资收入大幅增长。同时,2019 年债券市场违约呈常态化,需关注相关投资风险。2019 年,全行业实现证券投资收益(含公允价值变动)1221.60 亿元,同比大幅增长 52.65%,主要系股票市场回暖所致。2020 年前三季度,证券公司投资收益(含公允价值变动)1013.63 亿元,同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小,主动管理业务是其发展方向。

目前,证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来,证监会鼓励证券公司加强业务创新,发展资产管理业务,推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置的转型。2018 年 4 月,中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,控制资管产品杠杆水平,并限制通道类业务,促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月,证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》要求证券公司存量公募大集合资产管理业务对标公募基金进行管理,符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来,证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理,定向资管产品仍是主要部分,但其占比有所下降;受资管新规及资管“去通道”等政策影响,证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型,对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升,资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2019 年末,证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元,较 2018 年末下降 12.90%;2019 年,证券公司实现资产管理业务净收入 275.16 亿元,同比基本持平。2020 年前三季度,证券公司资管业务收入 212.64 亿元,同比增长 12.52%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2019年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自2010年3月31日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至2019年末，融资融券余额1.02万亿元，较2018年末增长34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至2019年11月末，深沪两市股票质押回购融资余额9429亿元，较2018年末下降20.94%；股票质押回购质押股票总市值1.8万亿元，占A股总市值的3.3%，较2018年末下降1.3个百分点，较2017年底峰值下降2.90个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过80%的上市公司为469家，较年初减少117家，降幅分别为13.80%和20.00%。截至2020年9月末，全市场质押股份市值占总市值的比重为6.21%，较年初下降1.46个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过80%的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。2019年，证券公司实现利息净收入463.66亿元，同比大幅增长115.81%。2020年前三季度，证券公司利息净收入445.60亿元，同比增长31.72%。

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。2019年，已有至少5家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，联合资信也关注到，目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变

化以及个股“黑天鹅”事件。

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、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。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、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019年，国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市，2020年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司已实现A股上市。2020年以来已有6家上市券商完成定向增发募集货币资金，其中海通证券和国信证券分别募资200.00亿元和150.00亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、粤开证券等多家新三板挂牌证券公司未来将筹备A股上市，其中华龙证券和开源证券已于新三板退市。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019年10月，证监会宣布，自2020年1月1日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立5家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）、野村东方国际证券、大和证券（中国）和星展证券（中国）。同时新设金圆统一证券和甬兴证券2家国内券商，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的

优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

2019 年 11 月，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司，也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券

公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2019 年末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 2354.94 亿元，净利润 780.77 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.89% 和 62.75%。截至 2019 年底，前十大证券公司资产总额为 4.51 万亿元，占全行业总资产的 62.78%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 60%，行业集中度较高。

表 4 截至 2019 年末/2019 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	1654.50	7917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1460.94	5593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1411.19	6367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1256.55	5621.81	248.63	90.57
5	广发证券	941.37	3943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2246.44	140.93	49.14
合计		10200.34	45056.60	2354.94	780.77

资料来源：Wind

4. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018—2019 年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内部控制、规范业务流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

5. 未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

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。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2019年7月，证监会发布了2019年证券公司分类结果，在参选的98家券商中，51家分类评级结果与上年持平，28家券商被下调评级，19家证券公司上调评级；38家券商被评为A类，数量比2018年减少2家。整体来看，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019年10月，证监会发布《上市公司重大

资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020年1月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。

2020年2月，《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，国内经济全面修复。

2020年3月，新《证券法》正式实施，加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020年6月，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件发布，创业板试点注册制。

2020年5月，《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》发布，次级债公开发行放开，拓宽证券公司融资渠道，有助于证券公司降本增效。

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助金融科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年6月底，公司注册资本和实收资本均为23.40亿元，亚泰集团为第一大股东，持股30.81%，公司股权结构较为分散，无实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司作为全国性综合类上市证券公司，具有很强的资本实力和经营实力，主要业务排名均处于行业中上游水平，且作为多元化协同发展的综合金融服务平台，规模优势和品牌优势较强。

公司是全国性综合类上市证券公司之一，融资渠道畅通，各项业务牌照齐全，同时公司参控股公司涉及私募基金、另类投资、期货、公募基金业务，形成了多元化的业务发展格局，各业务条线优势互补、融合创新、协同发展。截至

2020年6月末，公司共设立41家分公司、102家证券营业部，分布于全国28个省、自治区、直辖市的68个大中城市，覆盖了中国主要的经济发达地区，为业务开展提供了充足的客户资源保障，并且公司在吉林省内营业部共37家，在吉林省内营业网点覆盖率较高，区域优势明显。

公司以客户需求为导向，提供多种金融产品和服务，进一步优化集团化经营模式，在全国形成了较强的规模优势和品牌优势，主要业务排名均处于行业上游水平，综合实力很强。2017—2020年，公司的分类监管评级结果分别为BBB级、BBB级、A级和A级，评级结果有所提升，并保持在较好水平。

表5 公司主要业绩排名（单位：名）

项目	2017年	2018年	2019年
净资本	28	33	31
营业收入	21	18	26
证券经纪业务收入	30	29	29
客户资产管理业务收入	30	30	31
投资银行业务收入	44	40	38
融资类业务收入	25	24	26
证券投资收入	20	22	19

注：2017—2019年参与排名的证券公司数量均为98家
资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

3. 人员素质

公司管理团队及员工整体素质较高，有助于公司实现持续稳健发展。

公司董事长李福春先生，1964年出生，中共党员，硕士研究生，高级工程师，深圳证券交易所第四届理事会战略发展委员会委员，上海证券交易所第五届理事会政策咨询委员会委员，吉林省资本市场发展促进会会长。曾任一汽集团公司发展部部长；吉林省经济贸易委员会副主任；吉林省发展和改革委员会副主任；长春市委副书记；吉林省发展和改革委员会主任；吉林省政府党组成员、秘书长。现任公司董事长、党委书记，东证融汇董事长，银华基金董事，中证机构间报价系统股份有限公司监事。

公司副董事长、总裁何俊岩先生，1968年出生，中共党员，硕士研究生，高级会计师，中国注册会计师，中国注册资产评估师。中国证券业

协会融资类业务委员会委员，吉林省第十二届政协委员，吉林省人民政府决策咨询委员会第五届委员，吉林省证券业协会副会长，吉林省金融学会副会长，吉林省五一劳动奖章获得者，吉林省特等劳动模范。曾任东北证券有限责任公司计划财务部总经理、客户资产管理总部总经理；福建凤竹纺织科技股份有限公司财务总监；东北证券有限责任公司财务总监；东北证券股份有限公司财务总监、副总裁、常务副总裁。现任公司副董事长、总裁、党委副书记，东证融通董事长，东证融达董事长，东证融汇董事，东方基金董事。

截至2020年6月末，公司母公司共有员工2801人。其中，本科以上学历占比87%，硕士以上学历占比27%人。公司主要子公司东证融汇、东证融通、东证融达共有员工134人。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91220000664275090B），截至2020年12月25日，公司无未结清和已结清的关注类和不良或违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2020年6月末，公司共获得银行授信额度686.00亿元，已使用238.00亿元，未使用448.00亿元，同时公司作为A股主板上市公司，直接及间接融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构，能够满足业务开展需求。

公司根据相关法律法规和规范性文件的要求，已形成股东大会、董事会、监事会、经理层相互分离、相互制衡、相互配合的公司治理结构和运作机制，并制定了《公司章程》、“三会”议事规则及《经理层工作规则》等配套规章制度，

建立了较为完备的合规管理、风险管理和内部控制体系。近年来，公司依据有关法律法规和《公司章程》发布通知并按期召开股东大会和临时股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司设董事会，对股东大会负责。公司董事会由13名董事构成，其中独立董事5名。董事会设董事长1人，设副董事长2人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会下设战略决策管理委员会、提名与薪酬委员会、审计委员会和风险控制委员会，并制订了各专门委员会的工作规则。各专门委员会成员全部由董事组成，其中提名与薪酬委员会、审计委员会由独立董事担任召集人。

监事会为公司监督机构，公司监事会由9名监事构成，其中职工代表监事3人。监事会设监事长1人，由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届为3年。监事任期届满，连选可以连任。监事会向股东大会负责，对公司财务以及公司董事、总裁和其他高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益；公司监事会还对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司的财务。

公司经营管理层由总裁、副总裁、财务总监、合规总监、首席风险官等组成。公司经营管理层成员具有丰富的经营管理经验，有利于公司经营管理的科学决策和稳健发展。

2. 管理水平

公司建立了较为完善的内控管理体系，内控管理整体水平较高但仍需进一步完善。

公司根据《企业内部控制基本规范》和《企业内部控制配套指引》的相关要求，在结合自身发展需求的基础上，不断完善公司内部控制机制，保障公司持续健康发展。公司董事会按照企业内部控制规范体系的规定，建立健全和有效实施内部控制。监事会对董事会建立与实施内部控制进行监督。经理层负责组织领导公司内部控制的日常运行。

公司内部控制的目的是提高公司经营管理水平和风险防范能力，合理保证公司经营管理合法合规、资产安全、财务报告及相关信息真实完整，提高经营效率和效果，促进公司实现发展战略。公司建立了由经营部门、业务管理部门、风险管理部门及后续稽核部门组成的前、中、后台相互制约的内部管理组织架构。公司按照“健全、合理、制衡、独立”的原则持续强化内部控制措施，不断完善内部控制机制，建立了以净资本为核心的风险控制体系。公司根据相关法律、监管环境的变化，以及自身发展的需要，采取有效的措施组织和实施内控规范工作。

公司稽核审计部独立于公司各职能部门和分支机构。公司稽核审计部负责公司各部门、各分支机构经营活动的稽核审计及相关人员的离任审计工作。近年来，公司突出“以风险为导向、以客户为中心”的稽核理念，逐步建立以风险为导向的稽核审计体系。稽核审计部通过对内部控制制度建设及执行情况、主要业务活动进行后续督导审计，针对审计中发现的风险隐患和内部控制存在的薄弱环节，提出整改意见，并定期将审计结果及整改成效上报董事会、监事会及高管层。

公司合规风险管理部以依法合规经营为管理目标，不断加强合规风险文化建设，建立了内部控制评价考核约束机制、绩效与合规风险控制并重的激励机制，促进了公司合规文化的形成。

监管处罚或监管措施方面，2017年3月，因公司在济南同智创新能源科技股份有限公司挂牌后未能勤勉尽责地履行持续督导义务，被全国股转公司采取要求提交书面承诺的自律监管措施。2017年5月，因长沙芙蓉中路营业部前员工涉嫌合同诈骗犯罪，部分员工和经纪人私自推介或销售非公司自主发行或代销的金融产品，公司存在对营业部负责人把关不严、监督机制失效等问题，公司被吉林证监局采取暂停开展代销金融产品业务6个月等行政监管措施。2017年8月，公司因作为山东滕建投资集团有限公司“15滕建01”和“16滕建投”受托管理人，未能

完全履行受托管理人职责，被中国证券业协会采取自律惩戒措施。2017年8月，公司因作为北京天际数字技术股份公司的主办券商，未能尽职履行持续督导义务，未能督导天际数字诚实守信、规范履行信息披露义务，被全国股转公司出具警示函。2018年12月，公司因梅河口银河大街证券营业部未按规定履行客户身份识别义务，该营业部及负责人被中国人民银行通化市中心支行处以罚款措施。2019年，公司未受到监管处罚。2020年3月，公司子公司渤海融盛资本管理有限公司在业务开展过程中存在将对冲头寸出售给投资者指定的第三方，变相成为投资者交易通道的违规行为，被中国期货业协会处以“训诫”的纪律惩戒。针对上述监管处罚或监管措施，公司及子公司已按监管要求进行了整改。

2017—2020年，公司的分类监管评级结果分别为BBB级、BBB级、A级和A级，内控管理整体处于较好水平，但监管趋严环境下公司内控水平仍需进一步提高。

七、经营分析

1. 经营概况

公司各业务稳步发展，带动营业收入增长，主营业务收入主要来源于证券经纪业务、信用交易业务和证券自营业务；受公司计提减值影响，净利润波动上升。同时，公司经营状况受市场环境因素影响较大，未来收入增长存在一定不确定性。

近年来，公司积极把握市场机遇，经营业绩稳步提升。2017—2019年，公司营业收入持续增加，年均复合增长27.08%；净利润受资产减值

影响波动较大、整体呈上升趋势，年均复合增长21.85%。2019年，公司实现营业收入79.69亿元，同比增长17.53%，各业务收入均有所增加；同期实现净利润10.43亿元，同比大幅增长234.45%，主要系2019年减值计提规模减少所致；公司营业收入增幅低于行业平均水平（35.37%），净利润增幅高于行业平均水平（84.77%）。

从收入结构来看，公司营业收入中其他收入占比较高，主要系渤海期货现货买卖业务收入规模较大所致，但该业务对利润贡献度较小。从证券主营业务来看，公司营业收入中证券经纪业务收入、信用交易业务收入和证券自营业务收入占比相对较高，其中证券自营业务收入占比逐年提升，证券经纪业务和信用交易业务收入占比逐年下降。2017—2019年，受市场行情波动影响，公司证券经纪业务收入及信用交易业务收入均呈先降后增、总体下降的趋势，年均复合变化率分别为-11.24%和-0.49%；证券自营业务收入逐年增加，年均复合增长62.32%；由于2018年政策环境收紧，投资银行业务收入波动下滑，年均复合减少19.20%；资产管理业务收入波动较大，随着资产管理业务转型取得显著成效，2019年收入同比大幅增长248.54%至2.96亿元。

2020年1—6月，公司营业收入为36.91亿元，同比小幅下滑4.87%。其中证券自营业务、证券经纪业务收入受市场行情回暖等因素影响取得较好增长，同比分别增长43.49%和12.34%，其余业务收入均有所下滑。同期，由于期货贸易业务规模下降，公司营业成本同比下滑11.44%；公司净利润为7.43亿元，同比增长22.98%，净利润增速低于行业平均水平（24.73%）。

表6 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	8.73	17.70	6.86	10.12	6.88	8.63	5.37	14.56
信用交易业务	10.14	20.55	9.77	14.41	10.04	12.60	4.26	11.53
证券自营业务	4.43	8.99	8.11	11.96	11.68	14.66	8.71	23.59
投资银行业务	3.26	6.62	1.93	2.85	2.13	2.67	0.96	2.60
资产管理业务	2.08	4.22	0.85	1.25	2.96	3.72	1.48	4.01

其他	20.69	41.93	40.28	59.41	45.99	57.72	16.13	43.70
合计	49.34	100.00	67.80	100.00	79.69	100.00	36.91	100.00

资料来源：公司审计报告、公司提供，联合资信整理

2. 业务运营

(1) 证券经纪业务

受市场行情变化影响，公司证券经纪业务收入及规模均有所波动，随着行业竞争加剧，公司佣金率不断下滑。由于证券经纪业务收入受市场行情影响较大，未来证券经纪业务收入增长存在一定不确定性。

公司证券经纪业务主要包括零售证券经纪业务、财富管理业务及机构业务等。近年来，公司在传统证券经纪业务方面，积极调整组织架构，强化营业网点区域管理，推进网点业务多元化、平台化和智能化转变，同时加码推进证券经纪业务财富管理转型升级，加强财富管理团队建设。截至2020年6月末，公司共设立41家分公司、102家证券营业部，分布于全国28个省、自治区、直辖市的68个大中城市；其中在吉林省内营业部共37家，具有较强的网点竞争优势。2017—2019年，公司证券经纪业务收入波动下降，年均复合减少11.24%，2019年为6.88亿元，较上年基本持平。2020年1—6月，证券市场交投活跃度

提升，公司证券经纪业务收入为5.37亿元，同比增长12.34%。

受市场行情波动影响，2017—2019年，公司代理买卖证券交易额先减后增、总体下降，年均复合下降1.49%，公司市场份额总体呈下滑趋势。2019年，随着证券市场企稳回暖，公司代理买卖证券交易额为17946.00亿元，同比增长31.85%，以代理买卖股票为主。随着传统证券经纪业务竞争不断加剧，公司代理买卖证券平均佣金率延续下滑趋势，2019年为0.2597‰。2020年1—6月，公司代理买卖证券业务市场份额进一步降至1.23%，平均佣金率进一步下滑。

代销金融产品方面，近年来公司持续丰富销售业务产品线，加强各渠道产品代销合作，积极转变销售策略和服务方式，持续加大金融产品销售业务拓展力度。2019年代理销售金融产品金额为33.97亿元，实现代销收入1427.73万元。2020年1—6月，公司代理销售金融产品收入为1805.29万元。

表7 公司代理买卖证券业务情况表（单位：亿元、%）

业务类型	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	15051.00	1.33	11376.00	1.25	16618.00	1.30	10984.09	1.23
基金	3193.00	3.26	1982.00	1.93	1046.00	1.14	568.83	0.99
债券	250.00	0.77	253.00	0.80	282.00	0.70	506.59	1.66
合计	18494.00	1.46	13611.00	1.30	17946.00	1.31	12059.51	1.23
平均佣金率（‰）	0.2966		0.2769		0.2597		0.2347	

资料来源：公司提供

(2) 信用交易业务

公司信用交易业务结构有所调整，两融业务规模受市场行情影响波动增加，随着外部信用风险增加，公司股质业务规模持续收缩；此外，公司股票质押业务存在多起违约项目，需对后期诉讼及追偿等情况保持关注。

公司信用交易业务主要系融资融券业务和

股票质押业务。2017—2019年，公司信用交易业务收入有所波动，年均复合减少0.49%，2019年同比小幅增长2.79%至10.04亿元；期末信用交易业务杠杆率先降后升、总体下滑，2019年为86.90%，较上年末增长4.21个百分点。2020年1—6月，公司信用业务收入为4.26亿元，同比下滑15.52%，主要系股票质押业务规模收缩所致；

2020年6月末公司信用业务杠杆率下滑至76.51%。

融资融券业务方面，受市场行情波动影响，公司融资融券业务规模呈先降后增、总体增加趋势、期末融资融券余额年均复合增长6.97%，融资融券利息收入波动增加，年均复合增长1.31%。股票质押业务方面，2018年以来，公司主动控制业务规模，持续优化业务结构，股票质

押业务规模持续下降，2017—2019年末股票质押业务回购余额年均复合减少26.87%；股票质押业务利息收入亦逐年减少，年均复合下降23.17%。2020年以来，公司两融业务规模整体保持稳定，公司股票质押业务规模延续下降趋势，截至2020年6月末，公司融资融券余额100.10亿元，较年初增长2.94%，股票质押业务余额28.35亿元，较年初下降26.90%。

表8 公司信用交易业务情况（单位：个、亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
期末融资融券账户数目	41239	43081	46117	47230
期末融资融券余额	84.98	70.48	97.24	100.10
融资融券利息收入	6.07	5.90	6.23	3.42
期末股票质押业务回购余额	72.51	62.84	38.78	28.35
股票质押业务利息收入	4.32	4.01	2.55	0.86

资料来源：公司提供，联合资信整理

从风险项目情况来看，2018年，受股票市场行情下行影响，公司股票质押业务出现多起风险项目；2019年以来公司股票质押无新增风险项目。截至2020年8月末，公司违约股票质押业务共10笔，涉及股票标的共8只，涉及融资本金合计15.96亿元，公司已计提减值准备3.91亿元，计提比例24.50%，需对后期诉讼及追偿等情况保持关注。

（3）证券自营业务

公司证券自营业务收入实现较好增长，公司根据市场变化调整投资策略，自营投资规模有所波动，其中固定收益类产品投资规模相对较高；同时公司证券自营业务受市场行情影响较大，收入仍存在一定波动风险。

公司证券自营业务主要由上海证券自营分公司与北京固定收益分公司负责。上海证券自营分公司主要参与二级市场股票投资、一级市场新股和可转债申购、各类基金的买卖以及衍生产品投资等业务。为推动固定收益业务更好发展，2019年7月公司设立北京固定收益分公司，负责固定收益类投资及债券质押式报价回购等业务。2017—2019年，公司根据市场变化及时调整大类资产配置方向，证券自营业务收入实现较好增长，年均复合增长62.32%，2019年证券

自营业务收入11.68亿元，同比增长44.09%。2020年1—6月，公司自营业务实现收入8.71亿元，同比增长43.49%

受证券二级市场持续震荡以及债券市场风险事件频发的影响，公司根据市场行情变化审慎开展证券自营业务，业务规模和结构有所调整。2017—2019年末，公司自营投资资产账面价值波动增加，年均复合增长8.35%，2019年末较上年末下降10.98%，主要系债券投资规模下降所致。从投资结构来看，自营投资品种主要包括债券、基金、股票/股权、资管计划等产品，其中债券占比相对较高。2017—2019年末，公司债券投资规模波动较大，年均复合增长15.16%，2019年末较上年末下降31.87%，占比降至55.68%；截至2019年末，公司自营投资债券无违约情况。基金投资规模小幅波动，占比逐年下滑至7.32%。股票/股权投资规模波动下降，年均复合减少21.46%，2019年末增长50.55%。资管计划投资规模逐年下降，年均复合减少45.57%。其他投资包括信托、衍生品及现金管理类产品等，2019年末其他投资规模为69.70亿元，较上年末大幅增长164.34%，占比升至24.27%，主要系2019年末因流动性管理需求，现金管理类产品投资大幅增加所致。截至2020年6月末，公司

自营投资规模为245.33亿元，较年初下降14.51%，主要系债券投资规模减少所致；从投资结构来看，债券投资占比降至45.70%，公司

增加公募基金及股票投资，占比分别增至22.63%和15.94%。

表9 公司自营投资业务账面价值情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	120.59	49.29	234.72	72.75	159.91	55.68	112.22	45.70
基金	22.88	9.35	29.54	9.15	21.03	7.32	55.55	22.63
股票/股权	47.28	19.32	19.37	6.00	29.16	10.15	39.13	15.94
理财产品	5.21	2.13	0.73	0.23	0.00	0.00	0.72	0.29
资管计划	24.97	10.21	11.92	3.70	7.42	2.58	8.25	3.36
其他	23.75	9.71	26.37	8.17	69.70	24.27	16.90	6.88
合计	244.67	100.00	322.65	100.00	287.22	100.00	245.53	100.00
自营权益类及证券衍生品/净资本	26.33		25.15		18.30		21.22	
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	126.19		231.70		184.68		134.88	

资料来源：公司提供，联合资信整理

由于净资本增加，2017—2019年末，公司自营权益类及证券衍生品/净资本指标（母公司口径，下同）逐年下降；叠加债券投资规模波动的影响，公司自营非权益类证券及其衍生品/净资本波动增加。截至2020年6月末，由于权益投资规模增加、固收类投资规模下降，自营权益类及证券衍生品/净资本升至21.22%，自营非权益类证券及其衍生品/净资本降至134.88%。上述指标均持续优于监管标准。

（4）投资银行业务

受政策及市场环境变化影响，公司投资银行业务收入波动下降，项目储备良好。同时投资银行业务受市场环境和政策监管的影响较大，未来公司投资银行业务收入增长仍存在不确定性。

公司投资银行业务主要包括股权融资、债务融资、并购与财务顾问、新三板业务等。公司投资银行业务主要由投资银行管理总部与固定收益部负责经营管理。2017—2019年，投资银行业务收入波动下滑，年均复合下降19.20%。其中2018年受政策环境及市场环境的影响收入同比下降40.84%；2019年公司股权类、债券类承销业务稳步推进，实现投资银行业务收入2.13亿元，同比增长10.35%。

股票承销业务方面，2017—2019年，公司股

权融资主承销项目数量整体有所减少，但主承销金额持续增长。2019年，公司完成3个主承销股权融资项目，其中IPO项目2个，主承销金额为10.48亿元，再融资项目1个，主承销金额6.17亿元。

债券承销业务方面，2017—2019年，公司债券主承销项目数量整体有所增加，主承销金额逐年增长。2019年，公司完成债券主承销项目14个，其中企业债4个、公司债10个，实际承销规模96.00亿元，同比增长18.78%；完成债券分销项目93个，实际承销规模200.45亿元。

新三板业务方面，随着新三板市场热度消退，2017—2019年公司推荐挂牌企业数量逐年减少，2019年公司推荐挂牌企业2家，累计挂牌企业354家，行业排名第8位；累计新增股票发行20次，行业排名第10位；督导挂牌公司257家，行业排名第9位，精选层后备企业资源储备较为充足。

并购及财务顾问业务方面，2017—2019年，公司完成并购及财务顾问项目数量分别为22个、10个和11个，2019年公司并购及财务顾问业务以军工与新材料、高端装备与环保等行业为重点，着力开展上市公司重大资产重组与困境企业救治项目。

表 10 公司投资银行业务情况（单位：个、亿元）

项 目		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
股 权	IPO	2	5.49	1	5.59	2	10.48	0	0.00
	再融资	3	5.71	2	10.48	1	6.17	2	17.98
	合计	5	11.20	3	16.07	3	16.65	2	18
债券承销		10	74.60	15	80.82	14	96.00	6	36.97
新三板挂牌		57	--	13	--	2	--	0	/
并购及财务顾问		22	--	10	--	11	--	5	/

注：上表金额为公司主承销金额

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020年1—6月，公司完成2个再融资项目（含1个可转债项目），主承销金额17.98亿元；完成6个债券主承销项目，主承销金额36.97亿元；完成并购及财务顾问项目5个。2020年1—6月，公司投行业务实现收入0.96亿元，同比下滑27.86%。

从投行项目储备来看，截至2020年6月末，公司在审项目6个，其中IPO项目2个、精选层项目1个、债券项目3个；已拿批文未实施项目9个，其中债券项目8个、再融资项目1个；项目储备良好。

（5）资管业务

公司资产管理业务持续主动转型，并取得明显成效，2019年资产管理业务收入大幅增长；产品类型以定向资产管理为主，主动管理规模占比持续上升。

公司资产管理业务由全资子公司东证融汇

负责运营管理。2017—2019年，资产管理业务收入波动较大，其中2018年受资管新规影响，东证融汇进一步压缩通道业务规模，同时市场行情波动影响投资业绩，共同导致收入规模大幅下降；2019年，公司资产管理业务产品线不断丰富，依托于委外、票据、质押、纾困等业务实现主动定向类产品规模增长，各类产品投资业绩明显改善，2019年资管业务收入同比大幅增长248.54%至2.96亿元。

受业务持续转型影响，2017—2019年，公司资产管理业务规模逐年下降，年均复合下降28.90%，其中主动管理型规模占比逐年提升至2019年末的52.30%，产品类型以定向资管为主。2020年以来，公司资产管理规模下降趋势得以扭转，截至2020年6月末，公司资产管理业务规模较年初增长9.72%至490.05亿元，其中主动管理业务占比升至65.25%。

表 11 公司资产管理业务情况表（单位：亿元、%）

项目		2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
		规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
产品类型	集合	194.17	21.98	113.06	22.85	115.65	25.89	117.02	23.88
	定向	668.26	75.63	365.49	73.88	305.04	68.30	359.46	73.35
	专项	21.16	2.39	16.15	3.26	25.95	5.81	13.57	2.77
管理方式	主动管理	232.08	26.27	146.50	29.61	233.61	52.30	319.74	65.25
	被动管理	651.51	73.73	348.20	70.39	213.03	47.70	170.31	34.75
合计		883.59	100.00	494.70	100.00	446.64	100.00	490.05	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2020年6月末，公司发行的主动管理产品不存在向投资者违约无法兑付的情形；个别主动管理产品投资的债券曾在过往年度发生违

约，涉及4只标的债券，持有成本合计1.60亿元，公司积极采取诉讼、资产处置、签署债务清偿协议等处置措施，并已按照法律法规规定和产品

合同约定对违约债券的估值进行了调整计提减值（估值减值0.95亿元）；上述违约债券占产品总净值较小，并已按规定调整估值计提减值，因此不会对资产管理产品的运作、投资者利益及公司的偿债能力造成重大影响。

（6）子公司业务

公司旗下子公司业务发展良好，对公司收入及利润形成一定补充。

公司通过控股或参股子公司涉及私募基金、另类投资、期货、公募基金业务。

东证融通为公司的全资私募基金子公司，成立于2010年11月，主营业务是使用自有资金对境内企业进行股权投资。截至2019年末，东证融通注册资本及实收资本均为6.00亿元；存续管理基金8只，实缴规模29.31亿元，对外投资余额26.00亿元。截至2019年末，东证融通资产总额15.56亿元，净资产7.16亿元。2019年，东证融通实现营业收入0.37亿元，净利润0.30亿元。

东证融达为公司的全资子公司，成立于2013年9月，目前主要负责开展股权投资与商品期货CTA投资等另类投资业务。2019年，东证融达积极推进股权投资和并购基金业务，聚焦高端制造、互联网技术、大数据等行业领域，关注符合科创板定位标的企业，推进项目落地。截至2019年末，东证融达注册资本30.00亿元，实收资本11.27亿元；资产总额13.23亿元，净资产13.09亿元。2019年，东证融达实现营业收入0.34亿元，净利润0.10亿元。

公司通过控股子公司渤海期货开展期货业务。渤海期货成立于1996年，是国内成立较早、经中国证监会批准注册的期货公司，截至2019年末注册资本和实收资本均为5.00亿元，公司持股96.00%。2017年1月，渤海期货正式在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至2019年底，渤海期货已在大连、江苏设立2家分公司，在全国范围设有13家营业部。2019年，渤海期货代理交易量2843.69万手，同比增加18.44%，代理交易金额21654.15亿元，同比增加32.69%；在期货公司分类评价中获评A类A级。截至2019年末，渤海期货总资产37.29亿元，净资产7.77亿元；2019年，

实现营业收入44.07亿元，净利润0.73亿元。

公司通过控股子公司东方基金（截至2019年末注册资本及实收资本均为3.00亿元，公司持股64.00%）、参股公司银华基金（截至2019年末注册资本及实收资本均为2.22亿元，公司持股18.90%）开展基金管理业务。2019年，东方基金全年新增产品4只，募集规模62.46亿元；截至2019年末，存续基金产品43只，存续规模221.14亿元，较上年末增长21.82%。银华基金全年新增基金产品21只，募集规模354.52亿元；截至2019年末，存续基金产品124只，存续规模3006.62亿元，较上年末增长20.01%。

3. 未来发展

公司定位明确，制定了较为清晰的发展路径，符合自身特点和未来发展的需要。

2020年，公司将聚焦战略，开启以财富管理为核心的全面转型之路。全年重点聚焦以下几个方面工作：（1）围绕公司战略，明确目标和发展策略，抓住机遇，储备资源，做好投资，优化配置，防控风险；（2）坚持以客户为中心，突出专业化和特色化，以提高中介业务能力为重点，着力提高客户服务能力、专业能力和协同能力；（3）持续提高公司的服务、管理和掌控能力；（4）促进人力资源核心要素的形成，打造专业团队，引入和培育领军人物通过培训提升专业素质，做好人才梯队建设；（5）围绕建设财富管理和投资银行的定位，推动公司向专业、精品、特色突出的证券公司全面转型。

八、风险管理分析

公司建立了较为完善的风险管理制度体系，能够较好地支持和保障各项业务的发展。

公司按照《证券公司全面风险管理规范》的要求，结合自身的运营需求，建立了四个层级、三道防线的全面风险管理组织架构，并明确了监事会在全面风险管理中的监督职责。四个层级是指：董事会层面，包括董事会及董事会下设的风险控制委员会；经理层层面，包括总裁办公会及下设的风险管理委员会、资产配置委员会、

IT治理委员会、以及各业务线决策小组；风险管理相关职能部门层面，包括负责全面风险管理的风险管理总部，负责流动性风险管理的资金运营部，负责声誉风险管理的证券部等；各业务条线层面，包括业务部门负责人、业务部门内设的风险控制部门（或岗位）和全体员工。三道防线是指：业务部门、风险管理相关职能部门和稽核审计部门共同构成了风险管理三道防线，实施事前、事中与事后的风险防范、监控与评价工作。

公司持续完善全面风险管理体系、不断加强风险管理信息系统建设、优化风险管理工具和方法、加强专业人才队伍建设、培育良好的风险管理文化，强化风险识别、评估、计量、应对、监测和报告机制，确保风险可测、可控、可承受，为公司业务的稳健、可持续发展提供保障。

市场风险管理

公司采取稳健、审慎的策略，在准确识别和计量的基础上审慎评估公司承担的市场风险。同时加强市场预判，及时调整策略。公司规范投资决策流程，采用多元化的资产配置策略，分散投资风险；完善证券自营业务限额管理，不断优化风险限额体系，以控制盈亏波动水平和市场风险暴露程度；采用VaR等对持有金融资产的市市场风险进行量化，运用压力测试作为必要的补充量化工具；通过风险对冲工具和资本中介业务，降低公司由于市场风险造成的经营波动。

信用风险管理

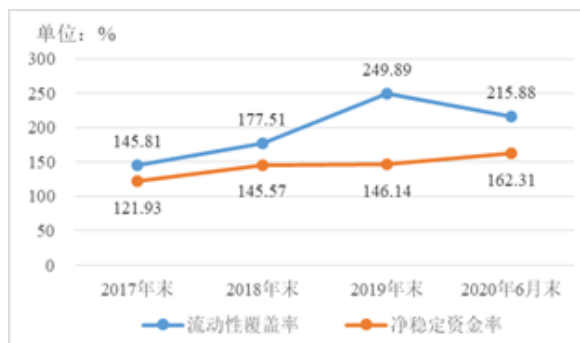
公司以内部信用评级为基础，通过准入管理、授信管理、履约保障、信用风险计量、风险限额和压力测试等方法进行信用风险管理；采用违约概率、违约损失率和违约风险敞口等计量信用风险；采用尽职调查、分级授权审批、限额管理、抵押品缓释等手段控制信用风险。为控制债券投资业务的信用风险，公司通过建立债券交易对手库，对交易对手实行跟踪授信管理；公司明确了可投资债券的债项评级要求并建立了信用债内部评级制度。为控制信用交易业务的信用风险，公司通过制定各项严格的制度和措施，从征信、授信、盯市、违约处置等多个环

节对该业务涉及的信用风险进行控制，其中包括建立严格的客户准入制度和征信、授信标准；建立严格的担保物范围及折算率、保证金比例、履约担保比例的标准；建立信用交易逐日盯市制度，及时预警、准确报告，达到平仓线时按照合同约定进行强制平仓等。

流动性风险管理

公司一方面对融资来源、优质流动性资产、流动性风险限额及市场流动性进行实时监控；另一方面公司对各项负债进行统筹管理，通过股权融资、发行次级债、收益权凭证、短期融资券、开展收益权转让等方式筹集资金，并合理预期各业务部门的资金需求及到期债务，从而进一步提高公司防范资金流动性风险的能力。公司可用资金和可动用的流动性资产能覆盖未来一段时间的对外资金需求，各项流动性指标均处于安全状态。流动性指标方面，2017—2019年末，流动性指标持续优于监管要求（ $\geq 120\%$ ）。其中2019年末公司流动性覆盖率较上年末大幅上升72.38个百分点，主要系公司进行流动性管理所致。2020年6月末，公司流动性覆盖率降至215.88%，净稳定资金率升至162.31%，均处于较好水平。

图4 公司流动性指标情况



资料来源：公司风险监管报表，联合资信整理

操作风险管理

公司在组织架构、岗位设置、权责分配、业务流程等方面，通过适当的职责分工、授权和分级审批等机制，形成合理制约和有效监督；二是开展全面风险识别、评估和控制标准建设工作，对公司各业务环节的风险进行全面识别和评估，

以达到充分识别风险、实行风险分级管理、优化审批权限、明确控制责任人和工作标准及形成操作手册的目的；三是完善用人机制，通过组织内外部竞聘、技能培训等方式提高员工岗位胜任能力；通过员工行为管理、合规培训、签订各类承诺书的方式，有效加强对人员道德风险的管控；四是积极推进IT治理，根据IT治理工作方案、规划及相关制度，合理安排公司信息系统的建设、管理及运行维护等工作；五是建立危机处理机制和流程，针对各项业务、信息系统、结算核算等关键业务环节，制定切实有效的应急措施和预案并通过应急演练检验和提高危机处理机制的有效性。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2017—2019年财务报告经中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见审计报告；2020年上半年财务报表未经审计。从合并范围来看，2018年、2019年公司合并范围内一级子公司较上年未发生变化。从会计政策变化来看，公司自2019年1月1日起执行财政部于2017年修订的《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》等4项新的金融工具会计准则，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和持有至到期投资重分类至交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资等科目，该事项对前期比较数据不进行重述，导致部分科目不适用，且对财务报表产生较广泛影响，但不构成重大影响。公司财务数据可比性较好。

截至2019年末，公司合并资产总额682.18亿元，其中客户资金存款119.35亿元；负债合计520.68亿元，其中代理买卖证券款134.46亿元；所有者权益（含少数股东权益）161.50亿元，其中归属于母公司所有者权益155.83亿元；

母公司口径净资产131.33亿元。2019年，公司营业总收入为79.69亿元，利润总额为12.76亿元，净利润为10.43亿元，其中归属于母公司所有者净利润10.07亿元；经营活动产生的现金流量净额为78.28亿元，现金及现金等价物净增加额70.04亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额684.16亿元，其中客户资金存款157.83亿元；负债合计517.32亿元，其中代理买卖证券款171.17亿元；所有者权益（含少数股东权益）166.85亿元，其中归属于母公司所有者权益160.03亿元；母公司口径净资产137.32亿元。2020年1—6月，公司营业总收入为36.91亿元，利润总额为9.29亿元，净利润为7.43亿元，其中归属于母公司所有者净利润6.67亿元；经营活动产生的现金流量净额为44.03亿元，现金及现金等价物净增加额52.60亿元。

2. 资金来源与流动性

受对外融资规模扩大及市场行情回暖影响，公司负债规模呈稳步增长趋势，杠杆水平整体有所上升，处于合理水平。同时，公司短期债务占比较高，需关注公司流动性管理。

2017—2019年末，公司负债规模逐年增加，年均复合增长9.87%。2018年末，公司负债较上年末增长13.37%，主要系公司对外融资规模增加所致，其中自有负债占比增至76.98%。截至2019年末，公司负债规模为520.68亿元，较上年末增长6.48%，主要系市场行情回暖，代理买卖证券款增加所致；其中自有负债规模较上年末变化不大，占比72.33%。公司自有负债主要由卖出回购金融资产款、应付债券、应付短期融资款和其他负债构成，2019年末分别占比29.15%、22.76%、13.52%和24.85%。

表12 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
负债总额	431.33	488.99	520.68	517.32
自有负债	302.13	376.44	376.61	344.01
其中：卖出回购金融资产款	72.27	145.14	109.78	56.20

应付债券	61.71	99.46	85.72	86.08
应付短期融资款	29.00	45.04	50.93	51.93
其他负债	111.48	73.70	93.60	108.61
非自有负债	129.21	112.55	144.07	173.31
其中：代理买卖证券款	115.26	105.57	134.46	171.17
全部债务	290.48	359.64	360.44	320.38
其中：短期债务	158.77	210.18	204.73	134.30
长期债务	131.71	149.46	155.72	186.08
自有资产负债率	64.26	70.01	69.99	67.34
净资本/负债	43.63	29.89	34.77	34.77
净资产/负债	47.97	38.37	38.70	38.70

注：其他负债中的次级债按到期期限纳入短期债务和长期债务计算，计算时仅统计次级债本金，未包含应付利息
资料来源：公司财务报表和监管报表，联合资信整理

受公司自营投资规模变动影响，2017—2019年末，公司卖出回购金融资产款呈先增后降、总体增长趋势，年均复合增长23.25%；2019年末较上年末下降24.36%，主要系公司债券质押式回购业务规模下降所致。

2017—2019年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长17.85%；随着公司收益凭证到期偿还，2019年末应付债券较上年末下降13.82%。

2017—2019年末，公司应付短期融资款逐年增长，年均复合增长32.52%；2019年末较上年末增长13.09%，主要系新增发行短期融资券、非公开收益凭证等融资工具所致。

公司其他负债主要系次级债、其他应付款、长期应付款等，2017—2019年末公司其他负债先降后升、总体下降，年均复合减少8.37%，主要系次级债规模变化所致；2019年其他负债较上年末增长27.00%，其中次级债占比98.07%。

2017—2019年末，公司全部债务先增长后持平，年均复合增长11.39%。截至2019年末，公司全部债务合计360.44亿元，其中短期债务占比56.80%、长期债务占比43.20%。从杠杆水平来看，2017—2019年末，公司杠杆水平总体有所上升，2019年末公司自有资产负债率为69.99%，较上年保持稳定，处于行业内合理水平。2017—2019年末，公司净资本/负债和净资产/负债指标均优于监管要求。

截至2020年6月末，公司负债总额为517.32亿元，较年初变化不大；其中代理买卖证券较年初增长27.30%。公司自有负债规模下

降8.66%，杠杆水平较年初小幅下滑，自有负债率为67.34%。截至2020年6月末，公司全部债务合计320.38亿元，较年初下降11.12%。从公司提供的到期期限结构来看，2020年和2021年到期债务较多，2020年到期占比50.19%，2021年到期占比27.32%，需关注公司短期流动性管理。

表13 截至2020年6月末公司债务到期期限结构

到期期限	金额（亿元）	占比（%）
2020年	156.15	50.19
2021年	85.00	27.32
2022年	40.00	12.86
2023年及以后	30.00	9.64
合计	311.15	100.00

注：上表债务规模系按本金进行统计，不包含应付利息，故与本报告全部债务规模不一致
资料来源：公司提供

2017—2019年末，公司资产规模及自有资产均呈增长趋势，2020年6月末公司自有资产规模有所收缩；公司资产中自有资产占比较高，资产流动性保持较好水平。

2017—2019年末，公司资产总额稳步增加，年均复合增长6.68%；公司资产以自有资产为主，占比均在78%以上。2017—2019年末，公司自有资产逐年增加，年均复合增长6.98%。2017—2019年末，公司优质流动资产/总资产逐年上升，流动性处于较好水平。截至2019年末，公司资产总额682.18亿元，较上年末增长4.91%，主要系货币资金及融出资金增加所致；其中自有资产较上年末基本持平。截至2019年末，公

司资产总额主要由货币资金、融出资金、买入返售金融资产和交易性金融资产构成，分别占比 27.38%、14.33%、6.57%和 41.28%。

表 14 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
资产总额	599.39	650.23	682.18	684.16
其中：自有货币资金	20.44	26.94	67.40	84.28
融出资金	84.32	69.78	97.78	99.09
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	79.84	200.44	--	--
买入返售金融资产	437.79	661.94	390.96	324.66
可供出售金融资产	152.17	112.19	--	--
交易性金融资产	--	--	281.58	227.22
自有资产	470.18	537.68	538.11	510.86
自有资产/资产总额	78.44	82.69	78.88	74.67
优质流动性资产	82.28	97.84	144.21	126.52
优质流动性资产/总资产	17.94	19.03	27.52	23.47

注：优质流动性资产/总资产中分子分母均取自风控指标监管报表；
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2017—2019 年末，公司货币资金逐年增加，年均复合增长 29.18%；2019 年末较上年末增长 61.41%，客户资金与自有资金均有所增加，其中自有货币资金占比 36.09%，自有货币资金较上年末增长 150.17%。

2017—2019 年末，公司融出资金波动增加，年均复合增长 7.68%。截至 2019 年末，融出资金较上年末增长 40.12%，主要系融资融券业务规模扩大所致；融出资金担保物公允价值对融出资金覆盖倍数为 3.11 倍；公司对融出资金计提减值准备 0.29 亿元，计提比例为 0.30%。

随着股票质押业务规模不断收缩，2017—2019 年末，公司买入返售金融资产逐年减少，年均复合下降 27.54%；2019 年末买入返售金融资产较上年末下降 33.61%，其中股票质押式回购余额占比 96.21%，股票质押式回购剩余期限主要分布在 1 个月内（占比 53.78%）和 3 个月~1 年（占比 38.47%）；公司已针对买入返售金融资产计提减值准备 3.82 亿元，计提比例 8.52%。

由于新的金融工具会计准则施行，公司 2019 年起不再使用以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和可供出售金融资产等科目。截至 2018 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账面价值较上

年末大幅增长 151.06%至 200.44 亿元，主要系债券投资规模大幅增加所致，其中债券占比 91.50%，基金占比 8.11%。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产为 112.19 亿元，较年初下降 26.27%，主要系可供出售债务工具规模减少所致，其中债务工具占比 33.93%，权益工具占比 29.24%，基金占比 13.66%，理财产品占比 10.62%，信托计划及其他投资占比 12.08%。

截至 2019 年末，公司交易性金融资产合计 281.58 亿元，其中债券占比 54.85%、股票/股权占比 10.11%、公募基金占比 7.47%、其他占比 21.69%（主要系现金管理类产品），资管、信托占比较小。

截至 2019 年末，公司受限资产为 128.72 亿元，占资产总额的 18.87%，其中受限货币资金为 3500 元，为 ETC 保证金，其余均为交易性金融资产，主要系用于回购交易的企业债或基金、已融出证券或公司作为发起人承诺不提前赎回的理财产品。

截至 2020 年 6 月末，公司资产总额为 684.16 亿元，较年初变化不大。其中货币资金较年初增长 29.64%、交易性金融资产较年初下降 19.31%，主要系由于代理买卖证券规模扩大使得客户资金增加，同时公司减少自营业务杠

杆、流动资金增加所致。公司自有资产为 510.86 亿元，较年初下降 5.06%。优质流动性资产/总资产为 23.47%，保持较好水平。

从资产受限情况来看，截至 2020 年 6 月末，公司受限资产主要系货币资金和交易性金融资产。其中受限货币资金为 7.52 亿元，主要系子公司一般风险准备金及渤海期货信用证保证金；存在限售期限及有承诺条件的交易性金融资产合计 90.26 亿元，主要系用于质押式回购交易的企业债及基金专户。

3. 资本充足性

公司所有者权益规模小幅波动，所有者权益稳定性尚可，利润留存对所有者权益的补充效果尚可；各项风险控制指标均持续优于监管标准，整体资本充足性较好。

2017—2019 年末，公司所有者权益小幅波动，年均复合下降 1.97%。其中 2018 年末较上年末下降 4.06%，主要系市场波动，公司可供出售金融资产公允价值下跌，导致其他综合收益为负所致。截至 2019 年末，公司所有者权益为 161.50 亿元，较上年末基本持平，其中归属于母公司所有者权益占比为 96.49%，较上年末上

升 3.24 个百分点，一方面系由于公司 2019 年起采用新金融工具准则导致其他综合收益期初数增加 6.54 亿元，进而归属于母公司所有者权益规模有所增加，另一方面公司结构化主体退出导致少数股东权益减少；归属于母公司所有者权益中，股本占比 15.02%、资本公积占比 36.88%、一般风险准备占比 13.51%、未分配利润占比 29.21%，所有者权益稳定性尚可。从利润分配情况来看，针对 2017—2019 年度利润，公司进行现金分红规模均为 2.34 亿元，分别占当年度归属于母公司股东净利润的 35.09%、77.66%、23.24%，利润留存对所有者权益的补充效果尚可。

风险控制指标方面，2017—2019 年末，公司净资本（母公司口径，下同）有所波动，呈先减后增趋势，一方面由于次级债偿付及发行导致附属净资本有所波动，另一方面，公司净资产规模波动导致核心净资本变化。2017—2019 年末，公司各项监管指标均持续优于监管预警标准；2019 年末公司风险覆盖率明显上升，资本杠杆率较为稳定。

表 15 公司风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末	监管标准	预警指标
核心净资本	90.16	80.02	88.33	91.55	--	--
附属净资本	45.08	31.00	43.00	45.77	--	--
净资本	135.24	111.02	131.33	137.32	--	--
净资产	148.70	142.54	146.19	150.38	--	--
各项风险资本准备之和	67.59	63.78	50.33	54.48	--	--
风险覆盖率	200.09	174.06	260.92	252.05	≥100	≥120
资本杠杆率	20.55	16.45	16.84	18.42	≥8	≥9.6
净资本/净资产	90.95	77.89	89.84	91.32	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

截至 2020 年 6 月底，公司所有者权益为 166.85 亿元，较年初小幅增长 3.31%，主要系未分配利润增加所致，所有者权益结构变化不大。母公司口径净资产和净资本规模分别为 137.32 亿元和 150.38 亿元，均较年初小幅增长，各项风控指标均持续优于监管标准。

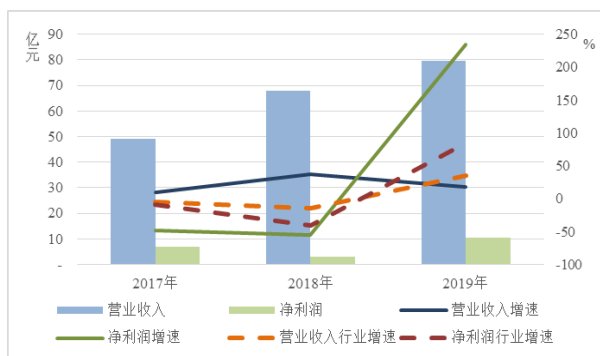
4. 盈利能力

2017—2019 年，公司营业收入规模逐年增加，受 2018 年计提减值损失规模增加影响，盈利水平有所波动，2019 年公司盈利能力明显提升，2020 年以来整体仍保持较好盈利能力；但证券市场和政策环境的变化对公司盈利水平影响较大，未来盈利情况仍存在一定不确定性。

2017—2019 年，公司营业收入逐年增加，

年均复合增长 27.08%。2019 年，证券市场回暖带动各个主要业务板块的收入不同程度增长，营业收入同比增长 17.53%至 79.69 亿元。2017—2019 年，公司净利润呈先减后增、总体增加趋势，年均复合增长 21.85%，2018 年净利润同比下滑 55.61%，主要系资产减值损失计提规模增加所致。

图 5 公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司财务报告、行业公开数据，联合资信整理

2017—2019 年，公司营业支出逐年增加，年均复合增长 26.66%。其中业务及管理费、其他业务成本均逐年增加，年均复合增长率分别为 5.30%和 49.91%，业务及管理费主要为人力成本，其他业务成本主要系期货现货买卖业务成本。各项减值损失有所波动，2018 年受市场行情波动影响，计提资产减值损失大幅增加。2019 年，公司计提各类减值损失 2.42 亿元，主要系针对可供出售金融资产、股票质押回购融出资金等资产计提的减值损失。

表 16 公司营业支出构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
业务及管理费	20.85	49.98	21.00	32.15	23.12	34.55	10.72	38.90
各类减值损失	2.31	5.54	6.81	10.43	2.42	3.62	0.77	2.81
其他业务成本	18.29	43.84	37.22	56.99	41.09	61.41	15.90	57.67
营业支出	41.71	100.00	65.31	100.00	66.91	100.00	27.56	100.00

注：各类减值损失含资产减值损失、信用减值损失及其他资产减值损失

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从盈利指标来看，2017—2019 年，随着营业收入增加，公司营业费用率逐年下降，薪酬收入比呈波动下滑趋势。由于 2018 年公司利润降

幅较大，营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率均呈先降后升、总体上升趋势，2019 年各项盈利指标均明显提升。

表 17 公司盈利指标（单位：%、名）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业费用率	42.25	30.97	29.01	29.05
薪酬收入比	25.75	17.37	18.24	15.17
营业利润率	15.47	3.67	16.03	25.33
自有资产收益率	1.26	0.62	1.94	1.42
净资产收益率	4.21	1.89	6.47	4.53
净资产收益率排名	61	59	26	/

注：2020 年 1—6 月相关指标未经年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2020 年 1—6 月，公司营业收入为 36.91 亿元，同比小幅下滑 4.87%。其中证券自营业务、

证券经纪业务收入受市场行情回暖等因素影响取得较好增长，同比分别增长 43.49%和 12.34%，

其余业务收入均有所下滑。同期,由于期货贸易规模收缩导致营业成本下滑幅度较大,公司净利润为 7.43 亿元,同比增长 22.98%,增幅略低于行业平均水平(24.73%)。

从同行业对比来看,在规模相近的证券公司中,公司杠杆水平偏高,盈利能力较好,但盈利稳定性偏弱。

表 18 截至 2019 年末证券公司行业财务指标比较(单位: %)

项目	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
国元证券股份有限公司	3.70	1.59	52.19	25.03	57.75
西南证券股份有限公司	3.70	1.27	52.19	29.17	67.03
华西证券股份有限公司	10.19	4.55	50.72	22.13	61.20
西部证券股份有限公司	3.50	1.59	47.13	46.77	50.01
上述样本企业平均值	5.27	2.25	50.56	30.78	59.00
东北证券	6.47	1.94	29.01	50.77	69.99

资料来源: 公司审计报告、公开资料, 联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2020 年 6 月末,公司无对外担保情况。

截至 2020 年 6 月末,公司无涉案金额超过公司最近一期经审计净资产 10.00%以上的重大诉讼或仲裁事项。但公司存在一起公司被列入法院强制执行名单的诉讼事项,为昊融集团股权质押合同纠纷。

2017 年 4 月 25 日,吉林敦化农村商业银行股份有限公司(以下简称“敦化农商行”)以吉林昊融集团股份有限公司(以下简称“昊融集团”)、东北证券为被告、恒丰银行股份有限公司南通分行为第三人提起诉讼,要求昊融集团支付特定股权收益权回购款本金及溢价款共 3.25175 亿元,逾期罚息 2190 万元,东北证券对解质押 800 万股吉恩镍业股票、1500 万股东海证券股权未办理质押登记、未办理西乌珠穆沁旗昊融有色金属有限责任公司 99%的股权质押的行为在 3.42 亿元范围内承担优先偿付责任。

吉林省最高人民法院判令:昊融集团于判决发生法律效力之后,立即给付原告敦化农商行回购本金 3 亿元、回购溢价款 2317.5 万元、违约金 2190 万元以及 2017 年 3 月 21 日以后的回购溢价款和违约金;如昊融集团未履行判决的给付义务,敦化农商行可对被告昊融集团提供的质押吉恩镍业 4300 万股股票行使质权;如昊融集团未履行判决的给付义务,东北证券应

在原告敦化农商行不能实现债权的范围内,以 4800 万元为限,对原告敦化农商行承担赔偿责任。

2018 年 5 月 17 日,公司收到吉林市中级人民法院关于吉林昊融集团股份有限公司破产重整债权申报的通知。2018 年 11 月 2 日,公司收到最高人民法院二审即终审判决:如吉林昊融集团股份有限公司未履行吉林省高院(2017)吉民初 22 号民事判决主文第一项确定的给付义务,东北证券在吉林敦化农商行不能实现债权的范围内,以昊融集团提供的质押吉恩镍业 800 万股股票为限,对吉林敦化农商行承担赔偿责任,赔偿金额以该股票被处置时的价值为准。

2019 年 12 月 26 日,公司收到吉林省高级人民法院《执行通知书》,敦化农商行已就本案申请强制执行。鉴于《执行通知书》未载明公司应当执行金额,公司已按法律规定申报财产,并致函吉林省高级人民法院,要求明确执行金额。截至 2020 年 6 月末,吉林省高级人民法院尚未明确公司应当执行金额,公司针对该事项确认预计负债 331.20 万元。

十、本期短期融资券偿还能力分析

本期短期融资券发行后公司债务负担将有所增加，公司相关财务指标对本期短期融资券本金的保障倍数形成良好覆盖。此外，公司作为国内综合性上市券商之一，资本实力很强，资产流动性较好，经营实力很强，融资渠道多样，直接和间接融资能力强，能够为本期短期融资券提供很强的现金流保障。整体看，公司对本期短期融资券的偿还能力极强。

1. 本期短期融资券对公司现有债务影响

截至2020年6月末，公司全部债务为320.38亿元。本期短期融资券发行规模为18.00亿元，

相对于公司目前的债务规模，本期短期融资券发行规模不大。

以2020年6月末财务数据为基础进行计算，本期短期融资券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为68.45%，较发行前上升1.11个百分点，公司债务负担将有所增加。

2. 本期短期融资券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，估算相关指标对本期短期融资券本金的保障倍数见下表。公司净资产（母公司口径）、净利润、EBITDA和现金流指标可对本期短期融资券本金形成良好覆盖。

表 19 本期短期融资券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
净资产（母公司口径）/本期短期融资券本金	8.26	7.92	8.12	8.35
EBITDA/本期短期融资券本金	1.42	1.05	1.58	0.94
净利润/本期短期融资券本金	0.39	0.17	0.58	0.41
经营活动现金流量净额/本期短期融资券本金	2.50	-0.40	4.35	2.45

注：2020年1—6月相关指标未经年化

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十一、结论

公司作为全国性综合类上市券商之一，资本实力很强，业务覆盖国内主要省市，在吉林省内具有明显区域竞争优势。近年来公司营业收入逐年增加，证券自营业务实现良好发展，资产管理业务转型成果显现，主要业务均排名行业中上游；资产流动性较好，各项风控指标持续优于监管水平，资本充足性较好。同时，联合资信也关注到证券市场波动、监管政策变化、市场信用风险上升带来的风险暴露增加等因素，可能对公司经营带来不利影响；并且公司短期债务占比较高，需关注短期流动性管理。

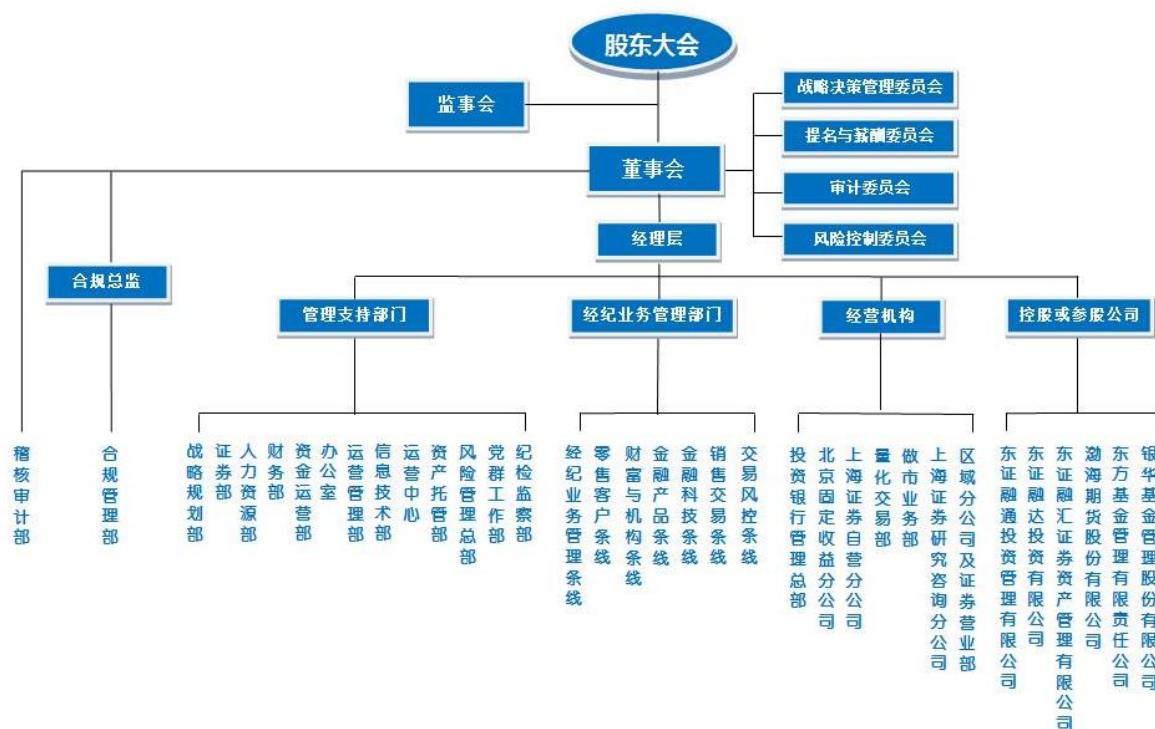
本期短期融资券无担保。本期短期融资券发行后，公司债务负担将有所提升，公司主要财务指标对本期短期融资券本金的保障倍数形成良好覆盖。

未来随着资本市场的持续发展、公司各项业务的稳步推进，公司盈利水平有望进一步提

升。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期短期融资券到期不能偿还的风险极低，安全性最高。

附件 1 截至 2020 年 6 月底东北证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 东北证券股份有限公司主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
自有资产（亿元）	470.18	537.68	538.11	510.86
自有负债（亿元）	302.13	376.44	376.61	344.01
所有者权益（亿元）	168.06	161.24	161.50	166.85
优质流动性资产/总资产（%）	17.94	19.03	27.52	23.47
自有资产负债率（%）	64.26	70.01	69.99	67.34
营业收入（亿元）	49.34	67.80	79.69	36.91
利润总额（亿元）	7.81	2.99	12.76	9.29
营业利润率（%）	15.47	3.67	16.03	25.33
营业费用率（%）	42.25	30.97	29.01	29.05
薪酬收入比（%）	25.75	17.37	18.24	15.17
自有资产收益率（%）	1.26	0.62	1.94	1.42
净资产收益率（%）	4.21	1.89	6.47	4.53
盈利稳定性（%）	56.20	61.50	50.77	--
净资本（亿元）	135.24	111.02	131.33	137.32
风险覆盖率（%）	200.09	174.06	260.92	252.05
资本杠杆率（%）	20.55	16.45	16.84	18.42
流动性覆盖率（%）	145.81	177.51	249.89	215.88
净稳定资金率（%）	121.93	145.57	146.14	162.31
信用业务杠杆率（%）	93.71	82.68	86.90	76.51
短期债务（亿元）	158.77	210.18	204.73	134.30
长期债务（亿元）	131.71	149.46	155.72	186.08
全部债务（亿元）	290.48	359.64	360.44	320.38
EBITDA/本期发债规模（倍）	1.42	1.05	1.58	0.94

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
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%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值 ×100%
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)
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

注: 短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+融入资金+交易性金融负债+卖出回购金融资产+其他负债科目中的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 证券公司短期融资券信用等级设置及其含义

联合资信证券公司短期融资券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 东北证券股份有限公司 2021 年第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期短期融资券信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

东北证券股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。

东北证券股份有限公司或本期短期融资券如发生重大变化，或发生可能对本期短期融资券信用等级产生较大影响的重大事项，东北证券股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注东北证券股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期短期融资券相关信息，如发现东北证券股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如东北证券股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对本期短期融资券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与东北证券股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。