

国联证券股份有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）

信用评级报告

概述

编号:【新世纪债评(2022)010734】

评级对象:	国联证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）		
主体信用等级:	AAA		
评级展望:	稳定		
债项信用等级:	AAA	评级时间:	2022 年 9 月 23 日
注册额度:	人民币 80 亿元	发行目的:	偿还到期的公司债券
本期发行:	不超过 15 亿元（含）	付息方式:	单利按年计息，不计复利，到期一次还本，最后一期利息随本金兑付一起支付
存续期限:	3 年		
增级安排:	无		

主要数据与指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 上半年
金额单位: 人民币亿元				
总资产(亿元)	284.19	462.20	659.39	786.82
总资产*(亿元)	202.07	368.93	547.57	661.43
股东权益(亿元)	80.67	105.94	163.81	165.60
归属于母公司所有者权益(亿元)	80.67	105.94	163.81	165.60
净资产(亿元)	74.61	99.78	148.01	152.17
总负债*(亿元)	121.40	262.99	383.76	495.83
营业收入(亿元)	16.19	18.76	29.67	12.74
净利润(亿元)	5.21	5.88	8.89	4.37
资产负债率*(%)	60.08	71.28	70.08	74.96
净资产/总负债*(%)	61.46	37.94	38.57	30.69
净资产/有息债务(%)	65.28	42.13	45.36	48.59
员工费用率(%)	39.85	37.33	42.31	-
资产管理业务净收入与 基金管理业务净收入/ 营业收入(%)	4.01	3.82	4.74	5.87
营业利润率(%)	42.46	42.04	39.77	42.69
平均资产回报率(%)	2.90	2.06	1.94	-
平均资本回报率(%)	6.63	6.30	6.59	-

注 1: 根据国联证券 2019-2021 年经审计的财务报表、未经审计的 2022 年上半年度财务报表、2019-2021 年末及 2022 年 6 月末净资产计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算, 其中资产负债表数据及指标取自各期末数; 净资产及风险控制指标为母公司口径数据。

注 2: 本评级报告除特别说明外, 所有数值保留 2 位小数, 若出现总数与各分项数值之和尾数不符的情况, 均为四舍五入原因造成。

分析师

官晨 gongchen@shxsj.com
高飞 gaofei@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **外部支持。**作为国联集团下属金融类核心子公司之一, 国联证券能够在资本补充、业务支持和业务协同等方面获得股东的有力支持。
- **区域市场竞争优势。**国联证券特许经营资质较为齐全, 作为无锡市本土证券公司, 公司在江苏省特别是无锡市具有一定竞争优势。
- **融资渠道拓宽, 资本实力进一步提升。**国联证券已成功在 A+H 股市场完成首次公开发行并上市交易, 资本实力有所增强, 融资渠道得到拓宽, 有利于后续业务的开展。

主要风险:

- **宏观经济风险。**当前我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段, 加之疫情偶有反复, 经济承压, 证券业运营风险较高。
- **市场竞争风险。**国内证券公司同质化竞争较严重, 同时, 互联网金融发展对证券公司业务构成冲击, 国联证券作为处于行业中游水平的区域性券商, 将持续面临激烈的市场竞争压力。
- **盈利波动性较大。**国联证券历年营收及利润波动幅度高于行业平均同比变动。公司经纪业务、信用交易业务及证券投资业务均易受市场环境等因素影响, 盈利波动性较大。
- **证券投资业务风险。**近年来, 国联证券证券投资业务中债券投资规模增长较快。在国内债券市场信用事件频发的情况下, 公司信用风险管理能力将持续面临挑战。

➤ 未来展望

通过对国联证券及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性极强，并给予本次债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



国联证券股份有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）

信用评级报告

概况

1. 公司概况

国联证券股份有限公司（以下简称“国联证券”或“公司”）前身为无锡市证券公司，是 1992 年 11 月经由中国人民银行批准设立的一家全民所有制企业，初始注册资本为 3200 万元。1999 年 1 月，公司改制为有限责任公司并更名为无锡证券有限责任公司。2002 年 1 月，经中国证监会批准，公司注册资本由 5000 万元增至 10.00 亿元，公司名称更名为国联证券有限责任公司。2008 年 5 月，经无锡市国资委批复及中国证监会核准，公司整体变更为股份有限公司并更为现名，变更后公司注册资本为 15.00 亿元。

2015 年 7 月，国联证券境外发行股份在香港联交所主板上市，公司合计发行 40240.00 万股 H 股股票，该次发行后，公司注册资本由 15.00 亿元增至 19.02 亿元。2020 年 7 月，公司公开发行 A 股股票在上海证券交易所上市，公司合计发行 47571.90 万股，该次发行后，公司注册资本增至 23.78 亿元。2021 年 10 月，公司非公开发行 A 股股票 45,365.41 万股，该次发行后，公司注册资本增至 28.32 亿元。

截至 2021 年末，国联证券前十大股东合计持股比例为 68.44%。无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“国联集团”）持有公司 19.21% 股份并通过其控制的国联信托股份有限公司、无锡市国联地方电力有限公司、无锡民生投资有限公司、无锡一棉纺织集团有限公司、无锡华光环保能源集团股份有限公司间接持有公司 29.40% 股份。国联集团合计持有公司 48.60% 股份，为公司的控股股东。国联集团是无锡市国资委出资设立并授予国有资产投资主体资格的国有企业集团，无锡市国资委是公司的实际控制人。

图表 1. 国联证券前十大股东情况（单位：%）

序号	股东名称	持股比例
1	无锡市国联发展（集团）有限公司	19.21
2	香港中央结算（代理人）有限公司	15.63
3	国联信托股份有限公司	13.78
4	无锡市国联地方电力有限公司	9.43
5	无锡民生投资有限公司	2.60
6	无锡一棉纺织集团有限公司	2.57
7	中国银河证券股份有限公司	1.80

序号	股东名称	持股比例
8	财通基金-华泰证券股份有限公司-财通基金君享永熙单一资产管理计划	1.26
9	光大证券股份有限公司	1.10
10	中国国际金融股份有限公司	1.06
合计		68.44

资料来源：国联证券（截至 2021 年末）

国联证券特许经营资质较为齐全，业务范围涵盖证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；代销金融产品等。同时，公司通过下属子公司开展证券承销与保荐、基金管理、期货和直投等业务。此外，公司拟申请非金融企业债务融资工具承销业务资格，该事项已经公司股东大会通过。

图表 2. 国联证券主要控股和参股子公司情况（单位：亿元，%）

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	经营业务	成立时间	是否并表
国联通宝资本投资有限责任公司	国联通宝	6.00	100.00	私募投资基金	2010.01	是
华英证券有限责任公司	华英证券	2.00	100.00	承销保荐	2011.04	是
无锡国联创新投资有限公司	国联创新	5.00	100.00	投资管理	2019.07	是
国联证券（香港）有限公司	国联香港	港元 3.00 亿	100.00	证券业务	2020.02	是
中海基金管理有限公司	中海基金	1.47	33.41	基金、资管	2004.03	否

资料来源：国联证券（截至 2021 年末）

截至 2021 年末，国联证券经审计的合并口径资产总额为 659.39 亿元，所有者权益为 163.81 亿元。2021 年全年公司实现合并口径营业收入 29.67 亿元，净利润 8.89 亿元。

2. 债项概况

（1）债券条款

国联证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）发行金额为不超过 15 亿元（含），本次债券的债券期限为 3 年。本次拟发行债券概况如下。

图表 3. 本次拟发行债券概况

债券名称：	国联证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）
发行总额：	不超过 15 亿元（含）
债券期限：	3 年
债券利率：	详见募集说明书
付息方式：	单利按年计息，不计复利，到期一次还本，最后一期利息随本金兑付一起支付
担保方式：	无担保

资料来源：国联证券

截至本报告出具日，国联证券已发行尚未偿付的债券余额为 201.00 亿元，明细情况详见下表。

图表 4. 国联证券未偿还债券情况（单位：亿元，%）

债券名称	发行规模	票面利率	起息日	备注
20 国联 01	8.00	4.13	2020-01-16	将于 2023-01-16 到期
20 国联 C1	7.00	4.25	2020-03-05	将于 2023-03-05 到期
20 国联 02	15.00	3.60	2020-03-11	将于 2023-03-11 到期
20 国联 04	10.00	4.07	2020-10-15	将于 2022-10-15 到期
20 国联 C2	10.00	4.70	2020-11-26	将于 2022-11-26 到期
21 国联 01	10.00	3.70	2021-03-15	将于 2024-03-15 到期
21 国联 02	15.00	3.59	2021-05-12	将于 2024-05-12 到期
21 国联 03	15.00	3.27	2021-06-07	将于 2023-06-07 到期
21 国联 04	10.00	3.65	2021-06-28	将于 2024-06-28 到期
21 国联 05	10.00	3.29	2021-08-30	将于 2024-08-30 到期
21 国联 06	10.00	3.40	2021-09-22	将于 2023-09-22 到期
21 国联 07	15.00	3.50	2021-11-22	将于 2024-11-22 到期
22 国联 01	10.00	3.14	2022-01-24	将于 2025-01-24 到期
22 国联 C1	10.00	3.45	2022-02-24	将于 2025-02-24 到期
22 国联 02	10.00	3.80	2022-03-23	将于 2027-03-23 到期
22 国联 03	10.00	3.60	2022-04-28	将于 2027-04-28 到期
22 国联 04	11.00	2.99	2022-06-07	将于 2025-06-07 到期
22 国联 C2	15.00	3.10	2022-08-11	将于 2025-08-11 到期

资料来源：国联证券

（2）募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行等相关费用后，拟全部用于偿还到期的公司债券。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2022 年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。国内经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境发生了明显的不利变化，经济发展的压力加大。短期内，我国实现年度增长目标任务艰巨，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多

不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱、衰退风险加大，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。新冠变异毒株致死率下降但传染性显著增强，疫情对经济活动的影响仍在延续。全球物价指数涨幅创多年新高，采取紧缩性货币政策抗击通胀已成为包括美联储、欧洲央行等在内的全球多数央行的一致行动，推动了利率快速大幅攀升，进一步加重了债务负担，叠加美元明显走强，全球经济金融运行面临重大挑战。俄乌军事冲突加剧地缘政治风险的同时，也威胁了全球的粮食和能源安全，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境较前次相比已发生了明显的不利变化，面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力进一步加大。失业率从高位回落，消费者物价指数温和上涨、工业生产者出厂价格指数涨幅逐渐下降。工业中采矿业的生产与盈利增长均较快，而除高技术产业外的制造业大多明显放缓或同比下降，上中下游的强弱差异仍较为明显。消费受到的负面影响最大，恢复也较为缓慢；基建、高技术制造业以及技改投资对固定资产投资增长贡献较大，房地产开发投资仍低迷；受高基数与港口运输影响，出口增速回落但具韧性。人民币汇率阶段性承压，在SDR（特别提款权）中的份额提升，人民币资产对全球投资者的吸引力有望提升。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大力度，为短期内的经济恢复和实现年度目标提供支持。我国财政政策积极发力，推出一系列“退、缓、补、购、奖”措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，专项债的发行与资金使用亦显著加快，将是带动内需修复的重要力量；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展以及重大项目的支持；同时推动贷款市场报价利率改革效能释放，降低企业综合融资成本。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，实现5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任务加重，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展；预计工业生产在高新技术产业带动下恢复较快，但原材料与工业品价格的大幅波动，对工业企业经营的稳定性带来考验；消费的恢复偏缓慢，疫情仍将是导致消费波动的重要因素；基建和制造业投资有基础保持较快增长，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

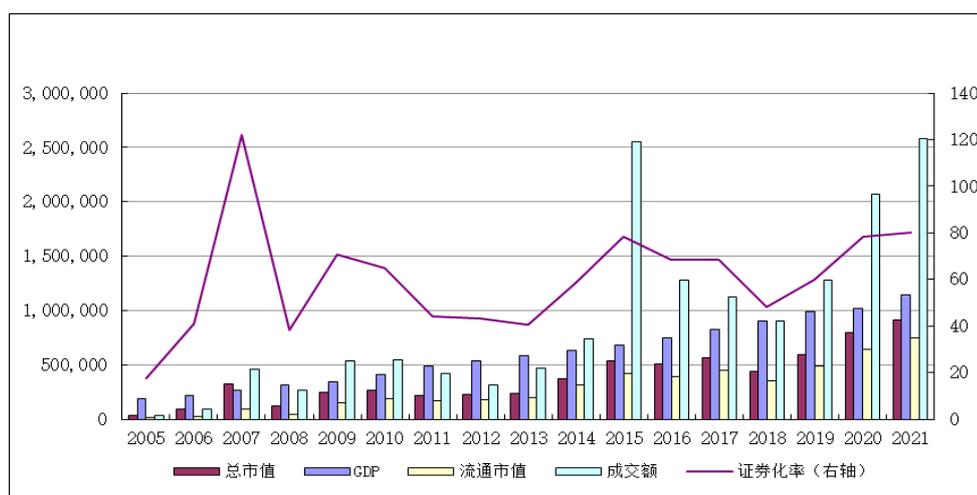
(2) 证券行业运营状况与风险关注

近年来，我国证券市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善，但与成熟市场相比，风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性仍较强。由于证券业受到高度监管，证券公司业务得到较大保护，这也成为证券公司信用质量的重要支撑。证券业同质化竞争较严重，且随着证券市场层次与参与主体的日益丰富，其他金融机构及互联网金融使得证券业面临日益激烈的市场竞争压力。而证券公司创新业务的开展在优化证券公司业务结构的同时，也抬高了其杠杆经营程度，对证券公司资本补充、融资能力和风险管理能力提出更高要求。

我国证券市场经过 20 多年发展，市场规模不断壮大，市场层次与参与主体不断丰富，监管体系与市场规则不断完善。证券市场在改善社会融资结构、优化资源配置、推动经济与金融体制改革与发展等方面发挥了重要作用。

根据沪深交易所统计数据，截至 2021 年末，沪深两市境内上市公司共有 4615 家，市价总值 91.61 万亿元。

图表 5. 中国股市发展情况及证券化率（单位：亿元，%）



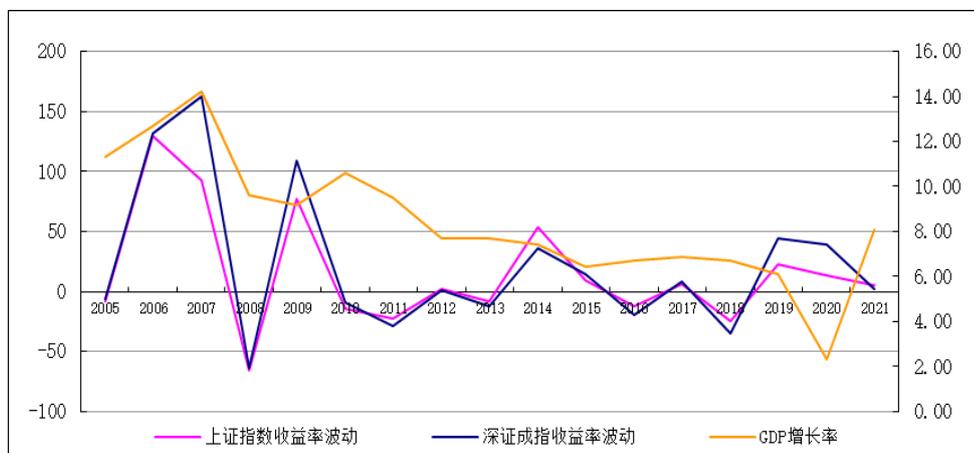
资料来源：Wind

注：证券化率=股市总市值/GDP×100%。

我国证券市场尚处于不断发展和完善过程中。证券公司综合治理和股权分置改革的陆续完成，有利于证券市场的规范发展，但市场依然存在结构性矛盾与制度性缺陷。目前，我国证券市场在多层次市场体系建设、机构投资者培育、发行审批制度改革、信息披露规则要求、市场退出机制等方面仍有改善空间。近年来，证券行业持续推进改革创新，以点带面稳步推动创新业务制度建设逐一落地实施，证券行业有望由依靠通道业务驱动转向多元化发展。但与成熟市场相比，我国证券市场的风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性较强。自 2015 年我国股票二级市场出现大幅调整以来，证券行业监管政策导向逐步向防范金融风险和维护金融稳定的方向转变；此外，2019 年以来，资本市场全面深化改革开放的步伐持续推进，注册制改革持续推进，逐

步完善常态化退市机制，加强债券市场建设，同时，北交所重塑新三板新格局，相关制度建设加快推进，多层次资本市场进一步丰富，中长期改革转型的思路不变。

图表 6. GDP 增长率与上证指数及深证成指收益率波动情况（单位：%）

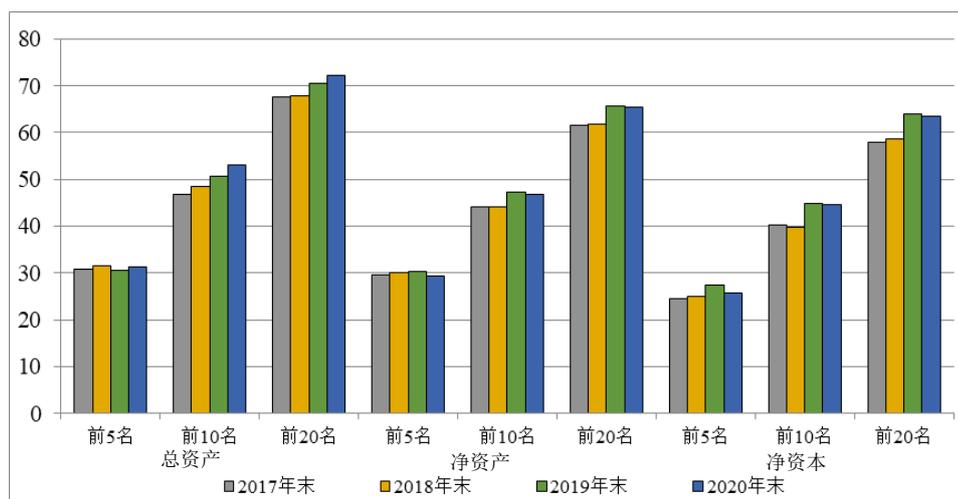


资料来源：Wind

我国证券业受到高度监管。证券公司市场准入、业务经营和日常管理等方面受到全面监管，证券公司的设立和业务实施特许经营。在金融分业经营环境下，特许经营方式使证券公司能够获得较好的经营保护，这也成为我国证券公司重要的信用支持因素。

证券公司综合治理整顿之后，证券业竞争格局发生重大变化，业务资源向少数证券公司集中。同时，中国证监会自 2004 年以来实施证券公司分类监管，大型优质证券公司竞争优势得到增强。证券业市场集中度较高，行业竞争格局初步形成。

图表 7. 证券业集中度变化情况（单位：%）



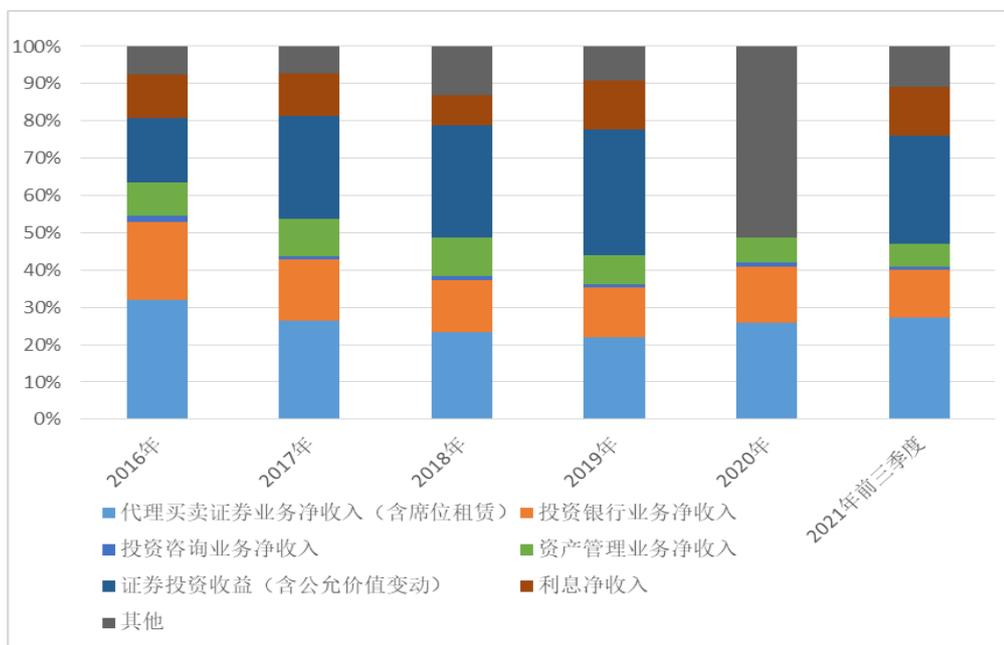
资料来源：中国证券业协会

目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。一方面，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销

等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险。而且，近年来，互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面临激烈的市场竞争压力。另一方面，随着我国金融市场的持续改革，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，杠杆经营程度上升后，证券公司在资本补充、融资能力和风险管理能力等方面有待同步提高。

受市场发展水平和监管环境影响，国内证券公司业务模式相对单一，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，盈利水平易受证券市场景气度影响，周期性波动明显。2018年，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策带来的全球性信用收缩，股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期有所减少，各证券公司均加快业务转型，推进非通道类业务的发展。2019-2020年，得益于股票市场回暖、两融规模增长，科创板落地及债市发行规模的小幅增长，证券公司营收和利润较去年同期显著增长。2021年，A股市场整体呈现震荡走势，结构性行情明显；市场交投活跃，股基交易额和两融余额持续处于高位；债券发行规模较去年同期小幅增长，二级市场交投维持活跃。在此背景下，证券公司营收和利润仍有所增长。监管环境方面，资本市场全面深化改革开放给证券业带来了新的发展机遇，对证券公司综合能力要求进一步提升的同时，营收结构有望进一步优化。

图表 8. 证券公司营业收入结构情况（单位：%）



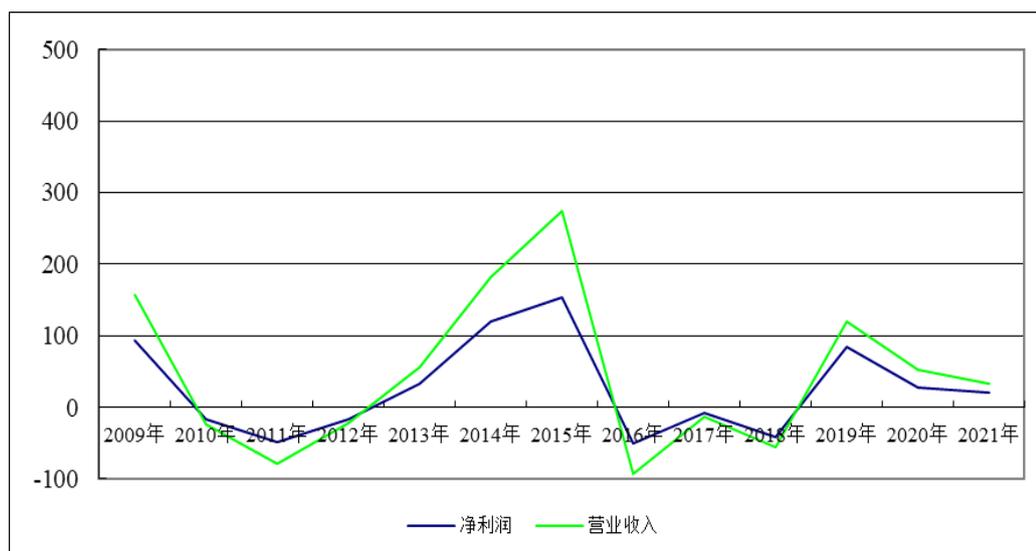
资料来源：中国证券业协会

注 1：2015-2019 年，投资银行业务净收入为协会披露的证券承销与保荐业务净收入与财务顾问业务净收入之和，与 2020 年证券业协会披露的投资银行业务净收入口径存在一定差异。

注 2：2020 年，证券业协会未披露证券投资收益、利息净收入相关数值，故上述收入均包含在其他收入中。

2021年，A股市场整体呈现震荡走势，板块表现分化加剧，结构性行情明显；年内整体市场成交量和证券指数均较上年有一定增长。截至2021年末，上证指数收盘于3,639.78点，较年初上升4.80%；深圳成指收盘于14,857.35点，较年初上升2.67%。从股基交易额及两融余额来看，根据Wind资讯统计，2021年，沪深A股市场累计交易额为257.25万亿元，较去年同期增长24.84%，同期末，融资融券余额为18321.91亿元，较年初增加2,131.83亿元。债券市场交投保持活跃，根据Wind资讯统计，截至2021年末，银行间和交易所债券合计成交229.19万亿元，总成交量较去年同期略有下降。同期末，债券市场合计发行额为61.75万亿元，较去年同期发行额增长8.54%。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期保持增长。与市场景气度关联最紧密的经纪业务及自营业务收入保持增长；由于IPO监管趋严，证券公司投行业务较去年同期略有下滑；市场两融规模亦持续回暖，证券公司的利息净收入水平有所增长；受益于主动管理转型的持续推进，资产管理业务盈利有所改善，但定向资管业务规模的减少，仍在一定程度上影响了资管业务的盈利水平。

图表9. 证券业历年营业收入与净利润增幅情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

我国证券监管部门审慎推进证券市场的金融创新与对外开放。2014年起，证券市场创新步伐与开放进程有所加快，融资融券、直投业务、股指期货等创新业务与品种陆续推出，创业板成立、三板市场升级扩容、北交所重塑新三板新格局，QFII与QDII适用对象逐步拓宽和提高，创新为市场与机构注入了活力。2019年以来，资本市场全面深化改革开放，叠加金融行业对外开放各项举措持续推出，证券业迎来新的发展机遇。随着我国对外开放水平的提高，我国证券市场的创新度和开放度将进一步提高。

2. 业务与战略

国联证券特许经营资质较为齐全，业务规模处于行业中游水平。证券经纪业务、证券投资业务、投资银行业务和信用交易业务是公司收入和利润的主要

来源，资产管理业务对公司的营业利润形成一定补充。公司业务主要分布在江苏地区，并在江苏省特别是无锡市具有一定的区域竞争力。

(1) 业务竞争力

国联证券特许经营资质较为齐全，具有较好的业务发展基础，业务规模及盈利能力居行业中游水平。近年来，公司通过不断增强经营管理水平，提升综合竞争实力，成长为具有区域优势的综合性证券公司。

从业务种类来看，国联证券的营收和利润主要来源为证券经纪业务、证券投资业务、投资银行业务和信用交易业务。近年来，国内证券市场整体活跃度较高，得益于证券市场股基交易量的提升，公司证券经纪业务盈利规模稳定增长。同时，公司大力发展固定收益自营业务，证券投资业务营收及盈利规模迅速增长，在公司营收及盈利中的占比保持相对稳定，仍为公司最主要的盈利来源。得益于与股东业务协同的加强、科创板落地、北交所开市以及债券市场发行量增长，华英证券业务量亦快速增长。公司信用交易业务营收及利润的贡献持续下降，资产管理与投资业务营收及利润的贡献则不断增长。综合而言，市场环境的改善使得公司证券经纪业务、投资银行业务和证券投资业务对公司营收贡献度较高，并推动公司盈利水平提升。同时，公司盈利结构有所优化，非通道类业务营收和盈利占比增长显著。

图表 10. 国联证券营业收入及营业利润结构（单位：亿元，%）

营业收入	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	4.76	29.40	6.79	36.17	8.47	28.57
信用交易业务	2.86	17.65	2.35	12.55	3.15	10.62
投资银行业务	3.04	18.79	3.63	19.32	5.56	18.73
证券投资业务	4.31	26.61	4.70	25.05	8.19	27.61
资产管理与投资业务	0.80	4.93	0.98	5.21	2.59	8.75
其他	0.46	2.84	0.75	3.97	2.00	6.72
分部间相互抵减	-0.03	-0.21	-0.43	-2.28	-0.29	-0.99
合计	16.19	100.00	18.76	100.00	29.67	100.00
营业利润	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	1.46	21.30	3.42	43.30	3.64	30.83
信用交易业务	2.90	42.21	2.27	28.80	2.97	25.14
投资银行业务	0.70	10.21	1.09	13.81	1.32	11.20
证券投资业务	4.21	61.26	4.21	53.41	6.60	55.95
资产管理与投资业务	0.51	7.41	0.50	6.34	1.15	9.74
其他	-2.88	-41.88	-3.18	-40.36	-3.69	-31.28
分部间相互抵减	-0.03	-0.50	-0.42	-5.30	-0.19	-1.58
合计	6.88	100.00	7.89	100.00	11.80	100.00

资料来源：国联证券

经纪及财富管理业务

经纪及财富管理业务是国联证券营业收入的主要来源之一。公司经纪及财富管理业务围绕“做大客户基数、做大客户资产”的战略目标，以“散户机构化、服务产品化”为发展主线，以客户为中心，紧抓客户需求，致力优化业务系统，打造适合公司自身财富管理业务的发展特色，增强公司主动服务能力。公司经纪业务主要包括从事接受个人或机构客户委托代客户买卖股票、基金、债券等有价证券，提供投资咨询、投资组合建议、产品销售、账户诊断、资产配置等增值服务，赚取手续费及佣金收入；向客户提供资本中介服务（包括融资融券业务、股票质押式回购及约定购回交易等），赚取利息收入等。

国联证券营业网点集中在无锡市及江苏省内，并在全国范围内进行适当布局。截至 2021 年末，公司共有 13 家分公司及 88 家证券营业部。其中，位于江苏省内证券营业部合计 59 家，主要分布于无锡、南京、苏州并实现对江苏省内各市的覆盖；无锡市内合计 3 家分公司，分别为宜兴分公司、江阴分公司和无锡分公司，上述各县级市范围内分别有 10 家、6 家及 22 家证券营业部。江苏省外营业部 29 家，主要分布于上海、北京、浙江等 10 个省（市、自治区）。整体看，公司营业网点以无锡及江苏省为重心、向其他省、市、自治区不断辐射的格局。

2021 年以来，国联证券大力加强客户资产引进，高净值客户和机构客户资产规模实现增长；建立基金投顾 toB 生态链，拓宽合作渠道；强化流程管理，推进产品销售，实现产品销量和收入双增长；持续引进高端优质产品，打造具备公司自身特色的高净值客户产品和服务体系，满足高净值客户配置需求；梳理整合公司资源，进一步完善私募服务链，探索私募基金业务新模式，提升公司私募基金业务综合服务能力；储蓄提升人员效能，优化收入结构，深化财富管理转型。

2019-2021 年，国联证券分别实现代理买卖证券业务净收入 3.35 亿元、4.69 亿元及 4.94 亿元；各期末，公司营业部数量分别为 87 家、89 家和 88 家；同期，公司净佣金率分别为 0.25%、0.22%和 0.18%，部均代理买卖证券业务净收入分别 384.64 万元/家、527.16 万元/家和 561.36 万元/家。

从股票和证券投资基金市场占有率情况来看，近年来，国联证券 A 股及基金交易市场份额相对稳定，B 股及回购交易市场份额略有下降，债券交易市场份额有所上升。经纪业务排名方面，根据证券业协会发布的证券公司经营业绩排名情况，2019-2020 年公司营业部平均代理买卖证券业务收入排名分别为 48 位和 49 位，整体经纪业务收入行业排名维持在中游水平。

图表 11. 国联证券股票、基金、权证和债券现货交易额（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	成交金额	市场份额	成交金额	市场份额	成交金额	市场份额
A 股	13095.79	0.51	20613.54	0.50	26456.88	0.51
B 股	6.63	0.56	5.97	0.48	6.25	0.46

项目	2019年		2020年		2021年	
	成交金额	市场份额	成交金额	市场份额	成交金额	市场份额
基金	216.44	0.12	661.11	0.24	767.45	0.21
债券	77.51	0.05	401.50	0.04	724.34	0.13
回购	8870.26	0.19	9294.19	0.16	10747.06	0.15
部均代理买卖证券业务净收入(万元/家)	384.64		527.16		561.36	
净佣金率(%)	0.25		0.22		0.18	

资料来源：国联证券

注1：经纪业务佣金率=公司代理买卖证券业务净收入/公司股票基金交易额*100%；

注2：部均代理买卖证券业务净收入=代理买卖证券业务净收入/营业部数量。

整体来看，国联证券经纪及财富管理业务发展稳定，股基债市场份额亦相对稳定，代理买卖手续费收入排名亦稳定处在行业中游水平，但受市场竞争激烈影响公司净佣金率有所下降。公司营业部主要集中在江苏省内苏南区域，经纪业务竞争激烈，也较易受市场环境的影响。公司A股股票上市后，部分募集资金用于优化营业网点布局，实现对全国主要中心城市的全覆盖，同时在重点拓展区域进一步加密营业网点。业务范围拓展后，公司经纪及财富管理业务获客渠道及展业范围将得到较大提升，但新设营业部的后续盈利能力仍将受区域竞争和业务开展情况影响。后续公司将针对不同公司的个性化需求，摸索尝试基金投顾和股票投顾“千人千面”的资产配置服务模式，以提升客户体验并增强客户粘性。

信用交易业务

国联证券于2012年5月获得融资融券业务资格，2012年7月起开始从事融资融券业务；于2013年1月获得转融资业务资格，2014年6月获得转融券及证券出借业务资格；于2013年7月获得上交所及深交所股票质押式回购业务交易权限。

融资融券业务方面，自取得业务资格以来，国联证券融资融券业务保持快速稳定增长，现已成为公司重要的利润贡献点之一。截至2021年末，公司客户信用账户开户总数为24219户，占全部客户数量的1.75%，融资融券余额为104.07亿元，较年初增长20.65%；公司融资融券日均余额为98.28亿元，同比增长60.56%。2019-2021公司分别实现融资融券利息收入2.62亿元、4.34亿元和6.13亿元。

图表 12. 国联证券融资融券业务情况（单位：亿元,%）

项目	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)
融资融券余额	46.65	86.26	104.07
其中：融资	46.45	83.10	101.98
融券	0.20	3.16	2.09
融资融券利息收入	2.62	4.34	6.13
平均利率	7.66	7.09	6.61

资料来源：国联证券

股票质押业务方面，自市场股票质押业务风险暴露以来，国联证券在严控、化解业务风险的前提下开展股票质押式回购业务，2021 年股票质押式回购业务规模有所回升，但利息收入规模下降，主要系公司为提升业务竞争力下调了利率。2019-2021 年末，公司以自有资金对接的场内股票质押式回购待购回初始交易金额分别为 28.48 亿元、14.49 亿元和 22.89 亿元。2019-2021 年公司股票质押业务分别实现利息收入 3.40 亿元、1.47 亿元和 1.21 亿元。

整体来看，国联证券融资融券业务发展较快，已成为公司重要的利润来源之一。融资融券业务余额和收入易受市场环境和同业竞争影响，公司业务整体利率水平逐年缓慢降低。公司股票质押业务经过快速发展后，为控制业务风险公司已主动压降该业务规模，2021 年公司在严控、化解业务风险的前提下开展业务，业务规模有所回升。

投资银行业务

国联证券通过全资子公司华英证券从事投资银行业务。2011 年 4 月，公司在原投资银行业务的基础上与苏格兰皇家银行共同设立华英证券，注册资本 8 亿元，公司占其 66.70% 的股份。华英证券专门从事投资银行相关业务，业务范围涵盖股票保荐及发行承销、债券发行承销、并购重组财务顾问等。2017 年 7 月，公司与苏格兰皇家银行签订股权转让协议，公司向苏格兰皇家银行收购其持有华英证券 33.3% 的股权。2017 年 9 月，华英证券完成上述股权转让涉及的工商变更登记事项。收购完成后，华英证券成为公司全资子公司。为提高华英证券整体资金使用效率，2021 年公司将华英证券注册资本减少至人民币 2 亿元，减资后华英证券仍为公司全资子公司。

2021 年，华英证券秉承全方位服务核心客户理念，实施聚焦特定区域、特定行业、特定项目的业务策略，投行业务稳定发展。依托国联集团资源禀赋、国联证券在无锡市较强竞争力以及自身业务积累，股权融资业务方面，2021 年，华英证券完成股权承销保荐项目 9 单，其中 IPO 项目 2 单，再融资项目 7 单，另有 IPO 分销项目 2 单，再融资分销项目 1 单；债券承销业务方面，2021 年，华英证券累计完成债券主承销项目 79 单，分销项目 62 单；2019-2021 年，华英证券债券主承销金额分别为 169.42 亿元、288.16 亿元和 431.38 亿元，公司债券主承销规模快速增长。2021 年，华英证券完成财务顾问（不含新三板）项目 48 单，其中上市公司并购重组业务 1 单；完成新三板定增 7 单，持续督导企业数量 94 家。总体来看，2021 年华英证券业务发展良好。

从项目储备情况看，截至 2021 年末，股权项目方面，华英证券已有 IPO 过会项目 3 单、申报在审项目 3 单，再融资业务已获得批文待发行项目 1 单、申报已过会项目 7 单；申报 IPO 辅导项目 13 单。债券项目方面，华英证券现有已取得批文待发行债券项目 43 单，合计待发行规模 1251.20 亿元，申报在审债券项目 21 单。整体来看，华英证券项目储备充足。

证券投资业务

国联证券证券投资业务主要包括权益类投资、固定收益类投资和量化及衍生品类投资，分别由公司证券投资部、固定收益部和股权衍生品业务部三个业务部门分管负责。其中，权益类投资主要包括上市公司股票、基金等证券品种；固定收益类业务主要涵盖银行间、交易所债券投资及衍生品对冲策略交易；量化及衍生品投资主要通过股指期货、期权等品种进行风险对冲和投资。

从证券投资业务整体投资情况来看，2019-2021 年末，国联证券证券投资业务规模分别为 82.23 亿元、186.33 亿元和 365.30 亿元，业务规模增速较快。近年来，公司证券投资业务投资策略及业务侧重点均有所转变，以固定收益类投资为主的投资业务规模快速增长，股票投资的规模及占比均有所下降，但随着公司因非交易性目的持有股票数量增多，2021 年以来股票投资规模及占比出现回升。2020 年以来，公司基金投资规模及占比不断上升，主要为公司加强流动资金管理配置的部分货币基金，以及因公司量化交易和股权衍生品业务与客户开展的期权和互换业务对冲的基金。2021 年末，公司其他类投资主要为银行理财产品 2.66 亿元、券商资管产品 2.44 亿元、信托计划 2.65 亿元和资产支持证券 3.12 亿元，同时公司为拓展交易品种、分散投资风险新增票据投资 4.63 亿元，均为银行承兑汇票，交易对手主要为国有行及股份行以及大型城商行，主要持有目的为持有赚取利息以及通过波段行情赚取交易价差，其中部分票据已进行卖出回购交易。2019-2021 年，公司分别实现综合投资收益 4.21 亿元、6.79 亿元和 13.94 亿元。

图表 13. 国联证券证券投资业务情况

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
证券投资业务规模（亿元）	82.23	186.33	365.30
其中：股票（%）	6.82	4.81	9.25
基金（%）	3.91	19.75	22.63
债券（%）	81.92	67.85	62.95
票据（%）	-	-	1.27
其他（%）	7.35	7.59	3.90
净资本/证券投资规模（%）	90.74	53.55	40.52
综合投资收益（亿元）	4.15	6.78	13.91
其中：投资收益	2.09	5.92	12.14
公允价值变动收益（亿元）	2.13	0.87	1.80
综合投资收益率（%）	7.40	5.05	5.04

资料来源：国联证券

注 1：证券自营业务规模=交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资；

注 2：综合投资收益=投资收益-投资收益中“权益法核算的长期股权投资收益”及“处置长期股权投资产生的投资收益”+公允价值变动收益；

注 3：综合投资收益率=综合投资收益/（（期初证券自营业务规模+期末证券自营业务规模）/2）×100%。

权益类证券投资方面，国联证券坚持价值投资理念，以绝对收益为导向，以基本面研究为抓手，聚焦低估值、成长性好的行业和公司。2019-2021 年末，

公司证券投资业务中股票和基金的合计投资规模分别为 8.82 亿元、45.77 亿元和 116.44 亿元，其中股票投资规模分别为 5.60 亿元、8.97 亿元和 33.77 亿元，行业分布较为广泛，主要分布于电力、能源、银行、运输及电信服务等行业，前五大行业合计占比 84.02%。2021 年末公司股票投资规模大幅上升，主要系当年公司为获取高股息而新增持有了部分港股投资 23.82 亿元，公司拟长期持有这些股票并获得相关股利收入。

固定收益类投资方面，2019-2021 年末，国联证券债券投资业务规模分别为 67.36 亿元、126.42 亿元和 229.96 亿元，卖出回购金融资产款分别为 36.93 亿元、87.08 亿元和 127.96 亿元。近年来，公司积极推进 FICC 业务战略布局，债券投资业务规模快速增长，公司债券持仓以 AAA 级债券为主，2021 年末占比为 64.81%，同时持有部分其他等级债券及利率债。债券行业分布较为广泛，占比最大的前五大行业分别为金融业、建筑业、综合、采矿业及制造业，合计占比 83.58%。华夏幸福债券处置方面，2021 年末华夏幸福相关债券公允价值合计 8857.17 万元，目前大部分持仓债券已签署展期协议，公司已收到部分款项。针对华夏幸福相关违约债券，公司根据外部第三方估值进行定期估值，我们将持续关注剩余债券的处置进展。

股权衍生品业务方面，2019 年四季度，国联证券设立股权衍生品业务部，面向机构客户提供包括覆盖境内标的的场外期权报价交易、收益互换等在内的场外衍生品服务，开展量化交易和量化产品投资，解决客户的风险管理、资产配置、策略投资等需求，为企业客户提供股权解决方案，为机构客户、零售客户提供浮动收益型收益凭证、结构性产品等产品，满足客户的财富管理、大类资产配置需求。公司场外衍生品业务快速发展，挂钩标的和收益结构日益丰富，交易量快速增长。

综合来看，国联证券固定收益类投资业务规模增速较快，在整体证券投资业务中占有较大比重，在债券市场信用风险加大的情况下，公司债券投资业绩表现及风控能力有待验证。同时，公司权益类投资业务投资收益也较易受市场行情影响。

资产管理业务

国联证券资产管理业务主要为客户提供证券及其他金融产品的投资管理服务，主要类型包括集合资产管理业务、单一资产管理业务和专项资产管理业务。近年来，随着战略定位的转变，公司更加重视资管业务，在市场、人力以及研发方面加大投入。随着前期投入的变现，2021 年公司资产管理业务平均受托规模大幅增长，进而带动资管业务净收入增长。2019-2021 年，公司资产管理业务净收入分别为 0.71 亿元、0.78 亿元和 1.46 亿元；2019-2021 年末，公司资产管理业务平均受托规模分别为 373.70 亿元、312.18 亿元和 798.29 亿元，主要为主动管理业务。

从各类资产管理业务表现看，一方面受资管新规过渡期临近结束、银行委外资金减少以及清盘产品数量较多的影响，另一方面受资产管理业务转型的影

响，国联证券各项资产管理业务的费率均有一定的波动。2021年，公司集合资产管理业务费率、单一资产管理业务费率和专项资产管理业务费率分别为0.51%、0.11%和0.20%。

图表 14. 国联证券资产管理业务情况（单位：亿元，%）

项目	2019年（末）	2020年（末）	2021年（末）
平均集合资产管理业务受托资金规模	73.12	66.39	97.29
平均定向资产管理业务受托资金规模	288.49	233.38	499.87
平均专项资产管理业务受托资金规模	12.10	12.41	201.11
集合资产管理业务净收入	0.43	0.43	0.50
定向资产管理业务净收入	0.26	0.30	0.56
专项资产管理业务净收入	0.01	0.05	0.41
集合资产管理业务费率	0.59	0.65	0.51
定向资产管理业务费率	0.09	0.13	0.11
专项资产管理业务费率	0.11	0.36	0.20
资产管理业务净收入合计	0.71	0.78	1.46

资料来源：国联证券

注：资产管理业务费率=资产管理业务净收入/平均资产管理业务规模*100%。

总体而言，国联证券资产管理业务处于业务转型阶段。随着资管新规政策落地影响逐步消退，公司资产管理规模及产品数量，尤其是主动管理类业务规模及产品数量快速提升。随着证券公司的资产管理业务市场竞争逐步向各公司投研能力的竞争转变，未来公司将进一步加强主动资产管理能力，在产品设计和业务创新上发挥证券公司资产管理业务的比较优势。

其他业务

国联证券通过全资子公司国联通宝开展直接投资业务。截至2021年末，国联通宝累计注册完成12支基金产品，累计备案完成10支基金，其中，2021年度新增3支基金产品，规模为人民币3.27亿元。

国联证券于2019年7月出资设立另类投资子公司国联创新，主要业务为利用自有资金从事科创板跟投业务。国联香港系公司于2020年2月27日注册的香港子公司，主要从事：控股、投资，将通过下设的子公司从事境外证券业务；国联证券（香港）目前正在申请证券经纪、资产管理及投资银行业务牌照。中海基金是由中海信托股份有限公司、法国爱德蒙得洛希尔银行股份有限公司及公司合资成立的基金管理有限公司，截至2021年末公司持有中海基金33.41%的股权。

国联证券各控股子公司及主要参股子公司2019-2021年经营情况如下表所示。

图表 15. 国联证券子公司及主要参股子公司经营情况（单位：万元）

子公司及主要参股公司	2019年（末）			
	总资产	净资产	营业收入	净利润
国联通宝	23566.2	23335.9	1397.8	1128.6

子公司及主要参股公司	2019年(末)			
	总资产	净资产	营业收入	净利润
国联创新	-	-	-	-
国联证券(香港)	-	-	-	-
中海基金	37011.00	32652.00	14917.18	215.68
子公司及主要参股公司	2020年(末)			
	总资产	净资产	营业收入	净利润
国联通宝	23746.65	22854.28	311.98	-232.38
国联创新	1.64	-31.13	0.05	-30.10
国联证券(香港)	24932.70	24156.73	-340.87	-1091.27
中海基金	36169.80	30131.35	15131.03	-364.93
子公司及主要参股公司	2021年(末)			
	总资产	净资产	营业收入	净利润
国联通宝	28,969.70	25,762.51	6,054.94	2,101.45
国联创新	21,148.26	20,801.64	1,284.61	832.77
国联证券(香港)	46,081.68	22,925.77	1,906.12	-389.43
中海基金	42,500.13	30,812.58	18,258.19	548.73

资料来源：国联证券

(2) 发展战略

国联证券将进一步以服务实体经济为本，成为真正以客户为中心的、提供全面金融解决方案的领先投资银行，成为地方区域市场乃至全国市场（某些领域）中最重要的投融资安排者、交易组织者、财富管理者和流动性提供者，为无锡及苏南地区经济社会发展做出积极的贡献。

风险管理

国联证券建立了符合监管要求，并与其业务发展相适应的风控体系与实施措施。近年来，证券投资业务市场风险、融资融券等资本中介业务规模随市场波动带来的信用风险和流动性管理压力均有所加大，公司风险管理压力亦有所上升。公司固定收益类自营业务投资规模快速增长，在债券市场信用事件频发的环境下，公司对固定收益投资信用风险的管理压力亦持续上升。公司压降股票质押业务存量规模并审慎开展新业务，信用交易业务信用风险有所缓释，但公司仍需加强对股票质押式回购风险控制。

国联证券建立了符合监管要求并与其业务发展相适应的风控体系与实施举措。公司全面风险管理框架包括四个层级：董事会及风险控制委员会、高级管理层及风险管理委员会、风险管理部及其他风险管理职能部门、部门内设的风险管理组织。2019-2021年，公司的分类监管评级结果分别为A类A级、A类A级和B级BB类。

1. 市场与信用风险

国联证券涉及市场风险的业务主要包括权益投资业务、固定收益业务、股权衍生品业务等境内外投资业务等。公司建立了自上而下的市场风险限额管理体系，将公司整体的风险限额分配至各业务部门及业务条线。业务部门作为市场风险的直接承担者和一线管理人员，对业务敞口和限额指标进行动态管理，风险管理部独立对公司整体的市场风险进行全面的评估、监测和管理，并将结果向公司管理层进行汇报。公司通过每日计算损益、敞口、基点、久期、希腊字母等指标对市场风险进行全面检测，不断完善 VAR 和压力测试计量机制，对公司的潜在损失进行监控和分析。随着公司国际化的拓展，汇率风险逐步显现。公司将保持对外汇市场的持续关注，不断加强制度建设和内部管理，谨慎开展境外融资。如计划开展境外业务时将考虑通过外汇远期、期权对冲等一系列措施对冲、缓释汇率风险，以支持公司境外业务的开拓。

自营业务风控指标方面，2019 年以来国联证券证券投资业务规模快速增长，尤其是固定收益类证券业务规模增长较快，杠杆运用水平亦有所上升。2021 年以来，公司股票投资、固定收益类证券投资规模均较年初大幅增长，杠杆水平亦迅速上升。2019-2021 年末，公司自营非权益类证券及其衍生品占净资本的比重分别为 87.13%、159.88% 和 188.87%。

图表 16. 国联证券证券投资业务风控指标（单位：%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	预警标准	监管标准
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	87.13	159.88	188.87	≤400	≤500
自营权益类证券及其衍生品/净资本	8.41	18.55	35.33	≤80	≤100

资料来源：国联证券

注：本表数据为母公司口径数据。

国联证券面临的信用风险主要来自于以下几个方面：一是经纪业务代理客户买卖证券及进行期货交易，若没有提前要求客户依法缴足交易保证金，在结算当日客户的资金不足以支付交易所需的情况下，或客户资金由于其他原因出现缺口，公司有责任代客户进行结算而造成损失的风险；二是融资融券、股票质押式回购等证券融资类业务的信用风险，指由于客户未能履行合同约定而带来损失的风险；三是信用类产品投资的违约风险，即所投资信用类产品之融资人或发行人出现违约、拒绝支付到期本息，导致资产损失和收益变化的风险；四是利率互换、股票收益互换、场外期权、远期交易等场外衍生品交易对手方违约风险，即交易对手方到期未能按照合同约定履行相应支付义务的风险。公司通过内部信用评级体系对交易对手或发行人的信用级别进行评估，采用压力测试、敏感性分析等手段进行计量，并基于这些结果通过授信制度来管理信用风险。同时，公司通过信息管理系统对信用风险进行实时监控，跟踪业务品种及交易对手的信用风险状况、出具分析及预警报告并及时调整授信额度。

固定收益类投资方面，2021 年末，国联证券证券投资业务中债券类投资规

模为 229.96 亿元，占证券投资业务规模的 62.95%。公司持有信用债中，信用评级为 AA+级及以上债券占比合计 77.40%。

信用交易业务方面，2021 年末国联证券融资融券余额为 104.07 亿元，股票质押式回购业务本金余额为 38.15 亿元，较年初上升 23.74%。其中，投资类（表内）股票质押式回购业务余额人民币 22.89 亿元，平均履约保障比例 376.70%，较年初上升 49.02 个百分点；管理类（表外）股票质押式回购业务余额人民币 15.26 亿元，平均履约保障比例 405.53%，较年初上升 183.89 个百分点。公司通过在严控风险的情况下审慎开展业务，计提风险项目减值，使得股票质押式回购业务风险水平整体有所下降。

整体来看，国联证券建立了符合自身特点的市场与信用风险管理体系。公司固定收益类业务投资规模快速增长，在债券市场信用事件频发的环境下，较高的业务规模增速和投资杠杆将持续挑战公司的信用风险管理能力。随着公司审慎开展信用交易业务，尤其是股票质押业务，公司信用交易业务风险得到较好控制。

2. 流动性风险

流动性风险是指国联证券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。

国联证券流动性风险管理采取高级管理层及风险管理委员会领导下的三层管理模式：第一层为各业务部门、分支机构及子公司，负责本部门或本业务线、产品线的流动性风险管理；第二层为财务会计部及具有管理职能的业务部门，负责促进与协调跨业务部门的流动性风险管理活动；第三层为稽核审计部，负责对流动性风险管理的充分性和有效性进行查独立、客观的审查和评价。各子公司参照此执行，结合其业务特点建立健全其流动性风险管理体系，经其董事会、经理层审批后向风险管理部报备；未单独设立风险管理部的子公司，在报其董事会、经理层审批前应预先报母公司风险管理部审核。各子公司应根据风险管理部要求，定期报告流动性风险管理状况。

为有效应对和管理流动性风险，国联证券采取如下措施：（1）高效管理资金来源、融资安排及资金配置；（2）根据公司的业务发展、财务状况及融资能力，同时考虑经营过程中所涉及流动性风险及其他相关风险，确定各项业务的流动性风险偏好、正常流动性水平及流动性风险限额；（3）在资金运用达到流动性限额时进行压力测试，采取适当措施确保各业务线的流动性风险敞口在授权阈值以内；（4）建立充足的流动性储备，确保在紧急情况下提供额外资金来源。

国联证券通过科学的财务预算、现金流量分析等方法，加强资金的流动性管理，严格控制投资规模，加强流动性覆盖率和净稳定资金率等流动性风险监控指标监控、压力测试，通过发行次级债、公司债等多种形式增加净稳定资金，防范资金的流动性风险。通过证券库、禁买池管理，行业投资比例限额管理，

项目发行包销前的风险评估及压力测试等措施，防范资产转换的流动性风险。2021 年末公司流动性风险监管指标（母公司口径）流动性覆盖率为 219.28%，较年初有较大幅度下滑，净稳定资金率为 158.41%。

近年来，国联证券资产配置重心有所调整，主要表现为固定收益类投资规模的快速增长和股票质押式回购业务规模快速收缩。截至 2021 年末，公司自营投资占总资产*的比重为 66.71%，买入返售金融资产占总资产*比重为 5.40%。同年末，公司所有权受限制的交易性金融资产 138.31 亿元，主要为因卖出回购交易及债券借贷业务受限的债券共 133.01 亿元。

图表 17. 国联证券各项资产占总资产*的比重情况（单位：%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
货币资金*	13.65	8.89	3.66
自营投资	40.69	50.51	66.71
买入返售金融资产	16.96	11.19	5.40
融出资金	22.95	22.80	17.86
小计	94.25	93.39	96.93
总资产*	100.00	100.00	100.00

资料来源：国联证券

国联证券综合运用短期和中长期融资渠道筹措资金，包括开展债券卖出回购、转融通、债券借贷、债权收益权转让与回购、发行公司债券、发行收益凭证等方式。公司上市后，还可以公开或非公开发行股票、发行优先股、可转债等方式进行融资。公司短期债务以应付短期融资款和卖出回购金融资产为主，长期债务主要为应付债券。近年来，随固定收益类业务投资规模的增长，质押式卖出回购借入资金增加以及债券发行规模的增加使得公司债务规模快速提升。2019-2021 年末公司卖出回购金融资产款分别为 36.93 亿元、87.08 亿元和 127.96 亿元；同期末，公司应付债券余额分别为 51.46 亿元、89.98 亿元和 161.07 亿元。

期限结构方面，近年来，根据业务结构和业务发展需要，国联证券对自身债务结构进行了较大调整，短期债务由收益凭证、短期融资券以及转融通转变为质押式卖出回购且短期债务规模增长较快，整体短期债务占比在调整后快速上升，2020 年末公司短期债务占有息债务的比重已增至 62.50%。2021 年，随着公司陆续发行多期债券，长期债务规模上升，短期债务占有息债务的比重回落至 52.99%。

图表 18. 国联证券债务结构和短期债务覆盖情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
卖出回购金融资产款	36.93	87.08	127.96
短期债务	62.83	148.05	176.70
有息债务	114.29	236.87	333.47
短期债务/有息债务	54.97	62.50	52.99
货币资金*/短期债务	43.89	22.16	11.33

资料来源：国联证券

总体来看，国联证券通过多种融资手段来满足业务资金需求，随业务规模的快速增长，公司债务规模提升较快。鉴于融资融券等信用业务的波动以及固定收益类投资业务将持续挑战公司的外部融资能力和风险管理能力，公司仍需持续加强流动性风险监控和流动性风险应急预案管理能力。

3. 操作风险

操作风险指在国联证券运营过程中，由于不恰当或失效的内部流程、人员和系统或外部事件导致公司发生损失的风险。公司建立健全内控机制，定期在全公司范围内开展内部控制有效性评估工作。风险管理部门设置专人负责操作风险，通过新业务评估、业务流程梳理与制度审核，规范优化业务流程，防范风险发生；收集整理内外部风险事件，建立操作风险事件库。此外，公司通过内部培训、考核等多种方式不断强化各岗位人员的行为适当性与操作规范性，通过风险文化宣导，增强员工风险意识；建立应急风险处置预案并定期演练，确保设备、数据、系统的安全，防范因信息系统故障而导致的突发性、大范围的操作风险。

盈利能力

国联证券盈利能力在行业内居中游水平。随着近年来公司业务结构的调整以及人员投入，公司营收及盈利规模迅速上升，并推动人员成本增加。公司固定收益类业务规模增速和投资杠杆较高，信用风险和市场风险的管理水平将对未来的盈利稳定性构成较大影响。

国联证券经营连续多年保持盈利，营业收入与净利润均处于行业中游水平。近年来，随着公司业务结构调整及不断拓展市场，公司营业收入及净利润逐年上升。2021年，公司营业收入同比大幅上升，主要系公司债券融资业务承销规模增长使得投资银行业务手续费净收入迅速增加、通过持有及处置金融工具使得投资收益大幅增加以及衍生金融工具浮盈使得公允价值变动损益增加。2019-2021年公司营业收入分别为16.19亿元、18.76亿元和29.67亿元，净利润分别为5.21亿元、5.88亿元和8.89亿元。

图表 19. 国联证券收入与利润情况

项目	2019年	2020年	2021年
营业收入（亿元）	16.19	18.76	29.67
同比变动（%）	63.62	15.87	58.11
证券行业营业收入变动（%）	35.37	24.41	12.03
净利润（亿元）	5.21	5.88	8.89
同比变动（%）	930.57	12.76	51.16
证券行业净利润变动（%）	75.50	27.98	21.32
合并口径营业收入行业排名	51	49	37

项目	2019年	2020年	2021年
专项合并口径净利润行业排名	43	52	42

资料来源：国联证券，证券业协会

从各业务线的盈利能力来看，近年来证券投资业务逐渐成为公司盈利的主要来源，但收益表现易受市场环境的影响；同时，随着固定收益类业务投资规模快速增长，在债券市场信用事件频发的环境下，公司较高的业务规模增速和投资杠杆亦将持续挑战公司的信用风险与市场风险管理能力。证券经纪业务的盈利贡献波动较大，信用交易业务的营收占比及盈利占比逐年降低，但仍为公司盈利的重要来源。近年来，证券行业经纪业务同质化竞争日趋激烈，公司的证券经纪业务将面临更为激烈的市场竞争环境，佣金收入水平将持续承压；但未来随着公司在全国范围的网点铺设和业务扩张，公司客户基础有望进一步加强，并助推信用交易业务规模继续扩张。投资银行业务和资产管理与投资业务是公司较为稳定的利润贡献来源。得益于资本市场融资规模的增加，叠加自身资源禀赋，公司投资银行业务承销规模持续增长；得益于前期在人力、研发方面的投入，公司资产管理与投资业务大幅增长，从而带动资管业务营收及盈利的不断增长。

从成本及费用结构看，2021年国联证券业务及管理费增幅较大，主要系当年公司拓展市场，人力投入增加致使职工薪酬同比大幅上升。营业成本结构方面，公司职工薪酬占业务及管理费比重有所上升，但业务及管理费占营业收入的比重保持相对稳定。未来受同业竞争加剧、业务扩张需求等因素影响，公司人员成本仍将面临上升压力。

图表 20. 国联证券成本费用变化情况

项目	2019年	2020年	2021年
营业收入变动（%）	63.62	15.87	58.11
业务及管理费用变动（%）	23.54	13.59	63.83
职工薪酬变动（%）	35.27	8.54	79.18
业务及管理费/营业收入（%）	57.65	56.52	58.56
职工薪酬/业务及管理费（%）	69.13	66.05	72.24

资料来源：国联证券

综合而言，国联证券盈利能力在行业内居中游水平。2019-2021年，公司平均资本回报率分别为6.63%、6.30%和6.59%。

资本与杠杆

国联证券资本实力居行业中游水平，权益以股本和资本公积为主，结构较为稳定。上市融资后，公司资本实力进一步增强，融资渠道得到拓宽，有助于后续业务的持续开展。

经过多次增资扩股，国联证券资本实力逐步增强。公司资本实力在行业

中居中游水平，公司的资本补充渠道主要为股东增资及自身利润留存积累。2020年上市融资及2021年非公开发行A股后，公司资本实力得到进一步增强，融资渠道亦得到拓宽。2021年末公司母公司口径净资产和净资本分别为160.69亿元和148.01亿元，较年初分别增长53.74%和48.33%。

图表 21. 国联证券资本实力（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
净资产	80.24	105.76	160.69
行业排名	59	49	-
净资本	84.00	109.77	148.01
行业排名	49	41	-

资料来源：国联证券，证券业协会

注：2019-2020年数据取自证券业协会官网，2021年末数据为母公司口径。

国联证券合并口径股东权益以股本和资本公积（主要为股本溢价）为主。2021年末公司资本公积占比大幅上升，主要系当年非公开发行A股股票所致。A股上市后，公司连续两年进行现金股利分红，其中于2021年6月完成2020年度的利润分配，共发放现金股利2.85亿元，占2020年归母净利润的比重为48.54%；根据经董事会审议的公司2021年度利润分配预案，公司拟向全体股东每10股派送现金红利人民币1.00元（含税），合计发放现金股利2.83亿元，占2021年归母净利润的比重为31.87%，整体分红比例较高。

图表 22. 国联证券所有者权益构成情况（单位：%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
股本	23.58	22.45	17.29
资本公积	26.82	34.40	49.90
盈余公积	6.80	5.72	4.13
一般风险准备	17.72	14.69	10.46
未分配利润	25.08	22.91	17.10
其他综合收益	0.00	-0.17	1.12
股东权益合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：国联证券

近年来，国联证券通过卖出回购、发行收益凭证和短期融资券及发行债券支持证券投资业务及融资融券业务发展，资产负债率*快速上升，但仍处合理水平。同时，受负债规模快速增长的影响，公司净资本和净资产对负债的覆盖度较2019年大幅下降。受监管分类评价等级变动以及各项风险资本准备增加的影响，公司风险覆盖率有所下降，但整体指标仍远高于监管和预警标准。

图表 23. 国联证券资本与杠杆情况（单位：%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	预警标准	监管标准
资产负债率*	60.08	71.28	70.08	-	-
净资本/净资产	93.94	95.47	92.11	≥24%	≥20%
净资本/负债	68.51	39.42	39.60	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	72.93	41.29	43.00	≥12%	≥10%

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	预警标准	监管标准
净资产/各项风险资本准备之和	387.76	280.52	206.78	≥120%	≥100%

资料来源：国联证券

注：本表监管口径指标取自风险控制指标监管报表，数据为母公司口径。

外部支持

国联证券的控股股东为国联集团。国联集团成立于 1997 年 12 月 16 日，是无锡市国资委出资设立并授予国有资产投资主体资格的国有企业集团，业务包括环保能源板块、纺织板块、金融板块和物流服务及电子制造板块，其中金融业务是国联集团的核心产业，是国联集团收入和利润的重要来源。国联集团控股无锡市大部分地方国有非银行金融资产，重要金融板块子公司包括国联证券、国联信托有限公司、国联期货有限责任公司、国联财务有限公司、江苏资产管理有限公司和无锡联合融资担保股份有限公司等。业务支持方面，国联集团拥有众多下属公司和关联公司，行业涉及较广泛，能够为公司投资银行和研究等业务提供支撑。国联集团资本实力强，截至 2021 年末，国联集团资产总额 1596.98 亿元，所有者权益 499.83 亿元；2021 年实现营业总收入 229.32 亿元，净利润 22.13 亿元。总体来看，公司能够在资本补充、业务支持和业务协同等方面获得股东的支持。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次债券存续期（本次债券发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)	2022年上半年(末)
总资产(亿元)	284.19	462.20	659.39	786.82
总资产*(亿元)	202.07	368.93	547.57	661.43
股东权益(亿元)	80.67	105.94	163.81	165.60
归属于母公司所有者权益(亿元)	80.67	105.94	163.81	165.60
营业收入(亿元)	16.19	18.76	29.67	12.74
营业利润(亿元)	6.86	7.89	11.80	5.44
净利润(亿元)	5.21	5.88	8.89	4.37
资产负债率*(%)	60.08	71.28	70.08	74.96
权益负债率(%)	150.48	248.24	234.27	299.42
净资本/总负债*(%)	61.46	37.94	38.57	30.69
净资本/有息债务(%)	65.28	42.13	44.38	35.01
货币资金*/总负债*	22.71	12.48	5.22	3.33
员工费用率(%)	39.85	37.33	42.31	-
手续费及佣金净收入/营业收入(%)	41.61	46.66	45.36	48.59
资产管理净收入与基金管理业务净收入/营业收入(%)	4.01	3.82	4.74	5.87
营业利润率(%)	42.46	42.04	39.77	42.69
平均资产回报率(%)	2.90	2.06	1.94	-
平均资本回报率(%)	6.63	6.30	6.59	-
监管口径数据与指标	2019年末	2020年末	2021年末	2022年6月末
净资本(亿元)	74.61	99.78	148.01	152.17
净资本/各项风险资本准备之和	387.76	280.52	206.78	174.03
净资本/净资产(%)	93.94	95.47	92.11	93.14
净资本/负债(%)	68.51	39.42	39.60	31.01
净资产/负债(%)	72.93	41.29	43.00	33.30
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	87.13	159.88	35.33	28.87
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	8.41	18.55	188.87	261.18

注：根据国联证券 2019-2021 年经审计的财务报表、未经审计的 2022 年上半年度报表、2019-2021 年末及 2022 年 6 月末净资本计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算，其中资产负债表数据及指标取自各期期末数；净资本及风险控制指标为母公司口径数据。

附录二：

国联证券调整后资产负债简表

财务数据	2019 年末	2020 年末	2021 年	2022 年 6 月末
总资产* (亿元)	202.07	368.93	547.57	661.43
其中：货币资金* (亿元)	27.57	32.81	20.01	16.50
结算备付金* (亿元)	3.60	6.99	9.10	9.11
交易性金融资产 (亿元)	82.23	169.55	277.10	396.19
其他债权投资	0.00	16.78	62.40	38.35
买入返售金融资产 (亿元)	34.27	41.28	29.58	46.67
融出资金 (亿元)	46.38	84.13	107.91	99.17
长期股权投资 (亿元)	1.04	1.05	1.03	1.08
总负债* (亿元)	121.40	262.99	383.76	495.83
其中：卖出回购金融资产款 (亿元)	36.93	87.08	127.96	220.93
应付短期融资款 (亿元)	13.09	47.81	21.25	4.01
应付债券 (亿元)	51.46	89.98	161.07	188.47
股东权益 (亿元)	80.67	105.94	163.81	165.60
其中：股本 (亿元)	19.02	23.78	28.32	28.32
负债*和股东权益 (亿元)	202.07	368.93	547.57	661.43

注：根据国联证券 2019-2021 年经审计的财务报表、未经审计的 2022 年上半年度报表整理、计算，其中资产负债表数据及指标取自各期期末数。

附录三：

各项数据与指标计算公式

指标名称	计算公式
总资产*	期末资产总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款
总负债*	期末负债总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款
货币资金*	期末货币资金-期末客户存款
结算备付金*	期末结算备付金-期末客户备付金
短期债务	期末短期借款+期末衍生金融负债+期末交易性金融负债+期末卖出回购金融资产+期末拆入资金+期末应付短期融资券+期末应付合并结构性主体权益持有者款项
有息债务	期末短期借款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付短期融资券+期末应付债券+期末长期借款+期末应付合并结构性主体权益持有者款项
资产负债率	期末总负债*/期末总资产*×100%
权益负债率	期末总负债*/期末所有者权益×100%
净资本/总负债*	报告期净资本/期末总负债*×100%
货币资金/总负债*	期末货币资金*/期末总负债*×100%
员工费用率	报告期职工费用/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
平均资产回报率	报告期净利润/[(期初总资产*+期末总资产*)/2]×100%
平均资本回报率	报告期净利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2]×100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资本为母公司数据。

附录四：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《证券行业信用评级方法》（发布于 2018 年 3 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。