

信用等级公告

联合〔2020〕618号

国投资本股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和拟公开发行可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

国投资本股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

国投资本股份有限公司拟公开发行可转换公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月七日

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>

国投资本股份有限公司公开发行总额不超过人民币 80 亿元（含 80 亿元）可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次债券规模：不超过 80.00 亿元（含）

本次债券期限：6 年

转股期：发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020 年 4 月 7 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
合并口径指标：			
资产总额（亿元）	1,424.04	1,554.60	1,781.09
所有者权益（亿元）	393.88	398.00	430.41
归属于母公司所有者权益（亿元）	363.18	364.08	390.78
全部债务（亿元）	526.70	676.09	735.61
短期债务（亿元）	343.06	409.86	404.53
营业总收入（亿元）	103.34	105.14	112.67
净利润（亿元）	30.28	20.25	35.00
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-200.08	-144.63	-18.29
资产负债率（%）	72.34	74.40	75.83
全部债务资本化比率（%）	57.21	62.95	63.09
净资产收益率（%）	8.12	5.11	8.45
归母净资产收益率（%）	7.55	4.62	7.86
流动比率（倍）	1.41	1.34	1.46
EBITDA（亿元）	65.42	60.45	81.50
EBITDA 利息倍数（倍）	2.79	1.94	2.54
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.09	0.11
EBITDA/本次债券本金（倍）	0.82	0.76	1.02
母公司口径指标：			
资产总额（亿元）	389.36	391.06	397.44
所有者权益（亿元）	336.38	335.50	336.92
全部债务（亿元）	52.57	55.11	60.18
净利润（亿元）	11.70	1.73	4.83
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-133.36	5.76	-1.16
资产负债率（%）	13.61	14.21	15.23
净资产收益率（%）	3.88	0.52	1.44
流动比率（倍）	6.49	9.74	31.69
EBITDA 利息倍数（倍）	6.39	1.71	2.84

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；2. 除特别说明外，财务数据均为合并口径，均指人民币

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国投资本股份有限公司（以下简称“公司”或“国投资本”）的评级反映了公司作为一家 A 股上市的国有金融控股平台类公司，业务覆盖证券、信托、基金、期货等多个领域，近年来公司营业收入稳步增长，整体具备很强的综合竞争力；证券业务运营主体安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”）保持较强行业竞争优势，信托、基金业务的运营子公司也具备良好的品牌声誉；公司整体财务表现较好，资本实力强，整体盈利水平较好。公司控股股东国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投公司”）实力雄厚，且对公司支持力度大。

同时，联合评级也关注到公司主要业务板块均受经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响较大，以及债务规模持续增长、行业监管趋严等因素可能对公司经营带来的不利影响。

未来随着公司战略的持续推进，主要子公司有望较好发展，公司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”。

基于对公司主体信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 综合竞争力很强。公司系 A 股上市的国有金融控股平台类公司，近年来金融业务板块布局逐步完善，目前业务已覆盖证券、信托、基金、期货、资产管理等多个领域，拥有众多金融牌照资源，且近年来营业收入稳步增长，整体具备很强的综合竞争力。

2. 主要子公司发展良好。公司主要业务运营的负责子公司均具有良好的品牌声誉，其中安信证券是全国大型综合性证券公司之一，近

年来保持较强行业竞争优势，公司近年来多次对安信证券进行大规模增资，支持其更好发展；信托子公司近年来也呈现较好发展势头。

3. 财务表现较好。公司资产规模大且资产质量较好，资本实力强，整体盈利水平较好。

4. 股东实力强且支持力度大。公司控股股东国投公司是中央直接管理的国有独资重要骨干企业，整体实力雄厚，且对公司支持力度大。

关注

1. 公司业务经营易受经营环境变化影响。公司主要业务板块均与证券市场高度关联，经济周期变化、国内证券市场持续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。

2. 债务持续增长且期限偏短带来的流动性管理压力。近年来公司较为依赖筹资活动补充现金流，债务规模持续增长，利息负担加重，且债务期限偏短，需对偿债能力和流动性状况保持关注。

3. 监管趋严带来的合规和管理压力。近年来金融行业监管趋严，对公司内在风险管理、内控合规管理水平等提出了更高要求。

分析师

卢芮欣 （登记编号 R0040218100004）

张晨露 （登记编号 R0040216120003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-8517 2818

传真：010-8517 1273

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

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：

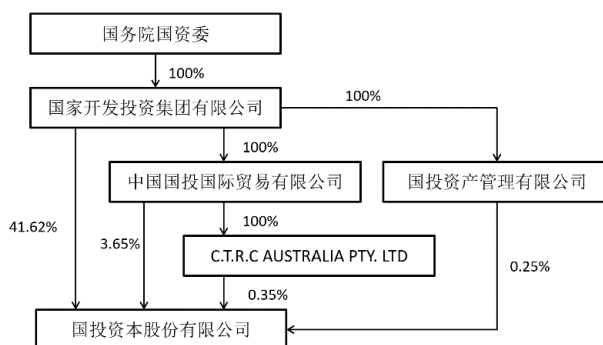

张晨露

联合信用评级有限公司

一、主体概况

国投资本股份有限公司（以下简称“公司”或“国投资本”）前身为成立于1997年的中纺投资发展股份有限公司（以下简称“中纺投资”），同年在上海证券交易所上市，股票代码“600061.SH”，股票简称“中纺投资”；2015年，中纺投资相继完成发行股份全资收购安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”）重大资产重组事项，完成募集配套资金并向安信证券增资60.47亿元，更名为国投安信股份有限公司，股票简称同时变更为“国投安信”，并完成纺织类业务相关资产和负债的剥离，公司主业由纺织业变更为金融业；2017年10月，公司完成定向增发股票并将募集资金净额78.96亿元全部用于向安信证券增资；2017年12月，公司更为现名，股票简称同时变更为“国投资本”。截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为42.27亿元，控股股东是国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投公司”），直接和间接持股共45.87%，实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）（股权结构参见下图）。截至2019年末，前十大股东所持公司股份中，仅有0.23亿股被质押。

图1 截至2019年末公司股权结构



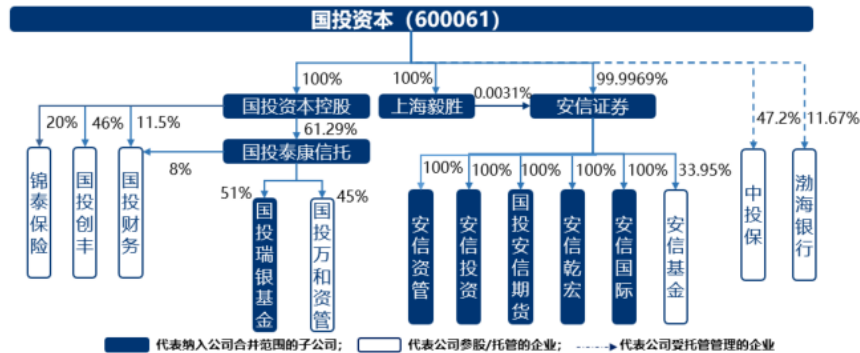
资料来源：公司提供，联合评级整理

公司经营范围：投资管理，企业管理，资产管理，商务信息咨询服务，实业投资，创业投资，从事货物及技术的进出口业务，计算机软硬件开发，物业管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2019年末，公司拥有一级子公司3家，二、三级子公司6家（参见下图¹），其中国投资本控股有限公司（以下简称“国投资本控股公司”）仅作为控股平台管理旗下参控股企业，上海毅胜投资有限公司（以下简称“上海毅胜”）仅持有安信证券少量股权，国投资本控股公司和上海毅胜本部无其他具体业务；公司子公司中重要的运营主体有安信证券、国投泰康信托有限公司（以下简称“国投泰康信托”）、国投瑞银基金管理有限公司（以下简称“国投瑞银基金”）、国投安信期货有限公司（以下简称“国投安信期货”）等。此外，公司还通过参股及受托管理的方式投资/管理一些企业，重要参股企业有锦泰财产保险股份有限公司（以下简称“锦泰财险”）、国投创丰投资管理有限公司（以下简称“国投创丰”）、国投财务有限公司（以下简称“国投财务”）、国投万和资产管理有限公司（以下简称“国投万和资管”）和安信基金管理有限责任公司（以下简称“安信基金”）；受托管理企业有中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）和渤海银行股份有限公司（以下简称“渤海银行”）。截至2019年末，公司合并口径员工总数6,209人。

¹ 图中有7家二、三级子公司，其中安信证券资产管理有限公司（即安信资管）于2020年1月成立；2020年3月，国投泰康信托完成增资18.00亿元，国投资本控股对国投泰康信托的出资比例由55.00%上升至61.29%。

图2 截至2020年3月末公司的参控股公司



资料来源：公司定期报告

截至 2019 年末，公司资产总额 1,781.09 亿元，自有资产 1,228.68 亿元；负债总额 1,350.67 亿元，自有负债 798.27 亿元；所有者权益合计 430.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益 390.78 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 112.67 亿元，净利润 35.00 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 29.68 亿元；筹资活动前现金流量净额-18.29 亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区北张家浜路 128 号 204-3、204-4、204-5 室；法定代表人：叶柏寿。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“国投资本股份有限公司公开发行总额不超过人民币 80 亿元（含 80 亿元）可转换公司债券”，是可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券（以下简称“可转债”），本次债券及未来转换的 A 股股票将在上海证券交易所上市。本次债券发行规模不超过 80.00 亿元（含），债券期限为 6 年。本次债券的债券票面金额为 100.00 元，按面值发行；公司原普通股股东享有优先配售权，原普通股股东优先配售之外的余额和原普通股股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销。本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由发行人与承销商按照国家有关规定及市场状况共同商定。本次债券每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；在每年的付息债权登记日²前（包括付息债权登记日）申请转换成公司股票的可转债，公司不再向其持有人支付本计息年度及以后计息年度的利息。本次债券无担保。

（1）转股条款

转股期限：本次可转债转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

转股价格：①初始转股价格：不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价³（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价⁴，以及公司最近一期经审计的每股净资产值和股票面值，具体由公司股东大会授权董事会及其授权人士在发行前根据市场状况

² 每年的付息债权登记日为每年付息日的前一交易日。

³ 前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量。

⁴ 前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

与保荐机构（主承销商）协商确定。②转股价格的调整方式：在本次债券发行后，当公司因派送股票股利、转增股本、增发新股或配股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）使公司股份发生变化及派送现金股利等情况时，将对转股价格进行相应调整，调整后的转股价格不得低于公司最近一期经审计的每股净资产值和股票面值，调整方式详见募集说明书。③转股价格向下修正条款：在本次债券存续期间，当公司股票在任何连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决，详见募集说明书。

转股数量：可转债持有人在转股期内申请转股时，转股数量按照 V/P 计算，并以去尾法取一股的整数倍，其中： V 为申请转股的可转债票面总金额， P 为申请转股当日有效的转股价格。转股时不足转换为一股的可转债余额，公司将在转股当日后的 5 个工作日内以现金兑付该可转债余额及相应利息。

转股年度的股利归属：因本次发行的可转债转股而增加的公司股票享有与原股票同等的权益，在股利分配股权登记日当日登记在册的所有普通股股东（含因可转债转股形成的股东）均享受当期股利。

（2）赎回条款

到期赎回：本次债券期满后 5 个工作日内，公司将以前次发行的可转债的票面面值上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向可转债持有人赎回全部未转股的可转债。具体上浮比例提请公司股东大会授权董事会及其授权人士根据市场情况等与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回：转股期内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或未转股金额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。若在上述交易日内发生过因除权、除息等引起公司转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（3）回售条款

若本次发行可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转债的权利。在上述情形下，可转债持有人可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券的募集资金扣除发行费用后拟全部用于向安信证券进行增资，通过增加安信证券的资本金，补充其营运资金，优化业务结构，扩大业务规模，提升市场竞争能力和抗风险能力。

三、行业分析

公司主要业务涉及证券、信托、公募基金等行业，其中证券业务对公司收入、利润影响较大，本报告重点分析证券行业。

1. 证券行业概况

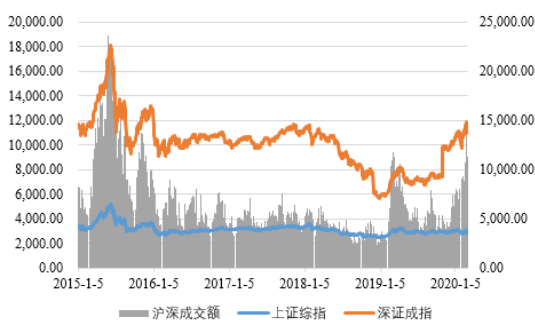
股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

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，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。

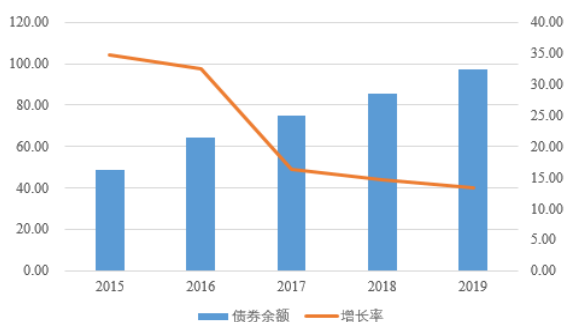
衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019年全国期货市场累计成交额为290.61万亿元，同比增长37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为69.62万亿元，同比增长166.52%，占全国市场份额23.96%。

图3 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）



资料来源：Wind，联合评级整理

图4 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



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1 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)	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。

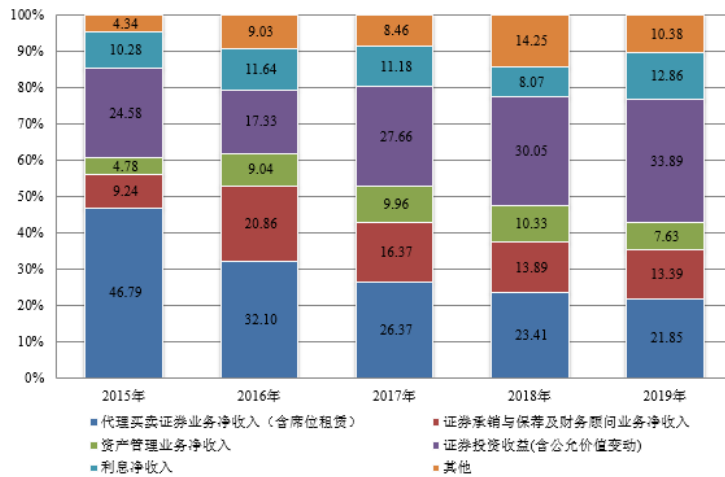
2. 业务分析

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。

图 5 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%。

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，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，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，促使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，受贸易摩擦等宏观因素影响，股票市场呈现单边大幅下跌行情，但同期债券市场明显回暖，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，但信用债市场出现违约事件集中爆发的风险；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，违约主体以民企居多。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场主要指数上行，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率进一步下降，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，债券违约风险进一步上升。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 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。

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2 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

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，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

公司金融业务板块多元，主要子公司在行业内具有很强的竞争力，整体具备很强的综合实力；控股股东国投公司实力雄厚且对公司支持力度大。

公司作为一家A股上市的国有金融控股平台类公司，目前业务已覆盖证券、信托、基金、期货、资管、保险等多个领域，拥有众多金融牌照资源，主要子公司均具有良好的品牌声誉。截至2019年末，公司合并资产总额1,781.09亿元，所有者权益430.41亿元；2019年实现营业总收入112.67亿元，净利润35.00亿元；公司整体具备很强综合实力。

主要业务方面，公司证券业务的运营主体安信证券是全国大型综合性证券公司之一，近年来其主要业务排名行业前列，2018年证监会分类结果为A类A级，且系连续10年获得A级以上评级，2019年为B类BBB级，整体保持很强竞争优势。信托业务的运营主体国投泰康信托近年来信托业务收入逐年增长，主动管理能力逐步提升，截至2019年末共管理信托资产2,002.30亿元，整体排名行业中游。基金业务的运营主体国投瑞银基金具有公募基金、QDII、RQFII、QFII、QDIE等业务资格，截至2019年末管理各类资产规模合计约1,154.23亿元，其中固收类产品管理能力保持较强竞争优势，固收类基金收益率排名保持行业前列。期货业务运营主体国投安信期货2019年证监会期货公司分类评价为A类AA级，且系连续10年获得A级以上评级，2019年国投安信期货客户权益、成交额、日均持仓、全年交割量等各项主要指标进入行业前十。此外，公司还通过参股锦泰财险、国投财务、安信基金，受托管理渤海银行、中投保等布局多个金融领域。

公司控股股东国投公司成立于1995年，是中央直接管理的国有独资重要骨干企业，是中央企业中唯一的投资控股公司，是首批国有资本投资公司改革试点单位，具有雄厚的资金实力、广阔的平台与丰富的资源，目前已形成了基础产业、前瞻性战略性产业、金融及服务业和国际业务四大战略业务单元，截至2019年末拥有主要一级子公司19家，二级及以上子公司百余家，其中9家为上市公司；截至2019年末，国投公司合并资产总额6,322.00亿元、注册资本338.00亿元，2019年营业

总收入 1,437.00 亿元、净利润 200.80 亿元⁵，整体实力强大。公司作为国投公司旗下唯一的金融业务投资与管理专业化平台，在国投公司内具有战略重要地位，国投公司能够为公司的发展提供包括资金、平台、渠道、资源、风险管理、业务协同等方面的强有力支持。此外，公司以及子公司的其他主要股东，如中国证券投资者保护基金有限责任公司、深圳市远致投资有限公司（已于 2020 年 3 月更名为“深圳市资本运营集团有限公司”）、泰康保险、瑞士银行等，也拥有很强的经营实力和丰富的客户资源，可为公司旗下各业务领域提供支持和业务合作机会。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构，人员结构合理，能够满足日常经营管理需求。

公司业务体系完整独立，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。同时，作为国有企业，公司依据相关规定设立党组织和纪检监察机构，公司董事长、党组织书记原则上由一人担任，董事会决定公司重大问题时应当事先听取党组织的意见。

股东大会是公司最高权力机构，依《公司章程》行使职权。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，其中董事长 1 人，独立董事 3 人，独立董事中有一名会计专业人士和一名法律专业人士。公司董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核 4 个专门委员会（以下简称“专委会”），各专委会成员全部由董事组成，其中审计、提名、薪酬与考核专委会中独立董事占多数并担任召集人，审计委员会的召集人为会计专业人士。

监事会是公司的监督机构，在法律框架下，从维护公司、股东和职工等多方权益出发，履行相关的监督职能。公司监事会由 5 名监事组成，其中职工监事 2 名，监事会设主席 1 人。

公司设总经理（总裁）1 名，副总经理（副总裁）若干名，均由董事会聘任或解聘。目前，公司高级管理人员包括总经理 1 名、副总经理 2 名、财务总监（目前由副总经理兼任）、董事会秘书（目前由总经理兼任），均具有本科以上学历和丰富的金融领域管理经验，能够按照相关授权开展公司日常经营管理工作。

人员队伍方面，截至 2019 年末，公司母公司口径有员工 38 人，合并口径员工总数 6,209 人；从合并口径员工结构来看，学历构成上，硕士及以上占 25.04%、本科占 57.32%、大专及以下占 17.64%，岗位类别上，销售人员占 71.04%、技术人员占 9.90%、行政和财务人员占比 19.05%；公司员工构成较为合理，能够满足公司业务开展需求。

2. 内控与合规

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。

组织机构设置方面，公司设股权管理部主要负责对已投资企业的管理，设投资发展部主要负责未来投资机会的发掘、部分闲置资金的运用以及战略规划等，此外还有中后台支持部门（详见附表 1），各部门职责划分明确，内部机构设置合理。

公司历来重视风控和合规建设，由于公司本部只负责管理投资企业，公司根据管理需要建立了相应的内部控制制度体系和管理组织体系，由董事会风险管理委员会—经营管理层—股权管理部

⁵ 国投公司主要数据来源：国投公司官网。

审计与合规部—被投资企业等构成的内部控制架构。

重大事项审议方面，公司章程规定，需由董事会审议批准的事项包括：公司或控股子公司发生的交易涉及的资产总额低于公司最近一期经审计总资产的50%；交易的成交金额（包括承担的债务和费用）低于公司最近一期经审计净资产的50%，或者比例已超过50%但绝对金额未超过0.50亿元；交易产生的利润低于公司最近一个会计年度经审计净利润的50%，或比例已超过50%但绝对金额未超过500万元；交易标的（如股权）在最近一个会计年度相关的营业收入低于公司最近一个会计年度经审计营业收入的50%，或比例已超过50%但绝对金额未超过0.50亿元；交易标的（如股权）在最近一个会计年度相关的净利润低于公司最近一个会计年度经审计净利润的50%，或比例已超过50%但绝对金额未超过500万元；其中重大投资项目应当组织有关专家、专业人员进行评审，并报股东大会批准。董事会授权董事长审批不超过公司最近一期经审计净资产10%的对外投资以及其他授权审批事项。股东大会负责审议公司在一年内购买、出售重大资产超过最近一期经审计总资产30%的事项。此外，公司《“三重一大”决策制度实施办法》对“三重一大”事项的决策进行了详细规定。

下属企业管理方面，公司及公司直接或间接控股公司（不包括受托管理的企业）适用公司《内部控制评价管理办法》，并按规定开展内部环境的设计及实施运行情况的评价，重点关注监事会、董事会、审计委员会、内部审计部门等是否在内部控制设计和运行中有效发挥监督作用。下属企业的人事、财务和风控合规方面分别由公司本部的综合部、财务部、审计与合规部归口管理，其他方面由公司股权管理部负责管理。股权管理部对下属企业（含全级次控股企业和各控股企业的第一级次参股企业，以及受托管理的中投保）的管理主要有：一是对法人治理的管理，通过向下属企业委派董事、监事、高管等，派出人员多由公司管理层以及股权管理部人员兼任，便于了解下属企业情况，此外还牵头组成跨部门小组到下属企业进行调研，调研的问题最终通过下属企业的“三会”议案反馈；二是股权投资管理，其中财务投资由下属企业自行决策，除财务投资以外的股权投资需报公司审批，金额超过公司审批权限的需再报国投公司审批；三是行业对标和业绩督导，由股权管理部牵头，会同综合部、财务部等共同完成对下属企业以及高管个人的业绩考核；四是产权管理，包括下属企业的产权登记（新设、变更等）、资产评估等；五是业务协同管理，通过在每个下属企业设置一个副总、一个协同部门、一个协同联络员，以及季度协同报表、年度协同考核等方式建立协同机制，加强与国投公司的业务协同。因国投公司仅对渤海银行参股，公司对渤海银行仅参与法人治理的管理。

对外担保管理方面，公司章程规定需由股东大会审议批准的事项包括：单笔担保额超过公司最近一期经审计净资产10%的担保；公司及控股子公司的对外担保总额，超过公司最近一期经审计净资产50%以后提供的任何担保；为资产负债率超过70%的担保对象提供的担保；连续12个月内累计担保金额超过公司最近一期经审计总资产30%的担保；连续12个月内累计担保金额超过公司最近一期经审计净资产的50%，且绝对金额超过0.50亿元以上的担保；对股东、实际控制人及其关联方提供的担保等。除上述需由股东大会审议以外的对外担保事项均由董事会审议批准。

关联交易管理方面，公司章程规定，公司或控股子公司与关联自然人发生的交易金额低于30万元，与关联法人发生的交易（公司提供担保、获赠现金资产、单纯减免公司义务的债务除外）金额低于300万元或占公司最近一期经审计净资产绝对值低于0.5%的关联交易，由董事会授权董事长审批。公司或控股子公司与关联自然人发生的交易金额在30万元以上，或与关联法人发生的交易（公司提供担保、获赠现金资产、单纯减免公司义务的债务除外）金额在300万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值0.5%以上的关联交易，应由独立董事认可后，提交董事会审议批准。关联交易（公司提供担保、获赠现金资产除外）金额在0.30亿元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝

对值5%以上的重大关联交易事项，应由独立董事认可后，提交董事会审议通过后提交股东大会审议批准。此外，公司《关联交易管理制度》详细规定了关联交易的审批、管理和披露要求。

受到行政处罚及监管措施方面，公司本部2017—2019年末期间均未受到监管措施或行政处罚情况。安信证券2017年被全国中小企业股份转让系统有限责任公司采取监管措施2次，被证券监管部门采取监管措施1次；2018年被证券监管部门采取监管措施2次，被中国人民银行内江市中心支行行政处罚1次，被深圳市交通运输委员会行政处罚1次，安信证券下属子公司国投安信期货被证券监管部门采取监管措施1次；2019年，安信证券被全国中小企业股份转让系统股份有限公司采取自律监管措施1次；安信证券及其子公司已对相关事件进行了问责和整改，需要缴纳罚款的已按时缴纳。国投泰康信托本部2017年未受到监管措施；2018年受到银监部门行政处罚1次，已进行整改并缴纳了罚款；2019年未受到监管措施或行政处罚情况。国投瑞银基金本部2017—2019年期间均未受到监管措施或行政处罚。国投瑞银基金的子公司国投瑞银资本管理有限公司（以下简称“国投瑞银资本”）2018年受到税务部门行政处罚1次；2019年因“金银岛”风险事件被证监局采取责令改正监管措施1次；国投瑞银资本已提交整改报告，需要缴纳罚款的已按时缴纳。

六、经营分析

1. 经营概况

公司营业总收入逐年增长，安信证券是公司最重要经营主体和收入来源，信托业务稳步发展，基金业务收入有所下降；公司主要业务板块均受经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响较大，未来收入和利润仍面临较大波动性。

公司主要业务涉及证券、信托、公募基金等，均由各子公司具体负责运营，公司本部主要作为控股和管理平台。2017—2019年，公司净利润波动增长，年均复合增长7.22%，其中2018年同比下降33.11%主要系市场不利行情导致收入减少（扣除商品现货业务推高收入的影响后）所致；2019年实现净利润35.00亿元，同比大幅增长72.83%，主要系市场行情阶段性回暖带来业务收入和公允价值变动收益的大幅增长，以及各项费用增加综合所致。公司利润主要由营业总收入和投资收益等贡献。

2017—2019年，公司营业总收入持续增长，年均复合增速4.42%，其中安信证券年均复合增长4.91%、国投泰康信托（单户口径）年均复合增长17.49%、国投瑞银基金年均复合下降12.90%。2019年，公司实现营业总收入112.67亿元，同比增长7.17%，系安信证券和国投泰康信托收入增加所致。从营业收入构成来看，安信证券一直是公司最主要的收入贡献来源，收入占比均在85%以上；国投泰康信托（单户口径）的收入贡献逐年稳步提升至2019年的9.22%，国投瑞银基金收入占比逐年下降。

2017—2019年，公司投资收益与公允价值变动损益合计数占营业利润的比重分别为48.36%、104.22%和82.87%。近三年，公司投资收益与公允价值变动损益合计数快速稳步增长，年均复合增长42.01%，2019年为39.16亿元，同比增长37.02%，主要是各类金融资产的持有收益和公允价值变动。

表3 公司营业总收入构成及投资收益等其他重要利润构成指标 (单位: 亿元、%)

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
安信证券(合并口径)收入	88.16	85.31	90.35	85.94	97.03	86.12
国投泰康信托(单户口径)收入	7.53	7.29	8.85	8.41	10.39	9.22
国投瑞银基金(合并口径)收入	7.56	7.31	5.93	5.64	5.73	5.09
其他收入(含抵消)	0.09	0.09	0.004	0.003	-0.48	-0.43
营业总收入合计	103.34	100.00	105.14	100.00	112.67	100.00
投资收益+公允价值变动损益	19.42	--	28.58	--	39.16	--

注: 因公司、安信证券、国投泰康信托、国投瑞银基金的财务报表列报格式不一致, 本表系联合评级将3家子公司的报表数据按照公司合并报表格式推算得出, 与各子公司各自报表的营业收入口径并不完全一致; 同时, 本推算与实际审计合并底稿数据或存在微小误差, 但该误差不影响对公司营业总收入结构的分析

资料来源: 公司、安信证券、国投泰康信托、国投瑞银基金的审计报告, 联合评级整理

2. 证券业务

安信证券主营业务易受经济环境、证券市场及监管政策等因素影响, 其经营业绩有较大的波动性; 2017—2019年, 在证券市场行情震荡和政策变动等影响下, 安信证券营业收入仍保持稳步增长, 经纪业务仍是最重要的收入来源, 但多项业务收入和整体净利润均呈波动趋势, 整体排名处于行业上游水平。

安信证券是公司证券业务的运营主体, 成立于2006年, 2015年纳入公司合并范围, 收购当年公司及其子公司即对安信证券同比例增资共60.47亿元, 2017年再次增资78.96亿元, 截至2019年末注册资本70.00亿元, 由公司直接和间接全资持股。安信证券是全国大型综合性证券公司之一, 2009—2018年证监会分类结果保持A级, 体现出其较强的合规管理、风控能力和市场竞争力, 2019年降为B类BBB级, 但仍保持较好水平。截至2019年末, 安信证券合并资产总额1,608.67亿元, 净资产328.23亿元。

安信证券主要业务板块包括证券及期货经纪、投资银行、资产管理、以自营为主的投资业务和以融资融券为主的信用业务等。2017—2019年, 证券市场行情持续震荡、行业佣金率持续下探, 在此环境下, 安信证券营业收入稳步增长, 实现年均复合增速10.05%⁶, 其中2018年同比增长10.17%主要系证券自营业务和国投安信期货的现货贸易收入增加, 同时经纪和投行业务收入下降综合所致; 2019年同比增长9.92%主要系市场行情好转带来多项业务收入增加, 同时国投安信期货的现货贸易收入减少综合所致; 国投安信期货的现货贸易业务的收入和成本在营业收入和营业支出中分别列示, 其业务规模的波动带来安信证券收入和支出的较大变动, 但该业务实际对利润的贡献有限, 且各年变动不大。2017—2019年, 安信证券净利润先降后升、总体增加, 年均复合增长3.78%, 其中2018年同比下降33.84%主要系经纪和投行业务收入下降所致, 2019年同比增长62.79%主要系多项业务收入增加所致。2017—2019年, 安信证券营业收入年均复合增速好于行业平均水平(7.61%), 净利润年均复合增速略低于行业平均水平(4.37%)。

因安信证券主要业务受市场波动、政策变动等影响较大, 其收入结构也呈现较大变动。经纪业务始终是安信证券最重要的收入来源, 但其收入占比先降后升、总体下降, 2019年为32.60%; 证券自营业务近三年实现收益逐年增加, 收入占比也逐年大幅提升至2019年的29.14%; 信用交易、投行和资管业务作为重要的补充收入来源, 收入规模和占比均呈波动趋势; 其他收入主要是对联营企业和合营企业的投资收益、自有资金存放同业利息净收入以及子公司国投安信期货的商品现货业务收入等, 近三年随着商品现货业务发展的波动(2019年国投安信期货缩减用于基差贸易的资金规模导

⁶ 证券业务部分营业收入系安信证券财务报告口径, 与公司合并财务报告口径有差异。

致现货交易量下降)，其他收入变动较大。

表 4 安信证券分条线业务收入和净利润占比情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券及期货经纪业务收入	29.97	39.51	25.04	29.96	29.95	32.60
证券自营业务收入	7.32	9.65	14.92	17.85	26.77	29.14
信用交易业务收入	9.38	12.36	8.59	10.27	12.17	13.25
投资银行业务收入	13.34	17.58	4.24	5.08	7.85	8.54
资产管理业务收入	5.84	7.70	4.95	5.92	5.80	6.31
其他收入	10.02	13.21	25.85	30.93	9.34	10.16
营业收入合计	75.87	100.00	83.58	100.00	91.87	100.00
净利润	22.92	30.21	15.16	18.14	24.68	26.86

注：本表营业收入系安信证券财务报告口径，与公司合并财务报告口径有差异；占比均为占营业收入的比重，净利润的占比实为安信证券的净利润率

资料来源：安信证券审计报告，联合评级整理

从行业排名情况来看，安信证券各项主要指标整体排名均处于行业上游水平（排名来源证券业协会披露的各年证券公司经营业绩排名情况，如无特别说明，安信证券的排名来源下同）。

表 5 安信证券主要指标排名（单位：名、个）

项目	2017 年	2018 年
净资本	16	14
营业收入	17	14
证券经纪业务收入	15	15
客户资产管理业务收入	22	22
投资银行业务收入	11	28
融资类业务收入	17	16
证券投资收入	18	6
参与排名企业数量	98	98

注：2019 年度排名尚未公布

资料来源：证券业协会披露的各年证券公司经营业绩排名情况，联合评级整理

（1）经纪业务

经纪业务易受市场行情波动影响，2017—2019 年，安信证券经纪业务收入随市场震荡和佣金率下滑而有所波动。

安信证券经纪业务资格齐全，主要包括证券与期货经纪业务、出租交易席位、代理销售金融产品业务等。近年来，安信证券不断拓展营业网点，增加经纪业务覆盖面；截至 2019 年末，安信证券在全国有营业部 331 家、分公司 45 家，其中在广东省有分支机构 147 家，在广东地区网点优势很强。2017—2019 年，受证券市场震荡、交投量波动和行业佣金率持续下滑等综合影响，安信证券经纪业务收入先降后升、有所波动，年均复合下降 0.03%；2019 年经纪业务收入同比增长 19.62%至 29.95 亿元，占比 32.60%。

安信证券经纪业务以代理买卖证券业务为主。2017—2018 年，安信证券代理买卖证券业务收入（含交易席位租赁）行业排名均为第 15 位。2017—2019 年，随着市场行情的变动，安信证券代理买卖各类证券的交易总额及市场份额均有所波动，代理交易总额年均复合增长 2.62%；2019 年，随着市场交投活跃度提升，安信证券代理买卖各类证券的交易总额为 5.67 万亿元，同比增长 43.68%，

其中股票交易额增长 50.56%、基金交易额下降 17.26%、债券交易额增长 139.12%。安信证券代理买卖证券业务平均佣金率持续下滑至 2019 年的 0.31%。2017—2019 年，安信证券代理买卖证券的市场份额先降后升、总体下降，市场份额变动较大除市场行情震荡、交投量下滑的不利行情以及佣金率下滑等原因外，也因安信证券客户以中小散户居多，市场行情变化对交易活跃度影响很大，导致市场份额波动，对此安信证券已制定相应对策，对客户进行分类分层管理，积极培育中高端客户及机构客户。

表 6 安信证券代理买卖证券业务情况表（单位：万亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	4.52	2.00	3.49	1.93	5.26	2.06
基金	0.84	4.30	0.43	2.10	0.36	1.95
债券	0.02	0.21	0.02	0.19	0.06	0.35
证券交易总额	5.38	2.11	3.95	1.85	5.67	1.96
平均佣金率	0.038		0.035		0.031	

注：交易金额为安信证券零售客户交易额，不包含外部机构租赁安信证券席位所产生的交易额
 资料来源：公司提供，联合评级整理

（2）证券自营业务

2017—2019 年，安信证券的证券自营业务规模逐年增加，投资结构始终以固定收益类为主，证券自营收入逐年大幅增长；证券自营收入易受市场行情波动影响，同时安信证券固定收益类投资较多，随着市场上违约事件等信用风险增加，需对自营业务收入波动保持关注。

安信证券自营业务主要包括权益类投资、固定收益类投资和衍生品投资。2017—2019 年，安信证券自营业务收入逐年快速增长，年均复合增长 91.25%，其中 2018 年同比增长 103.81% 主要系加大了债券投资规模并较好把握了债券市场行情所致，2019 年同比增长 79.46% 主要系证券市场整体回暖带来权益类投资的公允价值变动收益增长所致。2019 年证券自营业务收入 26.77 亿元，收入占比大幅提升至 29.14%。安信证券的固定收益类投资是传统优势业务，近年来保持较好投资业绩，在 2017 年债券市场大幅度下跌的环境中仍然取得了超过 5% 的收益，处于同业较高水平，2018—2019 年在市场行情好转的情况下实现了固定收益类投资回报的大幅增长。

2017—2019 年，安信证券的自营证券投资规模逐年增长，年均复合增长 25.60%。截至 2019 年末，安信证券自营证券投资账面价值合计 542.92 亿元，较上年末增长 0.43%。从投资结构来看，以固定收益类投资为主，并根据市场行情变化积极调整各类投资的持仓情况。从具体投资品来看，截至 2019 年末，债券和股票投资规模较上年末变化不大，基金和资管计划投资较上年末减少较多，同时新增部分专户理财投资，其余还有少量银行理财产品、股权投资、资产证券化产品、衍生品投资等。2017—2019 年末，安信证券本部口径自营权益类和自营非权益类投资的监管指标均远优于监管标准（ $\leq 100\%$ 和 $\leq 500\%$ ）。

表 7 安信证券（合并报表口径）自营证券投资期末账面价值及自营投资监管指标（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	219.58	63.81	424.32	78.49	420.28	77.41
其中：AAA	102.81	29.87	246.48	45.59	227.34	41.87
AAA 以下	77.28	22.46	168.39	31.15	149.77	27.59
基金	56.25	16.34	37.43	6.92	22.37	4.12

股票	21.33	6.20	16.76	3.10	20.72	3.82
资产管理计划	23.74	6.90	38.09	7.05	3.68	0.68
专户理财	--	--	--	--	50.18	9.24
其他	23.24	6.75	24.00	4.44	25.69	4.73
自营证券账面价值合计	344.14	100.00	540.60	100.00	542.92	100.00
自营权益类证券及证券衍生品/净资本		23.28		18.64		17.77
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本		88.94		129.95		115.06

注：本表自营证券投资，2017-2018年包含以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产（扣除委托证金安信证券集中投资管理的专户资金）、衍生金融资产科目；2019年因执行新的金融工具会计准则，包含交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资（扣除公司委托证金公司集中投资管理的专户资金）、衍生金融资产科目

资料来源：安信证券各年审计报告，联合评级整理

截至 2019 年末，安信证券自营证券投资持有的固定收益类证券中，有 3 只债券出现违约，涉及债务人 2 个，投资成本 0.51 亿元，尚未收回金额 0.44 亿元，目前正在推进回收措施，公司已按照债券违约后的最新估值将估值变动损失计入公允价值变动损益，未再单独计提减值损失。

(3) 信用交易类业务

2017—2019 年，安信证券信用交易业务规模和业务收入均呈波动增长趋势；信用交易业务受市场行情波动影响较大，且市场信用风险事件多发，安信证券信用业务资产也存在较大减值的风险。

安信证券信用交易类业务以融资融券业务为主，此外还有股票质押式回购、约定购回等业务，信用交易类业务也对经纪业务的发展起到较大协同促进作用。2017—2019 年，安信证券信用交易类业务收入先减后增、总体增长，年均复合增长 13.91%，其中 2018 年同比下降 8.45% 系融资规模及资金成本率均上升带来利息支出增加所致，2019 年同比增长 41.75% 系证券市场行情回暖带来信用交易业务规模扩大所致；2019 年信用业务收入 12.17 亿元，收入占比回升至 13.25%。

2017—2019 年末，安信证券信用业务余额先减后增、波动增加，年均复合增长 12.41%；信用业务杠杆率也波动上升，分别为 113.23%、98.52% 和 133.78%。截至 2019 年末，安信证券信用交易业务总规模 439.11 亿元，较上年末增长 43.85%，其中融资融券规模增长 36.87%、股票质押式回购规模增长 60.59%，约定购回业务规模很小。

表 8 安信证券（合并报表口径）信用交易类业务情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	余额	利息收入	余额	利息收入	余额	利息收入
融资融券（含港交所）	256.37	17.97	209.41	17.53	286.63	18.80
股票质押式回购	90.40	3.09	94.25	5.35	151.35	9.46
约定购回	0.75	0.03	1.59	0.09	1.13	0.05
合计	347.52	21.08	305.25	22.97	439.11	28.32

资料来源：安信证券各年审计报告，联合评级整理

截至 2019 年末，安信证券融资融券业务涉及违约（资不抵债）的项目余额合计 2.61 亿元，针对这些风险项目共计提减值准备 1.45 亿元，总计提比例 55.65%。股票质押式回购业务涉及违约（资不抵债）合约 19 笔（共涉及 13 个客户），涉及融资余额共 14.92 亿元，其中 6 笔已在诉讼追偿中（合计余额 6.17 亿元，其中质押标的弘高创意 2 笔、期末履约比例分别为 69% 和 88%，金龙机电 3 笔、期末履约比例分别为 54%、54% 和 53%，利欧股份 1 笔、期末履约比例 189%），5 笔已有国资纾困介入（合计余额 5.29 亿元，其中质押标的东方园林 1 笔、期末履约比例 85%，铁汉生态 2 笔、期末

履约比例分别为 124% 和 119%，九芝堂 2 笔、期末履约比例分别为 337% 和 368%），1 笔因质押比例超限导致的违约正在由客户整改中（金额 0.21 亿元，质押标的山东威达、期末履约比例 228%），其余 7 笔正在按计划推进追偿（合计余额 3.25 亿元，期末履约比例均超过 100%）；公司针对以上风险项目共计提减值准备 2.91 亿元，总计提比例 19.53%。

（4）资产管理业务

2017—2019 年，安信证券资产管理业务着力降通道和调结构，主动管理类业务取得较好增长。

安信证券资产管理业务主要包括本部开展的资产管理业务以及各子公司开展的特定资产管理、投资基金管理等业务。2017—2019 年，安信证券资管业务收入先减后增、有所波动，年均复合变动率-0.36%，其中 2018 年同比下降 15.24% 系去通道导致业务规模下降所致，2019 年同比增长 17.13% 系证券市场行情回暖，资管产品业绩提升带动管理费收入及业绩报酬收入增加（主要是定向资管收入增加）所致；2019 年资管业务收入 5.80 亿元，占比 6.31%。

2017—2019 年末，安信证券资产管理业务规模逐年下降，年均复合下降 24.76%，系通道类业务规模压缩所致，其中定向资管业务规模和占比均逐年下降，其余类型业务的规模和占比均逐年增加，整体结构变化不大，仍以定向资管业务为主，但降通道的趋势明显。从管理方式来看，2017—2019 年末，安信证券主动管理类业务规模先增后减、总体增长，年均复合增长 3.06%，主动管理类占比逐年提升，占比大约分别为 21.71%、32.70% 和 40.65%⁷，主动管理能力持续提升，并获得了金牛奖“三年期金牛券商集合资产管理人”、英华奖“中国券商资管成长奖”、君鼎奖“中国固定收益类投资团队”等多个奖项。

表 9 安信证券（合并审计报告口径）资产管理业务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	受托资金	占比	受托资金	占比	受托资金	占比
集合资管	449.92	12.00	590.09	21.39	597.93	28.18
定向资管	3,277.31	87.43	2,126.73	77.08	1,469.55	69.25
特定资管	4.27	0.11	4.66	0.17	10.24	0.48
专项资管	16.99	0.45	37.66	1.37	44.41	2.09
合计	3,748.50	100.00	2,759.14	100.00	2,122.12	100.00

资料来源：安信证券审计报告，联合评级整理

2020 年 1 月，公司新设的全资子公司安信证券资产管理有限公司完成工商登记，注册资本 10.00 亿元，专业从事证券资产管理。未来，安信证券本部从事的资管业务拟转由独立子公司运作，并由子公司申请公募基金业务资格，大力拓展主动业务规模，专业子公司的设立有将利于提升资产管理业务核心竞争力。

（5）投资银行业务

投行业务受市场环境和政策监管的影响较大，2017—2019 年，安信证券投行业务收入和业务量均有较大波动。

安信证券投资银行业务主要包括股票承销保荐、债券承销、财务顾问以及其他创新业务。2017—2019 年，证券行业整体投行业务收入的波动明显⁸，安信证券的投行业务收入也呈波动趋势，年均复合下降 23.28%；其中，2018 年同比大幅下降 68.18%，主要是受国内股权融资市场遇冷及行业 IPO

⁷ 公司提供的安信证券主动管理类和被动管理类资产管理业务数据系业务部门统计口径，与合并报表口径有一定差异，但不影响对主动管理类业务规模变动趋势和占比数据的分析。

⁸ 中国证券业协会公布的行业证券承销与保荐业务净收入 2018 年同比下降 32.73%，2019 年同比增长 46.03%。

过会率大幅下降等市场整体因素影响，以及安信证券自身投行项目推进节奏影响（投行业务项目周期普遍较长，安信证券前期储备项目在 2016—2017 年完成数量较多，导致 2018 年完成量相对有所减少）综合所致；2019 年同比大幅增长 84.99%，主要系股权类业务同比增长所致（主要是某增发项目获超额认购带来收入增长，以及科创板业务的较好开展共同导致），2019 年投行业务收入 7.85 亿元，占比 8.54%。安信证券拥有高质量的投行人才储备，截至 2019 年末投资银行业务团队共有 480 人，其中保荐代表人 91 人、准保荐代表人 81 人。

2017—2019 年，安信证券股票和债券承销保荐业务波动较大，从承销业务发展来看，2018 年，安信证券（本部口径）股权类和债券类业务均有所下滑；其中，受国内股权融资市场进入寒冬和行业 IPO 过会率大幅下降的影响，股权类业务规模大幅缩减；债券类业务数量有所增加，但承销金额有所下滑；2018 年安信证券的股票承销保荐业务排名有所下滑（股票主承销金额排名 25 位，同比下滑 11 位），但债券类承销排名稳中有升（债券主承销金额排名 41 位，同比持平，债券主承销家数排名有所提升）。2019 年，安信证券投行取得较好成绩，本部口径股债业务均有所增加，完成 IPO 项目 6 个（其中科创板 IPO 项目 3 个），2019 年安信证券因在科创板的较好表现获得上交所“科创板企业上市优秀会员”和“科创板交易管理优秀会员”奖项，投行业务获得《证券时报》、《新财富》颁发的“十佳投行”、“最佳 IPO 投行”、“金融地产领域最佳投行”、“十佳资本市场部”、“2019 中国区 IPO 投行君鼎奖”、“股票融资项目君鼎奖之中国人保”等多个奖项。

表 10 安信证券（本部口径）投行业务主承销情况（单位：个、亿元）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	
股权类	IPO	17	90.56	2	25.97	6	42.73
	增发	7	126.84	1	1.56	4	86.16
	小计	24	217.40	3	27.53	10	128.89
债券类	可转债	3	67.65	3	28.40	2	12.65
	其他债券	12	108.80	19	114.41	27	155.31
	小计	15	176.45	22	142.81	29	167.96
合计	39	393.85	25	170.34	39	296.85	

注：本表系报中国证监会的监管报表口径
资料来源：公司提供，联合评级整理

财务顾问业务方面，2017—2019 年，安信证券财务顾问业务新增签约业务数量分别为 149 个、373 个和 308 个，其中并购重组项目 5 个、6 个和 4 个⁹；新三板业务¹⁰新增挂牌企业数量分别为 92 家、19 家和 1 家，定增融资企业数量 131 家、46 家和 12 家，安信证券的投行业务以服务中小企业为主，连续多年新三板业务一直处于行业前列，虽然 2018 年以来因新三板市场持续低迷、挂牌和融资数量减少，但安信证券多年来在该业务上的持续领先积累了众多中小企业客户资源，在中小企业服务方面形成了竞争优势，未来也有利于围绕中小企业客户拓展其他各类金融业务。

从项目储备情况看，安信证券项目储备较为丰富，有利于支撑其未来收入。截至 2019 年末，安信证券已过会待发行项目有 33 个（其中 30 个已获核准批文），在审项目 30 个（其中 IPO 项目 11 个、非公开 2 个、可转债 2 个、并购重组项目 1 个，债券项目 14 个）。

（6）子公司业务

子公司对安信证券业务形成补充，目前只有国投安信期货对安信证券收入贡献较大，但利润贡

⁹ 财务顾问和并购重组数据均为报中国证监会的监管报表口径，下同。

¹⁰ 新三板业务数据来自 Wind，下同。

献仍不大，其他子公司发展规模不大。

全资子公司国投安信期货负责期货业务运营，目前是大连商品交易所、郑州商品交易所、上海期货交易所、上海国际能源交易中心的会员单位，以及中国金融期货交易所的全面结算会员单位；截至 2019 年末拥有 6 家期货营业部和 7 家分公司，并设立了全资风险管理子公司。2017—2019 年，国投安信期货在中国证监会的期货公司分类评价保持 A 类 AA 级。近年来国投安信期货发展较快，2019 年成交量、成交额、日均持仓、期末客户权益等主要指标均位于行业前 10 位以内。

全资子公司安信国际金融控股有限公司（以下简称“安信国际”）系在 2009 年收购原南方证券（香港）有限公司的基础上更名设立，负责公司海外业务，注册在香港，经营范围包括证券经纪、融资融券、投资银行、资产管理及咨询服务。

全资子公司安信乾宏投资有限公司（以下简称“安信乾宏”）主要从事私募投资基金业务以及为客户提供股权投资的财务顾问服务。

全资子公司安信证券投资有限公司（以下简称“安信投资”）系于 2019 年 1 月新设成立，注册资本 10.00 亿元，专业从事另类投资业务。

表 11 截至 2019 年末安信证券的子公司情况（单位：亿元、%）

名称	成立时间	主营业务	注册资本 (均已实缴)	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
国投安信期货	1993 年	期货	10.86	100.00	155.29	21.15	11.71	1.54
安信国际	2009 年	海外券商业务	16.50	100.00	75.42	16.70	4.91	0.70
安信乾宏	2010 年	私募股权投资	8.00	100.00	12.76	8.51	0.36	0.07
安信投资	2019 年 1 月	另类投资	10.00	100.00	10.91	10.60	1.00	0.60

注：安信国际的财务数据均为港元
资料来源：公司提供，联合评级整理

3. 信托业务

2017—2019 年，国投泰康信托经营业绩较好增长，信托业务是主要收入来源且实现了逐年增长，固有业务收入有所波动；国投泰康信托的收入受市场行情和政策变动影响而有较大波动性。

国投泰康信托是公司信托业务的运营主体，前身是成立于 1986 年的沈阳市信托投资公司，2003 年经中国人民银行核准重新登记，2017 年纳入公司合并范围；截至 2019 年末注册资本和实收资本均为 21.91 亿元，其中国投资本控股公司持股 55.00%。2020 年 2 月，国投资本控股公司和另一股东泰康资产管理有限责任公司对国投泰康信托合计增资 18.00 亿元（其中增加注册资本 4.80 亿元，增加资本公积 13.20 亿元），国投泰康信托注册资本和实收资本均增至 26.71 亿元，其中国投资本控股公司出资比例升至 61.29%，泰康保险集团股份有限公司及其子公司合计持股 30.51%，悦达资本股份有限公司持股 8.20%。2017—2019 年末，国投泰康信托均只有 1 家子公司国投瑞银基金，国投瑞银基金在后文详述，本部分以国投泰康信托单户口径进行分析。截至 2019 年末，国投泰康信托单户口径资产总额 70.08 亿元、净资产 65.36 亿元。

2017—2019 年，国投泰康信托营业总收入和净利润均实现逐年增长，营业总收入年均复合增长 20.60%¹¹，其中信托业务收入年均复合增长 18.30%，固有业务收入年均复合增长 26.15%；净利润年均复合增长 21.43%。2019 年，国投泰康信托实现营业总收入同比增长 33.96%，净利润同比增长 46.40%。2017—2019 年，国投泰康信托营业收入构成变化不大，信托业务收入占比均超过 65%，信托业务收入实现了逐年增长，固有业务收入规模波动增长。

11 信托业务部分的营业总收入系国投泰康信托财务报告口径，与公司合并财务报告口径有差异。

表 12 国投泰康信托（本部口径）分条线业务收入和净利润占比情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
信托业务收入	7.39	68.97	8.79	75.59	10.34	66.36
固有业务收入	3.25	30.32	2.83	24.34	5.17	33.17
其他	0.08	0.71	0.01	0.08	0.07	0.46
营业总收入合计	10.71	100.00	11.63	100.00	15.58	100.00
净利润	6.24	58.22	6.28	54.00	9.19	59.02

注 1：本表营业总收入系国投泰康信托财务报告口径，与公司合并财务报告口径有差异；且 2019 年国投泰康信托的利润表列报格式有所调整，2018 年营业总收入取自 2019 年审计报告的比较数据，2017 年营业总收入系联合评级按照 2019 年口径进行调整后的可比口径数据

注 2：信托业务收入包括利润表中手续费及佣金收入，固有业务收入包括利润表中利息收入、投资收益和公允价值变动损益

注 3：本表占比均为占营业总收入的比重，净利润的占比实为国投泰康信托的净利润率

资料来源：国投泰康信托审计报告，联合评级整理

（1）信托业务

随着监管降通道的要求，国投泰康信托的信托业务规模有所下降，但主动管理能力逐步提升；同时需关注金融监管趋严、市场信用风险上升等带来的潜在风险。

国投泰康信托建立了“实业投行、资产管理、财富管理”三轮驱动的业务模式。实业投行重点围绕房地产信托、小微金融、供应链金融、政信业务、同业合作以及资产证券化等领域开展业务；资产管理重点开展股权投资、证券投资、现金管理、FOF/MOM 等业务；财富管理建立了多元化的产品体系，为客户提供包括个人理财、资产配置、家族信托及慈善信托等在内的金融服务。

2017—2019 年，在监管去通道政策要求下，国投泰康信托的通道类业务逐步压降，导致所管理信托资产总额逐年下降，年均复合下降 25.71%，其中主动管理型业务复合增长 20.60%，被动管理型业务复合下降 39.09%。截至 2019 年末，国投泰康信托共管理信托资产 2,002.30 亿元，较上年末下降 25.66%；从资产来源来看，集合资金信托规模和占比逐年提升，单一资金信托和财产权信托的规模和占比逐年下降，信托资产由单一资金信托为主，逐步转变为集合资金信托和单一资金信托并重的结构；从产品功能来看，融资类业务一直是主要构成，占比超过五成；从管理方式来看，2017 年以来降通道的趋势明显，但仍以被动管理型业务为主，被动管理型占比逐年下降至 2019 年末的 56.01%，主动管理能力大幅提升，但仍有待加强；从资产分布来看，信托资产分布由以工商企业为主，逐渐转变为相对分散和均衡的结构。2017—2019 年，国投泰康信托的加权年化信托报酬率分别为 0.25%、0.32%和 0.54%，随着主动管理能力的增强，信托报酬率实现逐年提升。

表 13 国投泰康信托的信托资产构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
按资产来源	集合资金信托	1,132.65	31.22	1,159.29	43.04	1,152.15	57.54
	单一资金信托	1,722.01	47.46	1,256.17	46.64	712.16	35.57
	财产权信托	773.40	21.32	277.88	10.32	137.99	6.89
按产品功能	证券投资类	315.19	8.69	224.79	8.35	256.70	12.82
	股权投资类	229.83	6.33	277.26	10.29	194.41	9.71
	融资类	1,855.61	51.15	1,513.10	56.18	1,042.56	52.07
	事务管理类	766.32	21.12	265.76	9.87	131.09	6.55
	其他	461.10	12.71	412.43	15.31	377.54	18.86
按管理方式	主动管理型	605.68	16.69	772.23	28.67	880.88	43.99
	被动管理型	3,022.37	83.31	1,921.12	71.33	1,121.42	56.01

按资产分布	基础产业	425.53	11.73	403.20	14.97	447.64	22.36
	房地产业	251.63	6.94	374.89	13.92	336.44	16.80
	证券市场	312.13	8.60	122.87	4.56	145.69	7.28
	工商企业	1,992.96	54.93	888.08	32.97	340.70	17.02
	金融机构	204.90	5.65	141.44	5.25	368.03	18.38
	其他	440.91	12.15	762.87	28.32	363.78	18.17
合计		3,628.05	100.00	2,693.34	100.00	2,002.30	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

(2) 固有资产经营业务

国投泰康信托固有资产规模总体呈增长趋势，资产风险总体可控；但仍需持续关注市场信用风险整体上升以及市场波动对投资收益稳定性的影响。

国投泰康信托通过投资和运用自有资产获取投资收益。2017—2019 年末，国投泰康信托固有资产规模先增长后趋稳，年均复合增长 6.35%；其中 2018 年末较上年末增长 14.76% 系负债增加及利润滚存导致净资产增加，带来可运用资金增加所致；2019 年末较上年末下降 1.45% 系利润滚存导致净资产增加，同时主动降杠杆减少了信保基金流动性支持规模导致负债大幅减少综合所致。截至 2019 年末，国投泰康信托固有资产 70.08 亿元，按信用风险五级分类的信用风险资产全部为正常类资产，风险可控。固有资产构成方面，按资产配置来看，近三年末无股票投资，长期股权投资的规模不大，资产配置以其他投资为主，其他投资主要是信托产品（其中以国投泰康信托设立的信托产品为主）、资管计划和信托业保障基金等，近三年信用风险资产的五级分类均为正常类；按资产分布看，仍以其他类为主（信托产品、资管计划和信托业保障基金等），此外还有证券市场和金融机构领域的运用，近三年没有在基础产业、房地产业和工商企业进行投资。

表 14 国投泰康信托的固有资产构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
按资产配置	货币资产	3.96	6.38	4.54	6.38	2.69	3.83
	基金	1.45	2.35	3.03	4.26	4.30	6.14
	长期股权投资	1.19	1.92	1.27	1.79	1.65	2.35
	其他投资	54.80	88.44	60.98	85.75	60.27	86.00
	其他	0.57	0.91	1.29	1.82	1.18	1.68
按资产分布	货币资产	3.96	6.38	4.54	6.38	2.69	3.83
	证券市场	10.13	16.34	15.62	21.96	14.40	20.54
	金融机构	5.92	9.55	5.92	8.32	6.99	9.98
	其他	41.96	67.73	45.04	63.34	46.00	65.65
固有资产合计		61.96	100.00	71.11	100.00	70.08	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

4. 公募基金业务

受市场行情震荡、监管政策等影响，国投瑞银基金的经营业绩和管理资产规模均呈持续下降趋势；未来国投瑞银基金的收入仍将受市场行情和政策变动影响而有较大波动性；同时关注到国投瑞银资本管理的资管产品出现较大风险事件，需进一步加强内控管理。

国投瑞银基金是公司公募基金业务的运营主体，成立于 2002 年，2017 年开始纳入公司合并范围；截至 2019 年末注册资本和实收资本均为 1.00 亿元，其中国投泰康信托持股 51.00%，瑞银集团

持股 49.00%。截至 2019 年末，国投瑞银基金资产总额 17.21 亿元、净资产 13.71 亿元。国投瑞银基金有 2 家子公司（均为全资），系国投瑞银资本和国投瑞银资产管理（香港）有限公司（以下简称“国投瑞银香港”）。

2017—2019 年，国投瑞银基金营业收入和净利润均呈逐年下降趋势，营业收入年均复合下降 12.65%¹²，净利润年均复合下降 18.39%，主要系受证券市场不利行情、监管去杠杆和去通道政策、市场竞争加剧等因素影响导致基金管理规模下降，基金管理费收入逐年减少所致；2019 年，国投瑞银基金实现营业收入 6.27 亿元、净利润 1.64 亿元，同比分别下降 1.82% 和 15.75%，净利润同比下滑幅度较大系营业收入下降，同时营业支出有所增加所致。

国投瑞银基金业务范围涵盖公募基金、专户产品、专项资产管理，并已获得 QDII、RQFII、QFII、QDIE 等业务资格，坚持“坚持价值投资，重视基本面研究”两者相结合的投资理念，已形成多元投资管理能力，投研团队投资经验丰富，截至 2019 年末投研人员共 56 人。国投瑞银基金构建了覆盖高、中、低风险等级的较为完整的产品系列，其中固收管理能力是优势，固收类基金 2019 年收益率 5.17%，业内排名 27/105，最近 5 年总收益率为 35.24%，排名 5/74¹³。

2017—2019 年末，在证券市场震荡行情以及严监管清理通道业务的背景下，国投瑞银基金管理的产品数量和受托资金规模均呈持续下降趋势。各项业务中，仅国投瑞银基金本部负责的公募基金业务发展良好，产品数量相对稳定，受托资金规模波动系年末货币基金赎回所致；其他几项业务的数量和规模均呈持续下降趋势，其中，国投瑞银基金本部负责的基金公司专户业务减少系资管新规下部分不符合监管要求的产品提前终止或到期终止，且暂未开展新业务所致；国投瑞银资本负责的子公司专项资管业务减少系清理通道业务以及净资本管理新规细则限制非标业务发展所致；国投瑞银香港负责的境外业务减少系国投瑞银香港正在进行与安信国际的股权交割，暂时无法开展新业务，同时原有业务陆续到期赎回所致。

表 15 国投瑞银基金的资产管理业务情况（单位：个、亿元）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	数量	受托资金	数量	受托资金	数量	受托资金
公募基金	68	1,000.00	70	772.52	68	817.10
基金公司专户业务	43	203.58	34	158.87	28	136.81
子公司专项资管	99	610.97	57	339.39	35	198.48
境外资管业务	3	3.11	2	2.80	1	1.84
境外投顾业务	2	57.11	2	73.31	0	0.00
合计	215	1,874.76	165	1,346.89	132	1,154.23

资料来源：公司提供，联合评级整理

2019 年 6 月，因在“金银岛”系列资管产品的管理运作过程中，存在宣传销售、尽职调查、投后管理不充分、不到位的情形，产生风险事件，国投瑞银资本被证监局采取责令改正监管措施，同年 10 月已提交整改报告；截至 2019 年末，国投瑞银资本因“金银岛”系列资管产品违约而代投资人提起的诉讼、仲裁案件中，剩余未决案件 2 起（涉及金额共计 1.96 亿元），其他还有若干起案件已执行完毕或在执行阶段。

¹² 此处营业收入系国投瑞银基金合并财务报告口径，与公司合并财务报告口径有差异；且 2019 年国投瑞银基金的利润表列报格式有所调整，2018 年营业收入取自 2019 年审计报告的可比数据，2017 年营业收入系联合评级按照 2019 年口径进行调整后的可比口径数据。

¹³ 数据来源：公司提供。

5. 重要的合营、联营和受托管理企业

公司合营、联营和受托管理企业对公司主要业务板块形成有益补充

截至 2018 年末，合营企业万和资管由国投泰康信托持股 45.00%；联营企业安信基金由安信证券持股 33.95%，联营企业国投财务由国投资本控股公司及国投泰康信托合计持股 19.50%。合营和联营企业均使用权益法核算，能够贡献一定投资收益。

受托管理企业渤海银行是国投公司的参股公司，截至 2019 年末国投公司对渤海银行持股 11.67%，公司于 2017 年 6 月开始受托对渤海银行进行管理；受托管理企业中投保是国投公司的控股子公司，截至 2019 年末国投公司对中投保持股 47.20%，公司于 2018 年 7 月开始受托对中投保进行管理。受托管理企业除贡献少量托管费外，也有利于更好地发挥与公司其他参控股企业间的协同效应，增强公司作为金融控股平台的市场竞争力。

表 16 截至 2019 年末公司重要的合营、联营和受托管理企业情况（单位：亿元、%）

类型	名称	成立时间	主营业务	注册资本 (均已实缴)	公司及子公司持 股(或受托管理) 比例	公司投资 余额	2019 年度权益 法下确认的投 资损益	投资损益 占比
合营企业	万和资管	2016 年 8 月	资产管理、股权投资	1.00	45.00	0.54	0.15	10.58
联营企业	安信基金	2011 年 12 月	基金募集、销售	5.06	33.95	2.69	0.13	9.03
联营企业	国投财务	2009 年 2 月	企业集团财务公司	50.00	19.50	14.34	1.02	72.09
受托管理	渤海银行	2005 年 12 月	银行	45.00	47.20	--	--	--
受托管理	中投保	1993 年 12 月	融资性担保	85.00	11.67	--	--	--

注：投资收益占比系公司对各企业 2019 年度权益法下确认的投资损益占合并报表长期股权投资下权益法确认的投资损益合计数的比重
资料来源：公司提供，联合评级整理

6. 未来发展

公司本部及主要子公司战略目标清晰，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。

公司制定了 2020—2022 三年发展规划，公司愿景是打造具有市场竞争力和品牌影响力的一流金融控股公司，打造一流的央企金融控股品牌。公司总体规划目标：一是提升下属企业业务协同能力，放大各牌照类业务核心竞争能力；二是增强资本实力，督促引导下属企业转型升级创新发展；三是加大金融科技资源嫁接力度，做好公司业务体系内金融科技领域建设，同时积极探索与互联网头部企业合作投资金融科技业务的机会，此外鼓励推动各业务单元纳入北京、上海、成都等地试点的监管沙箱，创新新技术条件下的新兴业务模式；四是持续丰富金融业务资质，继续精选兼具协同效果和市场前景的新业务领域（寿险、消费金融、金融租赁、银行等），利用国务院国资委授权放权清单中关于央企新兴主业培育的政策空间，积极探索与行业龙头企业合作开发服务实体经济、便民利民的其他特色金融前沿业务。

安信证券的发展目标：通过资管、融资、投资、海外、投研、数字化 6 大平台建设，打造全能投行，形成服务中端富裕客户的 O2O 财富管理体系，形成内部联动的机构客户服务体系，主要经营指标行业排名继续向头部企业迈进。

国投泰康信托的发展目标：分层定位 12 种业务产品，实现有保有压，提高专业化资产管理能力，大力发展财富管理业务，进一步服务实体经济，回归信托业务本源，主要经营指标排名取得明显进步。

国投瑞银基金的发展目标：分阶段逐步形成客户结构、产品结构、销售策略与体系相互配合的经营架构，向全面型公募基金进阶。

国投安信期货的发展目标：放大经纪业务功效，提升资管业务自主管理能力，将风险管理业务培育为新兴收入增长点，推动期货业务条线成为国内一流衍生品服务商，2020—2022 年力争权益指标进入行业前六，营收、净利润指标进入行业前十。

七、风险管理分析

公司及各主要投资企业均建立了较为全面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，整体风险管理水平较高；但随着投资管理企业增加、业务规模增长及创新业务的推出，要求公司进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。

公司及各子公司均建立了与自身发展战略相适应的风险管理体系，作为上市公司，公司在重大风险防范和风险信息报送等方面都建立了较完善的机制。因各主要子公司均为受监管的金融机构，其自身风险管理体系都相对完善，因此公司整体的风险架构以各子公司风险管理为主，公司本部主要负责监督、督导风险化解、提供支持等，公司实行负责人制，重大风险事件要求 24 小时内上报，并将合规和风险事件与考核挂钩。公司长期以来形成的强风控和合严规的文化有利于风险控制的有效执行，以保障各项业务的稳健开展。

（1）政策风险管理

政策风险是指国家宏观政策、监管政策的变化影响公司业务开展的风险。

公司下属各投资企业密切关注监管政策变化，加强政策研究，及时组织学习积极应对；提前分析可能的政策变化，把握政策窗口时间，做好应对方案；根据监管规定要求，具体分析监控指标并予以落实。

（2）信用风险管理

信用风险是指融资人或交易对手不能按时履行约定义务而对公司造成损失的风险。

安信证券通过建立一系列机制防范信用风险，包括客户和交易对手尽职调查管理机制、客户准入机制和授信机制、自有资金融资类业务分类审批机制、投融资项目的持续跟踪管理机制、融资类业务限额管理机制、债券池管理机制以及压力测试机制等；同时，继续完善各信用风险管理系统，加强风险管控时效性，从不同维度对业务数据进行监控，实现更全面更有效的信用风险管理。

国投泰康信托通过综合评判交易对手、项目区域、项目业态、第一还款来源、增信措施等，预设充足的风控措施和违约罚则，严控信用风险，通过设置较强的抵、质押担保，缓释信用风险；同时，强化项目过程管理和监控力度，专设项目管理岗，对主动管理类项目实行台账式管理，跟踪项目重要管理节点，定期跟踪项目运行情况、交易对手舆情信息、抵质押物价值变动情况等。

国投瑞银基金建立债券发行人内部信用评级制度，对信用标的进行评级、分级备选库管理；根据交易对手的资质、交易记录、信用记录等信息对交易对手进行信用评级和分级管理；针对经济下行区间中可能出现的信用风险事件，及时发现、汇报和处理，建立严格的信用风险监控体系。

国投安信期货建立相应制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了科学有效的职责分工制衡机制，对信用风险进行有效管理。

（3）市场风险管理

市场风险是指因价格、利率、汇率等市场因素的变化导致公司发生损失或收入减少的风险，包括权益证券价格风险、利率风险、汇率风险和商品价格风险等。

安信证券通过跟踪证券市场变化趋势，对市场风险进行监控、计量、分析评估，适时调整大类资产配置，通过降低仓位、个券调整、衍生品对冲、止损管理等手段应对市场风险，并建立督导机

制保障各项风险应对措施的有效落实。

国投泰康信托实施组合投资、分散风险的原则，按照既定投资范围、比例，采用逐日盯市方法，实时掌握风险状况；设置科学、操作性强的警戒与止损机制并对其严格执行；充分发挥信息技术手段对业务数据进行及时跟踪监测、预警。

国投瑞银基金实行谨慎、分散风险的原则，高度重视投资者财产的安全性和流动性，实行专业化管理和控制，加强对重点持仓的研究跟踪，及时调整组合配置，以防范、化解市场风险。

国投安信期货建立了由投资管理委员会、风险管理委员会与总经理办公会分层审批的投资审批流程，同时建立了一系列风险管理制度，2019年建立了自有资金投资、子公司业务日报表制度，每日监测业务风险数据的变动情况。

(4) 流动性风险管理

流动性风险是指无法以合理成本及时获得充足资金，以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。

安信证券合理进行融资安排、资产配置和资金投放，做好动态的资产负债管理；积极拓展融资渠道和融资方式；建立流动性风险指标监控与预警机制；合理把握资金投放进度和方向；建立流动性储备机制和专门的管理制度；建立流动性风险应急机制，规定应急程序和措施。

表 17 安信证券（本部口径）流动性风险指标（单位：%）

项目	2017年	2018年	2019年	监管标准	预警标准
流动性覆盖率	587.96	243.60	211.15	≥100	≥120
净稳定资金率	148.09	144.09	131.89	≥100	≥120

资料来源：安信证券风险控制指标报表

国投泰康信托通过开展全流程监测、进行多元化的期限配置、备付充足的外部流动性补充渠道等方式，持续加强固有资金运作中的风险防范；通过持续优化资产组合，重视资产的流动性和期限管理，确保信托资产流动性风险可控。

国投瑞银基金对投资组合的流动性管理制定了适时、合理、有效的风控制度，通过对投资标的集中度管理、投资流动受限资产限额管理、编制头寸预测表、分析持有人结构和特征、定期开展流动性压力测试等方式防范、化解旗下管理组合的流动性风险。

国投安信期货通过制定流动性风险管理办法，明确流动性风险管理的组织架构及风险处置流程，设定流动性风险指标，制订流动性风险应急预案，定期开展流动性风险压力测试及风险指标测算等方式管理流动性风险。

(5) 操作风险管理

操作风险是指由于不完善或有问题的操作流程、人员、系统或外部事件而导致直接或间接损失的风险。

安信证券通过持续完善相关风险管理机制，识别、评估与缓释操作风险，运用风险控制自我评估、风险信息即时报告、损失数据收集与分析报告、过失操作风险限额等主要管理手段，同时指导各风险管理单元对业务开展及管理领域中主要操作风险的成因和影响进行分析与评估，发现控制缺陷活动并予以整改，不断促进操作风险管理有效性的提升。

国投泰康信托通过不断完善内控制度、持续优化业务操作流程、加强关键节点监控、加强制度执行的引导教育，有效防范操作风险。

国投瑞银基金通过诊断内控缺陷，及时完善控制程序，更新业务管理制度，细化工作指引和操

作流程，强化信息系统应用，优化员工培训机制等措施，不断提高精细化管理水平。

国投安信期货通过制定操作风险管理办法，明确了操作风险管理的组织架构，规定了相关部门职责及风险处置流程，有效管控操作风险。

八、财务分析

1. 财务概况

公司执行财政部颁布的《企业会计准则》及其他相关规定。公司提供了2017—2019年的合并和母公司财务报告，均经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年审计均为不带强调事项段的无保留意见。

从合并范围来看，2017年同一控制下合并国投资本控股公司事项已追溯调整，除此之外，近三年无对财务数据有较大影响的合并范围变动事项。截至2019年末，公司纳入合并的一级子公司3家，二级子公司5家，结构化主体30个（结构化主体总资产181.15亿元）。

近三年，因财政部陆续修订企业会计准则及相关规定，公司发生了多项会计政策变更事项，其中部分变更已进行了追溯调整；公司自2019年起执行财政部于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；除新金融工具准则事项外，其余因会计政策变更未调整的数据对公司报表影响不大。本报告财务分析中，2017年财务数据采用2018年审计报告中调整后的比较数据，2018年财务数据采用2019年审计报告中调整后的比较数据。

综上，除2019年金融工具科目外，公司的其他财务数据可比性较强。

2. 合并报表分析

（1）资产质量

公司资产规模持续增长，以流动资产为主，资产流动性较好，整体资产质量较好

2017—2019年末，公司资产总额持续增长，年均复合增长11.84%；其中，2018年末较上年末增长9.17%主要系非流动资产增加所致，2019年末较上年末增长14.57%系流动资产增加所致。公司资产构成始终以流动资产为主，截至2019年末，公司资产总额1,781.09亿元，其中流动资产占比83.31%。2017—2019年末，公司自有资产逐年增加，年均复合增长11.08%，近三年自有资产占资产总额的比重均在70%左右。截至2019年末，公司受限资产金额合计223.20亿元，占资产总额的12.53%，主要系用于融资类负债担保、保证金等。

表 18 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产：	1,191.10	83.64	1,192.37	76.70	1,483.74	83.31
其中：货币资金	350.78	24.63	314.60	20.24	421.29	23.65
结算备付金	107.92	7.58	121.39	7.81	128.55	7.22
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	293.01	20.58	378.76	24.36	--	--
交易性金融资产	--	--	--	--	425.33	23.88

融出资金	255.12	17.92	208.08	13.38	288.21	16.18
买入返售金融资产	120.29	8.45	121.21	7.80	173.75	9.76
其他	63.99	4.49	48.33	3.11	46.62	2.62
非流动资产：	232.94	16.36	362.23	23.30	297.35	16.69
其中：可供出售金融资产	147.87	10.38	268.34	17.26	--	--
其他债权投资	--	--	--	--	153.69	8.63
其他	85.07	5.97	93.89	6.04	143.66	8.07
资产总额	1,424.04	100.00	1,554.60	100.00	1,781.09	100.00
自有资产	995.78	69.93	1,152.98	74.17	1,228.68	68.98
受限资产	210.05	14.75	241.50	15.53	223.20	12.53

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

2017—2019年末，公司流动资产持续增长，年均复合增长11.61%；其中，2018年末较上年末增长0.11%主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增加，同时货币资金、融出资金等减少综合所致，2019年末较上年末增长24.44%系货币资金、融出资金、买入返售金融资产等增加所致。

2017—2019年末，公司货币资金先减后增、波动增长，年均复合增长9.59%。截至2019年末，公司货币资金421.29亿元，较上年末增长33.91%，主要系子公司安信证券的客户资金存款增加所致。公司货币资金中，客户资金存款342.56亿元，增长41.13%，均为安信证券的客户资金存款；自有货币资金78.73亿元，增长9.54%。公司货币资金中有受限资金9.25亿元，系保证金和银行存款。

2017—2019年末，公司结算备付金持续增长，年均复合增长9.14%。截至2019年末，公司结算备付金128.55亿元，较上年末增长5.90%，系客户备付金增加，同时自有备付金减少综合所致。公司结算备付金中，客户备付金105.54亿元，增长35.65%，均为安信证券的客户备付金；其他为自有备付金、信用备付金和应计利息，合计23.01亿元，下降47.21%，主要是安信证券的自有备付金减少所致。

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378.76亿元，较上年末增长29.27%，系债务工具投资增加所致；其中，债务工具投资占比84.09%、权益工具投资占比3.81%、其他投资占比12.11%。

截至2019年末，公司交易性金融资产425.33亿元，其中，债务工具投资占比69.43%、权益工具投资占比30.57%。

公司融出资金全部系子公司安信证券的信用交易业务产生。2017—2019年末，公司融出资金先减后增、总体增长，年均复合增长6.29%，波动系安信证券融资融券业务规模随市场行情变化而收缩或扩张所致。截至2019年末，公司融出资金账面价值288.21亿元，较上年末增长38.51%，其中期限在3个月内的占比40.02%，3~6个月的占比13.38%，6个月以上的占比46.60%；融出资金共计提减值准备1.49亿元¹⁴，总计提比例0.51%；融资融券业务担保物公允价值是相应融出资金账面价值的3.09倍。

2017—2019年末，公司买入返售金融资产先稳定后增加，年均复合增长20.19%，系安信证券股票质押业务规模随市场行情变化所致。截至2019年末，公司买入返售金融资产173.75亿元，较上年末增长43.34%；按买入返售标的物来看，债券占比12.92%、股票占比87.08%，其中买入返售股票均为安信证券的信用交易业务产生；买入返售股票类业务中，剩余期限在3个月内的占比31.55%，3—12个月的占比52.78%，1年以上的占比15.67%。公司买入返售金融资产共计提减值准备1.98亿元¹⁵，

¹⁴ 融资融券业务以前年度的部分风险业务已转入其他应收款科目，本减值准备仅是融出资金科目下的减值准备。

¹⁵ 股票质押式回购业务以前年度的部分风险业务已转入其他应收款科目，本减值准备仅是买入返售金融资产科目下的减值准备。

总计提比例1.13%；买入返售业务抵押物公允价值是相应买入返售金融资产账面价值的2.64倍。

2017—2019年末，公司非流动资产先增后减、总体增长，年均复合增长12.98%；其中，2018年末较上年末增长55.50%主要系可供出售金融资产增加所致，2019年末较上年末下降17.91%主要系可供出售金融资产受重分类影响调出非流动资产所致。

截至2018年末，公司可供出售金融资产账面价值268.34亿元，较上年末增长81.47%，其中债务工具占比39.81%、权益工具占比8.48%、基金占比5.74%、资管计划占比15.15%、信托计划占比12.08%，其余为银行理财及其他投资；可供出售金融资产共计提减值准备6.44亿元，主要是对权益工具和资管计划计提的，总计提比例2.35%。

截至2019年末，公司其他债权投资153.69亿元，其中债券占比58.64%（其中主要是企业债和公司债）、其他投资占比41.36%（主要是铁道债、中期票据等）；公司其他债权投资共计提减值准备0.44亿元，总计提比例0.29%。

（2）负债和杠杆水平

公司负债规模稳步增长，但杠杆水平处于合理区间，债务期限偏短，需加强流动性管理

2017—2019年末，公司负债总额稳步增长，年均复合增长14.50%；其中，2018年末较上年末增长12.27%主要系卖出回购金融资产款、应付短期融资款和应付债券增加所致，2019年末较上年末增长16.78%主要系代理买卖证券款、长期借款和应付债券增加所致。公司负债构成始终以流动负债为主，截至2019年末，公司负债总额1,350.67亿元，其中流动负债占比75.42%。2017—2019年末，公司自有负债逐年增加，年均复合增长15.16%，近三年自有负债占负债总额的比重均在60%左右。

表 19 公司负债结构（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债：	846.19	82.14	890.14	76.96	1,018.68	75.42
其中：卖出回购金融资产款	177.02	17.18	218.92	18.93	191.67	14.19
其他应付款	125.53	12.19	137.03	11.85	134.55	9.96
代理买卖证券款	349.51	33.93	319.18	27.60	449.43	33.27
一年内到期的非流动负债	58.02	5.63	45.61	3.94	148.14	10.97
其他	136.11	13.21	169.39	14.65	94.90	7.03
非流动负债：	183.97	17.86	266.45	23.04	331.99	24.58
其中：长期借款	55.65	5.40	63.23	5.47	84.21	6.23
应付债券	128.00	12.43	203.00	17.55	246.87	18.28
其他	0.32	0.03	0.22	0.02	0.91	0.07
负债总额	1,030.16	100.00	1,156.59	100.00	1,350.67	100.00
自有负债	601.90	58.43	754.98	65.28	798.27	59.10

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

2017—2019年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长9.72%；其中，2018年末较上年末增长5.19%主要系卖出回购金融资产款、应付短期融资款增加所致，2019年末较上年末增长14.44%系代理买卖证券款、一年内到期的非流动负债增加所致。截至2019年末，公司流动负债1,018.68亿元；其中卖出回购金融资产款191.67亿元，全部是安信证券的卖出回购业务融资，标的物是债券和债权收益权；其他应付款134.55亿元，主要是应付合并结构化主体的其他投资人权益（占比76.53%）；代理买卖证券款449.43亿元，全部是安信证券的代理买卖证券业务产生；一年内到期的非流动负债148.14亿元，均为一年内到期的长期借款和应付债券。

2017—2019年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长14.50%；其中，2018年末较上年末增长44.83%，2019年末较上年末增长24.60%，两年变动均系长期借款和应付债券增加所致。截至2019年末，公司非流动负债331.99亿元；其中长期借款84.21亿元，均为信用借款；应付债券246.87亿元，均为安信证券发行的公司债券和次级债券。

有息债务方面，2017—2019年末，公司全部债务规模持续增长，年均复合增长18.18%，其中短期债务先增长后稳定，长期债务持续较快增长，由此导致短期债务占比持续下降，2019年末长短期债务占比已基本相当。截至2019年末，公司全部债务735.61亿元，较上年末增长8.80%；其中短期债务占比54.99%、长期债务占比45.01%。从全部债务偿还期结构来看，截至2019年末，公司债务偿还期集中在2020年，短期面临一定集中偿还压力，需持续加强流动性管理。

表 20 公司债务和杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
全部债务	526.70	676.09	735.61
其中：短期债务	343.06	409.86	404.53
长期债务	183.65	266.23	331.08
资产负债率	72.34	74.40	75.83
自有资产负债率	60.44	65.48	64.97
全部债务资本化比率	57.21	62.95	63.09
长期债务资本化比率	31.80	40.08	43.48

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

表 21 截至 2019 年末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元、%）

到期年份	金额	占比
2020年	404.64	55.01
2021年	140.59	19.11
2022年	190.38	25.88
合计	735.61	100.00

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

杠杆水平方面，2017—2019年末，公司主要杠杆指标呈提升趋势。截至2019年末，公司自有资产负债率64.97%，全部债务资本化比率63.09%，长期债务资本化比率43.48%，但杠杆水平仍处于合理水平。

（3）权益和资本充足性

公司所有者权益规模大且稳定性较好，主要子公司的风险控制指标均符合监管要求，整体资本充足性较好

2017—2019年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长4.53%；其中，2018年末较上年末增长1.05%主要系利润滚存，同时其他综合收益减少（主要是可供出售金融资产公允价值变动所致）综合所致，2019年末较上年末增长8.14%主要系利润滚存和其他综合收益增加（主要是执行金融工具新准则导致的会计政策变更引起增加，以及当期金融工具投资公允价值上升）所致。公司所有者权益构成始终以归属于母公司所有者权益为主，近三年占比均在90%以上。截至2019年末，公司所有者权益合计430.41亿元，以资本公积、未分配利润及股本为主，权益稳定性较好。在2017年度和2018年度利润分配中，公司分别分配现金红利2.62亿元和3.42亿元，2019年度利润分配预案拟分配现金红利5.92亿元，三年分红（或预计分红）分别占当年归属于母公司所有者净利润的10.12%、20.39%和19.94%，分红力度较合理，利润留存对资本补充的作用较好。

表 22 公司所有者权益结构 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
归属于母公司所有者权益	363.18	92.21	364.08	91.48	390.78	90.79
其中: 股本	42.27	10.73	42.27	10.62	42.27	9.82
资本公积	206.93	52.54	206.93	51.99	206.93	48.08
未分配利润	84.40	21.43	94.83	23.83	106.17	24.67
其他	29.58	7.51	20.05	5.04	35.41	8.23
少数股东权益	30.70	7.79	33.92	8.52	39.63	9.21
所有者权益合计	393.88	100.00	398.00	100.00	430.41	100.00

资料来源: 公司财务报告, 联合评级整理

2017—2019 年, 安信证券净资本 (本部口径, 下同) 规模逐步提升, 年均复合增长 16.99%, 主要系持续发行次级债券增加附属净资本所致; 净资产在 2019 年增长 5.06%, 主要系其他综合收益增加和利润滚存所致; 各项风险控制指标持续优于监管预警指标, 吸收损失和抵御风险的能力保持良好。

表 23 安信证券 (本部口径) 风险控制指标表 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	监管标准	预警标准
核心净资本	245.96	235.70	243.57	--	--
附属净资本	21.00	88.00	121.79	--	--
净资本	266.96	323.69	365.36	≥2	≥2.4
净资产	302.99	303.97	319.34	--	--
各项风险资本准备之和	105.39	112.02	155.83	--	--
净资本/净资产	88.11	106.49	114.41	≥20	≥24
风险覆盖率	253.30	288.96	234.45	≥100	≥120
资本杠杆率	29.99	24.38	23.20	≥8	≥9.6

资料来源: 安信证券风险控制指标报表

2017—2019 年, 国投泰康信托净资本规模逐步提升, 年均复合增长 13.37%, 其中 2019 年末较上年末增长 20.25% 主要系利润滚存带来净资产增长所致; 主要风险控制指标均优于监管标准, 且呈改善趋势。

表 24 国投泰康信托 (本部口径) 净资本监管指标 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	监管标准
净资本	43.86	46.88	56.38	≥2
各项风险资本之和	36.61	37.72	31.85	--
净资本/各项风险资本之和	119.82	124.30	177.03	≥100
净资本/净资产	86.04	84.72	86.25	≥40

资料来源: 公司提供, 联合评级整理

(4) 盈利能力

受证券市场行情震荡影响, 公司整体盈利能力指标有所波动, 但收入仍然保持增长, 整体盈利水平较好, 但主要业务受证券市场波动、监管政策变化等影响大, 盈利情况未来仍有较大波动可能。

从盈利规模来看, 2017—2019 年, 受证券市场震荡影响, 公司盈利规模先减后增、总体增长, 营业利润和净利润年均复合变动率分别为 8.49% 和 7.52%。其中, 净利润 2018 年同比下降 33.11% 主要

系市场不利行情导致收入减少（扣除商品现货业务推高收入的影响后）所致，2019年同比增长72.83%主要系市场行情阶段性回暖带来业务收入和公允价值变动收益的大幅增长，以及各项费用增加综合所致。公司营业利润主要由营业总收入、投资收益和公允价值变动损益贡献，公司资产减值损失（含信用减值损失）近三年变动不大，主要是安信证券信用交易业务债权资产的减值损失。

表 25 公司盈利构成（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入-营业总成本	20.15	50.17	1.93	7.03	11.25	23.81
其中：营业总收入	103.34	257.35	105.14	383.36	112.67	238.41
营业总成本	83.19	207.18	103.21	376.34	101.42	214.60
投资收益	20.24	50.39	28.14	102.61	13.56	28.70
公允价值变动损益	-0.81	-2.03	0.44	1.61	25.60	54.17
资产减值损失+信用减值损失	--	-	-3.84	-13.99	-3.93	-8.32
其他	0.59	1.47	0.75	2.75	0.78	1.64
营业利润合计	40.15	100.00	27.43	100.00	47.26	100.00
净利润	30.28	--	20.25	--	35.00	--

注：资产减值损失原在营业总成本项下列报，2019年公司根据财政部规定调整报表格式，资产减值损失和信用减值损失自营业总成本调出，2018年比较数据同比调整

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

2017—2019年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增速4.42%，主要系安信证券和国投泰康信托的收入增加所致。

2017—2019年，公司营业总成本先大幅增长、后企稳微降，年均复合增长10.41%；其中，2018年同比增长24.06%主要系营业成本和利息支出增加所致，2019年同比下降1.73%主要系营业成本下降和业务及管理费增加综合所致。公司营业总成本主要由营业成本、利息支出和期间费用（含业务及管理费）构成，其中营业成本主要是国投安信期货的现货贸易成本，期间费用主要是职工薪酬。

表 26 公司营业总成本构成（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业成本	6.55	7.87	23.42	22.69	6.37	6.28
利息支出	21.15	25.42	28.48	27.59	29.29	28.88
手续费及佣金支出	6.72	8.07	5.74	5.56	6.84	6.75
期间费用（含业务及管理费）	45.01	54.10	45.10	43.70	58.33	57.51
资产减值损失	3.16	3.80	--	--	--	--
其他	0.61	0.74	0.47	0.46	0.60	0.59
营业总成本	83.19	100.00	103.21	100.00	101.42	100.00

注：资产减值损失原在营业总成本项下列报，2019年公司根据财政部规定调整报表格式，资产减值损失和信用减值损失自营业总成本调出，2018年比较数据同比调整

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

2017—2019年，公司投资收益先增后减、总体下降，年均复合下降18.13%；其中，2018年同比增长39.06%主要系当年加大了债券投资规模导致持有期间的利息收入增加所致，2019年同比下降51.80%主要系金融工具会计政策变更所致。公司投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益（2019年占比10.44%）、金融工具的持有收益（2019年占比118.90%）、金融工具的处置收益（2019年占比-12.66%）及合并的结构化主体其他投资人收益（2019年占比-20.15%）构成。

2017—2019年，公司公允价值变动损益持续增加，其中，2018年由负转正（但规模变动不大）主要系金融工具价值波动所致，2019年同比大幅增加25.16亿元主要系金融工具会计政策变更和市场行情影响所致。公司公允价值变动损益均系金融工具的公允价值变动产生。

从盈利指标来看，2017—2019年，公司主要盈利指标均呈先降后升的趋势，盈利情况随证券市场波动较大，2019年整体盈利水平较好。

表 27 公司盈利指标（单位：%）

项目	2017年	2018年	2019年
营业利润率	38.86	26.08	41.94
总资产收益率	2.16	1.36	2.10
自有资产收益率	3.29	1.89	2.94
净资产收益率	8.12	5.11	8.45
归母净资产收益率	7.55	4.62	7.86

注：本报告中营业利润率指标按营业利润/营业总收入×100%计算；归母净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/[（期初归属于母公司所有者权益+期末归属于母公司所有者权益）/2]×100%

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

从同行业对比来看，在经营同类或类似主业的金融控股平台类企业中，根据下表数据，与样本企业相比，公司盈利指标较好，但杠杆水平相对较高。

表 28 金融控股平台类企业的财务指标比较（单位：%）

项目	数据时间	净资产收益率	归母净资产收益率	资产负债率	自有资产负债率
湖南财信投资控股有限责任公司	2018年	4.59	4.52	60.00	51.77
苏州国际发展集团有限公司	2018年	2.00	1.72	72.09	64.74
珠海华发投资控股有限公司	2018年	4.77	5.38	52.35	49.71
上述样本企业平均值	2018年	3.79	3.87	61.48	55.41
国投资本	2018年	5.11	4.62	74.40	65.48
国投资本	2019年	8.45	7.86	75.83	64.97

注：因同业企业尚未披露2019年年报，故采用2018年度数据进行对比

资料来源：公司财务报告、公开资料，联合评级整理

（5）现金流

公司现金流表现正常，但较为依赖筹资活动补充资金

经营活动方面，2017—2019年，公司经营活动现金呈持续净流出状态，但2019年净流出额大幅收窄，主要系证券市场成交量回升带来代理买卖证券收到的现金净额增加所致。

投资活动方面，2017—2019年，公司投资活动现金也呈持续净流出状态，但净流出额持续收窄，2017年净流出较大主要系取得子公司导致投资活动支出较大所致。

筹资活动方面，2017—2019年，公司筹资活动现金呈持续较大净流入状态，主要是有持续筹资活动补充资金。

2017—2019年，公司期末现金及现金等价物余额规模大，考虑到作为上市公司拥有较通畅的直接和间接融资渠道，整体现金流较充裕。

表 29 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流量净额	-132.35	-139.25	-14.85
投资活动现金流量净额	-67.73	-5.38	-3.44

筹资活动现金流量净额	85.86	98.12	85.39
现金及现金等价物净增加额	-114.12	-46.44	67.48
期末现金及现金等价物余额	489.87	443.43	510.91

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

3. 母公司报表分析

(1) 资产负债表分析

母公司口径资产规模基本稳定，以长期股权投资为主，资产流动性一般，但资产质量较好；母公司杠杆水平持续提升但仍处于低水平；母公司净资产规模基本稳定，权益稳定性较好。

2017—2019年末，母公司口径资产总额基本稳定，年均复合增长1.03%；其中，2018年末较上年末增长0.44%主要系其他应收款减少和可供出售金融资产增加综合所致，2019年末较上年末增长1.63%主要系长期股权投资增加和可供出售金融资产减少综合所致。母公司资产构成始终以非流动资产为主（主要是长期股权投资），截至2019年末，母公司资产总额397.44亿元，其中非流动资产占97.23%（长期股权投资占97.16%，均为对子公司的投资）。截至2019年末，母公司无受限资产。

2017—2019年末，母公司负债总额稳步增长，年均复合增长6.89%，主要系借款不断增加所致。母公司负债构成始终以非流动负债为主（主要是长期借款），截至2019年末，母公司负债总额60.52亿元，其中非流动负债占比99.43%（长期借款占比99.43%）。母公司全部债务主要是长期债务，截至2019年末，母公司全部债务60.18亿元，其中55.61亿元需在2022年偿还，集中偿付压力较大。母公司杠杆水平持续提升但仍处于低水平，债务负担不重，2019年末资产负债率仅15.23%。

2017—2019年末，母公司口径所有者权益基本稳定，年均复合增长0.08%，小幅波动系利润滚存和利润分配所致。母公司所有者权益构成始终以资本公积和股本为主，2019年末分别占比80.53%和12.55%，权益稳定性较好。

表 30 母公司口径资产负债表情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额	389.36	391.06	397.44
其中：长期股权投资	374.14	374.14	386.14
负债总额	52.98	55.57	60.52
其中：长期借款	50.63	55.11	60.18
所有者权益	336.38	335.50	336.92
其中：股本	42.27	42.27	42.27
资本公积	271.32	271.32	271.32
全部债务	52.57	55.11	60.18
其中：短期债务	1.94	0.00	0.00
长期债务	50.63	55.11	60.18
资产负债率	13.61	14.21	15.23
全部债务资本化比率	13.52	14.11	15.15
长期债务资本化比率	13.08	14.11	15.15

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

(2) 利润表分析

母公司盈利主要依靠子公司贡献的投资收益，盈利能力偏弱且稳定性一般。

从盈利规模来看，因本部主要作为控股平台，仅有少量投资业务，母公司口径基本无营业收入，完全无营业成本，仅产生少量税费和期间费用，母公司利润主要来自于投资收益。2017—2019年，

母公司口径投资收益先减后增、总体下降，年均复合下降26.22%，主要是成本法核算的长期股权投资收益波动所致。2017—2019年，随着投资收益的波动，母公司营业利润和净利润也呈先减后增、总体下降的趋势，年均复合变动率分别为-35.73%和-35.71%；同期，母公司盈利能力指标也呈波动下降趋势，因无具体业务运营，母公司盈利能力偏弱且稳定性一般。

表 31 母公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入	0.00	0.00	0.01
减：营业成本	0.00	0.00	0.00
期间费用	2.27	2.67	2.77
投资收益	14.00	4.39	7.62
营业利润	11.69	1.73	4.83
净利润	11.70	1.73	4.83
总资产收益率	3.57	0.44	1.23
净资产收益率	3.88	0.52	1.44

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

（3）现金流

母公司现金流表现正常，整体现金流主要依赖筹资活动和少量投资活动

2017—2019年，母公司经营活动很少，2019年经营活动现金流量净额大幅增加系进行了部分交易性金融资产投资所致。

2017—2019年，母公司投资活动现金流量波动较大，2017年大额净流出系取得子公司但净流出额持续收窄，2017年净流出较大主要系取得子公司导致投资支出较大所致。

2017—2019年，母公司筹资活动现金流量波动较大，2017年大额净流入系完成股票定增和取得大额借款所致，其后两年仅有少量取得借款和偿债活动，筹资活动现金流量净额转为少量净流出状态。

2017—2019年，公司期末现金及现金等价物余额有所波动，考虑到公司作为上市公司，整体现金流将较为充裕。

表 32 母公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流量净额	-0.19	-0.15	7.34
投资活动现金流量净额	-133.17	5.91	-8.51
筹资活动现金流量净额	127.15	-2.53	-1.08
现金及现金等价物净增加额	-6.21	3.22	-2.24
期末现金及现金等价物余额	1.15	4.38	2.14

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

4. 公司偿债能力分析

公司偿债指标整体表现较好；考虑到公司股东实力雄厚且给予公司较多支持，公司自身资本实力很强，金融板块齐全，具备很强的经营实力，公司整体偿债能力极强。

短期偿债指标方面，2017—2019年末，合并和母公司口径的流动比率和期末现金及现金等价物余额/短期债务指标表现均较好；因筹资活动前现金流量净额波动大或为负值，相关指标无法形成有效覆盖，总体指标表现较好。

长期偿债指标方面，2017—2019年，受利润规模波动影响，合并口径EBITDA也呈先减后增、总体增长趋势，年均复合增长11.61%；2019年EBITDA为81.50亿元，主要由利润总额（占比57.85%）和利息支出（占比39.40%）构成；母公司口径EBITDA呈先减后增、总体下降趋势，年均复合下降26.64%；2019年母公司口径EBITDA为7.46亿元，主要由利润总额（占比64.70%）和利息支出（占比35.27%）构成。合并和母公司口径EBITDA对利息支出的覆盖程度较好，对全部债务的覆盖一般。

表 33 公司偿债能力指标（单位：倍、亿元）

项目	2017年		2018年		2019年	
	合并	母公司	合并	母公司	合并	母公司
流动比率	1.41	6.49	1.34	9.74	1.46	31.69
期末现金及现金等价物余额/短期债务	1.43	0.60	1.08	--	1.26	--
筹资活动前现金流量净额/流动负债	-0.24	-56.91	-0.16	12.65	-0.02	-3.36
筹资活动前现金流量净额利息倍数	-8.54	-61.47	-4.65	2.36	-0.57	-0.44
EBITDA	65.42	13.87	60.45	4.17	81.50	7.46
EBITDA 利息倍数	2.79	6.39	1.94	1.71	2.54	2.84
EBITDA 全部债务比	0.12	0.26	0.09	0.08	0.11	0.12

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司本部共获得银行授信总额 93.81 亿元，尚未使用额度 75.00 亿元；安信证券在全国银行间市场同业拆借获批的最高限额为 213.58 亿元，在国内主要商业银行获得综合信用额度约 965.00 亿元，未使用额度约 600.00 亿元；公司间接融资渠道通畅。

截至 2019 年末，公司及子公司无对外担保。重大未决诉讼、仲裁方面，公司本部无未决诉讼、仲裁事项；安信证券及其子公司作为被告涉及的金额超过 1,000.00 万元的未决诉讼及仲裁 2 起（其中代理买卖业务纠纷 1 起，金额 0.13 亿元，子公司国投安信期货作为被告的资管产品理财纠纷 1 起，金额 0.17 亿元），此外还有 2 起未决案件均系安信证券及其子公司作为原告对违约客户提起的诉讼、仲裁（标的金额共约 1.25 亿元），以及 3 起未决案件系安信证券代资管产品对违约客户提起的诉讼、仲裁（标的金额共约 3.90 亿元）；国投泰康信托本部和国投瑞银基金无作为被告且涉案金额超过 1,000.00 万元的未决诉讼；国投瑞银资本因“金银岛”系列资管产品违约而代投资人提起的未决案件 2 起（涉及金额共计 1.96 亿元）。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 1 日查询日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

九、本次债券偿付能力分析

1. 本次债券发行对公司目前负债的影响

相比目前债务规模，本次债券发行后，公司债务负担有所增加，但负债杠杆仍将处于合理水平

本次债券拟发行规模不超过 80.00 亿元，发行规模相较合并口径已有债务规模来说一般，相较母公司口径已有债务规模很大。以 2019 年末财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 80.00 亿元，在其他因素不变的情况下，本次债券发行后，合并口径下负债和债务规模有所增长，但债务水平上升程度可控，杠杆指标仍然处于合理区间；母公司口径下负债和债务规模大幅增长，债务水平上升幅度较大，但因母公司既有杠杆水平很低，发行后杠杆指标仍然处于较低区间。本次债券发行成功后，公司合并口径债务结构有所优化，长期债务占比上升，长短期占比相当；母公司口径债

务仍全部为长期债务。

表 34 以 2019 年末财务数据预测本次债券发行后公司负债及杠杆情况 (单位: 亿元、%、百分点)

项目	合并		母公司	
	发行后	较发行前变动	发行后	较发行前变动
负债总额	1,430.67	5.92	140.52	132.18
自有负债	878.27	10.02	--	--
全部债务	815.61	10.88	140.18	132.94
资产负债率	76.87	1.04	29.43	14.20
自有资产负债率	67.11	2.14	--	--
全部债务资本化比率	65.46	2.37	29.38	14.23
长期债务资本化比率	48.85	5.37	29.38	14.23

资料来源: 公司财务报告, 联合评级整理

另外, 从本次债券的发行条款来看, 公司设置了转股价格修正条款和有条件赎回条款, 上述条款的设置有利于鼓励债券持有人将持有的债券转股。本次债券发行后, 考虑到未来转股因素, 实际需要偿付的债券本息可能低于发行时的预计水平, 同时转股后公司的资产负债率将进一步降低。

2. 本次债券偿付能力分析

综合考虑偿付指标及公司在资本实力、金融业务多元化布局、股东支持等方面的优势, 公司对本次债券的偿还能力极强。

以相关财务数据为基础, 按照本次债券发行 80.00 亿元估算相关指标对本次债券本金的保障倍数 (见下表), 除筹资活动前现金流量净额为负值无法保障外, 合并口径下其他指标良好, 母公司口径下所有者权益保障程度高, 但盈利指标保障程度弱。

表 35 本次债券偿付能力指标 (单位: 倍)

项目	2019 年	
	合并	母公司
所有者权益/本次债券本金	5.38	4.21
净利润/本次债券本金	0.44	0.06
EBITDA/本次债券本金	1.02	0.09
筹资活动前现金流量净额/本次债券本金	-0.23	-0.01

资料来源: 联合评级整理

考虑到本次发行债券所募集的资金拟全部用于向安信证券增资, 增加的资本金将用于安信证券发展主营业务, 以支持其长期发展及核心竞争力的培育, 未来安信证券的经营规模和盈利能力有望进一步增强。此外, 公司作为上市公司, 拥有较通畅的直接和间接融资渠道, 能够为本次债券提供较强的现金流保障。

十、综合评价

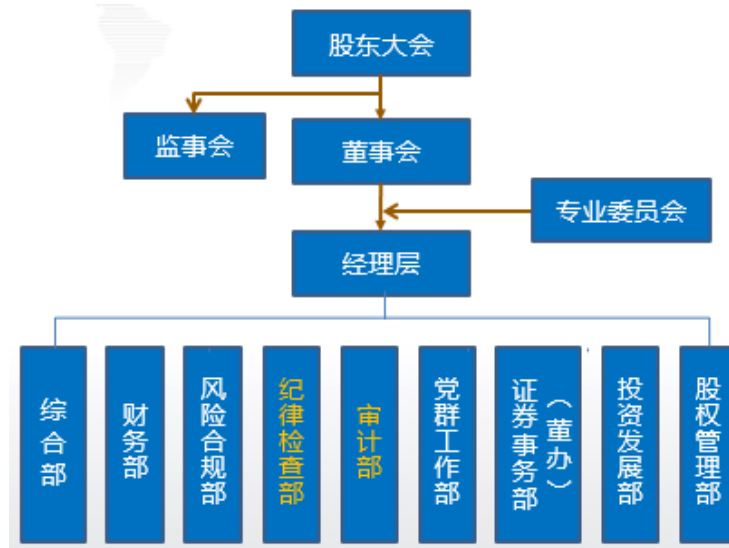
国投资本作为一家 A 股上市的国有金融控股平台类公司, 业务覆盖证券、信托、基金、期货等多个领域, 近年来公司营业收入稳步增长, 整体具备很强的综合竞争力; 证券业务运营主体安信证券保持较强行业竞争优势, 信托、基金业务的运营子公司也具备良好的品牌声誉; 公司整体财务表现较好, 资本实力强, 整体盈利水平较好。公司控股股东国投公司实力雄厚, 且对公司支持力度大。

同时，联合评级也关注到公司主要业务板块均受经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响较大，以及债务规模持续增长、行业监管趋严等因素可能对公司经营带来的不利影响。

未来随着公司战略的持续推进，主要子公司有望较好发展，公司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”。

基于对公司主体信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 国投资本股份有限公司
组织机构图（截至 2019 年末）



附件 2-1 国投资本股份有限公司 主要财务指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,424.04	1,554.60	1,781.09
自有资产（亿元）	995.78	1,152.98	1,228.68
负债总额（亿元）	1,030.16	1,156.59	1,350.67
自有负债（亿元）	601.90	754.98	798.27
所有者权益（亿元）	393.88	398.00	430.41
归属于母公司所有者权益（亿元）	363.18	364.08	390.78
全部债务（亿元）	526.70	676.09	735.61
短期债务（亿元）	343.06	409.86	404.53
长期债务（亿元）	183.65	266.23	331.08
营业总收入（亿元）	103.34	105.14	112.67
投资收益+公允价值变动损益（亿元）	19.42	28.58	39.16
净利润（亿元）	30.28	20.25	35.00
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-200.08	-144.63	-18.29
资产负债率（%）	72.34	74.40	75.83
自有资产负债率（%）	60.44	65.48	64.97
全部债务资本化比率（%）	57.21	62.95	63.09
长期债务资本化比率（%）	31.80	40.08	43.48
安信证券（本部口径）净资本（亿元）	266.96	323.69	365.36
安信证券（本部口径）风险覆盖率（%）	253.30	288.96	234.45
安信证券（本部口径）流动性覆盖率（%）	587.96	243.60	211.15
国投泰康信托（本部口径）净资本（亿元）	43.86	46.88	56.38
国投泰康信托（本部口径）净资本/净资产（%）	86.04	84.72	86.25
营业利润率（%）	38.86	26.08	41.94
总资产收益率（%）	2.16	1.36	2.10
自有资产收益率（%）	3.29	1.89	2.94
净资产收益率（%）	8.12	5.11	8.45
归母净资产收益率（%）	7.55	4.62	7.86
流动比率（倍）	1.41	1.34	1.46
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	1.43	1.08	1.26
EBITDA（亿元）	65.42	60.45	81.50
EBITDA 利息倍数（倍）	2.79	1.94	2.54
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.09	0.11
EBITDA/本次债券本金（倍）	0.82	0.76	1.02

附件 2-2 国投资本股份有限公司
主要财务指标（母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	389.36	391.06	397.44
负债总额（亿元）	52.98	55.57	60.52
所有者权益（亿元）	336.38	335.50	336.92
全部债务（亿元）	52.57	55.11	60.18
短期债务（亿元）	1.94	0.00	0.00
长期债务（亿元）	50.63	55.11	60.18
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.01
投资收益+公允价值变动损益（亿元）	14.00	4.39	7.59
净利润（亿元）	11.70	1.73	4.83
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-133.36	5.76	-1.16
资产负债率（%）	13.61	14.21	15.23
全部债务资本化比率（%）	13.52	14.11	15.15
长期债务资本化比率（%）	13.08	14.11	15.15
总资产收益率（%）	3.57	0.44	1.23
净资产收益率（%）	3.88	0.52	1.44
流动比率（倍）	6.49	9.74	31.69
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.60	--	--
EBITDA（亿元）	13.87	4.17	7.46
EBITDA 利息倍数（倍）	6.39	1.71	2.84
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.08	0.12
EBITDA/本次债券本金（倍）	0.17	0.05	0.09

附件 3-1 有关计算指标的计算公式 1

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率或变动率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) /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%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
负债权益比率	负债总额/所有者权益总额
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息倍数	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+拆入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债 (扣除一年内到期的长期应付款) +应付短期债券

长期债务=长期借款+应付债券

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 3-2 有关计算指标的计算公式 2（证券公司指标）

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

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+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

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（含可转债）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 国投资本股份有限公司 公开发行总额不超过人民币 80 亿元（含 80 亿元） 可转换公司债券的跟踪评级安排

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，并在每年国投资本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。

国投资本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。国投资本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投资本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，如发现国投资本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。

如国投资本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，直至国投资本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投资本股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二〇二〇年四月七日