

信用等级公告

联合〔2020〕3040号

国都证券股份有限公司：

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

国都证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

国都证券股份有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（面向专业投资者）（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年九月十六日

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>

国都证券股份有限公司 2020 年公开发行公司债券 (面向专业投资者)(第一期)信用评级报告

本期债券信用等级: AA+

发行人主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

本期发行规模: 不超过 20 亿元(含)

债券期限: 3 年期, 附第 1 年年末、第 2 年年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

还本付息方式: 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

评级时间: 2020 年 9 月 16 日

主要财务数据:

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
自有资产(亿元)	157.31	137.44	237.80	219.50
自有负债(亿元)	65.95	49.79	145.82	124.59
所有者权益(亿元)	91.37	87.65	91.98	94.91
优质流动资产/总资产(%)	12.02	22.61	20.16	14.23
自有资产负债率(%)	41.92	36.22	61.32	56.76
营业收入(亿元)	16.75	5.57	14.97	8.79
净利润(亿元)	7.40	-1.54	5.40	4.11
营业利润率(%)	54.89	-42.59	45.64	60.61
净资产收益率(%)	8.26	-1.72	6.01	4.40
净资本(亿元)	81.27	72.48	77.03	77.88
风险覆盖率(%)	263.59	298.73	257.00	255.68
资本杠杆率(%)	42.05	45.16	27.38	30.67
短期债务(亿元)	40.38	15.27	90.62	77.00
全部债务(亿元)	60.36	45.26	138.99	115.52
EBITDA(亿元)	13.02	0.18	10.56	/
EBITDA 利息倍数(倍)	3.77	0.08	3.14	/
EBITDA 全部债务比(倍)	0.22	0.004	0.076	/
EBITDA/本期债券金额(倍)	0.65	0.01	0.53	/

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。2. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径。3. 公司 2020 年半年度财务数据未经审计, 相关指标未年化。4. 报告中部分指标与公司年报略有差异, 系计算公式存在差异所致。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对国都证券股份有限公司(以下简称“公司”或“国都证券”)的评级反映了其作为国内综合类证券公司之一, 业务资质齐全, 资本实力较强, 具备一定经营实力。公司资产质量和资本充足性较好。同时, 公司股东背景多元化且实力较强, 能够为公司提供一定的业务支持。此外, 2019 年, 公司实现扭亏为盈, 盈利水平较 2018 年较大回升。

联合评级也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化, 以及市场信用风险上升等因素可能对公司经营带来不利影响。此外, 公司收入利润实现对证券自营业务依赖度较高, 盈利波动较大, 盈利稳定性有待进一步提升。

未来随着资本市场的持续发展和公司发展战略积极实施, 公司整体竞争实力将有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内综合类证券公司之一, 具备一定经营实力。公司是国内综合类证券公司之一, 业务牌照齐全, 各项业务排名处于行业中游水平, 具有一定经营实力。公司业务网点遍布全国主要地区, 拥有证券营业部 55 家, 分公司 4 家。

2. 公司股东背景多元化且实力较强, 能够为公司提供一定的业务支持。公司股东背景多元化, 前四大股东为国有企业, 主要来自金融、能源、科技等多个产业, 在国内具有较强的实力和影响力, 股东自身及拥有的广泛客户资源能够为公司业务拓展提供一定的支持。

3. 公司整体资产质量较好，资本充足性好，且2019年盈利水平有较大回升。公司优质流动资产规模逐年上升，流动性较好，资产质量较高，杠杆水平适中，资本充足性较好。此外，2019年，公司实现扭亏为盈，盈利水平较2018年较大回升。

关注

1. 公司经营易受经营环境变化影响。经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

2. 公司收入和利润规模波动较大，盈利稳定性有待提升；2020 年到期债务占比较高。公司营业收入和净利润波动下降，且盈利稳定性低于同类可比公司。此外，公司集中在 2020 年到期的债务占比较高，需要进行较好的流动性管理。

3. 公司整体内控水平仍需不断提升。2017—2019 年，公司 6 次收到监管函；2017—2020 年，公司的分类评价结果分别为 BBB 级、BBB 级、BB 级和 BBB 级，整体内控水平仍需不断提升。

分析师

张 帆 登记编号（R0040219030002）

刘 嘉 登记编号（R0040218110003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

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。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

国都证券股份有限公司（以下简称“国都证券”或“公司”）的前身为国都证券有限责任公司，成立于2001年12月，是在中煤信托投资有限责任公司（现更名为中诚信托有限责任公司）和北京国际信托投资有限公司（现更名为北京国际信托有限公司）原有证券业务整合的基础上，吸收其他股东出资成立的综合类证券公司，初始注册资本为10.70亿元。2008年公司实施增资扩股，注册资本由10.70亿元增至26.23亿元，2009年公司将总部由深圳迁至北京。2015年6月，公司由有限责任公司整体变更为股份有限公司，并更为现名，注册资本变更为46.00亿元。2015年12月，公司实施第二次增资，注册资本由46.00亿元增至53.00亿元。2017年3月末，公司完成新三板挂牌，股票简称“国都证券，股票代码870488.OC”。2018年8月，公司实施了2017年年度权益分派，以公司总股本53.00亿股为基数，向全体股东每10股转增1股，每10股派0.2元人民币现金；分红前公司总股本为53.00亿股，分红后总股本增至58.30亿股。截至2020年6月末，公司股本仍为58.30亿元，公司第一大股东为中诚信托有限责任公司，无实际控制人。

截至2020年6月末，公司持股比例5%及以上的股东无质押公司股权融资的情况。

表1 截至2020年6月末公司股东及持股情况（单位：亿股、%）

股东名称	持股数量	持股比例
中诚信托有限责任公司	7.77	13.33
北京国际信托有限公司	5.59	9.59
国华能源投资有限公司	4.49	7.69
山东海洋集团有限公司	2.99	5.13
东方创业投资管理有限责任公司	2.99	5.13
同方金融控股（深圳）有限公司	2.89	4.96
重庆国际信托股份有限公司	2.75	4.72
天津重信资产管理有限公司	2.75	4.72
深圳市华融泰资产管理有限公司	2.20	3.77
深圳市远为投资有限公司	1.93	3.31
合计	36.34	62.34

资料来源：公司提供

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；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；融资融券业务；代销金融产品业务；公开募集证券投资基金管理业务。

截至2020年6月末，公司拥有证券投资业务总部、固定收益总部、资产管理总部、基金管理部、海外业务部、研究所、投资银行总部、股转业务部和财富管理总部（含证券金融部）等9个业务部门以及董事会办公室、合规法律部（含内核部）、稽核审计部、风险管理部、质量控制部、运营管理部、信息技术中心、人力资源部、计划财务部（含资金运营管理部）、党群工作部和综合管理部等11个职能和业务支持部门；公司共有证券营业部55家，分公司4家，公司各营业网点布局以全国的经济中心和发达城市为主，主要分布在北京、上海、天津、广东、浙江、湖北、四川、江苏、陕西、河北、河南、山东、吉林、安徽、黑龙江、辽宁、福建等17个省市；公司拥有3家全资子公司：中国国都（香港）金融控股有限公司（以下简称“国都金控”）、国都景瑞投资有限公司（以下简称“国都景瑞”）和国都创业投资有限责任公司（以下简称“国都创投”），1家控股子公司：国都期货有限公司（以下简称“国都期货”），1家直接参股公司：中欧基金管理有限公司。截至

2020年6月末，公司母公司口径员工人数1,073人。

截至2019年末，公司合并资产总额292.08亿元，其中客户资金存款41.60亿元；负债总额200.10亿元，其中代理买卖证券款54.28亿元；所有者权益91.98亿元，其中归属于母公司所有者权益90.37亿元；母公司口径净资产77.03亿元。2019年，公司实现营业收入14.97亿元，净利润5.40亿元，其中归属母公司所有者净利润5.33亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.55亿元，现金及现金等价物净增加额5.16亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额282.42亿元，其中客户资金存款52.93亿元；负债总额187.51亿元，其中代理买卖证券款62.92亿元；所有者权益94.91亿元，其中归属于母公司所有者权益93.31亿元；母公司口径净资产77.88亿元。2020年1—6月，公司实现营业收入8.79亿元，净利润4.11亿元，其中归属母公司所有者净利润4.13亿元；经营活动产生的现金流量净额19.76亿元，现金及现金等价物净增加额5.70亿元。

公司注册地址：北京市东城区东直门南大街3号国华投资大厦9层10层；法定代表人：翁振杰。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“国都证券股份有限公司2020年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）”。本期债券发行总规模不超过人民币20亿元（含），面向专业投资者公开发行。本期债券期限为3年期，附第1年年末、第2年年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；采用固定利率形式，债券票面利率将以公开方式向具备风险识别和承担能力的专业投资者进行询价，由发行人和簿记管理人根据利率询价确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。本期债券面值100元，平价发行。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。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行等相关费用后，拟用于补充营运资金、偿还到期、赎回或回售的债务融资工具，拟偿还的债务融资工具包括但不限于同业拆借、正回购、收益权融资、收益凭证、转融通融入资金、次级债券以及公司债券等。

三、行业分析

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

1. 证券行业概况

股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长。根据交易所公布的数据，截至2019年底，上交所和深交所上市的公司合计3,777家；股票市场总市值为59.29万亿元，较2018年底增长36.33%；平均市盈

率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019 年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1,418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1,054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

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

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

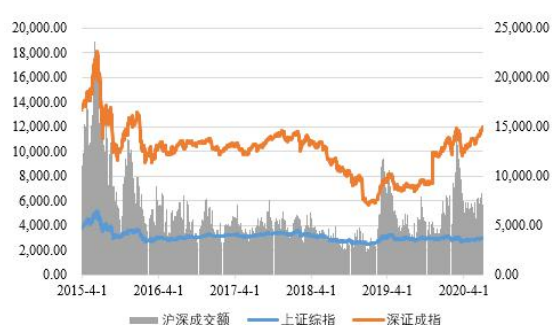
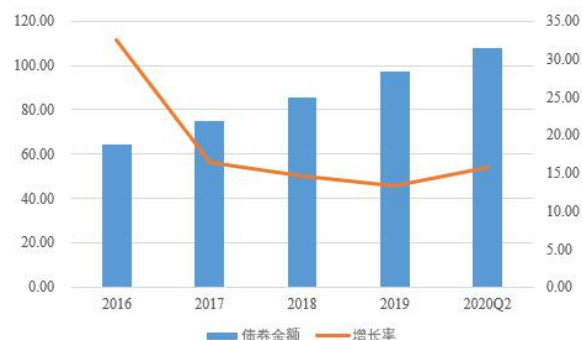


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：WIND，联合评级整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 3 月，新证券法正式实施，加大了资本市场违法违规成本，有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境；全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革也已正式落地，进一步扩大了证券市场规模。

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

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2015—2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，

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

表 2 证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数（家）	125	129	131	131	133
盈利家数（家）	124	124	120	106	120
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，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时，证监会撤销了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。

2020 年上半年，随着国内疫情防控落实和复产复工推进，二季度经济增速转正，A 股指数逐步企稳，中小创指数和沪深交易额大幅增长；其中上证综指跌幅 2.15%，深成指上涨 14.97%，沪深交易额同比增长 28.70%。截至 2020 年 6 月底，134 家证券公司总资产为 8.03 万亿元，较 2019 年底增加 10.61%；净资产为 2.09 万亿元，较 2019 年底增加 3.47%，净资本为 1.67 万亿元，较 2019 年增加 3.09%。2020 年上半年，134 家证券公司中，124 家公司实现盈利，实现营业收入 2,134.04 亿元，实现净利润 831.47 亿元，分别同比增长 19.26%和 24.73%，经营业绩同比大幅增长。

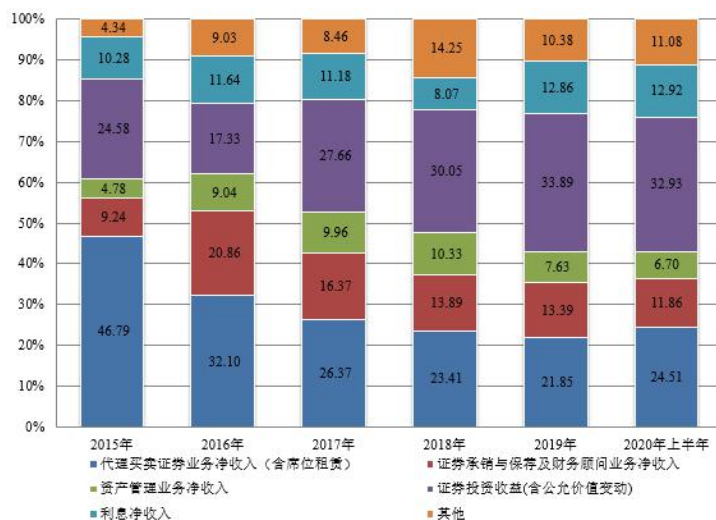
2. 业务分析

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。2020年上半年，经纪业务收入占比小幅增长，连续多年下降后有所回升，其他业务占比变动较小，业务结构稳定。

图3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



资料来源：中国证券业协会网站

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

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

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。2020年上半年，134家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）523.10亿元，同比增长17.82%。

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%。2020年上半年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入253.17亿元，同比增长28.10%。

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产且令其面临更大投资风险，或将减弱证券公司盈利稳定性；因此，此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

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

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长51.46%，成为第一大收入来源。2018年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018年债券市场新增43家违约主体，较2017年9家大幅增加，违约金额达1,154.50亿元，系2017年违约金额的3.42倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续2018年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长。同时，2019年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2019年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1,221.60亿元，同比大幅增长52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020年上半年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）702.74亿元，同比增长13.24%。

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》要求证券公司存量集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2019 年末，证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元，较 2018 年末下降 12.90%；2019 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.16 亿元，同比基本持平。2020 年上半年，证券公司实现资产管理业务净收入 142.91 亿元，同比增长 12.24%。

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%。2020 年上半年，证券公司实现利息净收入 275.66 亿元，同比增长 20.21%。

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，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、中泰证券和国联证券已实现上市。2020 年以来已有 5 家上市券商完成定向增

发募集货币资金，其中海通证券和国信证券分别募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、粤开证券等多家新三板挂牌证券公司未来将筹备 A 股上市，其中华龙证券和开源证券已于新三板退市。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 1 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立 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 2,354.94 亿元，净利润 780.77 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.89%和 62.75%。截至 2019 年底，前十大证券公司资产总额为 4.51 万亿元，占全行业总资产的 62.78%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 60%，行业集中度较高。

表 3 截至 2019 年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	1,654.50	7,917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1,460.94	5,593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1,411.19	6,367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1,256.55	5,621.81	248.63	90.57
5	广发证券	941.37	3,943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3,817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3,535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3,156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2,856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2,246.44	140.93	49.14
合计		10,200.34	45,056.60	2,354.94	780.77

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对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018-2019年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，证券公司面临信用风险加大。

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

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

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务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。

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

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要

求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

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

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，进一步体现合规、审慎导向，支持差异化、专业化发展；本次修改对规模指标有所弱化，进一步强化合规风控导向和专业服务能力导向。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。

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

公司业务牌照齐全，业务体系丰富，网点遍布全国主要地区，整体业务处于行业中游水平，具备较强的经营实力；公司股东背景多元化且实力较强，能够为公司提供一定的业务支持。

经过多年发展，公司各项业务牌照齐全，具备完整的证券业务板块，现已成为国内规模较大、机构分布较广的综合类证券公司之一。公司业务网点遍布全国，截至2020年6月末，公司拥有证券营业部55家，分公司4家，主要分布在北京、上海、广东、河南、天津、湖北、江苏、浙江、陕西、四川、吉林、山东、辽宁、安徽、河北、黑龙江、福建等17个省市，覆盖了中国主要的经济发达地区，为业务开展提供了充足的客户资源保障。2017年3月末，公司股票在全国股转系统挂牌公开转让，有助于公司提升资本实力和品牌影响力。此外，公司资本实力较强，各项业务收入均排名行业中游。

表4 公司主要业绩排名（单位：名）

项目	2017年	2018年	2019年
净资本	51	56	52
营业收入	49	79	60
证券经纪业务收入	59	60	60
客户资产管理业务收入	/	/	/
投资银行业务收入	81	88	64
融资类业务收入	43	59	51

证券投资收入	34	92	47
--------	----	----	----

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合评级整理

公司股东背景多元化，主要来自金融、能源、科技等多个产业，在国内具有较强的实力和影响力，股东自身及拥有的广泛客户资源能够为公司业务拓展提供一定支持。此外，公司设立了另类投资子公司、香港子公司和私募投资基金子公司，控股期货公司，参股基金公司，形成了丰富的业务体系。公司通过与股东和参股公司之间的积极合作，能够利用丰富的客户资源和多元化的服务模式，对公司业务进行持续的拓展。

公司管理层具有较长从业经验，管理经验丰富；公司员工的学历水平较高，能够满足公司持续发展的需要。

公司董事长翁振杰先生，1962年10月出生，中国国籍，无境外永久居留权，民建会员，于1986年7月毕业于解放军南京通信工程学院通信与电子系统专业，硕士研究生学历。自1986年7月至1999年9月，在解放军通信学院担任教官；自1999年9月至2001年12月，在北京中关村科技发展（控股）股份有限公司担任副总经理；自2002年2月至2005年3月，在重庆国际信托投资有限公司担任董事；自2005年3月至2014年11月，在重庆国际信托有限公司担任首席执行官、董事；自2007年12月至2010年2月，在重庆三峡银行股份有限公司担任董事长；自2010年1月至2012年8月，在西南证券股份有限公司担任董事长；自2014年11月至2015年9月，在重庆国际信托有限公司任董事长、首席执行官；自2015年9月至今，在重庆国际信托股份有限公司任董事长；自2016年2月至今，在国都证券股份有限公司任董事；自2020年3月至今，在国都证券股份有限公司任董事长。

公司总经理赵远峰先生，1968年1月出生，中国国籍，无境外永久居留权，中共党员，于2002年4月毕业于北京大学工商管理专业，硕士研究生学历。自1992年5月至1994年7月，在机电部自动化研究所任助理工程师；自1994年7月至2002年2月，在华夏证券股份有限公司历任信息系统维护工程师、东四营业部信息技术主管；自2002年2月至2015年6月，在国都证券有限责任公司历任电脑中心总经理、信息技术中心总监、风控总监兼风险控制部总经理、经纪业务总监、副总经理；自2015年6月至2018年12月，在国都证券股份有限公司任副总经理，其中2018年6月至2018年12月在国都证券股份有限公司任代总经理；自2018年12月至2019年1月，在国都证券股份有限公司任总经理；自2019年1月至2019年5月，在国都证券股份有限公司任党委书记、总经理；自2019年5月至2020年7月，在国都证券股份有限公司任党委书记、总经理、首席信息官；自2020年7月至今，在国都证券股份有限公司任党委委员、总经理、首席信息官。

截至2020年6月末，公司母公司口径员工1,073人。从学历构成来看，研究生及以上学历272人，占比25.35%；本科学历649人，占比60.48%；大专学历及以下152人，占比14.17%。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司按照法律法规要求搭建了公司治理架构，具备较完善治理结构。

公司根据《公司法》《证券法》等相关法律法规的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“三会一层”治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间相互分离、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《章程》规定董事会由 13 名董事组成，董事会设董事长 1 名。目前，董事会共有 12 名董事，其中独立董事 3 名，符合法规规定。董事会下设薪酬与提名委员会、审计委员会、风险控制委员会及战略与发展委员会。2017—2019 年，公司董事会召开多次会议，并审议通过了多项议案。

监事会为公司监督机构，公司监事由 7 名监事构成，监事会设监事会主席 1 名。目前，监事会共有 6 名监事，其中职工监事 3 名，符合法规规定。监事会向股东负责，对公司财务以及公司董事、总经理和其他高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益；公司监事会还对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司的财务。

公司经营管理层拥有总经理兼首席信息官 1 名，副总经理兼合规总监兼首席风险官 1 名，副总经理 4 名，财务负责人 1 名，董事会秘书 1 名。公司经营管理层成员具有丰富的经营管理经验，这有利于公司经营管理的科学决策和稳健发展。

2. 内部控制及合规管理

公司内部控制体系较健全，但近年来公司多次收到被采取监管措施，内控合规管理水平仍需要进一步提升。

公司按照《证券公司内部控制指引》《证券公司合规管理试行规定》《企业内部控制基本规范》及其配套指引等相关规定，遵循全面性、健全性、有效性、权责匹配、相互制约、及时性和独立性等原则，建立了完备的合规管理、风险管理和内部控制体系。公司设立了风险管理部、合规法律部、稽核审计部三个独立的内部控制部门，充分发挥其在防范、控制和化解风险方面的作用。

公司建立了董事会领导下的，由公司管理层、下属各单位（包括公司各部门、各分支机构、各层级子公司）以及全体工作人员主动合规，与合规总监、合规管理部门、下属各单位合规人员等合规管理相结合的全方位、多层次的合规管理组织架构。公司每年至少开展 1 次合规管理有效性评估，以合规风险为导向，重点关注可能存在合规管理缺失、遗漏或薄弱的环节，全面、客观反映合规管理存在的问题，充分揭示合规风险。

公司近年来受到处罚情况方面，2018 年 1 月，公司北京朝阳路营业部因销售某专项资产管理计划时存在对客户资料未核实，与在客户回访时，对向风险承受能力较低的保守型客户销售高风险金融产品的情况，未核实销售人员是否存在不适当推介行为而被采取责令限期改正的行政监管措施。2018 年 9 月，公司因 2016 年推荐浙江盛天文化传媒股份有限公司（以下简称“盛天传媒”）挂牌业务存在未认真履行审慎核查义务的问题，被浙江证监局采取出具警示函的行政监管措施。2019 年 1 月，公司因在 2016 年推荐盛天传媒挂牌业务中未能勤勉尽责，被全国股转公司采取出具警示函的自律监管措施。2020 年 3 月，公司因未及时上报股东股权质押情况，被北京证监局采取责令改正的行政监管措施。2020 年 6 月，公司因处理客户交易时才做不当，被北京证监局采取责令改正的行政监管措施。2020 年 6 月，公司因在大连华实教育咨询股份有限公司 2018 年股票发行过程中未能认真履行核查义务，被大连证监局采取出具警示函的行政监管措施。公司已针对上述事件采取了相关整改措施。

2017—2020 年，公司的分类监管评级结果分别为 BBB 级、BBB 级、BB 级和 BBB 级，处于行业中游水平。

六、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，受证券行业景气度波动影响，公司营业收入和利润规模波动下降；营业收入结构有所波动；同时，联合评级也关注到，公司主营业务受经济环境影响较大，未来收入的增长仍存在不确定性。

2017—2019年，受证券行业景气度波动影响，公司营业收入规模波动下降。2017—2019年，公司分别为实现营业收入16.75亿元、6.20亿元和14.97亿元，2018年营业收入大幅下降主要系公司证券投资业务权益类投资发生亏损所致，2019年公司营业收入较2018年增长168.75%，增幅高于行业平均水平，主要系证券自营业务收入大幅增长，以及证券经纪业务、投资银行业务、信用交易业务、另类投资、私募基金管理业务和海外业务等收入均有不同程度的增长所致。2017—2019年，公司实现营业收入分别排名行业内第49位、第79位和第60位，处于行业中下游水平。2017—2019年，公司分别实现净利润7.40亿元、-1.54亿元和5.40亿元，波动较大。

从收入构成看，2017—2019年，公司营业收入结构有所波动；证券经纪业务和信用交易业务始终是公司重要的收入来源，占公司营业收入比重有所波动；受2018年投资亏损影响，证券自营业务收入规模和占比波动相对较大；投资银行业务及海外业务收入和占比均呈波动上升态势；资产管理业务收入规模持续下降，占营业收入比重波动下降；期货业务收入规模有所波动，占比波动下降；另类投资、私募基金管理业务收入规模持续上升，占比波动增长。2019年，公司收入主要来源于证券自营业务、信用交易业务、证券经纪业务、投资银行业务和另类投资、私募基金管理业务，占比分别为43.55%、25.10%、22.57%、11.04%和9.30%。其他业务主要系非归属于各业务板块的收入等项目，包括财务性融资利息净收入等。

2020年1—6月，公司实现营业收入8.79亿元，同比下降3.13%，实现净利润4.11亿元，同比下降6.23%，两者增速低于行业平均水平。2020年1—6月，公司收入结构较2019年变化不大（2020年起，公司信用交易业务纳入证券经纪业务收入计算。）

表5 公司营业收入及占比情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	3.71	22.16	2.83	45.57	3.38	22.57	--	--
证券经纪业务（含信用交易业务）	--	--	--	--	--	--	4.32	49.18
证券自营业务	7.27	43.38	-0.98	-15.72	6.52	43.55	4.31	49.02
投资银行业务	1.13	6.72	0.27	4.34	1.65	11.04	0.52	5.94
资产管理业务	1.32	7.89	0.97	15.68	0.50	3.31	0.16	1.78
信用交易业务	3.40	20.30	3.36	54.15	3.76	25.10	--	--
期货业务	0.44	2.64	0.45	7.29	0.44	2.92	0.19	2.13
另类投资、私募基金管理业务	1.00	5.97	1.36	21.94	1.39	9.30	0.44	5.06
海外业务	0.31	1.83	-0.04	-0.72	0.34	2.28	0.06	0.66
其他业务	-1.82	-10.89	-2.02	-32.53	-3.00	-20.06	-1.21	-13.76
合计	16.75	100.00	6.20	100.00	14.97	100.00	8.79	100.00

注：公司 2017 年投资银行业务收入含中小企业投资银行业务收入

资料来源：公司财务报表

2. 业务运营

受市场行情波动影响，公司代理买卖证券交易量波动下降，佣金率持续下降，证券经纪业务收入波动下降；同时，联合评级也关注到，证券经纪业务受市场行情影响较大，且佣金率下降压

力较大，未来证券经纪业务收入增长存在一定不确定性。

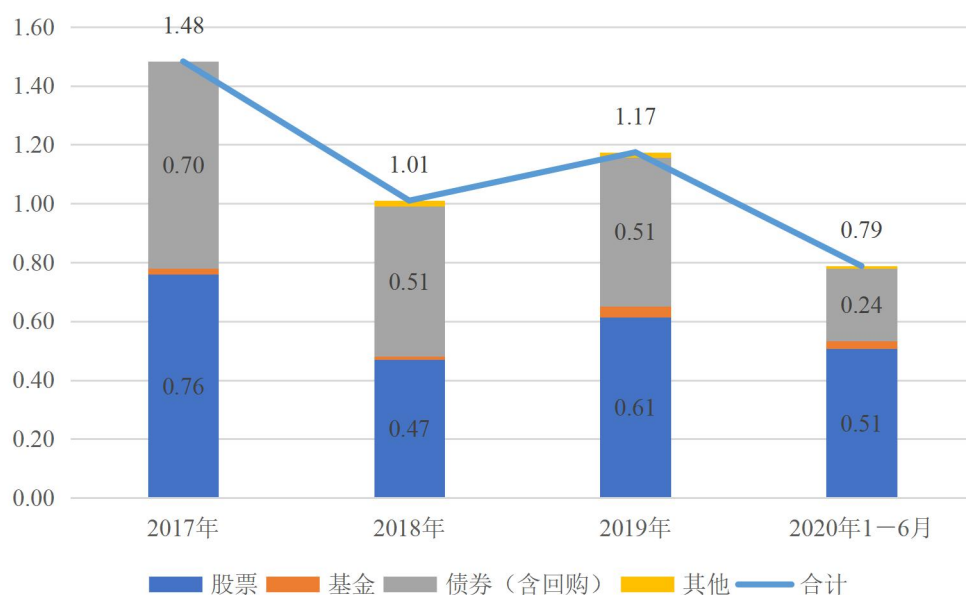
证券经纪业务是公司重要的收入及利润来源。公司证券经纪业务主要包括：接受客户委托，代理客户买卖股票、债券、基金和衍生品等金融产品；代理金融产品销售；期货中间介绍业务。公司建立了财富管理总部，财富管理总部依据公司战略和市场发展情况，对公司证券经纪业务进行整体规划和指导，并组织分支机构有序合规开展各项工作，同时整合和协调内外资源发展渠道、开拓市场等。截至 2020 年 6 月末，公司共有证券营业部 55 家，分公司 4 家。公司各营业网点布局以全国的经济中心和发达城市为主，主要分布在北京、上海、天津、广东、浙江、湖北、四川、江苏、陕西、河北、河南、山东、吉林、安徽、黑龙江、辽宁、福建等 17 个省市。在人才建设方面，截至 2020 年 6 月末，公司证券经纪业务从业团队 366 人，均具有证券从业资格或经纪人资格。公司定期对经纪人进行业务与合规培训。

2017—2019 年，受市场行情波动及佣金率下行影响，公司证券经纪业务收入波动下降，年均复合下滑 4.26%。2019 年，公司实现证券经纪业务收入 3.38 亿元，同比增长 19.51%。2017—2019 年，公司证券经纪业务收入分别排名行业内第 59 位、第 60 位和第 60 位。

证券经纪业务受证券市场行情的影响较大，2017—2019 年，随着股票市场的震荡，公司代理股票交易量波动下降，年均复合下降 10.12%；2019 年，公司股票交易量为 0.61 万亿元，同比增长 30.64%，主要系股票市场阶段性回暖所致。2017—2019 年，公司债券（含回购）交易量整体呈下降趋势，三年分别为 0.70 万亿元、0.51 万亿元和 0.51 万亿元，2018 年大幅下降主要是受银发[2017]302 号《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》的影响，公司开展的债券远期业务大幅减少所致。此外，公司还有少量基金及其他证券交易，但整体规模很小。综合以上因素，2017—2019 年，公司代理买卖证券交易量波动下降，年均复合下降 11.01%；2019 年，公司代理买卖证券交易量为 1.17 万亿元，同比增长 16.26%。2017—2019 年，公司平均佣金率分别为 0.37‰、0.35‰和 0.32‰，呈持续下降态势，但仍略高于行业平均水平。

2020 年 1—6 月，公司股票交易量为 0.51 万亿元，债券交易量为 0.24 万亿元，代理买卖证券交易量合计为 0.79 万亿元。2020 年 1—6 月，公司平均佣金率为 0.31‰，较 2019 年略有下降。

图 4 公司代理买卖证券交易量（单位：万亿元）



资料来源：公司提供，联合评级整理

公司投资银行业务收入波动上升，债券承销业务发展态势向好；同时，联合评级也关注到，投资银行业务受市场环境和政策监管的影响较大，未来投资银行业务收入的增长仍存在不确定性。

公司投资银行业务由投资银行总部、股转业务部等部门负责整体运营，主要业务包括股票的保荐承销、收购兼并、债券承销及推荐挂牌等。2019 年初，公司撤销原投资银行总部、原投资银行事业部，新设立投资银行总部，承接原投资银行总部、原投资银行事业部职能；中小企业投资银行总部更名为股转业务部，专注于新三板业务；机构销售与交易部资本市场业务职能转移至新设投资银行总部。截至 2020 年 6 月末，公司投资银行业务团队拥有保荐代表人 8 人。

2017—2019 年，公司投资银行业务收入波动上升，年均复合增长 21.14%；2019 年，公司投资银行业务实现收入 1.65 亿元，同比增长 514.41%，主要系债券承销金额大幅增长所致。

股权承销业务方面，2017 年，公司完成 1 单首次公开发行项目，承销金额为 5.64 亿元；2018—2019 年，公司无股权承销项目落地。

债券发行业务方面，2017—2019 年，公司债券发行业务波动增长，发行数量持续上升，承销金额波动上升；2017—2019 年，公司债券发行业务承销金额年均复合增长 181.87%；2019 年，公司债券发行业务承销金额为 158.90 亿元，同比增加 149.71 亿元，主要系当年债券发行市场行情回暖且公司大力发展债券承销业务所致。

财务顾问业务方面，2017—2019 年，公司财务顾问收入持续下降；2017—2019 年，公司分别实现财务顾问净收入 0.30 亿元、0.24 亿元和 0.22 亿元，对公司投资银行业务收入形成了一定的补充。

2020 年 1—6 月，公司投资银行业务实现收入 0.52 亿元，同比下滑 43.06%，主要系 2020 年上半年公司债券发行数量及承销金额均同比下滑所致。2020 年 1—6 月，公司投资银行完成再融资发行 1 单，承销金额 8.02 亿元，完成债券发行 6 单，承销金额 44.80 亿元。

从投行项目储备来看，截至 2020 年 6 月末，公司在审股权项目 3 个（含 IPO 项目 2 个、再融资 1 个），在审债权项目 9 个；已拿批文未实施项目 11 个（均为债权项目）。

表 6 公司投资银行业务情况表（单位：单、亿元）

项 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 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
首次公开发行	1	5.64	--	--	--	--	--	--
再融资发行	--	--	--	--	--	--	1	8.02
债券发行	2	20.00	15	9.19	26	158.90	6	44.80
合计	3	25.64	15	9.19	26	158.90	7	52.82

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司证券自营业务投资规模持续上升，但收入波动很大；投资结构以债券、基金和股票为主；同时，联合评级也关注到，证券自营业务受市场环境的影响较大，未来证券自营业务收入的增长仍存在不确定性。

公司证券投资业务以权益类投资和固定收益类投资业务为主，其中权益类投资业务由证券投资业务总部负责，固收类投资业务由固定收益总部负责。公司对证券投资业务实行统一领导、分级授权、分级决策、分级管理模式，按照董事会——投资决策委员会——证券投资业务总部三级决策管理体制运作，董事会是证券投资业务的最高决策机构，投资决策委员会是证券投资业务投资运作的最高管理机构。

2017—2019 年末，公司证券自营业务收入波动下降，年均复合下降 5.29%；2019 年，公司实

现证券自营业务收入 6.52 亿元，同比增长 7.50 亿元，主要系受股票市场阶段性回暖及公司扩大债券投资规模影响，公司股票和债券投资均取得较好收益所致。

2017—2019 年末，公司证券自营业务规模持续增长，年均复合增长 83.40%；截至 2019 年末，公司证券自营业务规模为 145.61 亿元，较 2018 年末增长 155.10%，主要系公司债券、基金理财产品持仓规模上升所致。截至 2019 年末，公司投资结构以债券、基金和股票构成；其中，债券投资余额为 91.39 亿元，较 2018 年末增加 84.25 亿元，主要系公司于 2019 年新成立固定收益总部，加大了债券投资规模，占比大幅上升至 62.76%；股票投资余额为 12.72 亿元，较 2018 年末下降 3.05%，占比下降至 8.73%；基金投资余额为 22.06 亿元，较 2018 年末增长 36.85%，占比下降至 15.15%，以货币类和债券类基金为主；2017—2018 年公司其他投资规模相对较小，2019 年规模大幅增加，主要是私募基金委外投资。2017—2019 年末，公司（母公司口径）自营非权益类证券及其衍生品/净资本指标和自营权益类及证券衍生品/净资本指标均呈波动上升态势，持续优于监管标准。截至 2019 年末，公司自营非权益类证券及其衍生品/净资本指标为 148.44%，自营权益类及证券衍生品/净资本指标为 15.54%，均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

2020 年 1—6 月，公司实现证券自营业务收入 4.31 亿元，同比增长 33.65%。截至 2020 年 6 月末，公司证券自营业务规模为 137.74 亿元，持仓结构以债券、基金、股票和理财产品为主，占比分别为 63.93%、11.78%、7.85%和 5.31%。

2017—2020 年 6 月末，公司证券自营业务已投债券无违约事件发生，自持资管计划涉及部分债券违约风险事件（详见资产管理业务章节）。

表 7 公司证券自营业务投资结构（单位：亿元、%）

项 目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票	12.32	28.45	13.12	22.99	12.72	8.73	10.81	7.85
债券	0.46	1.06	7.14	12.51	91.39	62.76	88.05	63.93
基金	11.60	26.79	16.12	28.24	22.06	15.15	16.22	11.78
理财产品	0.07	0.16	0.57	1.00	2.00	1.38	7.31	5.31
信托产品	9.80	22.64	13.33	23.35	6.01	4.13	6.45	4.68
资管计划	8.70	20.09	6.63	11.62	0.06	0.04	1.06	0.77
其他	0.35	0.80	0.08	0.14	11.37	7.81	7.83	5.69
合计	43.29	100.00	57.08	100.00	145.61	100.00	137.74	100.00
自营权益类证券及衍生品/净资本	12.16		18.29		15.54		13.53	
自营非权益类证券及衍生品/净资本	63.62		35.31		148.44		140.18	

资料来源：公司提供

公司资产管理业务规模和收入规模均持续下降；资产管理业务以被动管理类业务为主，其占比变化不大。

资产管理总部是公司主要从事资产管理业务的部门，负责具体实施集合资产管理计划业务、单一资产管理计划业务、资产支持专项计划业务和相关资产管理创新业务。2017—2019 年，公司资产管理业务持续转型，压缩通道类业务规模，资产管理业务收入持续下降，年均复合下降 38.75%；2019 年，公司实现资产管理业务收入 0.50 亿元，同比下滑 49.05%。

从管理规模和业务结构来看，2017—2019 年末，公司资产管理规模呈持续下降态势，年均复合下降 40.29%；其中，集合和单一资产管理业务规模持续下滑，资产支持专项计划业务规模波动增长；截至 2019 年末，公司资产管理规模 764.99 亿元，较 2018 年末下降 39.66%，主要系集合和

单一资产管理业务规模下降所致；其中，集合资产管理业务规模为 26.76 亿元，较 2018 年末下滑 2.09%，占比提升至 3.50%；单一资产管理业务规模为 733.38 亿元，较 2018 年末下滑 40.41%，主要系受资管新规和去通道政策影响，公司主动压缩通道类业务所致，占比下滑至 95.87%；资产支持专项计划规模为 4.85 亿元，较 2018 年末下滑 50.96%，主要系前期资产支持专项计划到期所致，占比变化不大。

2017—2019 年末，公司资产管理业务持续压缩通道类业务规模，被动管理类业务规模持续下降，占比变化不大。2017—2019 年末，公司资产管理业务主动管理类业务规模分别为 75.96 亿元、42.77 亿元和 32.73 亿元，占比分别为 3.54%、3.37%和 4.28%。

2020 年 1—6 月，公司资产管理业务实现营业收入 0.16 亿元，同比下降 48.48%。截至 2020 年 6 月末，公司资产管理规模为 622.13 亿元，较 2019 年末下降 18.67%，资产管理业务结构较 2019 年末变化不大。

截至 2020 年 6 月末，公司主动管理类资产管理业务涉及违约债券面值合计为 5.71 亿元；公司自有资金投资涉及风险事件的主动管理类资管产品本金合计 3.29 亿元，财务市值估值为 0.01 亿元（前期已经完成减值计提）。截至 2020 年 6 月末，公司被动管理类单一资产管理业务涉及股票质押违约本金 14.48 亿元，非标项目违约本金 34.35 亿。

表 8 公司母公司口径资产管理业务情况表（单位：亿元）

项目		2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 1—6 月	
		规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
产品类型	集合	52.77	2.46	27.33	2.16	26.76	3.50	22.41	3.60
	单一	2,092.39	97.53	1,230.67	97.06	733.38	95.87	595.12	95.66
	专项	0.16	0.01	9.89	0.78	4.85	0.63	4.60	0.74
管理方式	主动管理	75.96	3.54	42.77	3.37	32.73	4.28	23.91	3.84
	被动管理	2,069.36	96.46	1,225.58	96.66	732.26	95.72	593.62	95.42
合计		2,145.32	100.00	1,267.89	100.00	764.99	100.00	622.13	100.00

资料来源：公司提供

公司信用交易业务收入波动上升，两融利息收入持续下降，股票质押式回购业务收入持续增长；同时，联合评级也关注到，信用交易业务规模受市场行情影响较大。

公司信用交易业务主要包括融资融券、股票质押式回购以及转融通等业务。公司分别于 2010 年 11 月获得融资融券业务资格、2013 年 7 月获得股票质押业务资格、2013 年 10 月获得转融通业务试点资格。近年来，公司建立了“董事会——经营层——信用交易决策委员会——证券金融部——营业部”的业务决策和授权体系。证券金融部作为公司财富管理总部下设的二级部门，负责信用交易业务的开展和管理。

2017—2019 年，公司信用交易业务收入波动上升，年均复合增长 5.10%；2019 年，公司实现信用交易业务收入 3.76 亿元，同比增长 11.84%，主要系公司股票质押业务收入随规模增长所致。2017—2019 年，公司信用交易类业务收入¹分别排名行业内第 43 位、第 59 位和第 51 位。

融资融券业务方面，受市场交投活跃度波动影响，2017—2019 年末，公司融资融券业务规模有所波动，年均复合下降 1.82%；截至 2019 年末，公司融资融券业务规模为 40.18 亿元，较 2018 年末增长 14.86%。2017—2019 年，公司融资融券业务利息收入持续下降，年均复合下降 5.40%；2019 年，公司融资融券业务实现利息收入 2.62 亿元，同比下降 2.28%，主要系公司融资融券业务

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

费率下降所致。2017—2019 年，公司融资融券业务利息收入分别排名行业内第 47 位、第 50 位和第 49 位。

股票质押式回购业务方面，2017—2019 年末，公司股票质押式回购业务规模持续上升，年均复合增长 38.07%；截至 2019 年末，公司股票质押式回购业务规模为 19.59 亿元，较 2018 年末增长 33.83%，主要系公司增加股票质押业务规模所致。2017—2019 年，公司股票质押式回购业务利息收入规模持续上升，年均复合增长 54.97%；2019 年，公司股票质押式回购业务实现利息收入 1.14 亿元，同比增长 67.67%，主要系股票质押式回购业务规模上升所致。2017—2019 年，公司股票质押业务收入分别排名行业内第 70 位、第 70 位和第 51 位。

2017—2019 年末，公司信用业务杠杆率分别为 56.87%、56.61%和 64.98%，公司信用业务杠杆水平有所波动，处于适中水平。

2020 年 1—6 月，公司实现信用交易业务收入 2.23 亿元，同比增长 25.01%，其中融资融券业务实现利息收入 1.31 亿元，股票质押业务实现利息收入 0.92 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司融资融券业务规模为 37.61 亿元，较 2019 年末下降 6.39%，股票质押式回购业务规模为 17.06 亿元，较 2019 年末下降 12.93%。

截至 2020 年 6 月末，公司股票质押业务不存在违约项目。

表9 公司（合并审计报告口径）信用交易类业务情况（单位：亿元）

项目	2017 年/末		2018 年/末		2019 年/末		2020 年 6 月/末	
	余额	收入	余额	收入	余额	收入	余额	收入
融资融券	41.68	2.93	34.98	2.68	40.18	2.62	37.61	1.31
股票质押式回购	10.28	0.47	14.64	0.68	19.59	1.14	17.06	0.92
合计	51.96	3.40	49.62	3.36	59.77	3.76	54.67	2.23

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司的子公司业务规模较小，是公司多元化业务运营的重要组成部分之一，但整体收入和利润对公司贡献度较低。

国都景瑞是公司专门从事另类资产投资业务的全资子公司，成立于2012年10月31日，初始注册资本10.00亿元。截至2019年末，国都景瑞注册资本为15.00亿元。经营范围包括项目投资；投资管理；资产管理；投资咨询等。截至2019年末，国都景瑞资产总额15.76亿元；净资产15.63亿元；2019年国都景瑞实现投资收益和公允价值变动收益合计为1.30亿元；实现净利润0.92亿元。

国都期货前身系1992年成立的广东省汕头经济特区进出口总公司财经信息咨询服务中心，后经多次股权变更，公司成为其控股股东，并于2009年4月变更为现名。截至2019年末，国都期货注册资本为2.00亿元。国都期货具备商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理等业务资格，是上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和中国金融期货交易所的会员单位。截至2019年末，国都期货资产总额6.05亿元；净资产2.02亿元；2019年国都期货实现营业收入0.44亿元；净利润0.02亿元。

国都金控是由公司根据中国证券监督管理委员会2008年6月2日《关于核准国都证券有限责任公司在香港特别行政区设立中国国都（香港）金融控股有限公司的批复》（证监许可[2008]758号）核准在香港设立的从事综合金融服务的全资子公司。国都金控下设国都证券（香港）有限公司、国都期货（香港）有限公司、国都资本（香港）有限公司、国都融资（香港）有限公司，控股中诚国际资本有限公司。国都金控及其下设子公司、控股企业在香港从事包括证券交易、期货合约交易及资产管理等经有权机关批准的持牌业务，目前的收入来源主要为资产管理业务的管理费收

入和证券、期货经纪业务手续费收入。截至2019年末，国都金控资产总额5.56亿元；净资产2.70亿元；2019年实现营业收入0.34亿元；净利润0.10亿元。

国都创投成立于2016年4月，注册资本1.00亿元，是公司开展私募基金管理业务的全资子公司。国都创投经营范围为：创业投资业务；代理其他创业投资企业等机构或个人的委托进行创业投资业务；创业投资咨询业务；为创业企业提供创业管理服务业务；参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构。截至2019年末，公司在管基金8只，基金管理规模认缴31.37亿元，基金实缴金额5.59亿元。截至2019年末，国都创投资产总额0.94亿元；净资产0.92亿元；2019年国都创投实现营业收入0.09亿元；净利润-0.08亿元。

表 10 截至 2019 年末公司的子公司情况（单位：亿元、%）

名称	成立时间	业务性质	注册资本	实收资本	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
国都景瑞	2012 年	另类投资	15.00	15.00	100.00	15.76	15.63	1.30	0.92
国都期货	1992 年	期货业务	2.00	2.00	62.31	6.05	2.02	0.44	0.02
国都金控	2008 年	控股、投资	3.00 亿港元	2.49	100.00	5.56	2.70	0.34	0.10
国都创投	2016 年	私募基金	1.00	1.00	100.00	0.94	0.92	0.09	-0.08

资料来源：公司提供，联合评级整理

3. 未来发展

公司战略定位明确，制定的措施可行性高，有助于公司目标的逐步实现，进一步提升综合实力，但公司经营易受经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响，未来发展存在一定不确定性。

公司未来发展目标是以中国资本市场蓬勃发展为契机，遵循差异化竞争策略，依托类金融平台背景，积极开拓进取；以客户为中心，通过多渠道、多形式为客户提供服务、创造价值；努力提升专业化水平，提高投资能力、销售能力、定价能力、融资能力和风险管理能力，打造具备行业竞争力的业务团队；培育新业务增长点，降低传统业务所占比重，平衡收入结构、降低经营风险，提高资本回报率，成为一家中等规模具备自身特色的上市券商。

公司将在从严监管、稳中求进的监管基调和市场大环境下，加大业务团队和优秀业务人才的引进，加大营销力度，大力开拓市场，增加项目储备和合作渠道；稳住代理业务市场份额或有所提升；积极持续开展信用交易业务；把握市场机会，重点做好权益资产投资；在控制好风险的前提下做好债券及固定收益产品投资和交易，力保取得稳定收益；积极探索股转及场外市场业务、资产管理通道业务转型之路，摸索出新的业务及盈利模式。

七、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理制度，有效地支撑了各项业务稳步运行。但业务规模的增长及创新业务的深入开展要求公司进一步提高风险管理的水平。

公司在日常经营活动中面临的风险主要包括市场风险、流动性风险、信用风险和操作风险等。为保证公司经营目标的实现，公司建立了风险管理制度体系和组织架构，采取措施对公司面临的风险进行控制。

公司风险管理的组织体系由董事会、监事会、经营管理层、各部门、分支机构和子公司构成。董事会及其风险控制委员会负责审批公司风险管理制度、风险管理政策、重大风险处置方案等重大风险管理事项，对公司承担风险的整体情况和风险管理体系的有效性进行监督。监事会负责监

督董事会和经营管理层在风险管理方面的履职尽责情况并督促整改。经营管理层及其合规与风险管理委员会负责建设公司全面风险管理体系，组织实施董事会通过的风险管理政策，在董事会授权范围内对风险管理重大事项进行决策，向董事会报告风险管理工作和风险承担状况并接受监督。首席风险官负责公司全面风险管理工作，并领导风险管理部门的工作。风险管理部在首席风险官领导下履行公司全面风险管理职责。各业务部门、分支机构、子公司履行本部门（分支机构、子公司）的风险管理工作职责。

公司建立了比较健全有效的市场风险管理体系，并不断根据业务发展情况完善对市场风险的防范措施。

市场风险是指市场价格（股票价格、利率、商品价格和汇率）的不利变动使公司业务发生损失的风险。市场风险影响自营、资产管理、做市等各项业务，其中自营业务对公司的经营成果影响最大。

公司证券投资业务主要通过严格的资金配置、分级授权、分级决策机制以及股指期货、国债期货套期保值等措施管理市场风险。每年董事会和管理层对自营业务规模和风险限额做具体授权，决定公司承担的自营业务市场风险的总体限额；在业务操作中，业务部门严格执行公司授权，同时严格执行投资计划、证券池和止损等风险政策和制度，通过严格的事前审批和系统设置，控制业务风险；公司利用股指期货、国债期货等工具，对部分自营证券进行套期保值，降低公司承担的市场风险；业务部门和风险管理部门分别对业务进行监测，定期对市场风险进行评估，确保相关风险控制体系的有效运行。

公司不断完善针对各类业务的信用风险控制措施，针对风险控制工作中出现的问题进行及时整改，信用风险控制水平逐步提升。

信用风险是指债务人、交易对手未按照约定履行义务的风险，或由于信用评级降低、履约可能性降低给债权人、金融产品持有人造成损失的风险。公司目前面临的信用风险主要有：证券投资业务开展固定收益产品交易时，交易对手不能履约和交易品种不能兑付本息的风险；融资融券业务、股票质押业务客户不能按规定期限偿还应归还的资金本息或证券，抵押物不足以清偿的风险。

公司控制信用风险的措施主要有：证券投资业务部门严格执行投资品信用级别限制、谨慎选择交易对手等信用风险控制措施；公司信用交易委员会对融资融券业务客户授信、保证金比例、最低维持担保比例、可充抵保证金的证券范围及折算率、客户可融资买入和融券卖出的证券范围等进行管理，对股票质押式回购业务融资主体资质、质押标的选择范围、质押率上限、融资利率、最低维持担保比例等进行管理，对重大业务进行审批；信用交易业务部门按照授权开展业务，逐日盯市、及时平仓。

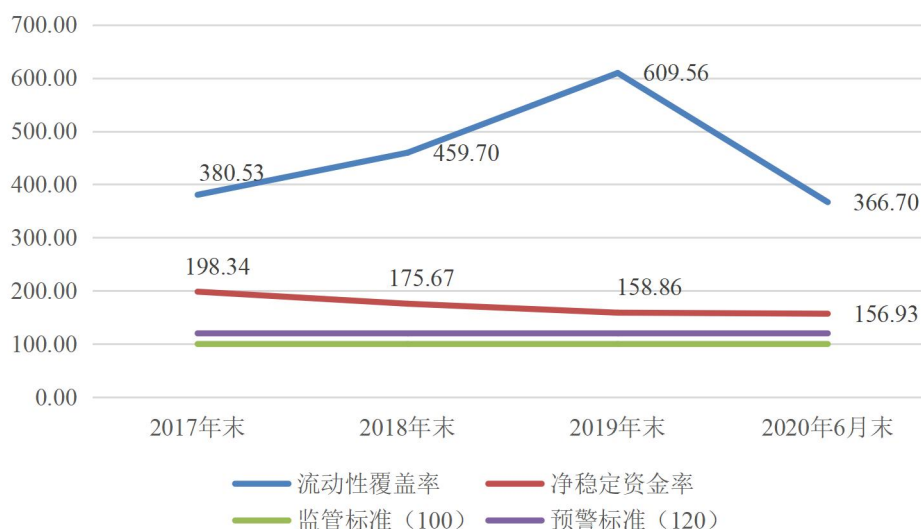
公司资产流动性处于良好水平，公司对流动性风险进行了有效的监控和管理。

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的资金需求的风险。公司在经营过程中，如果遇到宏观政策变化、市场情况变化、信誉度下降等情况，可能出现资金周转不灵，不能及时偿付到期债务，不能及时获得足额融资等流动性风险。

公司对流动性风险实施限额管理，通过流动性覆盖率、净稳定资金率的监管指标对流动性风险进行监测和管理；加强日间流动性管理，确保具有充足的日间流动性头寸和相关融资安排；建立并完善融资策略，提高融资来源的多元化和稳定程度；定期开展流动性风险压力测试工作；制定流动性风险应急计划，确保公司可以应对紧急情况下的流动性需求。

2017—2020年6月末，公司流动性指标持续优于预警标准和监管标准。

图5 公司流动性指标情况（单位：%）



资料来源：公司风险控制指标报表，联合评级整理

公司建立了较为完善的操作风险控制体系，不断深化内控体系建设，能够适应公司当前发展阶段。

操作风险是指流程不完善、业务操作以及系统操作不当，使公司遭受损失的风险，按风险成因划分为流程风险、人员风险和技术风险。流程不完善、执行不严格、人员不胜任、越权操作、系统故障或系统失败等因素都可能导致操作风险。

公司建立了完善的操作风险管理体系，设置了前后台分离、业务互相制衡、重要岗位双人双岗以及严格的授权体系等操作风险控制机制。公司建立了相对完备的信息技术管理制度和流程，针对可能出现的故障制订了应急处理机制，并定期进行演练。

公司统一规划信息管理系统建设工作，不断提高信息系统的维护和管理水平，加强对业务系统的安全保障，持续加强信息系统培训工作。公司高度重视信息系统建设，根据业务发展情况，持续进行信息系统软、硬件的投入、建设和升级工作，控制技术风险。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—2019年的审计报告均经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见。公司2020年1—6月财务报表未经审计。2017年，公司新纳入合并范围的子公司1家。2018年，公司新增不再纳入合并范围的子公司1家。2019年，公司新增不再纳入合并范围的子公司2家。上述子公司规模均很小，对公司影响不大。此外，由于金融工具的确认和计量执行了《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号——金融资产转移》和《企业会计准则第24号——套期会计》（以下简称“金融工具新准则”），公司2019年资产负债表构成科目较2017—2018年有所变动，对公司财务报表可比性有一定影响。整体看，公司财务数据可比性较强。

2. 资金来源与流动性

公司自有负债规模波动上升，杠杆水平同步波动增长，处于行业适中水平；债务以短期为主，且集中在 2020 年到期的债务占比较高，需要公司进行较好的流动性管理。

2017—2019 末，公司对外融资规模波动上升，负债总额年均复合增长 31.69%；截至 2019 年末，公司负债总额为 200.10 亿元，较 2018 年末增长 113.25%，主要系公司证券自营业务债券投资规模增长以及债券融资规模上升使得卖出回购金融资产款和应付债券等增长所致。2017—2019 末，公司自有负债占负债总额的比重分别为 57.15%、53.06%和 72.87%，呈波动上升态势。2017—2019 末，公司自有负债规模波动上升，年均复合增长 48.70%；截至 2019 年末，公司自有负债 145.82 亿元，较 2018 年末大幅增长 192.87%，主要系公司证券投资业务债券投资规模增长以及债券融资规模上升使得卖出回购金融资产款和应付债券等增长所致；公司自有负债主要由卖出回购金融资产款、应付债券卖和拆入资金构成，占比分别为 47.43%、33.17%和 12.63%。

表 11 公司负债情况表（单位：亿元、%）

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
负债总额	115.39	93.83	200.10	187.51
自有负债	65.95	49.79	145.82	124.59
其中：卖出回购金融资产款	20.11	6.18	69.16	61.82
拆入资金	17.00	9.00	18.41	15.19
应付债券	19.98	29.99	48.37	38.52
全部债务	60.36	45.26	138.99	115.52
其中：短期债务	40.38	15.27	90.62	77.00
长期债务	19.98	29.99	48.37	38.52
自有资产负债率	41.92	36.22	61.32	56.76
净资本/负债	124.46	147.17	52.98	62.84
净资产/负债	138.38	175.78	62.21	75.17

资料来源：公司财务报表、监管报表，联合评级整理

2017—2019 末，公司卖出回购金融资产款规模波动上升，年均复合增长 85.43%；截至 2019 年末，公司卖出回购金融资产款为 69.16 亿元，较 2018 年末增加 62.98 亿元，主要系公司证券自营业务增加杠杆，债券质押式回购业务增长所致。卖出回购金融资产款标的主要为债券。

2017—2019 末，公司拆入资金规模波动上升，年均复合增长 4.07%；截至 2019 年末，公司拆入资金为 18.41 亿元，较 2018 年末大幅增长 104.56%，系公司转融通融入资金规模增长所致。

2017—2019 末，公司应付债券规模持续上升，年均复合增长 55.59%；截至 2019 年末，公司应付债券为 48.37 亿元，较 2018 年末增长 61.30%，主要系当期新发行 3 支次级债券（“19 国都 C1”“19 国都 C2”和“19 国都 C5”）所致。

从负债水平来看，2017—2019 末，公司债务负担波动上升；2017—2019 末，自有资产负债率分别为 41.92%、36.22%和 61.32%，杠杆水平适中。2017—2019 末，公司母公司口径的净资本/负债指标分别为 124.46%、147.17%和 52.98%，呈波动下降态势；净资产/负债指标分别为 138.38%、175.78%和 62.21%，呈波动下降态势；2019 年公司母公司口径的净资本/负债和净资产/负债大幅下降主要系公司证券自营业务增加杠杆水平所致。

从有息债务来看，2017—2019 末，公司全部债务规模波动上升，年均复合增长 51.75%；截至 2019 年末，公司全部债务规模较 2018 年末增长 207.09%至 138.99 亿元，其中短期债务占 65.20%，长期债务占 34.80%，公司债务以短期为主。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额 187.51 亿元，较 2019 年末下降 6.29%。截至 2020 年 6 月末，公司自有负债 124.59 亿元，较 2019 年末下降 14.56%，主要系卖出回购金融资产款、应付债券和拆入资金均有不同程度的下降所致；公司自有负债仍主要由卖出回购金融资产款、应付债券和拆入资金构成，占比分别为 49.62%、30.92%和 12.19%。截至 2020 年 6 月末，公司母公司口径的净资产/负债指标为 62.84%，净资产/负债指标为 75.17%。截至 2020 年 6 月末，公司全部债务为 115.52 亿元，较 2019 年末下降 16.88%，其中短期债务占比 66.66%，长期债务占比 33.34%。从债务偿还期限结构来看，截至 2020 年 6 月末，公司集中在 2020 年到期的债务为 97.70 亿元，占比 84.57%，需要公司进行较好的流动性管理。

表 12 截至 2020 年 6 月末公司存续期内债务集中兑付情况分析（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
2020 年	97.70	84.57
2021 年	0.00	0.00
2022 年	17.82	15.43
合计	115.52	100.00

资料来源：公司提供

公司资产规模波动增长；受证券投资自营规模增长影响，自有资产规模波动上升。另外，公司资产中优质流动资产占比较高，整体资产质量较高。

2017—2019 末，公司资产总额波动增长，年均复合增长 18.86%；截至 2019 年末，公司资产总额合计为 292.08 亿元，较 2018 年末增加 60.94%，主要系证券自营业务债券投资规模上升所致。公司资产以自有资产为主，2017—2019 末，公司自有资产规模波动上升，年均复合增长 22.95%；截至 2019 年末，公司自有资产合计为 237.80 亿元，较 2018 年末大幅增长 73.01%，主要系金融投资资产规模上升所致。截至 2019 年末，公司资产主要由交易性金融资产、其他债权投资、融出资金和买入返售金融资产构成，占比分别为 33.28%、16.57%、14.34%和 10.87%。此外，由于金融工具的确认和计量执行了金融工具新准则，2019 年末公司资产构成科目较 2017—2018 年有所变动。

表 13 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项 目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产总额	206.76	100.00	181.49	100.00	292.08	100.00	282.42	100.00
自有货币资金	2.99	1.45	12.11	6.67	5.84	2.00	3.67	1.30
自有结算备付金	0.29	0.14	0.37	0.20	1.63	0.56	1.20	0.42
融出资金	41.77	20.20	35.14	19.36	41.87	14.34	39.35	13.93
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	26.00	12.57	42.72	23.54	--	--	--	--
可供出售金融资产	17.29	8.36	14.36	7.91	--	--	--	--
买入返售金融资产	56.09	27.13	24.00	13.23	31.76	10.87	23.99	8.49
交易性金融资产	--	--	--	--	97.20	33.28	90.21	31.94
其他债权投资	--	--	--	--	48.41	16.57	47.53	16.83
自有资产	157.31	76.09	137.44	75.73	237.80	81.41	219.50	77.72
优质流动资产	18.71	--	30.70	--	47.55	--	30.90	--
优质流动资产/总资产	12.02		22.61		20.16		14.23	

资料来源：公司财务报表、监管报表，联合评级整理。

2017—2019 末，公司货币资金持续上升，年均复合增长 7.35%；截至 2019 年末，公司货币资金为 47.44 亿元，较 2018 年末增长 7.50%，主要系公司客户资金货币资金增长所致。2017—2019 末，公司自有货币资金波动上升，年均复合增长 39.78%；截至 2019 年末，公司自有货币资金 5.84 亿元，较 2018 年减少 51.79%；其中使用受限制的货币资金为 0.02 亿元，公司货币资金受限比例低。

2017—2019 末，公司结算备付金持续增长，年均复合增长 22.66%；截至 2019 年末，公司结算备付金为 11.22 亿元，较 2018 年末增长 19.76%，系客户备付金增长所致。2017—2019 末，公司自有结算备付金持续上升，年均复合增长 137.48%；截至 2019 年末，公司自有结算备付金 1.63 亿元，较 2018 年末增长 345.76%，主要系证券自营业务债券投资备付的结算资金增加所致。

2017—2019 末，公司融出资金规模有所波动；截至 2019 年末，公司融出资金为 41.87 亿元，较 2018 年末增长 19.14%，主要系当期融资融券业务规模有所增加所致。截至 2019 年末，公司融出资金主要为融资融券业务融出资金，占比为 95.76%；公司对融资类业务形成的资产基于预期信用损失模型计提减值准备，整体计提比例为 0.20%，计提比例尚可。

2017—2019 末，公司买入返售金融资产波动下降，年均复合下降 24.75%；截至 2019 年末，公司买入返售金融资产合计 31.76 亿元，较 2018 年末增长 32.30%，主要系公司股票质押式回购业务规模及债券质押式回购业务规模均同比有所增长所致，其中股票质押式回购余额（未剔除减值准备）为 19.59 亿元。从账龄看，截至 2019 年末，公司股票质押式回购融出资金余额主要集中在 3~12 个月内到期的项目（占比 85.66%）。截至 2019 年末，公司对买入返售金融资产计提减值准备余额合计为 0.11 亿元，计提比例为 0.35%，计提比例一般。

2019 年起，由于执行新金融工具准则，公司不再使用以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和持有至到期投资等科目核算金融资产，金融资产以交易性金融资产、债权投资和其他债权投资等科目进行核算。2017—2019 年末，公司金融投资类资产合计持续上升，年均复合增长 83.40%；截至 2019 年末，公司金融投资类资产合计 145.61 亿元，较 2018 年末上升 155.11%。截至 2019 年末，公司交易性金融资产 97.20 亿元，主要由债券、公募基金、股票和信托计划构成，占比分别为 44.22%、22.70%、13.08%和 6.19%。截至 2019 年末，公司其他债权投资 48.41 亿元，主要为公司持有的企业债、公司债、同业存单和中期票据，占比分别为 42.05%、28.05%、16.18%和 6.69%。

2017—2019 末，公司优质流动资产规模持续上升，年均复合增长 59.43%；截至 2019 年末，公司优质流动资产 47.55 亿元，较 2018 年末增长 54.87%，主要系公司持有的未质押的信用债券规模上升所致。2017—2019 末，公司优质流动资产占总资产比重分别为 12.02%、22.61%和 20.16%，优质流动资产占总资产比重波动上升，处于相对较高的水平，资产变现能力较强，整体资产质量较高。

截至 2020 年 6 月末，公司资产总额为 282.42 亿元，较 2019 年末下降 3.31%，其中自有资产 219.50 亿元，较上年末下降 7.69%，主要系融出资金及交易性金融资产规模下降所致。截至 2020 年 6 月末，公司自有资产仍主要由交易性金融资产、其他债权投资、融出资金和买入返售金融资产构成，占比分别为 31.94%、16.83%、13.93%和 8.49%。截至 2020 年 6 月末，公司优质流动资产规模为 30.90 亿元，优质流动资产占总资产比重为 30.90%。

3. 资本充足性

公司所有者权益规模有所波动，所有者权益稳定性好，利润留存一般；同时，公司主要风险

控制指标均持续优于监管指标，整体资本充足性较好。

2017—2019 末，公司所有者权益规模有所波动；截至 2019 年末，公司所有者权益合计 91.98 亿元，较 2018 年末增长 4.93%，主要系利润留存及其他综合收益增长所致；其中，归属于母公司所有者权益 90.37 亿元，少数股东权益 1.64 亿元。截至 2019 年末，归属于母公司所有者权益中，股本占比 64.51%、资本公积占比 8.99%、盈余公积占比 7.11%、一般风险准备占比 14.18%、未分配利润占比 5.08%，股本及资本公积合计占比较大，所有者权益的稳定性较好。2017—2018 年，公司分别向全体股东分配利润 4.24 亿元和 1.06 亿元，占前一年归属于母公司净利润的比重分别为 63.01%、14.32%。2018 年公司母公司净利润为-1.48 亿元，2019 年向股东分配利润 1.17 亿元，公司分红力度较大，利润留存对资本补充作用一般。

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益合计 94.91 亿元，较 2019 年末增长 3.19%，主要系利润留存所致，其中归属于母公司的所有者权益 93.31 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益结构较上年末变化不大。

2017—2019，公司确保了各项风险控制指标持续符合监管标准，抵御风险的能力稳步提升。2017—2019 末，公司净资本波动下降，年均复合下降 2.65%；截至 2019 年末，公司净资本为 77.03 亿元，较 2018 年末增长 6.27%。2017—2019 末，公司净资产规模有所波动；截至 2019 年末，公司净资产规模为 90.45 亿元，较 2018 年末增长 4.49%。2017—2019 末，公司各项风险准备之和波动下降，年均复合下降 1.41%；截至 2019 年末，公司的各项风险资本准备之和为 29.97 亿元，较 2018 年末上升 23.53%。从公司主要风控指标来看，2017—2019 末，公司风险覆盖率波动下滑，三年末分别为 263.59%、298.73%和 257.00%。2017—2019 末，公司资本杠杆率波动下降，三年末分别为 42.05%、45.16%和 27.38%。2017—2019 末，公司净资本/净资产波动下滑，三年末分别为 89.94%、83.73%和 85.16%。

截至 2020 年 6 月末，公司净资本为 77.88 亿元，较 2019 年末增长 1.11%；净资产为 93.16 亿元，较 2019 年末增长 3.00%；各项风险资本准备之和为 30.46 亿元，较 2019 年末增长 1.63%；风险覆盖率、资本杠杆率和净资本/净资产分别为 255.68%、30.67%、83.60%，均符合监管标准。

表 14 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 6 月末	监管标准	预警指标
核心净资本	67.27	62.48	64.99	67.24	--	--
附属净资本	14.00	10.00	12.04	10.64	--	--
净资本	81.27	72.48	77.03	77.88	≥2	≥2.4
净资产	90.36	86.57	90.45	93.16	--	--
各项风险资本准备之和	30.83	24.26	29.97	30.46	--	--
风险覆盖率	263.59	298.73	257.00	255.68	≥100	≥120
资本杠杆率	42.05	45.16	27.38	30.67	≥8	≥9.6
净资本/净资产	89.94	83.73	85.16	83.60	≥20	≥24

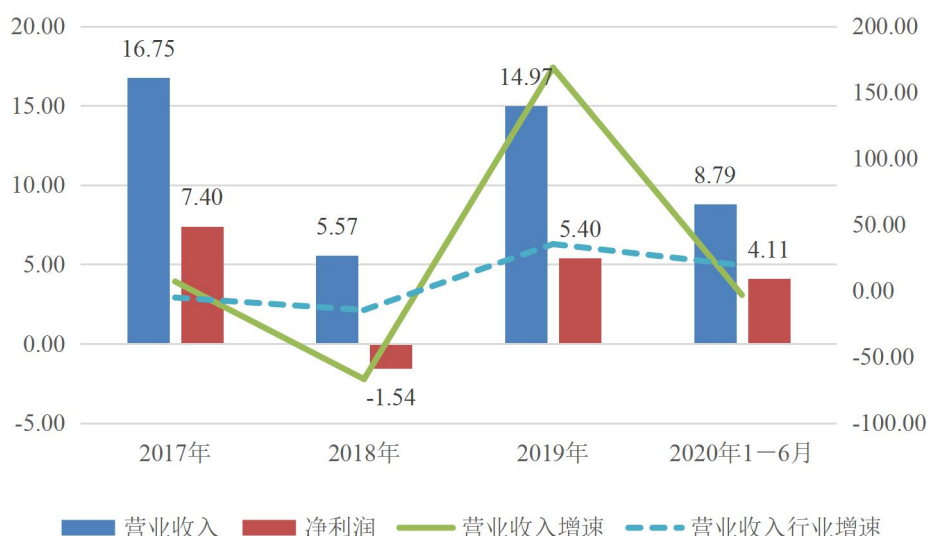
数据来源：公司风险控制指标监管报表

4. 盈利能力

公司收入和利润规模均波动下降，2019 年实现扭亏为盈，盈利能力尚可，收入及利润实现水平处于行业中游水平，但盈利稳定性有待改善。

2017—2019 年，公司营业收入波动下降，年均复合下降 5.47%；2019 年，公司实现营业收入 14.97 亿元，同比增长 168.78%，系当年证券市场阶段性回暖，公司证券自营业务、证券经纪业务和投资银行业务收入同比均有不同程度的增长所致。

图6 公司营业收入和净利润情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报表，联合评级整理

从营业支出来看，2017—2019年，公司营业支出持续上升，年均复合上升3.78%；2019年，公司发生营业支出8.14亿元，同比增长2.46%，主要系业务及管理费增长所致。业务及管理费是公司营业支出的主要构成，2017—2019年，公司业务及管理费占营业支出的比重分别为95.37%、68.44%和97.16%。2017—2019年，公司职工薪酬占业务及管理费比重分别为66.76%、49.61%和61.23%。2017—2018年，公司分别计提资产减值损失0.23亿元和2.43亿元，2018年计提规模大幅增长主要系当期公司对可供出售金融资产计提资产减值损失2.47亿元所致。2019年，公司计提信用减值损失为0.14亿元。2017—2019年，公司营业费用率波动上升，三年分别为43.02%、97.59%和52.82%；2017—2019年，公司薪酬收入比分别为28.72%、48.42%和32.35%，波动较大，有待进一步改善。

从利润规模来看，2017—2019年，公司营业利润、利润总额和净利润均呈波动下降态势，分别年均复合下降13.81%、14.20%和14.61%；2019年，公司营业利润、利润总额和净利润分别为6.83亿元、6.85亿元和5.40亿元，分别同比增加9.21亿元、9.17亿元和6.93亿元，实现扭亏为盈。

从盈利指标来看，2017—2019年，公司营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率均呈波动下降态势；2019年，公司营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率分别为45.64%、2.88%和6.01%，分别较上年上升88.23个百分点、3.92个百分点和7.72个百分点。根据证券行业排名，2017—2019年，公司净利润分别排名行业内第33位、第86位和第41位，排名波动较大。2017—2019年，公司实现净资产收益率分别排名行业内第15位、第80位和第32位，波动较大。

2020年1—6月，公司实现营业收入8.79亿元，同比下降3.13%，实现净利润4.11亿元，同比下降6.23%。2020年1—6月，公司营业费用率和薪酬收入比分别为38.59%和25.65%，营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率分别为60.61%、1.80%和4.40%。

表15 公司盈利情况表（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业费用率	43.02	97.59	52.82	38.59

薪酬收入比	28.72	48.42	32.35	25.65
营业利润率	54.89	-42.59	45.64	60.61
自有资产收益率	3.46	-1.04	2.88	1.80
净资产收益率	8.26	-1.72	6.01	4.40

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

从同行业对比来看，公司盈利指标略好于样本内企业，营业费用率略高于样本内企业，盈利稳定性有待提升，自有资产负债率与平均值近似。

表 16 2019 年同类证券公司行业财务指标比较（单位：%）

证券公司名称	净资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
国联证券	6.63	57.65	61.01	57.82
红塔证券	6.74	37.80	41.56	67.60
万联证券	3.81	56.44	25.17	61.38
平均值	5.73	50.63	42.58	62.27
国都证券	6.01	52.82	101.98	61.32

资料来源：公司财务报表、公开资料，联合评级整理

5. 偿债能力

公司整体偿债指标表现尚可，同时考虑到公司拥有大规模的未使用银行长期授信额度，且融资渠道多样，直接和间接融资能力较强。公司偿债能力很强。

从短期偿债指标来看，2017—2019 年，公司流动性覆盖率分别为 380.53%、459.70%和 609.56%，呈持续上升态势，净稳定资金率分别为 198.34%、175.67%和 158.86%，呈持续下降态势，但仍处于较好水平。

从资产对负债的保障程度来看，2017—2019 年，随着利息支出规模的持续下降及利润总额的波动上升，公司 EBITDA 波动下降，年均复合下降 9.94%；2019 年，公司 EBITDA 为 10.56 亿元，同比增加 10.38 亿元，主要系当年公司实现扭亏为盈所致。2019 年，公司 EBITDA 中利润总额占比为 64.86%，利息支出占比为 31.83%。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.77 倍、0.08 倍和 3.14 倍，EBITDA 对利息的保护能力波动下降，但仍处于较好水平；同期，公司 EBITDA 全部债务比呈波动下降趋势，2017—2019 年分别为 0.22 倍、0.004 倍和 0.08 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。

表 17 公司偿债能力指标表（单位：倍、亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
流动性覆盖率	380.53	459.70	609.56	366.70
净稳定资金率	198.34	175.67	158.86	156.93
EBITDA	13.02	0.18	10.56	/
EBITDA 利息倍数	3.77	0.08	3.14	/
EBITDA 全部债务比	0.22	0.004	0.08	/

资料来源：公司财务报表，联合评级整理。

截至 2020 年 6 月末，公司已获得各金融机构授信 84.00 亿元，已使用 19.70 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 9 月 15 日，根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，公司未与银行等金融机构发生过信贷关系。

截至 2020 年 6 月末，公司无对外担保和或有负债等事项。

截至 2020 年 6 月末，公司无重大未决诉讼事项。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至2020年6月末，公司全部债务合计为115.52亿元。本期拟发行债券规模为不超过20亿元（含），相对于公司的债务规模，本期债券发债额度较大，公司债务负担将有所增加。

以2020年6月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为20亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为60.37%，较债券发行前增加3.61个百分点，公司债务负担将有所增加。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年末的财务数据为基础，按照公司发行 20 亿元公司债券估算相关指标对本期债券本金的保障倍数（见下表），净资产/本期债券本金和经营活动现金流量净额/本期债券本金指标表现较好；且公司作为新三板挂牌证券公司，拥有较通畅的直接和间接融资渠道，能够为本期债券提供较强的现金流保障。

表 18 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2019 年末
净资产/本期债券本金	4.66
净利润/本期债券本金	0.21
EBITDA/本期债券本金	0.39
经营活动现金流量净额/本期债券本金	0.99

资料来源：公司财务报表，联合评级整理。

综合以上分析，公司作为国内综合类证券公司，各项业务牌照齐全，具备一定的经营实力，因此，公司对本期债券的偿还能力很强。

十、综合评价

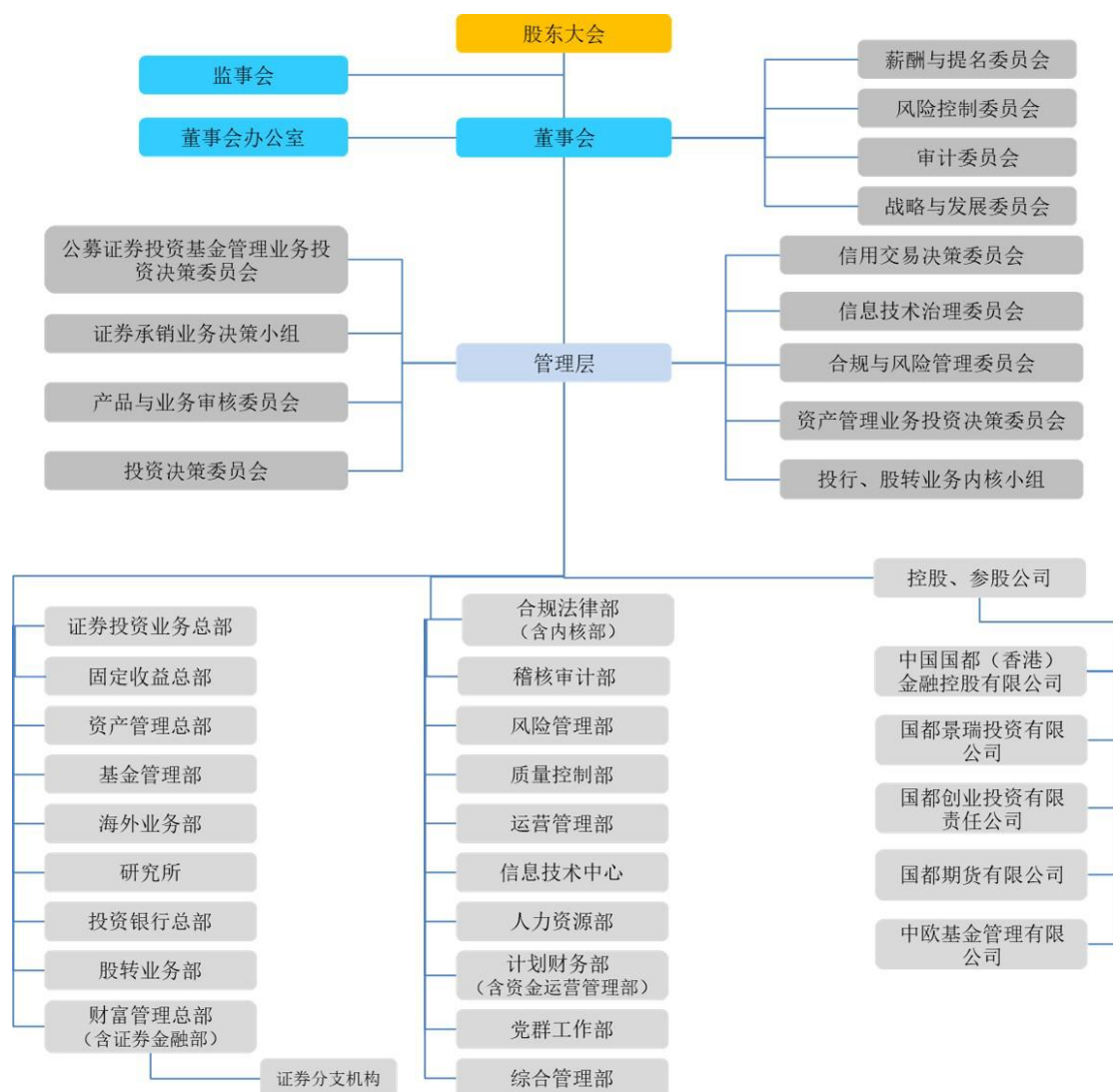
国都证券作为国内综合类证券公司之一，业务资质齐全，资本实力较强，具备一定经营实力。公司资产质量和资本充足性较好。同时，公司股东背景多元化且实力较强，能够为公司提供一定的业务支持。

联合评级也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化，以及市场信用风险上升等因素可能对公司经营带来不利影响。此外，公司收入利润实现对证券自营业务依赖度较高，盈利波动较大，盈利稳定性有待进一步提升。

未来随着资本市场的持续发展和公司发展战略积极实施，公司整体竞争实力将有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 国都证券股份有限公司组织结构图 (截至 2020 年 6 月末)



附件 2 国都证券股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
自有资产（亿元）	157.31	137.44	237.80	219.50
所有者权益（亿元）	91.37	87.65	91.98	94.91
自有负债（亿元）	65.95	49.79	145.82	124.59
自有资产负债率（%）	41.92	36.22	61.32	56.76
优质流动资产/总资产（%）	12.02	22.61	20.16	14.23
营业收入（亿元）	16.75	5.57	14.97	8.79
净利润（亿元）	7.40	-1.54	5.40	4.11
营业利润率（%）	54.89	-42.59	45.64	60.61
营业费用率（%）	43.02	97.59	52.82	38.59
薪酬收入比（%）	28.72	48.42	32.35	25.65
自有资产收益率（%）	3.46	-1.04	2.88	1.80
净资产收益率（%）	8.26	-1.72	6.01	4.40
净资本（亿元）	81.27	72.48	77.03	77.88
风险覆盖率（%）	263.59	298.73	257.00	255.68
资本杠杆率（%）	42.05	45.16	27.38	30.67
流动性覆盖率（%）	380.53	459.70	609.56	366.70
净稳定资金率（%）	198.34	175.67	158.86	156.93
信用业务杠杆率（%）	56.87	56.61	64.98	57.60
短期债务（亿元）	40.38	15.27	90.62	77.00
长期债务（亿元）	19.98	29.99	48.37	38.52
全部债务（亿元）	60.36	45.26	138.99	115.52
EBITDA（亿元）	13.02	0.18	10.56	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.77	0.08	3.14	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.00	0.08	/
EBITDA/本期债券金额（倍）	0.65	0.01	0.53	/

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+其他负债科目中的有息债务

长期债务=长期借款+应付债券

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 国都证券股份有限公司 2020 年 公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期） 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，并在每年国都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。

国都证券股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。国都证券股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注国都证券股份有限公司的相关状况，如发现国都证券股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如国都证券股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至国都证券股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送国都证券股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年九月十六日