

信用评级公告

联合〔2021〕649号

联合资信评估股份有限公司通过对国元证券股份有限公司及其拟发行的 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的信用状况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，国元证券股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年三月四日

国元证券股份有限公司2021年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期发行规模：不超过50亿元

本期发行期限：3年期

还本付息方式：利息每年支付一次，最后一期利息随本金一同于到期兑付日支付

募集资金用途：拟全部用于偿还公司债务和补充营运资金

评级时间：2021年3月4日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	A	经营环境	宏观经济	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	公司治理	1	
			风险管理	1	
			业务经营分析	1	
			未来发展	2	
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	2	
			资本充足性	2	
			杠杆水平	1	
		流动性因素		2	
		调整因素和理由			

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对国元证券股份有限公司（以下简称“公司”）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，杠杆水平适中，2020年前三季度，盈利规模大幅增长。2020年10月，公司完成配股，募集资金总额54.31亿元，资本实力及资本充足性水平进一步提升。

同时，联合资信也关注到，公司主营业务易受证券市场波动影响、股票质押业务风险项目存在进一步减值空间等因素对其经营发展及信用水平可能带来不利影响。

本期债券发行后，公司债务负担将有所加重。2019年EBITDA和净利润对本期债券本金覆盖程度较好，母公司口径净资产覆盖程度很高。

未来，公司将持续进行业务转型，加强业务板块协同，同时提升风险防控能力，整体竞争力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 区域竞争优势很强。公司立足安徽省市场，并在全国范围内拓展业务，具有较强的区域竞争优势。截至2020年9月末，公司位于安徽省内分支机构57家。
2. 业务牌照齐全，融资渠道通畅。公司拥有全业务牌照，建立了多元化的业务发展平台；作为综合类上市证券公司，公司融资渠道通畅且多元化，有助于各项业务的持续发展。
3. 资本充足性较好，配股后资本实力进一步提升。公司资本实力很强，资本充足性较好，杠杆水平适中。2020年10月，公司完成配股募资54.31亿元，资本实力及资本充足性水平进一步提升。

分析师：姚雷 董日新

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

关注

1. 经营易受市场行情及监管政策影响。公司经营受市场行情、监管政策等因素影响较大，2019年以来随着市场行情回暖，公司盈利水平回升，但未来业务发展情况及盈利稳定性仍需保持关注。
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. 股票质押业务和投资业务风险需关注。2020年，公司对股票质押业务计提信用减值规模较大，需对后续追偿处置情况进行关注。公司投资业务存在一定违约情况，在当前市场违约频发的背景下，需对相关投资标的信用风险情况给予关注。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2017年	2018年	2019年	2020年1-9月
自有资产(亿元)	545.70	564.14	588.03	648.40
自有负债(亿元)	291.85	317.67	339.57	396.47
所有者权益(亿元)	253.85	246.48	248.46	251.93
优质流动性资产/总资产(%)	20.89	17.46	11.65	/
自有资产负债率(%)	53.48	56.31	57.75	61.15
营业收入(亿元)	35.11	25.38	31.99	35.33
利润总额(亿元)	15.57	8.35	11.51	13.72
营业利润率(%)	44.22	33.14	34.53	38.83
净资产收益率(%)	5.25	2.68	3.70	4.32
净资本(亿元)	176.19	164.84	159.33	147.65
风险覆盖率(%)	367.30	263.88	291.35	256.22
资本杠杆率(%)	31.30	29.28	26.98	23.44
短期债务(亿元)	205.17	234.65	203.96	258.88
全部债务(亿元)	279.30	304.03	330.46	379.71
EBITDA/本期债券金额(倍)	0.57	0.47	0.52	/

注：1. 公司2020年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/2/9	姚雷 董日新 汪海立	证券公司行业信用评级方法 V3.1.202011 证券公司主体信用评级模型(打分表) V3.1.202011	阅读全文
AAA	稳定	2013/4/16	李晶 钟月光	(原联合信用评级有限公司)证券公司行业信用评级方法	阅读全文

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

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

分析师：



联合资信评估股份有限公司

国元证券股份有限公司2021年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

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”，并于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，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，注册资本变更为33.65亿元。2020年10月，公司完成配股，发行股份9.98亿股，募集资金总额54.31亿元。截至2020年10月末，公司注册资本及股本均为43.64亿元，安徽国元金融控股集团有限责任公司（以下简称“国元金控”）通过直接和间接方式持有公司34.97%股份，为公司控股股东，实际控制人为安徽省国有资产监督管理委员会（以下简称“安徽省国资委”）。截至2020年9月末，国元金控直接和间接持有公司的股份无对外质押情况。

表1 截至2020年10月末公司前五大股东情况（单位：%）

股东	持股比例
安徽国元金融控股集团有限责任公司	21.48
安徽国元信托有限责任公司	13.58

建安投资控股集团有限公司	6.05
安徽省安粮集团有限公司	4.31
安徽省皖能股份有限公司	4.29
合计	49.71

资料来源：公司公告，联合资信整理

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品；保险兼业代理业务；证券投资基金托管业务。

截至2020年9月末，公司在全国设有123家证券营业部¹，下设北京分公司、上海分公司、深圳分公司等32家分公司；控股国元期货有限公司（以下简称“国元期货”）、国元国际控股有限公司（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”）、国元创新投资有限公司（以下简称“国元创新”）等子公司；参股长盛基金管理有限公司（以下简称“长盛基金”）、中证信用增信股份有限公司（以下简称“中证信用”）、安徽省股权服务集团有限责任公司（以下简称“安徽省服务集团”）、安徽安元投资基金有限公司（以下简称“安元基金”）等公司；母公司口径员工人数3082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；股东权益248.46亿元，其中归属于母公司股东权益248.35亿元；母公司口径净资产159.33亿元。2019年，公司实现营业收入31.99亿元，利润总额11.51亿元，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，现金及现金等价物净增加额19.87亿元。

¹ 2020年12月，公司发布公告称将裁撤3家营业部。

截至 2020 年 9 月末，公司资产总额 899.44 亿元，其中客户资金存款 162.19 亿元；负债总额 647.51 亿元，其中代理买卖证券款 197.04 亿元；股东权益 251.93 亿元，其中归属于母公司股东权益 251.81 亿元；母公司口径净资产 147.65 亿元。2020 年 1-9 月，公司实现营业收入 35.33 亿元，利润总额 13.72 亿元，净利润 10.81 亿元，其中归属母公司所有者净利润 10.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 40.24 亿元。

公司注册地址：安徽省合肥市梅山路 18 号。
公司法定代表人：俞仕新。

二、本期债券概况

本期债券名称为“国元证券股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，本期债券发行总额不超过 50 亿元（含），本期债券面值 100 元，按面值平价发行；本期债券为 3 年期；本期债券票面利率为固定利率，具体利率将由公司与主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定；本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。本期债券募集资金在扣除

发行费用后，拟全部用于偿还公司债务和补充营运资金。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90

公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80
--------------	------	------	------	------	------

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响线下教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP

累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。

2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建

立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

四、行业分析

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

1. 证券行业概况

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020 年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券

违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，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；2020 年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据，截至 2020 年底，上交所和深交所上市的公司合计 4154 家；股票市场总市值为 79.72 万亿元，较 2019 年底增长 34.46%；平均市盈率为 25.64 倍，较 2019 年增长 5.29 个倍数。2020 年全部 A 股成交额为 206.02 万亿元，日均成交额为 0.85 万亿元，同比增长 63.05%。截至 2020 年底，市场融资融券余额为 1.62 万亿元，较 2019 年底增长 58.84%，其中融资余额占比为 91.54%，融券余额占比为 8.46%。股票一级市场发行方面，2020 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.67 万亿元，同比增长 8.20%，共完成 IPO 为 396 家、增发 362 家、配股 18 家、优先股 8 家，可转债和可交债分别为 206 家和 41 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。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，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020 年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5 月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据 Wind 统计，截至 2020 年底，债券余额为 114.30 万亿元，较 2019 年底增长 17.72%。债券发行方面，2020 年境内共发行各类债券 5.03 万只，发行额达 56.89 万亿元，同比增长 25.90%。2020 年境内债券交易总金额为 1282.19 万亿元。其中，现券交易成交金额为 241.09 万亿元，回购交易成交金额为 893.97 万亿元，同业拆借 147.13 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020 年全国期货市场累计成交额为 437.53 万亿元，同比增长 50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 115.44 万亿元，同比增长 65.80%，占全国市场份额 26.38%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

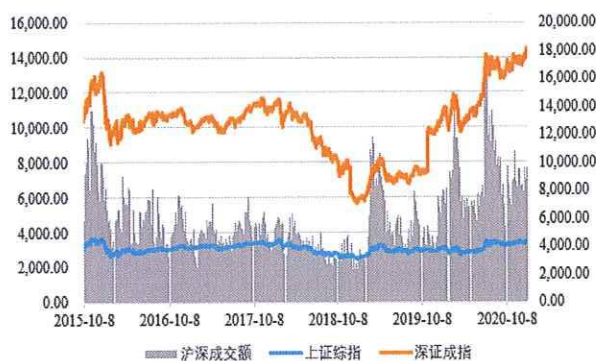
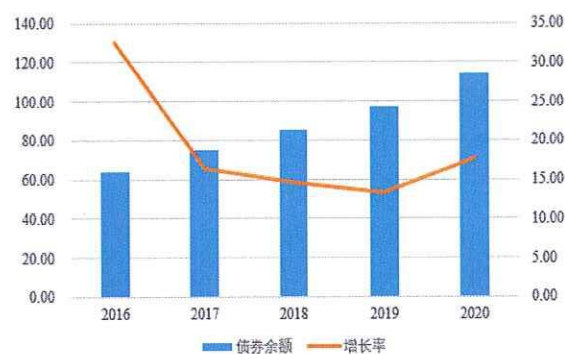


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发

行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证

券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7月22日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020年6月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019年以来增幅较大；盈利能力呈现U型走势，2018年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019年和2020年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表3 证券行业概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

数据来源：中国证券业协会

2020年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020年以来涉及证券公司的罚单超过150张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较2019年有所提升。截至2020年底，135家证券公司总资产为8.90万亿元，较2019年底增长22.50%；净资产为2.31万亿元，较2019年底增长14.10%，净资本为1.82万亿元，较2019

年底增长12.35%。2020年，139家证券公司实现营业收入4484.79亿元，实现净利润1575.34亿元，分别同比增长24.41%和27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有127家公司实现盈利。

2. 行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续；2020年多项利好政策密集出台，新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

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。

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》要求证券公司存量公募资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

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

2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020年1月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。

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

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

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

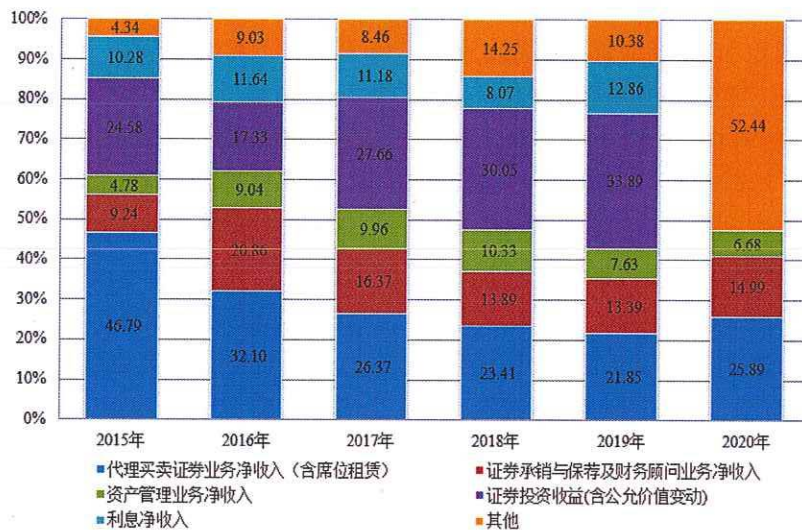
2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

3. 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；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

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。2018年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比升至30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。2020年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露2020年全行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入
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。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。2020年，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调

整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10亿元，同比增长47.42%。

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、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策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。2020年以来，A股IPO审核家数及过会率明显提升，2020年，发审委审核IPO家数634家，其中605家通过审核，过会率达95.43%，远高于2019年全年277家审核家数、247家通过家数及89.17%的通过率。2020年，IPO发行规模合计4699.63亿元，发行家数396家，分别同比增长85.57%和95.07%。受再融资新规利好政策影响，2020

年,再融资规模 8854.34 亿元,同比增长 26.10%,扭转下降趋势。科创板方面,2020 年共有 229 家科创类公司提交发审委,218 家获得通过,通过率很高,预计募集资金规模 2262.60 亿元。债券市场方面,2020 年,证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资,2020 年证券公司承销各类债券金额 10.05 万亿元,同比增长 32.09%。基于上述因素,2020 年,全行业实现投资银行业务净收入 672.11 亿元,同比增长 39.26%。

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。2020 年,股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 52.83%;债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时,创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力;新证券法等纲领性文件出台,强化中介机构“开门人”的责任,促使证券公司提升专业服务能力,投行业务快速发展的背景下,合规风控成为证券公司核心竞争力。

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。2018 年,股票市场跌幅较大,其中权重股持续下跌,创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下,中债新综合净价指数全年上涨 4.00%,债券投资收益减缓了自营业务降幅,但债券市场出现集中违约;2018 年债券市场新增 43 家违约主体,较 2017 年的 9 家大幅增加,违约金额达 1154.50 亿元,系 2017 年违约金额的 3.42 倍,违约主体以民企

和上市公司居多。2019 年,市场预期有所回暖,股票市场先扬后抑,市场成交量亦大幅增长;资金市场利率延续 2018 年下降趋势,证券公司自营投资收入大幅增长;同时,2019 年债券市场违约呈常态化,需关注相关投资风险。2020 年,股票市场指数大幅上涨,其中深证成指上涨 36.02%;债券市场违约向国企蔓延,个别国企违约超预期,造成信用利差走阔。2019 年,全行业实现证券投资收益(含公允价值变动)1221.60 亿元,同比大幅增长 52.65%,主要系股票市场回暖所致。2020 年前三季度,证券公司投资收益(含公允价值变动)1013.63 亿元,同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小,主动管理业务是其发展方向。

目前,证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来,证监会鼓励证券公司加强业务创新,发展资产管理业务,推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。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 2020 年末,证券公司资产管理业务规模为 10.51 万亿元,较 2019 年末下降 14.48%;2020 年,证券公司实现资产管理业务净收入 299.60

亿元，同比增长 8.88%。

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；2020 年融资融券业务大幅增长且风险可控，股票质押业务规模继续压缩，风险继续化解。

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 2020 年末，融资融券余额 1.62 万亿元，较 2019 年末增长 58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。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。截至 2020 年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为 5.42%，较年初下降 0.79 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。但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。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 31.72%。

4. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。2019 年 11 月，证监会明确提出要推动打造航母级证券公司，推动证券行业做大做强。2020 年 7 月，证监会提出，鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段。2020 年 3 月，中信证券完成

对广州证券股份有限公司 100% 股权的并购，进一步稳固了其龙头券商的地位；4 月，天风证券已基本完成对恒泰证券 29.99% 股权的收购；10 月，国联证券和国金证券因合并过程中为就核心条款未达成一致意见，宣布终止并购，成为继 6 月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此，证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显，市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位，弥补自身业务短板，实现跨区域的资源调配。

近年来，证券公司扎堆补充净资本，2019 年，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，2020 年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司已实现 A 股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券、财达证券等证券公司已处于 IPO 辅导期或已过会阶段。2020 年，共计 16 家上市证券公司完成增发和配股，其中海通证券和国信证券分别增发募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，招商证券完成配股募资 126.83 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。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地区具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 4 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。截至 2020 年 12 月末，中国内地外资控股证券公司已达 8 家，其中四家为新设立合资证券公司（野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司），另外 4 家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司（瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司）。此外，证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券 2 家国内券商，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行

业进一步开放,外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战,放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机,有利于证券行业整体优化。

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

竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组,证券公司行业市场集中度大幅提高。按2020年9月末证券公司所有者权益排序,2020年1-9月前十大证券公司实现营业收入合计2225.78亿元,净利润819.71亿元,占全行业营业收入和净利润的比重分别为65.01%和61.78%。截至2020年9月底,前十大证券公司资产总额为5.56万亿元,占全行业总资产的64.85%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过60%,行业集中度较高。

表4 截至2020年9月末/2020年1-9月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	1837.87	10441.36	419.95	131.13
2	海通证券	1691.59	7295.81	282.54	92.53
3	国泰君安	1441.94	6933.02	257.37	94.70
4	华泰证券	1303.54	6921.31	243.36	89.42
5	招商证券	1067.82	4791.24	179.03	72.82
6	广发证券	992.67	4326.35	214.12	87.17
7	申万宏源	813.68	4362.31	150.02	64.99
8	国信证券	793.70	2731.67	140.00	54.77
9	银河证券	751.59	4238.54	180.81	57.08
10	中信建投	620.63	3538.00	158.59	75.11
合计		11315.01	55579.61	2225.78	819.71

资料来源:Wind

5. 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年以来,债券市场违约常态化,2020年部分国企违约超预期,债券市场分化加剧,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。

6. 未来动向

监管力度加强，证券行业严监管态势将延续；需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对2021年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本

市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

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，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

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，证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”，于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，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，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年10月末，公司注册资本及股本均为33.65亿元，控股股东为国元金控，国元金控

及其一致行动人持股比例为34.97%，安徽省国资委持有国元金控100.00%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

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），2017—2019年末，公司专项合并口径净资产余额均位居行业第26位，稳定在行业上游水平。截至2020年9月末，公司总资产899.44亿元，所有者权益合计251.93亿元，净资产147.65亿元。

公司总部位于安徽省，截至2020年9月末，公司共拥有155家分支机构，其中安徽地区内分支机构数量57家，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。公司各项业务均处于行业上游水平，具有很强竞争力，其中证券经纪业务和融资类业务竞争力很强，2017—2019年，公司营业收入排名分别为28名、33名和35名。

表5 公司主要业绩排名（单位：名）

项目	2017年	2018年	2019年
净资产	26	26	26
营业收入	28	33	35
证券经纪业务收入	31	31	32
客户资产管理业务收入	38	41	33
投资银行业务收入	32	36	36
融资类业务收入	19	20	22
证券投资收入	37	40	82

注：2019年“客户资产管理业务收入”排名为“资产管理业务收入排名”，公式为“资产管理业务净收入-资产管理业务月均受托资产总净值*万分之3”

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

3. 人员素质

公司高级管理人员从业经验丰富，人员学历素质很高。

公司董事长俞仕新先生，1962年11月出生，中共党员，硕士学位，经济师。曾任安徽省国际

信托投资公司证券部副经理、经理、合肥分公司总经理（兼任研究发展中心主任、国信投资顾问咨询公司董事长），安徽国元信托投资有限责任公司（以下简称“国元信托投资”）副总裁、常务副总裁，安徽国元信托有限责任公司（以下简称“国元信托”）公司总裁、党委副书记，国元创新董事长，国元股权董事长。现任公司党委书记、董事、董事长；兼任国元国际董事，安元基金董事，安徽安元创新风险投资基金有限公司董事长。

公司总裁陈新先生，1967年11月出生，中共党员，硕士学位，经济师。曾任交通银行淮南分行信贷部科员，安徽省国债服务中心投资副经理，香港黄山有限公司投资业务经理，国元证券有限责任公司投资管理总部总经理、总裁助理、副总裁，国元期货董事长，国元股权董事，长盛基金管理有限公司监事会主席，安元基金监事会主席，公司董事会秘书。现任公司党委副书记、总裁，兼任国元国际董事。

截至2019年末，公司合并口径员工3358人，从学历来看，公司硕士及以上744人，占比22.16%，本科2279人，占比67.87%；从部门分布来看，经纪业务、投行业务和信息技术人员占比分别为70.07%、7.74%和3.54%，经纪业务人员占比很高。

4. 外部支持

公司股东在省内具有很强的经营实力，金融牌照齐全，在业务协同发展方面对公司形成有力支持。

国元金控成立于2000年12月，注册资本30.00亿元，是一家以金融业为主体的安徽省属国有独资大型投资控股类企业，在安徽省拥有较大的政府隐性支持。国元金控业务范围覆盖证券、基金、担保、信托、银行和保险等，有利于与公司与集团内公司之间发挥协同效应，实现优势互补。国元金控旗下公司包含安徽国元种子投资基金有限公司、安徽国元担保有限公司、安徽国元实业投资有限责任公司与安徽国元建设投资有限公司等6家全资子公司，并拥有多家控股及参股子公司。国元金控在业务协同发展、资金支持和战略规划方面能够给予公司有力支持。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告,截至2021年1月15日,公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

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

截至2020年9月末,公司已获得各金融机构综合授信1006.50亿元,已使用授信152.60亿元,可用额度为853.90亿元,公司融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建了较为完整的公司治理架构,治理机制运行良好,各治理主体能够有效履行各自职责。

公司根据《公司法》《证券法》《证券公司治理准则》《证券公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件要求,建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的相互分离、相互制衡的公司治理结构和运作机制,建立和逐步完善了包括基本制度、管理办法、工作细则三个层级的制度体系,公司整体法人治理机制运行良好,为公司规范运行奠定了较好基础。

股东大会是公司最高权力机构。董事会为公司的决策机构,对股东大会负责,由14名董事组成,其中独立董事5名。公司董事会下设发展战略委员会、薪酬与提名委员会、风险管理委员会、审计委员会共4个专门委员会,各专门委员会按照相关议事规则召开会议,并分别对战略规划、董事与高级管理人员的考核与薪酬、合规与风险管理目标、财报的审计结果等事项进行汇报或提出建议,为董事会决策发挥重要作用。

监事会为公司的监督机构,对股东大会和全体股东负责,由5名监事组成,其中职工监事2名。

公司高级管理人员11人,包括总裁1人、副总裁5人、董事会秘书1人、总会计师1人、合规总监1人、首席信息官1人以及首席风险官

1人。公司经营管理层下设风险与合规委员会、绩效考核委员会、信息技术治理委员会等专门委员会。公司经营管理层成员均具有较为丰富的经营管理经验,有助于公司的科学经营决策和稳健发展。

2. 管理水平

公司内部控制与组织架构逐步健全,能够较好地支撑各项业务的发展。但另一方面,公司近年来受到监管警示函,内控管理水平仍需进一步完善。

公司按照相关法律法规及公司章程建立了较为合理的决策、执行与监督机制。近年来公司不断建立健全内部控制体系,并根据业务发展需要设立了较为完善的组织架构,各部门分工明确,并在其授权范围内行使各自职能。2017—2020年,公司在中国证监会公布的证券公司分类评价结果中分别为A类A级、B类BBB级、A类A级和B类BBB级,整体处于行业中上游水平。

公司针对经营过程中可能遇到的各种风险事件制定并不断完善各项内部控制制度,逐步形成“权责明确、逐级授权、相互制衡、严格监督”的治理结构。公司内部控制覆盖所有业务,贯穿决策、执行、监督、反馈等各个环节与事前防范、事中监控与事后检查各个阶段,并在业务控制、信息隔离、会计系统控制、电子信息系统控制、人力资源控制、内部审计等方面形成了较为完整的内部控制体系。近年来,公司不断加强对各业务部门与分支机构的业务权限管理,在规章制度、资金财务及信息传递等方面建立了防火墙机制;通过加强创新产品的研究和分析,创立创新金融产品三级审核机制;通过集中式风险管理系统、投资管理系统、净资本监控等系统强化对风险的定量检测和管理。

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）。2020年5月，因营业部从业人员违法买卖股票，安徽证监局对公司出具行政处罚书；2020年6月，公司因天津前进道证券业务部对员工客户招揽活动管理不到位，未能严格规范工作人员执业行为收到天津证监局警示函；2020年11月，北京证监局对国元期货采取责令改正的监管措施。公司已对上述问题积极整改，加强合规管理，提高合规检查频次。

七、经营分析

1. 经营概况

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年和2020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，自营投资业务增幅较大，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6 营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪业务	10.42	29.70	8.31	32.74	9.69	30.28	9.21	26.08
证券信用业务	10.02	28.55	9.57	37.71	7.96	24.89	6.73	19.04
自营投资业务	6.69	19.05	0.74	2.93	6.32	19.76	8.49	24.04
投资银行业务	4.75	13.53	2.92	11.51	4.00	12.50	4.32	12.23
资产管理业务	1.75	4.99	1.52	5.99	1.68	5.27	0.49	1.39
其他业务	1.47	4.18	2.32	9.12	2.34	7.30	6.09	17.22
营业收入	35.11	100.00	25.38	100.00	31.99	100.00	35.33	100.00

注：其他业务收入包括权益法核算的长期股权投资收益和存量资金利息收入等

数据来源：公司年报、2020年三季度报及提供资料，联合资信整理

2020年1—9月，公司实现营业收入35.33亿元，同比增长57.26%，利润总额13.72亿元，

同比增长56.84%，收入和利润增速均高于行业平均水平。收入结构方面，自营投资业务占比较

2019 年上升 4.28 个百分点至 24.04%，经纪业务和证券信用业务占比分别下降 4.20 个百分点和 5.85 个百分点。2020 年 1-9 月，行业证券投资收益（含公允价值变动）占比下降 4.28 个百分点，代理买卖证券业务净收入和利息净收入占比分别上升 4.44 个百分点和 0.15 个百分点，公司业务结构变动较行业变化有所偏离。

根据公司披露的 2020 年度业绩快报，2020 年公司预计实现营业收入 45.80 亿元，同比增长 43.17%；利润总额 17.36 亿元，同比增长 50.79%，公司经营业绩实现大幅增长。

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；但受股票市场行情波动较大和行业佣金率持续下行的影响，公司经纪业务收入波动幅度较大。

公司经纪业务条线由零售与渠道管理总部、场外市场业务总部和网络金融部等部门构成，其中零售与渠道管理总部负责营业网点综合管理、渠道营销、产品销售以及财富管理等职能工作。公司经纪业务资格齐全，主要为客户买卖股票、基金及债券等提供经纪服务。2020 年，公司对经纪业务条线进行了部门调整，设立财富管理委员会、私人财富部、金融产品部（投资顾问部）和分支机构服务部，并赋予网络金融部新的职能定位，将推动公司经纪业务精细化发展及财富管理转型。

近年来，公司以发展基础客户和基础资产、抢占市场份额为核心，加大营销拓展力度，提升服务水平；同时，持续加强营销团队建设，丰富

线上线下营销活动；积极发展投顾业务，建设投顾产品线，探索财富管理路径；以客户需求为中心，加大产品内设外引力度，不断丰富产品线，满足客户综合金融理财需求。截至 2020 年 9 月末，公司分支机构数量 155 家，其中安徽省内 57 家，广东省和浙江省各有 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。

证券行业经纪业务的发展与股票二级市场走势具有较强正相关性，近年来 A 股市场总体波动较大，公司代理买卖证券交易额呈现“U”型走势。综合佣金率方面，近年来受非现场开户、一码通、沪港通以及互联网金融等创新业务发展的影响，传统经纪业务市场竞争日趋激烈，证券行业综合佣金率持续下滑。由于公司在安徽省内经营时间较长，且拥有相对较多的营业网点数量，公司经纪业务在安徽省内占有较高的市场份额，但近年来安徽省内整体综合佣金率下滑明显，为公司综合佣金率水平带来一定压力；在省外市场，公司经纪业务综合佣金率接近于市场平均水平。2017—2019 年，公司平均综合佣金率分别为 0.0330%、0.0317%和 0.0300%，呈逐年下降态势。经纪业务收入方面，2018 年，随着中美贸易战的持续以及股票市场持续低迷，成交量有所下降，公司经纪业务收入减少；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，成交量上升带动经纪业务收入有所回升。2019 年，公司实现经纪业务净收入 9.69 亿元，占营业收入的比重为 30.28%，是公司主要收入来源之一。2017—2019 年，证券经纪业务收入行业排名分别为第 31 位、第 31 位和第 32 位。

表 7 代理买卖证券交易额情况（单位：亿元）

证券种类	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
股票	21017	15005	20143	15431
基金	466	90	147	281
合计	21483	15095	20290	15713

注：数据均为母公司口径数据，未包括债券、回购等

数据来源：公司年报，联合资信整理

2020 年 1-9 月，公司经纪业务实现收入 9.21 亿元，同比增长 38.21%，主要是由于证券

交易量和活跃度大幅提升，客户交易意愿增强，行业代理买卖证券业务收入上升。2020年1-9月，公司代理股票交易额15431亿元，已超过2018年全年成交额。

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；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，需关注相关信用风险及违约处置情况。

公司证券信用业务条线由融资融券部、权益融资部、机构业务部和综合部等部门构成，其中融资融券部负责融资融券业务，权益融资部负责股票质押式回购业务和约定购回业务，机构业务部负责私募基金托管服务。

近年来，公司证券信用业务受市场波动的影响，整体业务规模持续下降；证券信用业务收入持续减少，对营业收入的贡献度整体有所下降。截至2019年末，公司信用交易业务规模173.61亿元；2019年，公司实现证券信用业务净收入7.96亿元，占营业收入的比重为24.89%，是公司主要收入来源之一。2017-2019年，公司信用交易类业务收入²行业排名分别为第19位、第20位和第22位。

表8 证券信用业务情况（单位：亿元）

项目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年9月末
融资融券余额	127.57	90.63	112.01	142.67
股票质押余额	79.44	95.98	60.72	41.25
约定购回余额	2.34	0.90	0.88	2.65
合计	209.35	187.51	173.61	186.57

注：数据均为母公司口径数据

数据来源：公司年报及2020年三季度报，联合资信整理

公司2010年11月获证监会核准开展融资融券业务，2013年9月获批融券试点证券公司，融资融券业务发展态势较好。但公司融资融券业务规模受证券市场行情影响较大，2018年，在市场持续下行、风险频发的背景下，公司审慎开展融资融券业务，严格按照标准筛选项目，同时加强贷后跟踪管理，加大客户集中度管理以及进

行业务规范，提升项目风险防控和预警能力，融资融券业务规模有所收缩；2019年，股票市场有所回暖，融资融券业务规模有所上升。截至2019年末，公司融资融券业务余额112.01亿元。

公司2012年9月获准开展上交所约定购回业务，2013年2月获准开展深交所约定购回业务，2013年8月获得沪深交易所股票质押业务资格。2017-2018年，公司积极防范和化解项目风险，股票质押业务规模保持增长；2019年以来，公司为降低信用业务风险，主动控制股票质押规模，股票质押业务规模收缩明显。同时，公司约定购回业务规模持续下降。截至2019年末，公司股票质押余额60.72亿元，约定购回余额0.88亿元。

2020年1-9月，公司融资融券业务借助成交量提升等有利时机，加大客户开发力度，市场化业务考核成本，加大提成比例、优化考核方案，充分调动分支机构拓展业务的积极性，融资融券业务规模有所增长；股票质押业务不断完善内控机制和风险管理，严格审慎筛选项目，完善贷后跟踪管理；为控制信用风险，股票质押业务规模进一步压降。截至2020年9月末，公司融资融券余额142.67亿元，较上年末增长27.37%；股票质押余额41.25亿元，较上年末下降32.07%。2020年1-9月，公司实现信用业务净收入6.73亿元，同比增长11.61%，主要是融资融券业务规模增长所致。

2017-2019年末及2020年9月末，公司信用业务杠杆率分别为85.87%、79.83%、77.56%和77.89%，信用业务杠杆率水平适中。

此外，公司证券信用业务中存在一定风险项目。截至2020年9月末，公司股票质押业务涉及违约或者延期支付等非正常合约共10笔，融出资金本息共22.27亿元，已计提减值准备7.32亿元；根据公司发布的计提资产减值准备的公告，2020年公司计提减值准备4.92亿元，其中对买入返售金融资产计提4.23亿元，计提规模较大；2020年第四季度公司计提资产减值准备1.06亿元。此次计提后，股票质押业务对未来盈利能力的负面影响将有所减弱，但仍需持续关注

² 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。

未来处置及资金回收情况,以及减值计提对盈利可能产生的影响。

公司投资银行业务品种较为齐全,2018 年受 IPO 审核通过率较低、债券发行审核和监管趋严等因素的影响,投资银行业务收入下滑明显;2019 年以来得益于科创板的推出及市场行情回暖,投资银行业务结构根据市场形势有所调整,收入回升。但公司投资银行业务受宏观经济形势、证券市场环境和监管政策的影响较大,未来业务发展情况仍需关注。

公司的投资银行业务包括股权类项目和债权类项目,股权类项目主要由投资银行总部负责,债权类项目主要由债券业务总部负责。

近年来,公司投资银行业务抓住科创板试点注册制、新三板深化改革、再融资和并购重组新政等机遇,以扎根安徽、开拓全国为发展战略,强化再融资、并购重组项目储备,提升业务量;大力发展债券承销发行、ABS 结构融资等多品种固定收益业务;继续坚持“股债并举”的发展策略,加大企业债、公司债、可转债等承销发行力度,满足金融服务实体经济的多样化融资需求;同时,加强内控体系建设,积极落实《投行业务内控指引》要求,提高执业水平和风险责任

意识;加强项目筛选与识别、定价与销售能力建设,努力提升投行核心竞争力。

2017—2018 年,IPO 过会率较低,市场企业债发行规模减少、新三板业务持续低迷,公司相关投行业务量下滑,但再融资项目储备充足,承销规模大幅上升,整体投行业务量有所上升。2019 年以来,A 股市场股权融资有所下降,信用债市场回暖,科创板的正式开板为投行业务带来新的业务增长点,故公司股权融资结构有所变化,股权类项目承销数量和规模减少,债权类项目承销数量和规模增加,由于再融资新政对再融资业务的影响,整体投行业务承销金额大幅下降。2019 年,公司实现投资银行业务净收入 4.00 亿元,由于证券承销和证券保荐业务收入有所上升,较之前年度有所回升。2017—2019 年,公司投资银行业务收入行业排名分别为第 32 位、第 36 位和第 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。

表 9 主承销业务情况(单位:个、亿元)

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—9 月	
	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额
IPO	5	27.75	3	15.19	2	9.07	7	43.32
再融资	8	82.57	16	220.36	7	97.33	0	0.00
债权	17	112.50	19	68.72	37	93.41	23	181.18
新三板企业增发	17	5.74	4	3.99	0	0.00	8	7.24
并购重组	0	0.00	0	0.00	5	3.29	1	22.86
合计	47	228.56	42	308.26	48	203.10	39	254.60

数据来源:公司年报及提供资料,联合资信整理

2020 年 1—9 月,公司投行业务紧跟政策导向,以科创板、创业板、新三板等各类改革试点推出为契机,构建覆盖行业研究、估值定价的全业务周期服务机制,协同国元金控资源培育优质项目,着力提升项目筛选与识别、定价与销售能力。2020 年 1—9 月,公司共完成 7 单 IPO、23

个债权项目,各类型业务合计承销金额 254.60 亿元,同比增长 25.36%;2020 年 1—9 月,公司实现投行业务净收入 4.32 亿元,同比增长 76.87%。

项目储备方面,截至 2020 年 9 月末,公司已报会待审批或已通过中国证监会审核项目 60

个，包括 IPO 项目 18 个、债权项目 27（包含联合主承销）个；尚未报会项目 39（已立项股权项目）个。公司的项目资源储备较为丰富。

公司根据市场行情调整投资策略，优化证券投资组合，投资结构以高信用等级的债券为主；另一方面，公司自营投资业务收益受市场行情波动影响较大；同时公司投资的债券出现违约，需关注未来资金回收情况以及对盈利产生的影响。

公司自营投资业务主要包括权益类产品投资、固定收益类产品投资以及衍生产品投资，由投资管理总部负责。2020 年，公司将投资管理总部更名为权益投资部，同时设固定收益部，分别负责权益类产品和固定收益类产品投资。近年来，公司权益投资坚持以价值投资和绝对收益为导向，不断加强行业研究、公司研究，聚焦优质成长企业，精选个股，通过股指期货对投资组合进行风险管理；固定收益稳步增加杠杆水平，提升投资规模，积极配置高评级信用债与利率债，不断优化组合配置，严控信用风险；不断丰富和

完善量化投资策略，提高量化投资收益水平。

近年来，公司自营投资业务规模持续增长，但受证券二级市场波动影响，持仓结构不断调整，股票投资比重持续下降，债券投资比重持续增长。截至 2019 年末，公司自营投资业务投资余额 271.71 亿元，其中，债券投资余额 206.65 亿元，以利率债及外部评级为 AAA 的信用债为主，二者合计占债券投资余额的比重为 92.96%；股票投资余额 3.23 亿元；基金投资余额 5.78 亿元，主要是货币基金和债券型基金；其他证券投资余额 56.04 亿元，主要是以自有资金参与的资产管理产品和非上市公司的股权投资，其中资产管理产品主要是平台类信托产品。投资收益方面，2018 年，受市场行情影响，公司自营投资业务收益大幅下滑，主要是受权益类投资亏损所致；2019 年，随着证券市场回暖，公司自营投资业务收益有所回升，当年实现自营业务收入 6.32 亿元。2017—2019 年，公司证券投资收入行业排名分别为第 37 位、第 40 位和第 82 位。

表 10 自营投资结构情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	金额	占比	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	13.79	4.84
基金	6.03	4.82	11.82	6.10	5.78	2.13	3.31	1.16
债券	77.36	61.80	142.25	73.43	206.65	76.06	217.40	76.27
其他证券	35.15	28.08	37.01	19.10	56.04	20.62	50.55	17.73
合计	125.17	100.00	193.73	100.00	271.71	100.00	285.05	100.00

注：数据均为母公司口径数据

数据来源：公司年报及提供资料，联合资信整理

2020 年 1—9 月，证券市场行情大幅波动，公司固定收益业务交易策略从配置型向配置型、交易型并重进行转型，扩大银行间交易对手，降低持仓流动性风险和结算风险；权益投资业务加大股票投资规模，紧紧抓住新三板深改带来的投资机会，积极参与新三板做市。截至 2020 年 9 月末，公司自营投资业务投资余额 285.05 亿元，较上年末增长 4.91%，投资配置变化不大；公司债券自营投资持仓中，利率债规模 99.21 亿元，占比 45.63%，AAA 信用债规模 96.69 亿元，占比 44.48%，利率债和高等级信用债占比很高。

2020 年 1—9 月，公司实现自营业务收入 8.49 亿元，同比增长 72.72%。截至 2020 年 9 月末，公司自营非权益类证券及证券衍生品/净资本为 184.30%，较上年末增长 18.77 个百分点，自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 12.41%，较上年末增长 7.82 个百分点，增速较快，但仍远低于监管标准。

截至 2020 年 9 月末，公司自营投资业务中有 4 只债券投资发生违约，合计投资金额 1.94 亿元，已计提减值准备 1.41 亿元。

在监管趋严、资管新规落地等政策影响下，

公司资产管理业务规模持续收缩，业务发展面临一定压力；但公司主动管理规模持续增长，2020年资产管理业务规模增长态势较好，产品转型逐步推进。

公司资产管理业务主要包括集合资产管理业务和定向资产管理业务，主要由客户资产管理总部负责。

近年来，在金融去杠杆、银行去通道、资管新规、市场资金面紧张等背景下，公司资产管理业务从业务定位、业务模式、管理机制和业务思路等方面进行了一系列的改革，公司资产管理业务坚持“向净值化转型、向主动管理转型”的发展思路，不断提升投研专业化水平，丰富产品种类，大力开拓销售渠道，加快产品发行，优化产品结构，有序降低通道业务规模，努力打造以主动管理为核心的资管业务体系。

近年来，受资管新规等因素的影响，公司资产管理业务规模持续下降。截至2019年末，公司母公司口径资产管理业务规模671.86亿元；其中，集合资产管理业务规模138.91亿元，定向资产管理业务规模479.26亿元，较之前年度均有所下降；专项资产管理业务规模53.69亿元，较之前年度大幅提升，主要为新增ABS项目。截至2019年末，公司主动管理产品业务规模250.43亿元，近年来呈上升趋势；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。近年来，公司资产管理业务收入呈现一定的波动；2019年，公司实现资产管理业务净收入1.68亿元。2017—2019年，公司资产管理业务收入行业排名分别为第38位、第41位和第33位。

表 11 资产管理业务规模情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
集合资产管理业务	210.76	168.83	138.91	111.05
定向资产管理业务	823.53	641.78	479.26	433.87
专项资产管理业务	0.00	2.40	53.69	75.53
合计	1034.29	813.01	671.86	620.45

注：数据均为母公司口径数据

数据来源：公司年报及提供资料，联合资信整理

2020年1—9月，公司资产管理业务坚持“向

净值化转型、向主动管理转型”的发展思路，努力提高主动管理能力，加快产品发行，优化产品结构，进一步丰富产品线，大力开拓销售渠道，提升服务客户能力。截至2020年9月末，公司母公司口径下资产管理规模620.45亿元，较上年末下降7.65%；公司资管业务主动管理产品业务规模308.85亿元，较上年同期增长42.71%，主动管理能力进一步增强。2020年1—9月，公司实现资产管理业务收入0.49亿元，同比下降24.55%，主要系管理规模下降所致。

公司子公司业务覆盖面广泛，有利于丰富公司产品体系，拓展公司收入来源。

国元国际成立于2006年7月，注册资本10.00亿港元，主要业务包括环球证券交易和咨询、环球期货交易和咨询、客户资产管理、证券投资等，公司持有其100.00%的股份。截至2019年末，国元国际总资产56.68亿元，净资产14.16亿元。2019年，国元国际实现营业收入2.41亿元，净利润0.77亿元。

国元股权成立于2009年8月，注册资本10.00亿元，主营业务是使用自有资金设立直投基金，对企业进行股权投资或债权投资等，公司持有其100.00%的股份。2018年，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基金子公司。截至2019年末，国元股权总资产14.84亿元，净资产14.52亿元。2019年，国元股权实现营业收入2.09亿元，净利润1.51亿元。

国元期货成立于1996年4月，注册资本6.10亿元，主营业务是商品期货经纪业务、金融期货经纪业务等，公司持有其98.41%的股份。截至2019年末，国元期货总资产31.43亿元，净资产7.41亿元。2019年，国元期货实现营业收入1.38亿元，净利润0.27亿元。

国元创新成立于2012年11月，注册资本15.00亿元，主营业务为项目投资及股权投资，公司持有其100.00%的股份。2017年，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，转型为另类投资

子公司。截至 2019 年末，国元创新总资产 18.28 亿元，净资产 18.15 亿元。2019 年，国元创新实现营业收入 1.19 亿元，净利润 0.82 亿元。

长盛基金成立于 1999 年 3 月，注册资本 2.06 亿元，主营业务为基金募集、基金销售及资产管理，公司持有其 41.00% 的股份。截至 2019 年末，长盛基金总资产 12.68 亿元，净资产 11.26 亿元。2019 年，长盛基金实现营业收入 3.50 亿元，净利润 0.54 亿元。

安元基金成立于 2015 年 7 月，注册资本 30.00 亿元，主营业务为股权投资、基金投资、债权及其他投资等，公司持有其 43.33% 的股权。截至 2019 年末，安元基金总资产 39.47 亿元，净资产 39.24 亿元。2019 年，安元基金实现营业收入 1.83 亿元，净利润 1.07 亿元。

安徽省服务集团成立于 2017 年 12 月，注册资本 8.70 亿元，主营业务为资产管理、股权投资、债权投资、投资咨询，公司持有其 27.98% 的股权。截至 2019 年末，安徽省股权服务集团总资产 12.17 亿元，净资产 9.42 亿元。2019 年，安徽省股权服务集团实现营业收入 1.35 亿元，净利润 0.54 亿元。

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。

未来，公司将统筹推进“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能力。(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。

八、风险管理分析

公司不断完善全面风险管理体系，较好地保障了各项业务的稳健发展。但随着业务规模的扩张和创新业务的发展，公司风险管理的水平需进一步提高。

公司建立了涉及董事会及下设的风险管理委员会、经营管理层及下设的风控与合规委员会等专业委员会、风险管理相关职能部门和各业务部门及内设的风险管理岗位共四个层级的风险管理组织结构。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。经营管理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。风险管理职能部门负责协助首席风险官推动公司全面风险管理，监测、评估、报告公司整体风险水平；为业务决策提供风险管理建议等；各业务部门及风险管理岗负责公司及分支机构各项业务管理和风险制度的落实，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，履行一线风险控制职能。

1. 市场风险管理

公司建立了较为健全的市场风险管理体系，根据市场及业务发展情况及时调整风险防范措施；但随着证券市场的价格波动及自营业务的发展，公司面临的市场风险将有所上升，

需不断提升自身市场风险管理水平。

公司面临的市场风险是指公司持有的金融头寸，包括自营投资持仓、做市持仓和其他投资持仓，由于价格不利变化而导致损失的风险。公司制定《风险偏好框架与政策》，在设定公司总体风险偏好的同时，对市场风险偏好的类别、指标、流程、方法等进行了规定，对市场风险设置相关限额指标，包括最大亏损、杠杆倍数等；通过限额管理、集中度管理、止盈止损、敏感性分析、风险对冲、压力测试等监控管理市场风险。

利率风险方面，公司持有的固定收益类投资因市场利率不利变动导致公允价值变动的风险是公司利率风险的主要来源。公司固定收益投资主要是中期票据、优质短期融资券、企业信用债等，主要采用压力测试和敏感度指标，计量监测固定收益投资组合久期、凸性等指标来衡量固定收益投资组合的利率风险。2019年末，公司基于资产负债表日计息资产及负债结构进行敏感性分析，利率上升或下降100个基点，利润总额变动1.05亿元，占当期利润总额的9.08%；其他综合收益变动2.04亿元，占其他综合收益余额的92.82%，利率波动对公司盈利影响不大，对权益存在较大影响。

汇率风险方面，在公司收入结构中，大部分赚取收入的业务均以人民币进行交易，外币资产及负债占整体的资产及负债比重不高。除香港设立的子公司持有以港币为结算货币的资产和负债外，公司另有代理B股业务产生的小额港币和美元资产。经公司测算，2019年末，在所有其他变量保持不变的情况下，人民币对美元和港币升值或贬值10%，公司税前利润变动0.09亿元，占当期利润总额的0.77%；其他综合收益变动1.34亿元，占其他综合收益余额的61.06%，汇率变动对公司盈利影响小，对权益存在较大影响。

其他价格风险主要为股票价格、衍生金融工具价格等的不利变动使本公司表内和表外业务发生损失的风险。除了监测持仓、交易和盈亏指标外，公司主要通过独立的风险监管部在日常监控中计量和监测证券投资组合的风险敏感度指标、压力测试指标。经公司测算，2019年末，在

其他变量维持不变的情况下，股权证券、基金、可转换债券、衍生工具及集合资产管理计划的价格增加或减少10%，利润总额变动7.00亿元，占当期利润总额的60.79%，市场价格的不利变动对公司影响较大。

2. 信用风险管理

公司搭建了各类业务的信用风险管理架构，信用风险控制水平逐步提升。但公司股票质押业务和投资业务涉及部分违约，且减值准备计提比例不高，需关注其未来处置情况及对盈利产生的影响。

公司面临的信用风险是指因融资方、交易对手或发行人等违约导致损失的风险。公司的信用风险主要来自于以下几个方面：（1）融资融券、股票质押式回购交易、约定购回式证券交易等融资类业务的客户出现违约，不能偿还所欠公司债务或履行回购义务的风险；（2）债券、信托产品以及其他信用类产品等投资类业务由于发行人或融资人出现违约，所带来的交易品种不能兑付本息的风险；（3）经纪业务代理客户买卖证券、期货及其他金融产品，在结算当日客户资金不足时，代客户进行结算后客户违约的风险。

在融资融券、股票质押式回购及约定式购回等融资类业务方面，公司制定了较为完善的业务准入审核流程，包括运用客户信用评级体系与授信管理办法对交易对手的信用状况和业务资质进行审查，初步识别和评估业务信用风险；实施三级业务审核流程，对拟开展业务的交易对手、担保品和其他交易要素进行独立审慎评估。业务开展后，公司将对交易对手、担保品及交易协议的实际履行情况进行持续的贷后跟踪管理，定期搜集业务相关信息资料并评估风险。截至2019年末，公司融资融券有负债客户的平均维持担保比例为261.90%；股票质押式回购业务客户的平均履约保障比例为195.78%；约定购回式证券交易客户的平均履约保障比例为152.72%，担保物较为充足，融资类业务信用风险总体可控。近年来，公司证券

信用业务的风险控制指标均符合相关预警和监管指标要求。

表 12 证券信用业务风险控制指标水平（单位：%）

指标	预警标准	监管标准	2017 年末	2018 年末	2019 年末
融资融券的金额/净资本	≤320	≤400	118.81	113.47	110.28
对单一客户融资（含融券）业务规模与净资本的比例	≤4	≤5	2.84	3.74	3.45
接受单只担保股票市值与该股票总市值比例	≤16	≤20	5.77	5.40	5.40

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

在债券投资业务方面，公司主要借助评级管理、交易限额、持仓限额、发行人敞口限额等手段进行相关信用风险控制，评价要素包括发行人主体评级、债项评级、基本面信息、重大负面信息等方面。

在场外衍生品业务交易方面，公司运用 DVP 交收、抵押品、担保、信用衍生工具等措施缓解交易对手风险，及通过评级管理、客户准入条件设定、授信额度控制、单笔交易权限设置、投资限额控制等相关交易对手信用风险进行管理。

截至 2020 年 9 月末，公司股票质押业务涉及违约事件 10 起，涉及股票标的包括深大通（股票代码：000038）、退市华业（原“华业资本”，股票代码：600240）等，涉及本金合计 22.27 亿元，共计提减值准备余额 7.32 亿元，减值计提规模较大，公司通过申请仲裁或提起诉讼进行追偿，预计产生损失较小，但追偿预计耗时较长，需对抵押品价值走势和处置结果保持关注。截至 2020 年 9 月末，公司自营投资的债券中共有 4 只违约，涉及本金合计 1.94 亿元，共计提减值准备余额 1.41 亿元。公司针对上述债券违约情况已视情况提起诉讼或委托主承销商进行处置；此外，应监管部门倡议，公司联合其他机构发起设立纾困基金，以债权形式成立资管计划，协调外部资金，收购上市公司应收债款，并进行质押回购项目的债权处置和收购等。

3. 流动性风险管理

公司流动性压力不大；但业务的持续发展

将使公司对资金的需求相应增加，这对公司的流动性管理提出了更高要求。

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

公司构建了董事会、经营管理层（含首席风险官）、资金计划部和风险监管部、相关部门和子公司在内的四层流动性风险管理架构。

公司严格执行资金计划和资金预约制度，精细安排资金，减少和控制计划外资金变化；运用常态化的流动性压力测试和资金缺口分析，及早发现和识别现金流缺口、流动性指标大幅不利波动等潜在风险流动性，提前拟定和实施应对措施，并通过流动性应急演练进一步提升相关部门流动性风险防范意识和流动性风险应对处置能力；强化日间盯市、重点业务监控、流动性指标动态监控，落实流动性风险相关岗位责任，及时监控和防范流动性风险；建立流动性风险报告体系，及时分析并向公司内部各管理层级和外部监管机构报告公司流动性风险状况；积极维护并拓宽融资渠道，稳固和提升公司融资能力，持续优化公司融资结构，控制和降低公司流动性风险；持续优化和完善流动性风险管理系统，提升公司流动性风险管理效率。

近年来，随着业务的发展，公司通过发行短期融资券、公司债、次级债、收益凭证、同业拆借、融资融券债权收益权转让等融资方式满足业务发展的资金需求，并于 2017 年通过非公开发行普通股的方式进行股权融资，进一步保障了经营所需资金，公司融资渠道较为通畅。流动性监管指标方面，近年来公司专项合

并口径流动性覆盖率有所波动，净稳定资金率持续下降。截至2019年末，公司母公司口径下优质流动性资产余额63.73亿元，优质流动性资产/总资产为11.65%；流动性覆盖率和净稳定资金率分别为234.75%和127.40%。截至2020年9月末，流动性覆盖率和净稳定资金率分别为264.75%和132.61%，均符合监管标准。

4. 操作风险管理

公司操作风险管理制度不断完善，操作风险整体可控。

操作风险指由于不完善或有问题的内部程序、人员及系统或外部事件而导致的风险。公司操作风险主要来源于人员因素、内部流程、信息技术系统缺陷、外部事件以及实物资产的损坏等方面。

公司明确了操作风险偏好、容忍度，并建立了操作风险管理政策制度体系，持续完善操作风险治理架构；通过操作风险事前梳理、业务流程监控和操作风险损失信息事后收集等机制的建立，形成操作风险管理循环。

公司根据监管规定以及公司内部管理需要，持续健全内部控制管理机制，完善制度建设，规范操作流程；制定并发布操作风险管理制度，强调创新产品、创新业务开展前的风险识别与控制，强调业务流程操作风险隐患的持续识别与排查；积极推动操作风险识别与自我评估，以流程梳理为核心、以各部门和分支机构为单位，开展内部控制自我评价及合规管理有效性评估工作，主动梳理操作风险点，评估控制措施有效性，查找控制缺陷，引导操作风险的事前识别与评估。

公司根据不同业务类型，针对操作风险易发环节，持续建设操作风险关键指标体系，针对性设置操作风险管理指标并进行分类管理，进一步提高操作风险管理的事中监测及指标预警。

此外，公司持续加强对员工的职业操守和职业道德教育，努力控制和减少操作风险事件的发生；加强检查稽核，强化问责制度，完善风险应急预案，积极应对并妥善处理其不利影

响；加强内外部操作风险事件归纳汇总，分析事件产生原因，制订应对措施，强化操作风险事件的事后跟踪及改进。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年合并财务报表以及2020年前三季度合并财务报表，其中普天健会计师事务所对2017—2018年合并财务报表进行了审计，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对2019年合并财务报表进行了审计，以上会计师事务所均对所审计的财务报表出具了标准无保留的审计意见；2020年前三季度合并财务报表未经审计。2018年、2019年和2020年前三季度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。

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；股东权益248.46亿元，其中归属于母公司股东权益248.35亿元；母公司口径净资产159.33亿元。2019年，公司实现营业收入31.99亿元，利润总额11.51亿元，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，现金及现金等价物净增加额19.87亿元。

截至2020年9月末，公司资产总额899.44亿元，其中客户资金存款162.19亿元；负债总额647.51亿元，其中代理买卖证券款197.04亿元；股东权益251.93亿元，其中归属于母公司股东权益251.81亿元；母公司口径净资产147.65亿元。2020年1—9月，公司实现营业收入35.33亿元，利润总额13.72亿元，净利润10.81亿元，其中归属母公司所有者净利润10.80亿元；经营活动产生的现金流量净额8.50亿元，现金及现金等价物净增加额40.24亿元。

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

流动性管理情况保持关注。

近年来，公司负债总额波动上升，2018 年受代理买卖证券款规模下降影响，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 13 公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
负债总额	542.94	533.92	583.22	647.51
自有负债	291.85	317.67	339.57	396.47
其中：卖出回购金融资产款	91.84	112.91	147.20	148.83
应付债券	69.95	65.00	122.03	120.82
应付短期融资款	109.99	110.52	44.87	91.53
全部债务	279.30	304.03	330.46	379.71
其中：短期债务	205.17	234.65	203.96	258.88
长期债务	35.05	69.38	126.51	120.82
自有资产负债率	53.48	56.31	57.75	61.15
净资本/负债（母公司口径）	70.63	59.40	50.89	39.91
净资产/负债（母公司口径）	97.37	84.87	74.66	63.93

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，联合资信整理

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。

截至 2020 年 9 月末，公司负债规模 647.51 亿元，较年初增长 11.02%。其中自有负债 396.47 亿元，较年初增长 16.76%，主要系发行债券规模增长。公司自有资产负债率 61.15%，较年初上升 3.40 个百分点。公司全部债务 379.71 亿元，其中短期债务占比 68.18%，较年初上升 6.46 个百分点，短期债务占比较高。

从有息负债期限结构分布来看，公司 1 年以内到期债务占比达 77.60%，面临一定的短期流动性压力。

表 14 截至 2020 年 9 月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	294.65	77.60
1~3 年	85.05	22.40
合计	379.71	100.00

注: 该表数据为联合资信根据 2020 年三季度报告数据测算
资料来源: 公司定期报告

近年来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。公司资产质量良好, 资产流动性较强。

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。

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。

截至 2020 年 9 月末, 公司资产规模 899.44 亿元, 较年初增长 8.15%, 其中自有资产 648.40 亿元, 较年初增长 10.27%, 主要为融资融券业务规模增长所致; 公司融出资金规模 154.97 亿元, 较上年末增长 25.90%。

表 15 公司资产情况表 (单位: 亿元)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
资产总额	796.79	780.39	831.69	899.44
其中: 自有货币资金	75.75	44.07	24.76	29.82
自有结算备付金	5.63	5.42	4.66	6.36
融出资金	138.55	100.78	123.10	154.97
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	--	--

买入返售金融资产	87.62	107.97	80.71	81.86
可供出售金融资产	276.92	296.85	--	--
交易性金融资产	--	--	164.64	141.00
其他债权投资	--	--	203.67	215.49
自有资产	545.70	564.14	588.03	648.40
自有资产/资产总额	68.49	72.29	70.70	72.09
优质流动性资产	102.85	89.57	63.73	/
优质流动性资产/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：公司财务报表，联合资信整理

3. 资本充足性

2017年至2020年9月末，公司净资产规模保持稳定，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。2020年10月，公司完成配股，资本规模大幅提升。

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2020年公司现金分红分别为5.05亿元、5.05亿元和8.41亿元和5.05亿元，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。

截至2020年9月末，公司净资产规模251.93亿元，较2019年末增长1.39%，变动不大，主要为留存收益增长；公司母公司口径净资本规模147.65亿元，较年初下降7.33%，主要系持有金融资产结构调整，净资本扣除项规模增加所致。公司风险覆盖率和资本杠杆率分别为256.22%和23.44%，分别较年初下降35.13个百分点和下降3.54个百分点，降幅较大，但仍大幅高于监管标准。2020年10月，公司完成54.31亿元配股后，资本实力和资本充足性水平进一步提升。

表16 公司风险控制指标监管报表（单位：亿元、%）

项目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年9月末	监管标准	预警指标
核心净资本	155.20	149.84	144.63	137.15	--	--
附属净资本	21.00	15.00	14.70	10.50	--	--
净资本	176.19	164.84	159.33	147.65	--	--
净资产	242.90	235.52	233.75	236.51	--	--
各项风险资本准备之和	47.97	62.47	54.69	57.63	--	--
风险覆盖率	367.30	263.88	291.35	256.22	≥100	≥120
资本杠杆率	31.30	29.28	26.98	23.44	≥8	≥9.6
净资本/净资产	72.54	69.99	68.16	62.43	≥20	≥24

资料来源：公司净资本监管报表及公司提供

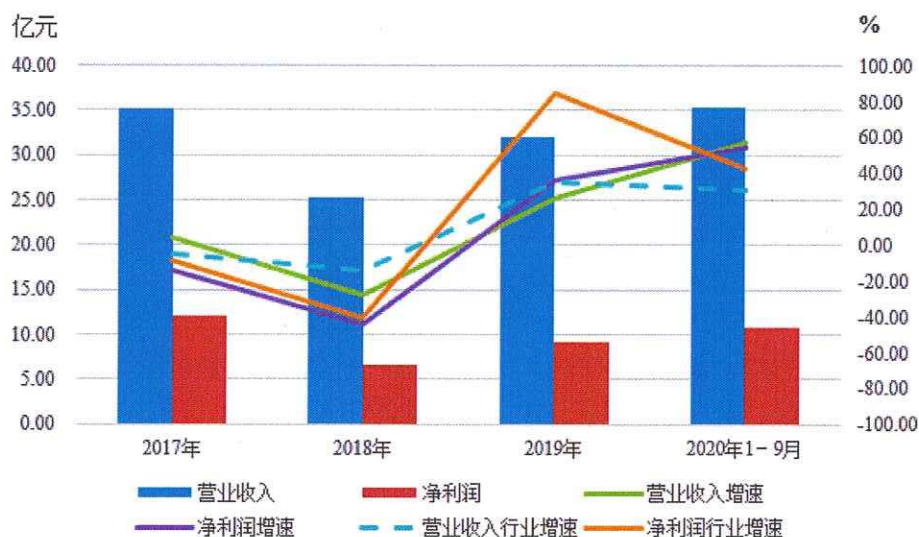
4. 盈利能力

2017—2019 年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；2020 年公司盈利水平大幅提升。

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 年受市场环境的影响，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 4 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，联合资信整理

表 17 公司盈利指标表（单位：%、名）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
营业费用率	50.71	57.94	52.19	42.39
薪酬收入比	33.61	33.67	33.94	/
营业利润率	44.22	33.14	34.53	38.83
自有资产收益率	2.43	1.21	1.59	1.75
净资产收益率	5.25	2.68	3.70	4.32
净资产收益率排名	50	45	45	/

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

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 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。

2020年1—9月,公司实现营业收入35.33亿元,同比增长57.26%,主要是自营投资业务、信用业务和现货销售业务收入增长所致,其中利息净收入11.29亿元,同比增长21.44%,手续费及佣金净收入12.75亿元,同比增长53.51%。公司实现利润总额13.72亿元,同比增长56.84%。

根据公司披露的2020年度业绩快报,2020年公司预计实现营业收入45.80亿元,同比增长43.17%;利润总额17.36亿元,同比增长50.79%,公司业绩实现大幅增长。

从同行业对比来看,在可比证券公司中,公司盈利能力和费用管理能力均低于样本平均值,盈利波动性略高于样本平均值,公司盈利能力仍需进一步提升。

表18 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	盈利波动性
西部证券	3.50	1.59	47.13	46.77
华西证券	7.52	3.36	50.72	22.13
浙商证券	6.11	1.90	36.70	14.20
平均值	5.71	2.28	44.85	27.70
国元证券	3.70	1.59	52.19	30.65

资料来源:公司审计报告、公开资料,联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至2020年9月末,公司无对外担保事项,无作为被告的重大未决诉讼情况。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券发行规模较大,公司杠杆水平将有所增长。公司作为全国性综合类证券公司,股东背景很强,自身经营实力很强,财务表现稳健,资本充足性水平较高。综上,公司对本期债券的偿还能力极强。

1. 本期债券的发行对现有债务的影响

截至2020年9月底,公司全部债务规模379.71亿元,本期拟发行债券规模为不超过50.00

亿元,相对于公司目前的债务规模,本期债券将加重公司债务负担。

以2020年9月底财务数据为基础,假设本期债券募集资金净额为50.00亿元,本期债券发行后,公司全部债务将增长13.17%至429.71亿元;自有资产负债率将上升2.78个百分点至63.93%,杠杆水平将有所提升。

2. 本期债券偿还能力分析

以2019年的财务数据为基础,EBITDA为本期债券发行规模(50.00亿元)的0.52倍,EBITDA对本期债券的覆盖程度较好。公司2019年的母公司口径净资产为233.75亿元,为本期债券发行规模(50.00亿元)的4.68倍,对本期债券的覆盖程度很高。

表 19 本期债券偿付能力指标 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	4.86	4.71	4.68
EBITDA/本期债券本金	0.57	0.47	0.52
净利润/本期债券本金	0.24	0.13	0.18
经营活动现金流量净额/本期债券本金	-0.41	-0.49	0.96

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十一、结论

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。2020 年 10 月，公司完成配股，募集资金总额 54.31 亿元，资本实力及资本充足性水平进一步提升。

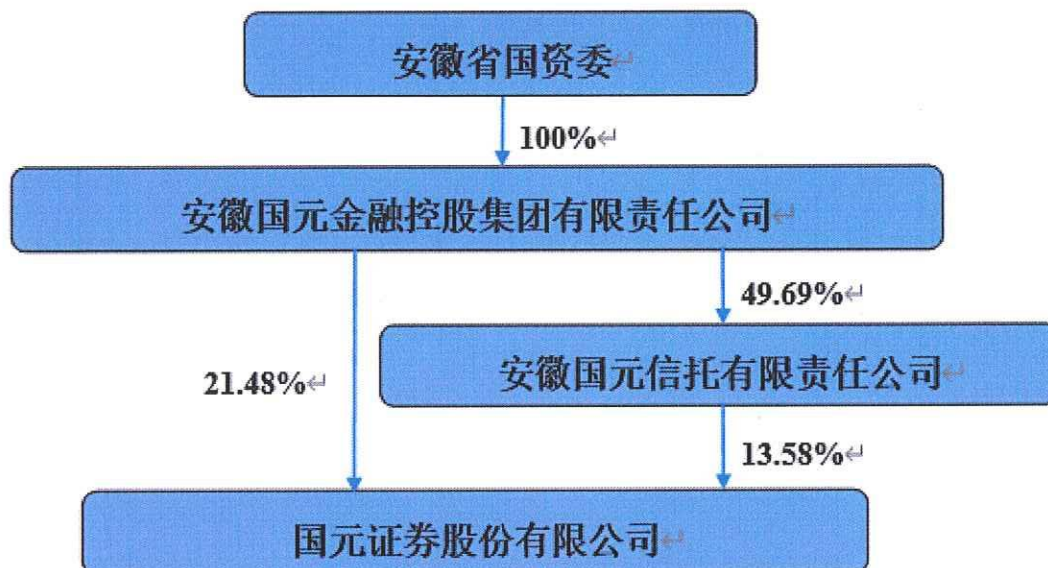
同时，联合资信也关注到，公司主营业务易受证券市场波动影响、股票质押业务风险项目存在进一步减值空间等因素对其经营发展及信用水平可能带来不利影响。

本期债券发行后，公司债务负担将有所加重。2019 年 EBITDA 和净利润对本期债券本金覆盖程度较好，母公司口径净资产覆盖程度很高。

未来，公司将持续进行业务转型，加强业务板块协同，同时提升风险防控能力，整体竞争力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

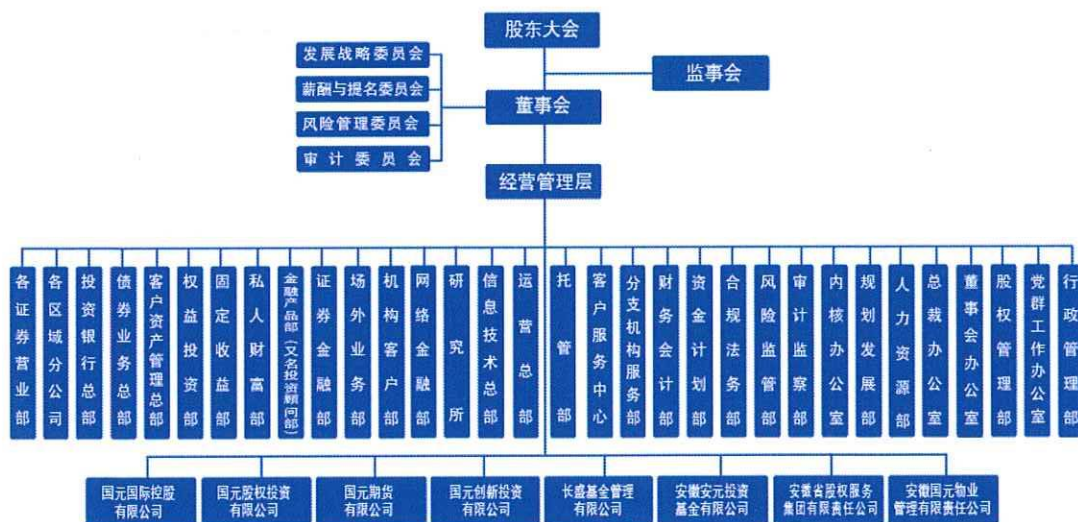
基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 10 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2019 年末/2019 年公司主要控股和参股公司情况

名称	成立时间	注册资本（亿元）	持股比例（%）	总资产 （亿元）	净资产 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）
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，联合资信整理

附件 2 主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
自有资产 (亿元)	545.70	564.14	588.03	648.40
所有者权益 (亿元)	253.85	246.48	248.46	251.93
自有负债 (亿元)	291.85	317.67	339.57	396.47
自有资产负债率 (%)	53.48	56.31	57.75	61.15
优质流动性资产/总资产 (%)	20.89	17.46	11.65	/
营业收入 (亿元)	35.11	25.38	31.99	35.33
利润总额 (亿元)	15.57	8.35	11.51	13.72
营业利润率 (%)	44.22	33.14	34.53	38.83
营业费用率 (%)	50.71	57.94	52.19	42.39
薪酬收入比 (%)	33.61	34.17	33.94	/
自有资产收益率 (%)	2.43	1.21	1.59	1.75
净资产收益率 (%)	5.25	2.68	3.70	4.32
盈利稳定性 (%)	49.61	35.51	30.65	/
净资本 (亿元)	176.19	164.84	159.33	147.65
风险覆盖率 (%)	367.30	263.88	291.35	256.22
资本杠杆率 (%)	31.30	29.28	26.98	23.44
流动性覆盖率 (%)	398.83	167.32	234.75	264.75
净稳定资金率 (%)	134.96	127.83	127.40	132.61
信用业务杠杆率 (%)	85.87	79.83	77.56	77.89
短期债务 (亿元)	205.17	234.65	203.96	258.88
长期债务 (亿元)	74.13	69.38	126.51	120.82
全部债务 (亿元)	279.30	304.03	330.46	379.71
EBITDA/本期债券金额 (倍)	0.57	0.47	0.52	/

注：1. 公司 2020 年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动性资产/总资产	优质流动性资产/总资产×100%; 优质流动性资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

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

长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 国元证券股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，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资信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或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对国元证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，国元证券股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注国元证券股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债项相关信息，如发现国元证券股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对国元证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如国元证券股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对国元证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（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。