信 用 等 级 公 告

联合〔2020〕670 号

国元证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对国元证券股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）进行综合分析和评估，确定：

国元证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

国元证券股份有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

国元证券股份有限公司2020年公开发行公司债券（第一期）（面向合格投资者）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AAA
发行人主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
发行规模：不超过30.00亿元（含）
债券期限：3年
还本付息方式：按年付息，到期一次还本付息
评级时间：2020年4月10日

主要财务数据

项　目	2017年	2018年	2019年
自有资产（亿元）	545.70	564.14	588.03
自有负债（亿元）	291.85	317.67	339.57
所有者权益（亿元）	253.85	246.48	248.46
优质流动资产/总资产（%）	20.89	17.46	11.65
自有资产负债率（%）	53.48	56.31	57.75
营业收入（亿元）	35.11	25.38	31.99
净利润（亿元）	12.14	6.71	9.15
营业利润率（%）	44.22	33.14	34.53
净资产收益率（%）	5.25	2.68	3.70
净资本（亿元）	176.19	164.84	159.33
风险覆盖率（%）	367.30	263.88	291.35
资本杠杆率（%）	31.30	29.28	26.98
短期债务（亿元）	205.17	234.65	203.96
全部债务（亿元）	279.30	304.03	330.46
EBITDA（亿元）	28.73	23.51	25.86
EBITDA利息倍数（倍）	2.41	1.70	1.98
EBITDA全部债务比（倍）	0.10	0.08	0.08
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.96	0.78	0.86

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. 优质流动资产/总资产指标中分子分母和涉及净资本等风险控制指标均取自母公司口径风控指标监管报表；3. 短期债务扣除了结构化主体其他份额持有人投资份额

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国元证券股份有限公司（以下简称“公司”或“国元证券”）的评级反映了其作为国内综合类上市证券公司，资本实力很强，股东背景强大，具有较强的业务竞争力，在安徽省内具有很强的区域竞争优势；近年来，公司资产质量良好，资本较为充足，盈利较为稳定，杠杆水平适中。

联合评级同时也关注到经济周期变化、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。近年来，公司短期债务占比较高，需对其流动性保持持续关注。

随着公司资本市场的发展和各项业务的稳步推进，公司业务规模有望进一步扩大，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极低。

优势

1．**股东背景很强，能够对公司形成有力支持。**公司作为国内综合类的上市证券公司，在安徽地区保持较强的区域优势，公司控股股东是安徽省属国有独资大型投资控股类企业，综合实力雄厚，给予公司支持力度较大。

2．**各项业务处行业上游，在安徽省内具有很强竞争力。**近年来，公司业务发展良好，经纪业务收入、投资银行业务收入和融资融券业务利息收入均处行业上游水平，行业竞争力较强。

3．**资本实力很强，杠杆率适中，盈利水平较稳定。**近年来，公司资产质量较高，净资本规模较大，同时资产负债率保持在适中水平，资本充足性较好，盈利能力较稳定。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

关注

1．**公司经营易受经营环境变化影响。**经济周期波动、市场行情的震荡及相关监管政策的变化等因素可能对证券公司经营带来一定影响。

2．**内控和合规管理有待加强。**2019 年以来，公司因资产管理业务、投资银行业务和融资融券业务中的内控和投资者适当性管理多次收到监管函，内控管理仍需进一步加强。

3．**公司债务期限偏短，需关注短期流动性压力。**截至 2019 年末，公司短期债务占比较高，存在一定的集中兑付风险，需对公司的流动性保持持续关注。

分析师

董日新　登记编号（R0040218050002）
张晨露　登记编号（R0040216120003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-8517 2818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.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他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

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

一、主体概况

国元证券股份有限公司（以下简称“公司”或“国元证券”）前身为国元证券有限责任公司，是经中国证监会证监机构字〔2001〕194 号文批准，由原安徽省国际信托投资公司和原安徽省信托投资公司作为主发起人，联合其他 12 家法人单位共同发起设立的综合类证券公司，于 2001 年 10 月 15 日登记注册，注册资本为 20.30 亿元。

2007年9月经中国证监会证监公司字〔2007〕165号文核准，由北京化二股份有限公司定向回购股份、重大资产出售暨以新增股份吸收合并国元证券有限责任公司，吸收合并后存续公司注册资本变更为14.64亿元。2007年10月，北京化二股份有限公司正式更名为国元证券股份有限公司。2007年10月30日，公司股票在深圳证券交易所上市，股票代码“000728.SZ”，股票简称“国元证券”。2009年10月，公司公开增发5亿股人民币普通股，增发后公司的注册资本变更为19.64亿元。2017年5月，公司以资本公积金向全体股东每10股转增5股，公司总股本增至29.46亿股，公司注册资本变更为29.46亿元；2017年10月，公司非公开发行普通股4.19亿股，公司注册资本变更为33.65亿元。截至2019年底，公司的总股本为33.65亿股，第一大股东安徽国元金融控股集团有限责任公司（以下简称“国元金控”）持有公司股份比例21.43%，国元金控持有安徽国元信托有限责任公司49.69%股权，安徽省国资委持有国元金控100.00%股权，为公司实际控制人，公司股权结构图请见附件1。截至2019年末，建安投资控股集团有限公司和安徽省安粮集团有限公司分别将其持有公司股权中的50.00%和41.49%进行质押，除此之外，公司主要股东无股权质押情况。

表 1　截至 2019 年底公司前十大股东情况（单位：%）

股东名称	持股比例
安徽国元金融控股集团有限责任公司	21.43
安徽国元信托有限责任公司	13.54
建安投资控股集团有限公司	6.03
安徽省安粮集团有限公司	4.30
安徽省皖能股份有限公司	4.28
中国证券金融股份有限公司	2.99
安徽全柴集团有限公司	2.76
安徽皖维高新材料股份有限公司	2.71
广东省高速公路发展股份有限公司	2.37
中央汇金资产管理有限责任公司	1.59

注：安徽国元金融控股集团有限责任公司和安徽国元信托有限责任公司互为一致行动人
资料来源：公司 2019 年年报

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；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；证券投资基金代销；融资融券；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品；保险兼业代理；中国证监会批准的其他业务。

截至2019年末，公司在安徽、北京、上海、深圳等地设有141家营业部和15家分公司。公司主要控股和参股公司有8家，控股公司包括国元国际控股股有限公司（以下简称“国元国际”）、国元股权投资有限公司（以下简称“国元股权”）、国元期货有限公司（以下简称“国元期货”）、国元创新投资有限公司（以下简称“国元创新”）和安徽国元物业管理有限责任公司（以下简称“国元物业”）；参股公司包括长盛基金管理有限公司（以下简称“长盛基金”）、安徽安元投资基金有限公司（以下简称“安元基金”）和安徽省股权服务集团有限责任公司（以下简称“安

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

徽省股权服务集团”）；公司（母公司口径）共有员工3,002人。

截至 2019 年末，公司资产总额 831.69 亿元，其中客户资金存款 138.19 亿元；负债总额 583.22 亿元，其中代理买卖证券款 165.68 亿元；所有者权益 248.46 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 248.35 亿元；母公司口径净资本 159.33 亿元。2019 年，公司实现营业收入 31.99 亿元，净利润 9.15 亿元，其中归属母公司所有者净利润 9.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额 47.83 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 19.87 亿元。

公司注册地址：安徽省合肥市梅山路 18 号；法人代表：俞仕新。

二、本期债券概况

1．本期债券概况

本期债券名称为“国元证券股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（面向合格投资者）”，本期债券发行总额为不超过 30.00 亿元（含）。本期债券面值 100 元，按面值平价发行；本期债券期限为 3 年，票面利率及其支付方式由公司根据发行情况协商确定；本期债券采用单利按年计息，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。本期债券以公开发行的方式向合格投资者发行。

本期债券无担保。

2．本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债务和补充营运资金。

三、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，债券市场保持规模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 3,777 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，

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019 年，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 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%。2019 年境内债券交易总金额为 1,418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1,054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 1　股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

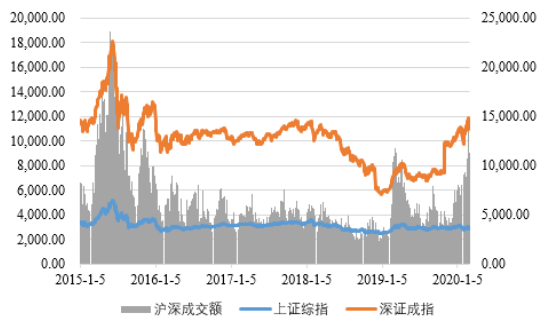
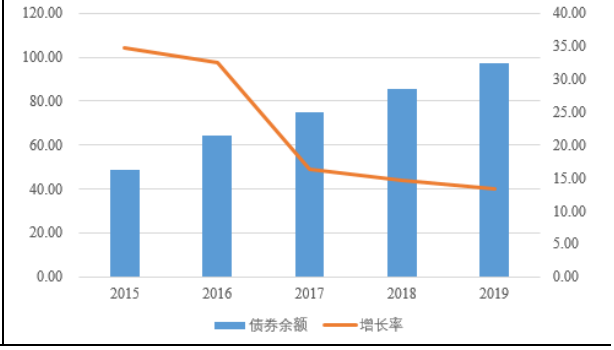


图 2　债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：WIND，联合评级整理

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第十三个五年规划的建议》（以下简称《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，创业板注册制改革落地也为时不远，将进一步扩大证券市场规模。

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。

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 2　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

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

盈利家数占比（%）	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入（亿元）	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87	3,604.83
净利润（亿元）	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20	1,230.95
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

数据来源：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。据不完全统计，截至 12 月 13 日，年内至少有 42 家证券公司因存在各种违规行为遭处罚，涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理问题等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。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 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,604.83 亿元和净利润 1,230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

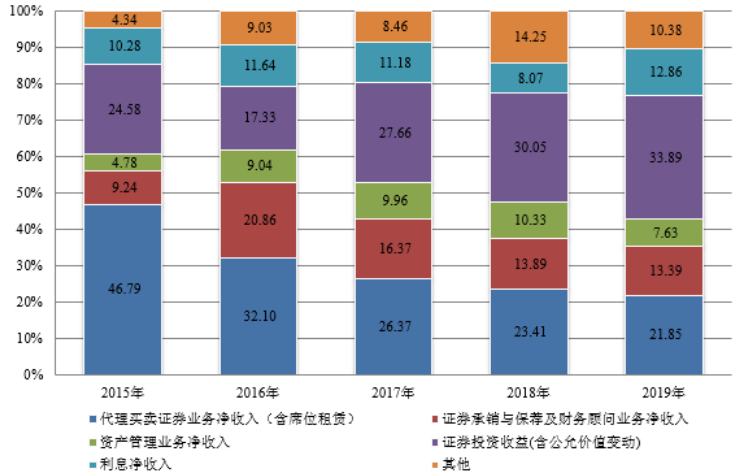
2. 业务分析

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，自营业务收入占比增加至 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。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

图 3　我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



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%。

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 2,532.48 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 1,027.22 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

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

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%。

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%。

联合评级也关注到，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 9 家大幅增加，违约金额达 1,154.50 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）1,221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。

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。

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

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

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 9,429 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 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 2 月末，市场质押总股数 5,705.83 亿股，市场质押股数占总股本的 8.41%，分别较 2019 年末进一步下降 1.73%和 0.17 个百分点；控股股东持股质押比例超过 80%的上市公司为 467 家，较 2019 年末减少 2 家，高比例质押风险有所化解。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%。

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，联合评级也关注到，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、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 年以来，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，同时，湘财证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际和中泰证券 IPO 已通过发审委审核，预计将于 2020 年 A 股发行。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、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向 A 股的雄心。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，中国证监会宣布，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 3 家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。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。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

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 6 月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 1,146.59 亿元，净利润 396.13 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 64.08%和 59.42%。截至 2019 年 6 月底，前十大证券公司资产总额为 4.27 万亿元，占全行业总资产的 60.12%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 55%，行业集中度较高。

表 3　截至 2019 年 6 月末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	1,597.32	7,238.66	217.91	66.64
2	国泰君安	1,388.37	5,403.70	140.95	53.37
3	海通证券	1,371.28	6,229.07	177.35	60.68
4	华泰证券	1,182.03	4,930.13	111.07	41.00
5	广发证券	933.53	3,994.07	119.42	44.40
6	招商证券	823.19	3,503.59	85.40	35.14
7	申万宏源	746.24	3,467.97	74.68	30.32
8	银河证券	691.59	3,106.46	73.68	26.05
9	国信证券	539.04	2,339.43	65.34	25.99
10	东方证券	527.30	2,472.25	80.79	12.54
合计		**9,799.89**	**42,685.33**	**1,146.59**	**396.13**

数据来源：WIND，联合评级整理

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控机制、规范业务操作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

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

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 8 月，证监会就《证券公司风险控制指标计算标准》公开征求意见，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。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。

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，

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

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，并希望借助智能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。

四、规模与竞争力

公司是全国性综合类上市证券公司之一，资本实力很强，在安徽省内具有很强的区域优势，业务经营竞争力很强。

公司作为全国性综合类上市券商之一，业务资质齐全，资本实力很强，根据中国证券业协会披露的排名情况（除特别说明外，排名数据来源下同），2016－2018年末，公司专项合并口径净资本余额分别位居行业第30位、第26位和26位，稳定在行业中上游水平。截至2019年末，公司总资产831.69亿元，所有者权益合计248.46亿元，净资本159.33亿元。

公司总部位于安徽省，截至2019年末，公司共拥有140家营业部，其中安徽地区54家营业部，通过多年在安徽省内的经营，公司在省内具有关系良好的客户群，在安徽区域市场具有很强的竞争优势。公司各项业务均具有较强竞争力，其中证券经纪业务和融资类业务竞争力很强，2016－2018年，公司营业收入排名分别为31位、28位和33位。

表 4　2016－2018 年公司主要业绩排名（单位：名）

项目	2016年	2017年	2018年
净资本	30	26	26
营业收入	31	28	33
证券经纪业务收入	30	31	31
客户资产管理业务收入	49	38	41
投资银行业务收入	44	32	36
融资类业务收入	19	19	20
证券投资收入	35	37	40

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合评级整理

公司控股股东为国元金控，综合实力雄厚，对公司支持力度较大。

公司控股股东国元金控作为安徽省属国有独资大型投资控股类企业，资本实力雄厚，综合实力很强，国元金控业务范围覆盖证券、信托、银行、保险和类金融等，有利于发挥协同效应，实现优势互补。国元金控在业务发展、资金支持和战略规划方面能够给予公司较大支持。截至2019年6月末，国元金控资产总额1,093.92亿元，所有者权益合计413.92亿元，2019年1－6月，国元金控实现营业总收入48.20亿元，净利润7.72亿元，资产规模较大，盈利水平尚可。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

五、公司治理与内控

1. 股权结构和公司治理

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。

截至 2019 年末，公司注册资本 33.65 亿元，国元金控持有 21.43%股份，为公司控股股东。公司经营活动不受股东单位及其关联方的控制和影响，业务体系完整独立，能够保持充分的自主经营能力。公司依据相关法律法规要求，建立了股东大会、董事会、监事会和经营管理层“三会一层”相互分离、互相制衡的法人治理结构。

公司按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》等有关上市公司治理法律法规及《公司章程》的要求，建立健全法人治理结构，股东大会、董事会和监事会运作规范，董事会下设的薪酬与提名委员会、审计委员会、发展战略委员会、风险管理委员会四个委员会专门独立、权责明确。公司与控股股东在业务、人员、财务、资产、机构等多方面保持相互独立。

根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责、公司董事会由 14 名成员组成，其中独立董事 5 名，董事任期三年，负责制定公司经营计划、投资和利润分配方案等。董事会设董事长 1 人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司监事会由 5 名监事组成，其中职工监事 2 名，监事会设监事会主席 1 名，任期三年，由全体监事过半数选举产生。监事通过监事会会议、列席董事会会议、定期检查公司财务等方式履行职责，对公司的依法运作、财务状况、资产收购、关联交易和董事、高级管理人员的行为进行有效监督。公司高级管理层人员共 10 人，包括 1 名总裁，6 名副总裁，其中 1 名副总裁兼任董事会秘书，1 名首席风险官，1 名首席信息官和 1 名总会计师，公司高级管理层人员对公司日常经营的各个业务条线、财务及合规等方面负责，保障日常经营的合规经营。

2. 内控与合规管理

公司组织架构能够满足业务发展的需要，且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。

组织机构方面，公司设有前、中、后台完整的部门架构；截至 2019 年末，公司设有客户服务中心、投资银行总部、客户资产管理总部、权益投资部、固定收益部、机构客户部等 30 个职能部门，各机构职责划分较为明确，内部机构设置合理，前、中、后台部门相互分离与制衡。

公司依照中国证监会颁发的《证券公司管理办法》《证券公司内部控制指引》《上市公司治理准则》，深圳证券交易所制定的《上市公司内部控制工作指引》等法规，按照“健全性、合理性、制衡性、独立性”的内控原则，建立以净资本为核心指标的财务分析和评价体系。公司内部控制活动涵盖公司所有运营环节，实现了对净资本及风控指标的实时、动态监控。公司实施风险督察员制度，指挥各分支机构加强内部控制制度建设，督促贯彻落实各项风险管理制度和合规管理制度，对分支机构业务全过程实施独立的监控。在分支机构内部，副经理根据公司制定的《副经理内控职责》履行内控职责。

财务管理方面，公司实行“统一领导、分级授权、预算控制、目标考核”的财务管理体制。公司对各分支机构和业务部门的运营资金及经费款项统一计划安排、集中管理、调拨划付，并统一计算资金的使用成本和效益，分支机构财务负责人由公司统一委派。公司实行全面预算管理，所有经营与管理活动均纳入预算之中。公司建立自有资金和客户资金管理的决策、审核、批准、监控相分离的管理体系，自有资金由专门部门同意集中进行计划、筹集、分配、使用、监控与考核，客户的交易结算资金由专门部门负责结算和头寸管理工作，对资金的调拨、资金运用的审批

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

事项授权批准制度，审批人在授权范围内进行审批。

收到监管措施及行政处罚方面，2017年和2018年，公司收到监管措施主要为资管业务、投资银行和融资融券业务中的内控和投资者适当性管理方面，包括中国证监会安徽监管局《关于对国元证券采取责令改正措施的决定》（〔2017〕24号）、中国证监会福建监管局《关于对国元证券股份有限公司福州五一南路营业部采取责令改正措施的决定》（〔2017〕28号）、中国证券业协会对公司下发了《关于对国元证券河南许昌文峰中路营业部违规问题处理的函》以及香港证券及期货事务监察委员会对国元香港作出公开谴责并罚款；2019年，中国证监会重庆监管局、安徽证监局分别对公司出具警示函，其中安徽证监局2张，重庆证监局1张，分别针对公司融资融券、投资银行、产品营销和信息系统等业务领域；2019年12月，针对公司债券部门异地团队未配备专职合规人员以及合规专项考核占比低于要求的问题，中国证监会出具《关于对国元证券股份有限公司采取责令改正措施的决定》（〔2019〕56号）。公司已针对上述情况积极整改。

2017－2019年，公司在证监会公布的证券公司分类评级中分别为A类A级、B类BBB级和A类A级，内控管理水平保持在较好水平。

六、经营分析

1. 经营概况

目前公司前三大业务收入来源为经纪、信用和自营投资，近年来，受市场环境波动影响，公司营业收入呈“U 型”走势，2019 年随着自营投资收入占比提升，业务结构趋于均衡。

公司主要业务板块包括经纪业务、投资银行业务、自营投资业务、资产管理业务和证券信用业务等。2017－2019 年，公司营业收入波动下降，年均下降 4.55%，主要为 2018 年受市场行情影响营业收入大幅下降 27.71%所致。2019 年，股票市场回暖，成交量上升，除信用业务之外，公司各项业务均实现增长，其中自营投资收入增幅很大；受此影响，公司实现营业收入 31.99 亿元，同比增长 26.04%；实现净利润 9.15 亿元，同比增长 36.43%，均低于行业增速。

从收入构成来看，经纪业务和信用业务持续为公司前两大收入来源，其中信用业务占比波动下降，自营投资业务振幅较大，其他业务占比变动较小。2017－2019 年，经纪业务占比保持在 30.00%左右，2019 年占比 30.28%为第一大收入来源。2017－2019 年，公司证券信用业务收入占比波动下降，分别为 28.55%、37.71%和 24.89%，2019 年降幅较大，成为公司第二大收入来源。自营投资业务收入呈波动趋势，2018 年占比 2.93%，主要系股票投资亏损所致，2019 年占比大幅提升至 19.76%，成为公司第三大业务来源，母公司自营投资业务和子公司投资均收益较好。公司投资银行业务占比维持在 12.00%左右，变动较小；资产管理业务占比仍较低。

表 5　公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经纪业务	10.42	29.70	8.31	32.74	9.69	30.28
证券信用业务	10.02	28.55	9.57	37.71	7.96	24.89
自营投资业务	6.69	19.05	0.74	2.93	6.32	19.76
投资银行业务	4.75	13.53	2.92	11.51	4.00	12.50
资产管理业务	1.75	4.99	1.52	5.99	1.68	5.27
其他	1.47	4.18	2.32	9.12	2.34	7.30
合计	**35.11**	**100.00**	**25.38**	**100.00**	**31.99**	**100.00**

注：1. 表格中的自营业务收入为合并口径，包括子公司的自营收入；2. 其他主要包括国元国际等子公司业务
资料来源：公司年报及公司提供，联合评级整理

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

2.业务运营

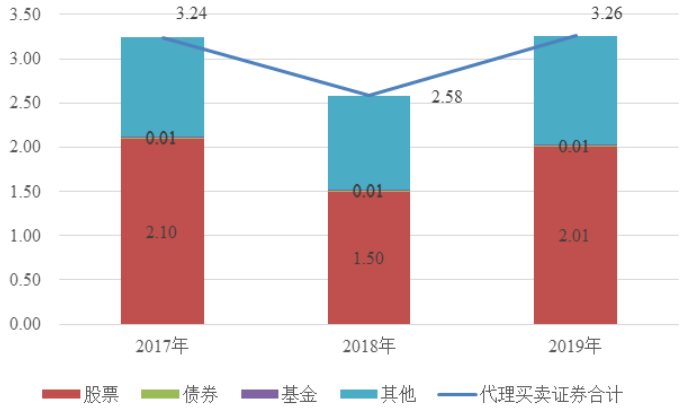
公司经纪业务在安徽省地区保持很强的区域优势，近年来证券经纪业务收入行业排名上游且排名稳定；但受证券市场行情波动较大和佣金率下滑影响，公司经纪业务收入呈“U 型”走势，收入具有较强波动性。

公司经纪业务资格齐全，包括向客户提供股票、基金、债券等代理交易买卖业务。近年来，公司分支机构数量较稳定，2017－2019 年末，公司分支机构数量分别为 146 家、156 家和 156 家，截至 2019 年末，安徽地区 57 家分支机构，广东省和浙江省分别有 18 家分支机构，经纪业务在安徽省内及东南沿海地区保持较强区域优势。截至 2019 年底，公司经纪业务人员 2,353 人，占公司总人数的 70.07%。

经纪业务是公司收入的主要来源且受证券市场行情的影响较大。2017－2019 年，公司经纪业务收入波动下降，年均减少 3.57%，2019 年，经纪业务收入增长 16.61%至 9.69 亿元，占比为 30.28%。2017－2018 年，证券经纪业务收入行业排名均为第 31 位。

受证券市场整体持续波动影响，公司代理买卖证券交易额呈明显“U 型”走势，公司代理买卖证券以股票为主，2019 年公司股票交易额 2.01 万亿元，同比增长 34.00%，债券和基金交易额很低，其他主要为债券回购交易。2017－2019 年，公司平均佣金率分别为 0.0330%、0.0317%和 0.0300%，逐年持续下降。

图 4　公司代理买卖证券交易量（单位：万亿元）



资料来源：公司提供，联合评级整理

公司投行业务总体较稳定，排名行业上游，2019 年随着政策放松，投资银行净收入有所回暖；目前公司投行项目储备较为丰富，随着利好政策持续推出，投行业务预计将延续回升态势。

投资银行业务主要开展股权承销、债权承销、资产支持证券承销、兼并收购、私募交易、结构性融资以及其他各类财务顾问业务等业务。截至 2019 年末，公司投行团队（合并口径）人员 199 人，其中保荐代表人 63 人，准保荐代表人 54 人。2017－2019 年，投资银行净收入分别为 4.75 亿元、2.92 亿元和 4.00 亿元，呈波动下降趋势，2018 年投资银行各项业务均下滑致收入规模减少，2019 年随着股权融资审核提速，加之科创板的推出，公司股权融资结构有所变化，证券承销和证券保荐业务收入有所上升。2017－2018 年，公司投资银行业务收入行业排名分别为第 32 和 36 位。

项目构成来看，2017－2019 年，公司股权承销项目逐年减少，IPO 和再融资承销规模合计分别为 110.32 亿元、235.55 亿元和 106.40 亿元，债券项目发行数量逐年上升，但承销规模仍波动下降，2019 年债券承销项目 37 个，承销金额 93.41 亿元，均大幅回升。项目储备方面，截至 2019 年末，公司已报会待审批或已通过中国证监会审核项目 22 个，包括 IPO 项目 13 个、债权项目 9

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

个。通过立项委员会但尚未报会项目 29 个，公司的项目资源储备较为丰富，有助于投资银行业务的持续发展。

表 6　公司投行业务情况表（单位：亿元、个）

项目	2017 年		2018 年		2019 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
首次公开发行	5	27.75	3	15.19	2	9.07
再融资发行	8	82.57	16	220.36	7	97.33
债券承销	17	112.50	19	72.71	37	93.41
新三板	17	/	4	/	/	/
合计	**47**	**228.56**	**42**	**308.26**	**48**	**203.10**

注：因部分新三板和财务顾问项目承销金额无法获取，承销金额合计不等于各项加总
资料来源：公司年报及公司提供

公司证券投资业务排名处于行业上游水平；自营规模逐年上升，投资结构以债券投资为主且主要投资于高等级债券；2019 年，自营债券投资规模大幅增长，自营收入增幅很大。

公司自营业务由权益类投资、固定收益类投资以及衍生品投资组成。受外部金融市场环境影响，公司自营业务收入波动较大，年均下降 2.81%；2019 年自营业务实现净收入 6.32 亿元，同比大幅增长 7.54 倍，自营收入占比提升至 19.76%，主要系母公司自营债券投资规模加大同时股票市值上升。2017－2018 年，公司证券投资收入行业排名分别为第 37 位和第 40 位。

近年来，公司自营投资规模逐年上涨，年均增长 47.33%，主要是债券持仓增长所致。截至 2019 年末，公司自营持仓规模 271.71 亿元，较上年末增长 40.25%。从投资结构来看，公司以债券类投资为主，近年来持续提高债券投资比重。从具体投资品来看，截至 2019 年末，债券投资规继续增加，占比较上年末增加 2.63 个百分点达 76.06%，公司固定收益部为主要债券投资部门，自营债券持仓 202.60 亿元，其中利率债占比 33.47%，AAA 信用债券占比 59.49%，AA+信用债占比 3.46%，AA 及以下占比 3.57%，利率债和高等级债券占比很高。基金和股票占比逐年下降，截止 2019 年末占比分别为 2.13%和 1.19%。其他投资主要是自有资金参与的资产管理产品和其他权益类投资（非上市公司股权），其中资产管理产品主要是平台类信托产品，截至 2019 年末，其他投资规模 56.04 亿元，占比 20.62%。截至 2019 年末，公司（母公司口径）自营非权益类证券及其衍生品/净资本指标为 165.53%，自营权益类及证券衍生品/净资本指标为 4.59%，均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

截至 2019 年末，公司债券自营投资业务发生违约情况 4 例，分别是“16 丹港 01”“17 盛运 01”“16 秋林 01”和“16 刚集 01”，涉及投资金额分别为 0.60 亿元、0.49 亿元、0.35 亿元和 0.50 亿元，预计均会造成实质性损失；投资金额共计 1.94 亿元，已计提减值准备 1.15 亿元，计提较为充分。

表 7　公司主要证券投资结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票	6.63	5.30	2.65	1.37	3.23	1.19
基金	6.03	4.82	11.82	6.10	5.78	2.13
债券	77.36	61.80	142.25	73.43	206.65	76.06
其他	35.15	28.08	37.01	19.10	56.04	20.62
合计	**125.17**	**100.00**	**193.73**	**100.00**	**271.71**	**100.00**

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

自营权益类证券及衍生品/净资本	8.77	3.44	4.59
自营非权益类证券及衍生品/净资本	67.10	117.18	165.53

资料来源：公司提供

公司资产管理业务收入排名处于行业上游水平；资产管理业务规模呈逐年下降趋势，业务结构以定向产品为主，但主动管理规模和占比持续增长，主动管理能力不断提升。

公司资产管理业务主要包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。2017－2019 年，公司资管业务收入较为稳定，分别为 1.75 亿元、1.52 亿元和 1.68 亿元，占比仍较低。2017－2018 年，公司资产管理业务收入行业排名分别为第 38 位和第 41 位。

从管理规模和业务结构来看，公司资管业务结构变动较小，主要为定向资产管理计划和集合资产管理计划；2017－2019 年末，受资管新规影响，公司资产管理业务规模逐年下降，年均减少 19.40%，其中集合资管和定向资管分别年均减少 18.82%和 23.71%。截至 2019 年末，公司资管规模 671.86 亿元，较上年末减少 17.36%，集合资管和定向资管分别占比 20.68%和 71.33%，专项计划规模 53.69 亿元，占比大幅提升至 7.99%，主要为新增 ABS 项目。截至 2019 年末，公司主动管理产品规模 250.43 亿元，较上年末增长 27.84%，延续向主动管理转型趋势；公司持有资管产品劣后级或提供增信措施的规模为 13.15 亿元，截至 2019 年末尚未造成损失。

表 8　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		2019 年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
集合资产管理业务	210.76	20.38	168.83	20.77	138.91	20.68
定向资产管理业务	823.53	79.62	641.78	78.94	479.26	71.33
专项资产管理业务	0.00	0.00	2.40	0.30	53.69	7.99
合计	**1,034.29**	**100.00**	**813.01**	**100.00**	**671.86**	**100.00**

资料来源：公司年报

公司信用业务收入行业排名处于上游水平；信用业务受市场行情影响较大，业务规模不断下降；截至 2019 年末，公司股票质押业务中可能造成损失项目规模较大且计提较大规模减值准备，但仍需关注相关信用风险及违约处置情况。

公司开展的信用交易业务包括融资融券、约定购回式证券交易产品和股票质押式回购。2017－2019 年，公司信用交易类业务收入逐年下降，年均下降 10.87%；2019 年信用业务实现净收入 7.96 亿元，同比下降 16.82%，收入占比大幅降至 24.89%，主要是股票质押业务收入下滑所致。2017－2018 年，公司信用交易类业务收入[1]行业排名分别为第 19 位和第 20 位。

融资融券业务方面，2017－2019 年，公司融资融券业务规模受股票市场行情影响较大，业务规模波动下降，利息收入持续下降，主要系规模下降同时利率走低所致。股票质押式回购业务方面，2017－2019 年，公司股票质押融资业务规模和利息收入均先增长后大幅下降，主要系 2019 年公司主动控制股票质押规模降低信用业务风险。截至 2019 年末，公司融资融券规模和股票质押业务规模分别为 123.10 亿元和 69.62 亿元，2019 年分别实现利息收入 8.49 亿元和 3.93 亿元。

2017－2019 年，公司信用业务杠杆率分别为 85.87%、79.83%和 77.56%，信用业务杠杆率水平适中。

截至 2019 年末，公司股票质押业务超过 1,000 万元规模业务中，发生违约或者延期支付等非

[1] 排名数据即中国证券业协会披露的各年《证券公司经营业绩排名情况》中的融资类业务收入排名。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

正常合约共 14 笔，融出资金共计 24.18 亿元，公司已采取诉讼或仲裁方式追偿，已计提减值损失 4.61 亿元。

表 9　公司信用业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	余额	收入	余额	收入	余额	收入
融资融券（含港交所）	138.55	9.91	100.78	9.03	123.10	8.49
股票质押式回购	79.44	4.18	95.98	5.28	69.62	3.93
约定购回	2.64	0.23	3.03	0.13	2.29	0.03
合计	**220.63**	**14.32**	**199.79**	**14.44**	**195.01**	**12.45**

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

公司子公司较多且业务领域较广，对公司业务形成较好补充。

公司控股和参股的子公司共 7 家，覆盖期货、公募基金、私募基金子公司和股权交易中心等业务，其中公司控股 4 家子公司，参股 3 家。

控股公司包括：国元国际注册地为香港，从事环球证券经营业务。国元股权根据中国证券业协会《证券公司私募投资基金子公司管理规范》的相关要求，转型为证券公司私募投资基金子公司，从事私募投资基金业务。2018 年 1 月，国元股权被中国证券业协会公示为证券公司私募基金子公司规范平台（第五批）。国元期货主要从事期货经纪等业务，2019 年，国元期货稳中求进，加强客户服务与市场营销，客户权益持续增长；风险管理子公司有效拓展基差贸易和仓单服务，落地 10 单“保险+期货”业务和首单大商所商品互换业务。国元创新根据中国证券业协会《证券公司另类投资子公司管理规范》的相关要求，转型为公司另类投资子公司，并被中国证券业协会公示为协会另类投资子公司会员。

参股公司包括长盛基金、安元基金和安徽省股权服务集团。其中，长盛基金紧紧围绕“投资研究、市场营销、合规风控、人才管理”四大发展理念，坚持以客户为中心、以产品为纽带、以业绩为引擎、以风控为护翼、以管理为基础、以机制为保障，全力推动各项工作有序开展。安元基金注册资本 30.00 亿元，从事股权投资、基金投资、债权及其他投资和咨询业务；2019 年，安元基金及旗下子基金共完成项目投资 26 个，投资金额 5.67 亿元；2019 年上市项目 3 单，报会待审项目 1 单。安徽省股权服务集团于 2017 年 12 月成立，2019 年获“2018 年度安徽省金融机构支持地方发展经营业绩考核优秀”表彰，主要业务指标位居全国区域性股权市场前列。

表 10　截至 2019 年末公司控股和参股公司情况（单位：亿元、%）

名称	成立时间	注册资本	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
国元国际	2006/7	10.00（港元）	100.00	56.68	14.16	2.41	0.77
国元股权	2009/8	10.00	100.00	14.84	14.52	2.09	1.51
国元期货	1996/4	6.10	98.41	31.43	7.41	1.38	0.27
国元创新	2012/11	15.00	100.00	18.28	18.15	1.19	0.82
长盛基金	1999/3	2.06	41.00	12.68	11.26	3.50	0.54
安元基金	2015/7	30.00	43.33	39.47	39.24	1.83	1.07
安徽省股权服务集团	2017/12	8.70	27.98	12.17	9.42	1.35	0.54

资料来源：公司提供，联合评级整理

3. 未来发展

公司战略目标清晰，定位明确，战略规划和实施路径符合自身特点和未来发展的需要。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

未来，公司将聚焦公司制定的“十三五”发展目标，统筹推进“一个中心、两个市场、三项目标、四项策略、五大板块”总体战略，以“厚植优势、弥补短板；固本培元、转型发展；守土有责、依法合规；强身健体、防控风险；强化考核、提质增效”为工作思路，按质量效益要求，推动创新发展、打造现代投行、实现争先进位，完成年度经营目标。

（1）各业务板块齐头并进，继续提升市场份额和市场竞争力。（2）控股、参股公司协同联动、提质增效，进一步提升资产收益率水平。（3）守土有责、依法合规，始终坚持稳健经营理念。（4）防控风险，狠抓风险管控不放松。（5）强化考核、提质增效，充分发挥绩效管理作用。（6）加强金融科技运用，把金融科技创新提升为公司战略。（7）中后台各部门立足本职、服务全局，提升服务管理的效率和效果。（8）进一步深化劳动、人事及分配制度改革。（9）大力营造干事创业、廉洁自律、风清气正的良好氛围。

七、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理制度，对各项业务开展形成有效的风险屏障。但业务规模的快速增长及创新业务的深入开展要求公司进一步提高风险管理水平。

公司自成立以来，一直将风险控制与合规管理作为日常经营中的重要目标。公司风险管理组织架构由四个层次构成，分别为：公司董事会下设的风险管理委员会，经营管理层设立的风控与合规委员会，包括风险监管部、合规管理部与稽核部在内的相关风险管理职能部门，以及各业务部门内设的风险管理岗位。公司董事会是风险管理的最高决策机构，负责制定风险管理战略和风险管理政策，确定风险管理原则，根据环境的变化和业务的发展不断检验风险管理政策的有效性以使其不断完善，并将风险管理纳入整体经营发展战略。经营层下设风控与合规委员会，负责确定投资资产配置比例、风险限额等风险控制指标。风险管理职能部门包括风险监管部、合规管理部与稽核部，负责督促落实风险管理政策、推动风险管理体系建设，协助业务部门制定风险管理策略和风险控制措施，对重点业务进行风险监控，开展风险评估及压力测试工作。公司各业务部门履行直接的风险管理职责，是风险管理的第一道防线。各业务部门和风险管理部门设立风险管理岗位，在合规总监与内部监督检查部门的指导下，负责公司各项业务管理和风险管理制度的落实，监督执行各项业务操作流程，与内部监督检查部门建立直接、有效的沟通，对业务操作过程中发现的内部控制缺陷及风险点及时反馈，提出整改或完善的意见或建议，有效识别和管理业务经营中面临的各种风险。

市场风险管理

市场风险主要存在于公司自营、资管等业务中，目前主要通过董事会设定年度自营投资总规模和最大可承受风险限额、严格规范投资决策程序、控制仓位和集中度、对个券实行止盈止损、设定股票池，进行系统和人工监控、进行套期保值和风险对冲，控制组合的风险敞口与限额、进行压力测试分析，债券久期分析，建立多级审核机制和规模控制，测算套保有效性、市场风险预警发生时向业务部门发送风险提示函等措施来实现有效监管。

针对投资的市场风险，公司采用铭创交易与风险控制系统、金仕达投资风控系统和衡泰利率资产业务管理系统对风险进行实时监控。

信用风险管理

公司信用风险主要存在于自营、两融、约定购回式交易、债券正回购等业务领域，主要管控措施如下：1、在业务开展前，公司建立了涉及各业务的风险管理制度，其中包含对信用风险的描述及控制措施。2、通过对业务充分研究和了解的基础上，建立了《信用风险矩阵结构图》，对信

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

用风险可能存在的表现形式进行描述，制定了防控措施，基本涵盖了公司现有业务领域。 3、对信用风险涉及的主要业务领域进行核心指标监控，通过维持担保比例、履约保障比例、折算率、保证金比例对信用交易业务进行监控；通过债券评级、审批权限、持仓规模对自营业务进行监控；通过放大倍数、标准券折算率对债券正回购业务进行监控。

公司按业务类型进行了信用风险预警：对债券的信用风险监控和预警，主要根据自营业务管理办法中对债券评级的规定，监控债券评级变化情况，如果债券评级被下调至 AA-以下，风险监管部则立刻对业务部门进行风险提示，要求其制定风险预案，对债券联系人进行了解，持续跟踪；对信用业务的监控和预警，主要通过在监控系统中设置预警指标参数，核心指标参数包括资产负债比例，折算率，保证金比例等。目前公司已有融资融券业务监控系统，对市场、客户交易情况进行预警分析。

流动性风险管理

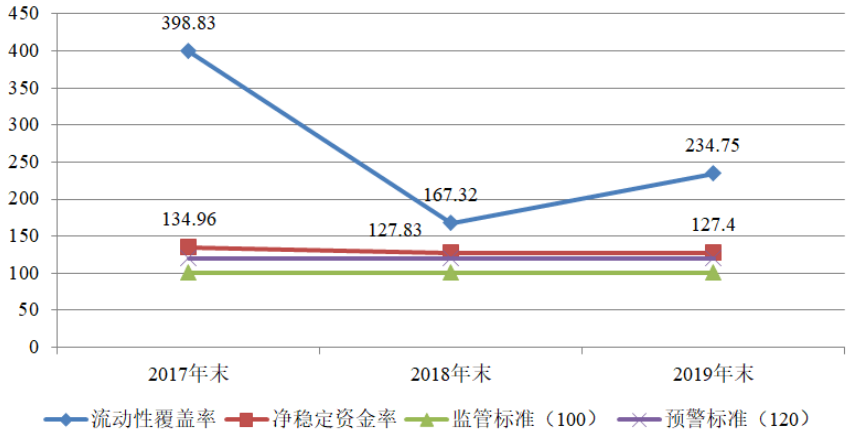
公司资金计划部根据公司自有资金使用特点及实际情况制定流动性管理方案，优先配置安全性和流动性较强的金融产品，保持盈余流动性和多重融资渠道，合理规划外部融资期限，融资规模与公司业务发展需求相适应。

对于金融工具的变现风险，公司主要采取集中度控制、交易限额控制以及监测所持有金融工具的市场流动性状况等管理措施，将市场流动性风险控制在可接受范围内。具体措施表现在：控制证券投资规模和仓位、控制单一证券品种持仓占发行流通量比例、控制债券回购放大倍数、控制单一客户开展融资融券业务的规模等。

公司建立了以净资本为核心指标的动态风险监控系统，定期开展敏感性分析和压力测试。针对影响净资本下降过快的长期股权投资、固定资产等长期资金的使用，以及承销项目包销、自营债券申购等，均须事前开展净资本等风险控制指标压力测试。

公司建立了投资业务和信用交易的实时监控系统和数量化分析模型，在分析各项数据的基础上，对投资业务和信用交易业务的流动性风险进行动态风险监测，对超过流动性警戒值和突发性风险放大情况，及时向公司管理层汇报，并采取相应措施控制风险。2017－2019 年末，公司净稳定资金率分别为 134.96%、127.83%和 127.40%；同期，公司流动性覆盖率分别为 398.83%、167.32%和 234.75%，公司流动性指标有所波动，但均超过监管预警水平，表现正常。

图 5　公司流动性指标情况（单位：%）



资料来源：公司风险控制指标报表，联合评级整理

操作风险管理

cninf 巨潮资讯
www.cninfo.com.cn

公司明确了管理层、风险管理部及各业务部门在操作风险管理中的职责分工，采取以下措施控制操作风险：制定相关制度；合理设置流程；设置容错比例；在风控系统中建立监控要点及阀值；关键控制点操作与复核分离；员工技能与风险意识培训；案例分析与警示等。出现操作风险事件时，主要通过风险日志、风险函件、专题报告等方式进行汇报及跟踪处理。

为控制创新业务风险，公司出台了相应的业务管理办法，对创新业务的可行性分析、立项、评估、实施等过程进行规范，创新业务的实施必须经过有权部门审批，以确保实现对创新业务风险的可测、可控和可承受。

八、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2017－2018 年财务报告经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019 年经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留的审计意见。2017 年安徽省股权托管交易中心有限责任公司不再纳入合并范围，规模较小，2018 年、2019 年纳入合并子公司范围无变动，总体看，公司财务数据可比性很强。

2．资金来源与流动性

近年来，公司债务规模逐年增长，杠杆水平适中，但考虑到其债务偏短期，需对公司的流动性压力保持关注。

近年来，公司负债总额波动上升，2018年代理买卖证券款下降影响，公司负债总额有所下降，2019年回升。随着自营投资规模增加，公司卖出回购金融资产款和应付债券规模有所增长，自有负债规模不断增大。2017－2019年末，公司自有负债呈持续增长趋势，年均复合增长7.87%，截至2019年末，公司自有负债规模为339.57亿元，较上年末增长6.89%，主要是卖出回购金融资产款和应付债券增加所致。公司自有负债以应付短期融资款、卖出回购金融资产款和应付债券为主，截至2019年末上述负债项目在自有负债中占比分别为13.21%、43.35%和35.94%。

2017－2019年末，公司应付短期融资款呈波动下降趋势，主要为2019年大幅减少，截至2019年末，公司应付短期融资款为44.87亿元，较上年末大幅下降59.41%，主要系一年内到期的长期债券到期偿还所致。2017－2019年末，公司卖出回购金融资产款呈持续增长趋势，年均复合增长26.60%，2019年末较上年末增长30.37%，主要系正回购融入资金规模增大所致。2017－2019年末，公司应付债券呈波动上升趋势，截至2019年末，公司应付债券为122.03亿元，较上年末增长87.74%，主要为2019年新增发行3年期公司债所致。

表 11　公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
负债总额	**542.94**	**533.92**	**583.22**
自有负债	**291.85**	**317.67**	**339.57**
其中：卖出回购金融资产款	91.84	112.91	147.20
应付债券	69.95	65.00	122.03
应付短期融资款	109.99	110.52	44.87
全部债务	**279.30**	**304.03**	**330.46**
其中：短期债务	205.17	234.65	203.96
长期债务	35.05	69.38	126.51

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

自有资产负债率	53.48	56.31	57.75
净资本/负债（母公司口径）	70.63	59.40	50.89
净资产/负债（母公司口径）	97.37	84.87	74.66

注：短期债务扣除了结构化主体其他份额持有人投资份额
资料来源：公司年报、监管报表及公司提供，联合评级整理

2017－2019年末，公司净资本/负债分别为70.63%、59.40%和50.89%，呈持续下降趋势，净资产/负债分别为97.37%、84.87%和74.66%，和净资本/负债指标走势基本一致，主要是公司净资本水平逐年下降，同时自有负债逐年增长所致。2017－2019年末，公司自有资产负债率分别为53.48%、56.31%和57.75%，呈持续上升趋势，2019年末公司自有资产负债率较上年末小幅上升，结合整体行业看，公司负债水平适中。

有息债务方面，2017－2019 年末，公司总债务规模逐年增长，年均增长 8.77%，截至 2019 年末，公司全部债务规模 330.46 亿元，较上年末增长 8.69%。从债务结构看，截至 2019 年末，公司短期债务占比 61.72%，长期债务占比 38.28%，长期债务占比上升 26.75 个百分点，主要是公司新增 3 年期公司债并偿还大额到期短期融资债券所致。从有息负债期限结构分布来看，公司 2020 年以内到期债务占比达 72.30%，仍面临一定的短期流动性压力。

表 12　截至 2019 年末公司到期债务占比情况（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
1 年以内	238.91	72.30
1~3 年	91.54	27.70
3 年以上	0.00	0.00
合计	**330.45**	**100.00**

注：1. 该表中全部债务扣除部分科目中非有息的金额
2. 长期债务中部分金额为 1 年以内到期
资料来源：公司提供

公司自有资产规模持续增长，2019年公司债券投资规模增长，融资融券规模增长较快，股票质押规模有所收缩。

2017－2019 年末，公司资产总额年均复合增长 2.17%，呈持续上升趋势，截至 2019 年末，公司资产总额为 831.69 亿元，较上年末增长 6.57%。2017－2019 年末，公司自有资产呈持续增长趋势，年均复合增长 3.81%，截至 2019 年末，公司自有资产为 588.03 亿元，较上年末增长 4.23%。2017－2019 年末，公司自有资产在总资产中的比重分别为 68.49%、72.29%和 70.70%，公司自有资产占比波动提升。截至 2019 年末，公司资产主要由融出资金、买入返售金融资产、交易性金融资产和其他债权投资构成，在资产中的占比分别为 14.80%、9.70%、19.80%和 24.49%。

2017－2019 年末，公司融出资金呈波动下降趋势，年均复合减少 5.74%，主要为 2018 年受股票市场影响融资融券业务规模下降所致，截至 2019 年末，公司融出资金为 123.10 亿元，较上年末大幅增长 22.15%，主要系受市场行情回暖影响，融资融券业务规模全年大幅提升所致。2017－2019 年末，公司买入返售金融资产呈波动下降趋势，年均复合减少 4.03%，截至 2019 年末，公司买入返售金融资产账面价值为 80.71 亿元，较上年末下降 25.25%，主要系股票质押式回购规模减少所致；从业务种类看，主要系股票质押式回购，占比为 86.26%，股票质押式回购剩余期限分布较平均，主要以 3 个月~1 年和 1 个月以内为主，占比分别为 33.47%和 33.91%，该科目已计提减值准备 5.12 亿元。根据新会计准则，2019 年公司新增交易性金融资产和其他债权投资等科目，不再列式可供出售金融资产和以公允价值计量的金融资产科目，截至 2019 年末，公司交易性金融资

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

产和其他债权投资规模分别为164.64亿元和203.67亿元，均为公司自营投资持有的股票、债权资产等，构成以债券为主，具体结构请参考自营投资业务分析部分。

根据风控指标监管报表中数据，2017－2019年末，公司优质流动性资产分别为102.85亿元、89.57亿元和63.73亿元，年均下降21.28%；优质流动性资产在总资产中分别为20.89%、17.46%和11.65%，优质资产占比逐年下降，主要系公司投资非上市公司股权及资管计划规模增加所致。

表13　公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2017年末	2018年末	2019年末
资产总额	**796.79**	**780.39**	**831.69**
其中：自有货币资金	75.75	44.07	24.76
自有结算备付金	5.63	5.42	4.66
融出资金	138.55	100.78	123.10
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	19.57	30.23	164.64
买入返售金融资产	87.62	107.97	80.71
可供出售金融资产	276.92	296.85	--
交易性金融资产	--	--	164.64
其他债权投资	--	--	203.67
自有资产	**545.70**	**564.14**	**588.03**
自有资产/资产总额	68.49	72.29	70.70
优质流动资产	**102.85**	**89.57**	**63.73**
优质流动资产/总资产	20.89	17.46	11.65

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；该表中资产科目未剔除第三方在结构化主体中权益部分
资料来源：公司审计报告，联合评级整理

3．资本充足性

近年来，公司净资产规模很稳定，净资本规模小幅下降，但各项风险控制指标均符合监管标准，资本充足性较好。

2017－2019年末，公司股东权益很稳定，截至2019年末，公司股东权益为248.46亿元，较上年末增长0.81%，主要是利润留存所致，其中归属于母公司的股东权益248.35亿元。在归属于母公司的股东权益中，公司股本、资本公积、一般风险准备和未分配利润分别占比13.55%、50.78%、11.02%和18.38%，公司股东权益的稳定性较好。2017年、2018年和2019年公司现金分红分别为5.05亿元、5.05亿元和8.41亿元，占年度合并报表中归属于上市公司股东的净利润的比率分别为41.94%、75.30%和92.02%，近年来公司分红力度较大，利润留存对资本补充的作用一般。

2017－2019年末，公司净资本规模逐年小幅下降，年均减少4.90%，截至2019年末，公司净资本规模为159.33亿元，较上年末下降3.34%，主要系核心净资本减少所致；其中，核心净资本为144.63亿元，较上年末减少3.48%，主要系公司资产中扣除部分增加所致；附属净资本为14.70亿元，较上年末减少2.00%，主要系公司次级债券付息所致。截至2019年末，公司风险覆盖率和资本杠杆率分别为291.35%和26.98%，较上年末分别上升27.47个百分点和下降2.30个百分点，净资本相关指标均优于监管水平。

表14　公司风险控制指标监管报表（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	监管标准	预警指标
核心净资本	155.20	149.84	144.63	--	--
附属净资本	21.00	15.00	14.70	--	--

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

净资本	176.19	164.84	159.33	--	
净资产	242.90	235.52	233.75	--	--
各项风险资本准备之和	47.97	62.47	54.69	--	--
风险覆盖率	367.30	263.88	291.35	≥100	≥120
资本杠杆率	31.30	29.28	26.98	≥8	≥9.6
净资本/净资产	72.54	69.99	68.16	≥20	≥24

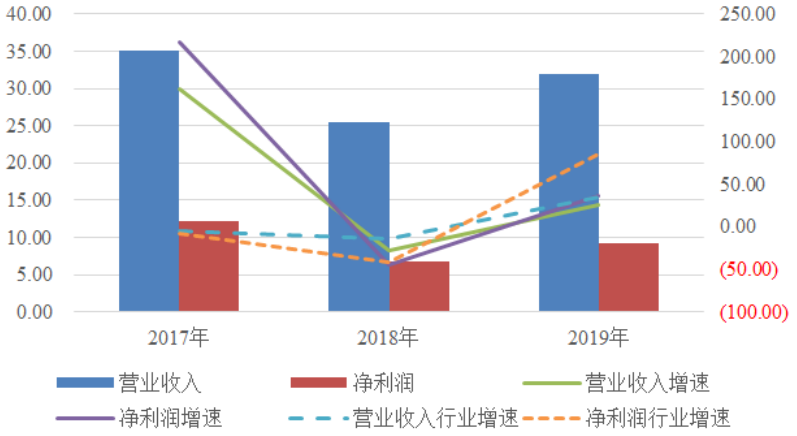
资料来源：公司净资本监管报表及公司提供

4．盈利能力

受市场行情波动影响，公司收入水平波动下降；业务管理费变动较小，成本控制能力仍属较强，2019 年信用减值损失规模较大；盈利能力指标有所下滑，但仍处于行业中上游水平。

2017－2019 年，公司营业收入呈波动下降趋势，年均复合减少 4.55%，2018 年受市场环境影响，公司营业收入同比下降 27.71%，2019 年公司实现营业收入 31.99 亿元，同比增长 26.04%，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，占比分别为 37.62%、39.99%和 16.20%。2017－2019 年，公司手续费及佣金净收入呈波动下降趋势，年均复合减少 7.31%，2018 年同比下降 31.42%，主要系市场行情较为低迷导致代理买卖证券业务收入下降所致，2019 年同比增长 25.28%。2017－2019 年，公司利息净收入呈波动上升，2019 年利息净收入 12.79 亿元，同比增长 136.73%，主要系公司融资融券业务规模增长所致。

图 6　公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司审计报告和财务报表，联合评级整理

表 15　公司盈利指标表（单位：%、名）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业费用率	50.71	57.94	52.19
薪酬收入比	33.61	33.67	33.94
营业利润率	44.22	33.14	34.53
自有资产收益率	2.43	1.21	1.59
净资产收益率	5.25	2.68	3.70
净资产收益率排名	50	45	/

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合评级整理

从营业支出来看，2017－2019 年，公司营业支出呈波动增长趋势，年均复合增加 3.41%，2018 年营业支出 16.97 亿元，同比减少 13.35%，主要系职工薪酬规模下降所致，2019 年营业支出 20.94

cninf 巨潮资讯
www.cninfo.com.cn

亿元，同比增长23.42%，主要为业务管理费及信用减值损失增加所致。从支出构成来看，主要是业务及管理费，2019年公司业务及管理费为16.69亿元，占比79.71%。2017－2019年，受职工工资波动及营业收入规模波动的综合影响，公司营业费用率分别为50.71%、57.94%和52.19%，公司薪酬收入分别为33.61%、33.67%和33.94%，基本无变动，公司成本控制能力较好。

从盈利规模来看，2017－2019年，公司净利润规模呈波动下降趋势，年均复合下降13.19%，2018年，公司实现净利润6.71亿元，同比减少44.77%，2018年降幅较大，主要受市场行情影响营收水平大幅下降，营业支出受刚性成本限制降幅较小所致，2019年公司实现净利润9.15亿元，同比增长36.43%，受信用减值规模较大影响，公司净利润增速低于行业增速。从盈利能力指标来看，2017－2019年，公司营业利润率分别为44.22%、33.14%和34.53%，利润率下滑明显；同期，净资产收益率分别为5.25%、2.68%和3.70%，自有资产收益率分别为2.43%、1.21%和1.59%，呈波动下降趋势，2018年降幅较大，2019年有所回升。

从同行业对比来看，在同级别证券公司中，负债率水平较低，盈利能力和稳定性均低于对标企业，对标企业均为头部券商，公司盈利能力和成本控制能力仍需进一步提升。

表16　截至2019年末证券公司行业财务指标比较（单位：%）

企业名称	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
中信证券	7.85	2.07	40.71	15.86	75.24
银河证券	7.59	2.44	40.81	31.23	69.42
国信证券	9.03	2.75	39.45	19.05	68.41
平均值	**8.16**	**2.42**	**40.33**	**22.05**	**71.02**
国元证券	3.70	1.39	52.19	30.65	62.69

注：本表中国元证券自有资产收益率和自有资产负债率指标公式中未扣除结构化主体其他份额持有人投资份额，计算口径与对比企业保持一致
资料来源：公司审计报告、公开资料，联合评级整理

5. 偿债能力

公司偿债指标表现一般；但考虑到公司股东实力强大、公司整体现金流充裕，且作为上市公司，直接和间接融资能力强，整体偿债能力仍属极强。

2017－2019年，公司流动性覆盖率和净稳定资金率保持稳定且均高于120%以上，公司短期偿债指标表现较好。2017－2019年，受利润下降的影响，公司EBITDA波动下降；2019年，EBITDA为25.86亿元，同比增长10.01%，其中，利润总额占比44.52%、利息支出占比50.55%。2017－2019年，EBITDA利息倍数分别为2.41倍、1.70倍和1.98倍，EBITDA对利息支出的覆盖程度较好；EBITDA全部债务比分别为0.10倍、0.08倍和0.08倍，EBITDA对全部债务保障程度一般。

表17　公司偿债能力情况（单位：亿元、%、倍）

项目	2017年	2018年	2019年
流动性覆盖率	398.83	167.32	234.75
净稳定资金率	134.96	127.83	127.40
EBITDA	28.73	23.51	25.86
EBITDA利息倍数	2.41	1.70	1.98
EBITDA全部债务比	0.10	0.08	0.08

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

公司银行授信状况优良，截至2019年末，公司共获得银行授信1,034.50亿元，已使用额度为

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

137.00亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2019 年末，公司无对外担保情况，无作为被告的重大未决诉讼情况。

根据人民银行征信报告，截至2020年3月6日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至2019年末，公司全部债务330.46亿元。本期债券发行规模不超过30.00亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模较大，以2019年末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为30.00亿元，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，公司全部债务规模将增至360.46亿元，较发债前增长9.08%。考虑到本期债券为3年期，本期债券发行成功后，公司债务结构将有所优化。

2．本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行 30.00 亿元估算相关指标对本期债券本金的保障倍数（见下表），除现金流指标波动较大外，净资产对本金覆盖较好，净利润和 EBITDA 覆盖程度较弱。考虑到公司作为上市公司，拥有较通畅的直接和间接融资渠道，能够为本期债券提供较强的现金流保障。

表 18　本期债券偿还能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
净资产（母公司口径）/本期债券本金	8.10	7.85	7.79
净利润/本期债券本金	0.40	0.22	0.30
EBITDA/本期债券本金	0.96	0.78	0.86
经营活动现金流量净额/本期债券本金	-0.68	-0.82	1.59

资料来源：联合评级整理

总体看，公司作为全国性综合类上市券商之一，资本实力很强，股东背景强大，具有较强的行业竞争力，同时公司资本较为充足，资产质量较好；公司净资产对本期债券本金的覆盖程度较好，净利润和EBITDA覆盖程度较弱，考虑到本期债券发行为偿还债务并补充公司营运资金，有利于公司各类业务发展，对本期债券到期兑付起到积极的影响，综上，公司对本期债券的偿还能力极强。

十、综合评价

公司作为国内综合类上市证券公司，资本实力很强，股东背景强大，具有较强的业务竞争力，在安徽省内具有很强的区域竞争优势；近年来，公司资产质量良好，资本较为充足，盈利较为稳定，杠杆水平适中。

联合评级同时也关注到经济周期变化、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。近年来，公司短期债务占比较高，需对其流动性保持持续关注。

随着公司资本市场的发展和各项业务的稳步推进，公司业务规模有望进一步扩大，整体竞争

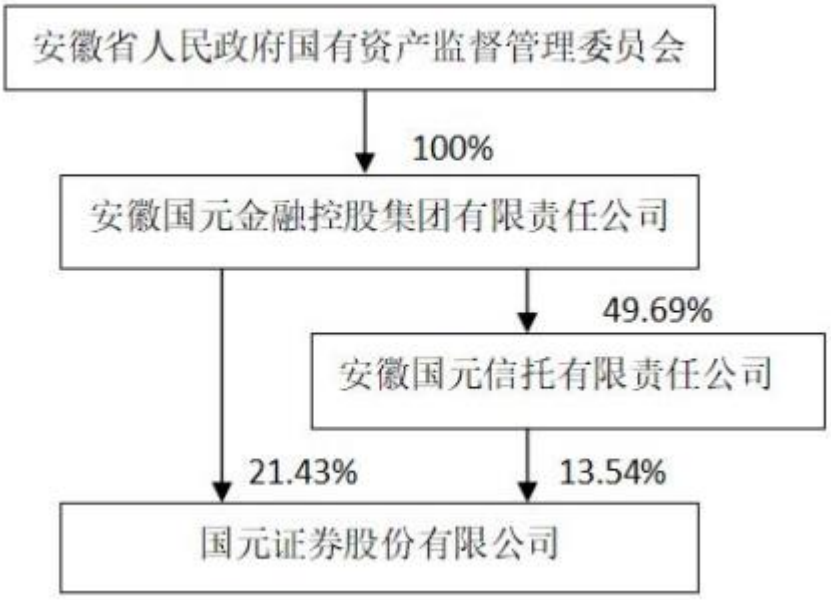
cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

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极低。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

附件 1　国元证券股份有限公司
股权结构图（截至 2019 年末）



cninf 巨潮资讯
www.cninfo.com.cn

附件 2　国元证券股份有限公司
主要财务指标

项　目	2017 年	2018 年	2019 年
自有资产（亿元）	545.70	564.14	588.03
所有者权益（亿元）	253.85	246.48	248.46
自有负债（亿元）	291.85	317.67	339.57
自有资产负债率（%）	53.48	56.31	57.75
优质流动资产/总资产（%）	20.89	17.46	11.65
营业收入（亿元）	35.11	25.38	31.99
净利润（亿元）	12.14	6.71	9.15
营业利润率（%）	44.22	33.14	34.53
营业费用率（%）	50.71	57.94	52.19
薪酬收入比（%）	33.61	34.17	33.94
自有资产收益率（%）	2.43	1.21	1.59
净资产收益率（%）	5.25	2.68	3.70
盈利稳定性（%）	49.61	35.51	30.65
净资本（亿元）	176.19	164.84	159.33
风险覆盖率（%）	367.30	263.88	291.35
资本杠杆率（%）	31.30	29.28	26.98
流动性覆盖率（%）	398.83	167.32	234.75
净稳定资金率（%）	134.96	127.83	127.40
信用业务杠杆率（%）	85.87	79.83	77.56
短期债务（亿元）	205.17	234.65	203.96
长期债务（亿元）	74.13	69.38	126.51
全部债务（亿元）	279.30	304.03	330.46
EBITDA（亿元）	28.73	23.51	25.86
EBITDA 利息倍数（倍）	2.41	1.70	1.98
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.08	0.08
EBITDA/本期债券金额（倍）	0.96	0.78	0.86

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

附件 3　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%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值×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+应付短期融资款+拆入资金+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+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

EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

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。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

联合信用评级有限公司关于国元证券股份有限公司2020年公开发行公司债券（第一期）（面向合格投资者）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，并在每年国元证券股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六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。

国元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。国元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元证券股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现国元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。

如国元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，直至国元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元证券股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年四月十日

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

NK 1611914

营业执照

（副本）

统一社会信用代码 91120104738471845H

仅限评级业务使用 复印无效

名　　称	联合信用评级有限公司
类　　型	有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住　　所	天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508
法定代表人	万华伟
注册资本	叁仟万元人民币
成立日期	二00二年五月十日
营业期限	2002年05月10日至 2032年05月09日

从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务（不含中介）；从事证券市场资信评级业务。（国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理）

登记机关

2018 年 07 月 09 日

每年1月1日至6月30日，应登录公示系统报送年度报告，逾期列入经营异常名录

企业信用信息公示系统网址：www.tjcredit.gov.c

中华人民共和国国家工商行政管理总局监制

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：万华伟

注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508

编号：ZPJ005

仅限评级业务使用
复印无效

中国证券监督管理委员会(公章)

2018年 8月 29日

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

中国证券业执业证书

执业注册记录

仅限评级业务使用
复印无效

证书取得日期 2018-05-20　　证书有效截止日期 2020-12-31

姓　　名：董日新

性　　别：女

执业岗位：证券投资咨询业务（其他）

执业机构：联合信用评级有限公司

编　　号：R0040218050002

中国证券业协会

2018 年 05 月 31 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

中国证券业执业证书

执业注册记录

证书取得日期 2016-12-11

姓　　名：张晨露

性　　别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：联合信用评级有限公司

编　　号：R0040216120003

仅限评级业务使用
复　印　无　效

中国证券业协会

2019 年 01 月 11 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn