

信用等级公告

联合〔2019〕2053号

兴业证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对兴业证券股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

兴业证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

兴业证券股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

兴业证券股份有限公司面向合格投资者 公开发行2019年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：基础发行规模为人民币 50 亿元，
可超额配售不超过 55 亿元

债券期限：品种一为 3 年期；品种二为 5 年期

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2019 年 10 月 25 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
自有资产（亿元）	1,024.22	1,279.76	1,275.39	1,257.32
自有负债（亿元）	681.24	920.98	922.31	889.30
所有者权益（亿元）	342.98	358.78	353.08	368.02
优质流动资产/总资产（%）	24.22	19.46	18.83	18.46
自有资产负债率（%）	66.51	71.96	72.32	70.73
营业收入（亿元）	75.89	88.20	64.99	70.41
净利润（亿元）	23.44	26.35	5.75	15.63
营业利润率（%）	38.33	35.71	10.25	29.09
净资产收益率（%）	8.75	7.51	1.62	4.34
净资本（亿元）	307.97	345.16	305.61	282.87
风险覆盖率（%）	269.73	206.30	241.30	247.77
资本杠杆率（%）	25.35	21.13	20.47	22.78
短期债务（亿元）	349.70	384.25	341.83	380.89
全部债务（亿元）	624.44	849.55	856.46	840.69
EBITDA（亿元）	50.13	67.27	48.97	38.95
EBITDA 利息倍数（倍）	2.53	2.05	1.21	2.24
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.08	0.06	0.05
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.48	0.64	0.47	0.37

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、本报告中涉及净资本、净资产指标均为母公司口径；4、2019 年 1-6 月数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点：

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对兴业证券股份有限公司（以下简称“公司”或“兴业证券”）的评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司，近年来保持较强的竞争优势，其投资管理能力和研究能力较强，并且在福建地区保持着较强的区域竞争力，债券承销及资产管理业务板块发展态势良好；2018—2019 年，公司分类评级均为 A 级，内控较 2017 年有所改善；目前，公司资本实力雄厚，资产流动性较好，债务结构较好。

联合评级同时也关注到经济周期波动、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。另外，股票质押业务出现违约情况，未来回收情况以及可能继续出现损失的风险值得关注。

随着公司各项业务的稳步推进，未来公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 公司作为福建省最大的全国性综合类证券公司，实际控制人福建省财政厅能够在资金、业务转型与发展等方面给予公司较大支持。

2. 近年来公司保持着较强的区域竞争力；债券承销及资产管理业务主动管理发展态势良好。2018—2019 年公司分类评级均为 A 级，内控水平及后续整改情况较好。

3. 公司资本实力强，资本充足性较好；优质流动资产占比较大，资产流动性好。公司短期债务占比下降，债务结构有所改善。

关注

1. 公司所处证券行业受国内证券市场波动等因素的影响较大,未来收入增长存在一定不确定性。

2. 公司股票质押业务出现违约情况,未来回收情况以及可能继续出现损失的风险值得关注。

分析师

贾一晗

电话: 010-85172818

邮箱: jiayh@unitedratings.com.cn

刘 嘉

电话: 010-85172818

邮箱: liuj@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层(100022)

Http: //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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

兴业证券股份有限公司的前身是 1991 年 10 月设立的福建兴业银行证券业务部。1994 年日，经中国人民银行银复（1994）160 号文《关于成立福建兴业证券公司的批复》批准，在福建兴业银行证券业务部的基础上，改组设立福建兴业证券公司，为福建兴业银行全资子公司，注册资本金为 1 亿元。2010 年，经中国证监会证监许可（2010）1240 号《关于核准兴业证券股份有限公司首次公开发行股票批复》核准，公司向社会公开发行人民币普通股 2.63 亿股，发行后公司注册资本总额为人民币 22 亿元。2010 年 10 月 13 日，公司股票在上海证券交易所挂牌上市，证券简称“兴业证券”，证券代码“601377.SH”。后经历次增资扩股，截至 2019 年 6 月末，公司注册资本 66.97 亿元，其中福建省财政厅持股比例为 20.27%，为公司实际控制人，第二大股东为福建省国资委的全资子公司，其他股东持股比例较为分散。

表 1 截至 2019 年 6 月末公司前五大股东及持股情况（单位：%）

股东	持股比例
福建省财政厅	20.27
福建省投资开发集团有限责任公司	7.98
上海申新（集团）有限公司	3.14
中国证券金融股份有限公司	2.96
华域汽车系统股份有限公司	2.42
合计	36.77

资料来源：公司 2019 年半年报

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；融资融券；证券投资基金代销；代销金融产品；证券投资基金托管业务。为期货公司提供中间介绍业务；互联网信息服务不含新闻、出版、教育、医疗保健、药品和医疗器械等内容及电子公告服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年末，公司设有 24 个部门（组织结构图见附件 1）、62 家境内分公司、140 家证券营业部，并控股兴全基金管理有限公司（以下简称“兴全基金”）、兴证期货有限公司（以下简称“兴证期货”）、福州兴证物业管理有限公司、兴业创新资本管理有限公司、兴证证券资产管理有限公司（以下简称“兴证资管”）、兴证投资管理有限公司、上海兴证管理咨询有限公司和兴证（香港）金融控股有限公司（以下简称“兴证香港”）等 8 家子公司，参股 5 家公司。截至 2018 年末，公司共有员工 6,839 人。

截至 2018 年末，公司资产总额 1,551.38 亿元，其中客户资金存款 202.56 亿元、客户备付金 38.84 亿元；负债合计 1,198.30 亿元，其中代理买卖证券款 263.94 亿元；所有者权益合计 353.08 亿元，其中归属于母公司所有者权益 325.05 亿元；母公司口径净资本 305.61 亿元。2018 年公司实现营业收入 64.99 亿元，净利润 5.75 亿元，其中归属母公司所有者净利润 1.35 亿元；经营活动现金流净额 176.07 亿元，现金及现金等价物净增加额为 55.97 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司资产总额 1,623.22 亿元，其中客户资金存款 267.22 亿元，客户备付金 30.42 亿元；负债合计 1,255.20 亿元，其中代理买卖证券款 336.02 亿元；所有者权益合计 368.02 亿元，其中归属母公司所有者权益 338.79 亿元；母公司口径净资本 282.87 亿元。2019 年 1—6 月公司营业收入 70.41 亿元，净利润 15.63 亿元，其中归属母公司所有者净利润 13.33 亿元；经营活动现金流净额 199.34 亿元，现金及现金等价物净增加额为 150.71 亿元。

公司注册地址：福建省福州市湖东路 268 号；法定代表人：杨华辉。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“兴业证券股份有限公司面向合格投资者公开发行 2019 年公司债券(第一期)”，基础发行规模为人民币 50 亿元，可超额配售不超过 55 亿元。本期债券分为两个品种：品种一为 3 年期固定利率品种；品种二为 5 年期固定利率品种，两个品种间可进行双向回拨，回拨比例不受限制。由发行人和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨权。本期债券采取网下面向合格投资者询价配售的方式，网下申购由发行人、簿记管理人根据簿记建档情况进行债券配售。债券票面金额 100 元/张，平价发行。本期债券为固定利率债券，发行票面利率由发行人与主承销商根据市场询价情况协商确定。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，满足公司业务发展的需要；或用于偿还借款，进一步优化负债结构和改善财务结构。

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

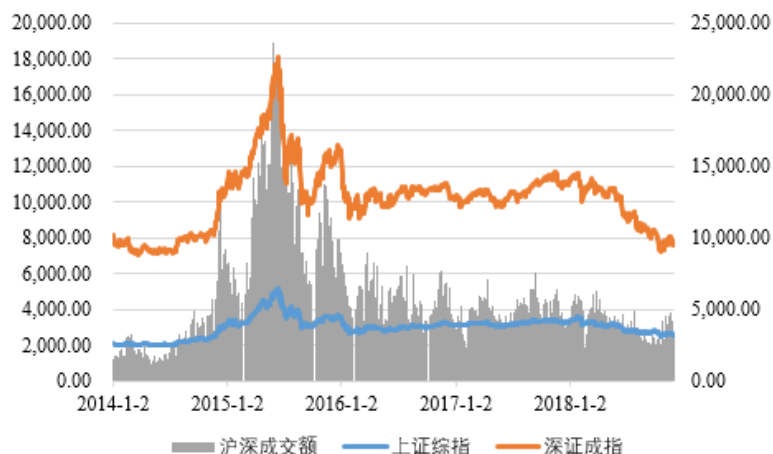
证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。我国证券市场经过逾 20 年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。

(1) 证券市场发展概况

股票市场规模和交易活跃度下降，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生

近年来，股票市场震荡下行，2016 年股票市场价量齐跌；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，经济下行压力叠加外部不利环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年 1 季度，证券市场有所回暖。根据交易所公布的数据，截至 2018 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,584 家，股票市场总市值为 43.49 万亿元，较 2017 年底下降 31.16%，平均市盈率为 16.22 倍，较 2017 年减少 3.29 个倍数；2018 年全部 A 股成交额为 90.11 万亿元，日均成交额为 0.36 万亿元，同比减少均为 19.37%。截至 2018 年底，市场融资融券余额为 0.76 万亿元，较 2017 年底下降 26.21%，其中融资余额占比为 99.11%，融券余额占比为 0.89%。股票一级市场发行方面，2018 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.21 万亿元，同比减少 21.43%，共完成 IPO 为 105 家、增发 267 家、配股 15 家、优先股 7 家。

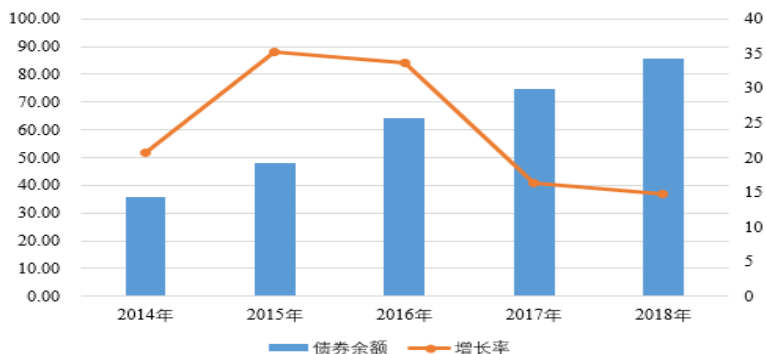
图1 股票市场指数和成交额情况 (单位: 点、亿元)



资料来源: WIND, 联合评级整理

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。根据WIND统计数据,截至2018年底,债券余额为85.74万亿元,较2017年底增加14.79%。债券发行方面,2018年境内共发行各类债券3.90万只,发行额达43.83万亿元,同比增长7.43%。2018年境内债券交易总金额为1,240.83万亿元,其中,现券交易成交金额为149.79万亿元,回购交易成交金额为951.78万亿元,同业拆借139.27万亿元。

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

衍生品市场方面,根据中国期货业协会统计数据,2018年全国期货市场累计成交额为210.82万亿元,同比增长12.20%;其中,中国金融期货交易所的交易金额为26.12万亿元,同比增长6.22%,占全国市场份额12.39%。

多层次资本市场已初步建立并不断完善

中小板和创业板分别于2004年和2009年设立;新三板自2012年开始启动扩容并于2013年扩大至全国。截至2018年底,挂牌企业数量达10,691家,较2017年底减少8.07%;区域性股权交易市场建设也在持续推进中。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》(以

下简称《建议》)也对构建多层次资本市场提出了新的要求。《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。国家主席习近平于 2018 年 11 月在在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立科创板并试点注册制;2019 年 1 月,证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》,3 月,证监会发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》和《科创板上市公司持续监管办法(试行)》。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。

金融创新产品和服务不断推出

在证券市场持续发展和监管政策推动下,金融创新产品和服务不断推出。在债券市场方面,推出了如非公开发行公司债、中小企业可交换债、绿色债券、永续期债和熊猫债等品种,丰富了债券种类,提升了审批效率;在股票市场方面,优先股、融资融券、约定购回式证券交易、股权激励行权融资、股票质押式回购、RQFII 等相继推出,进一步丰富了投资工具;在衍生品市场方面,近年来推出了股指期货、国债期货、上证 50ETF 期权和原油期货等投资品种,为投资者提供了更加多元化的风险对冲工具。

(2) 证券公司发展概况

近年来,随着资本市场建设力度的加大以及证券市场规模逐步扩大,证券公司的数量呈稳步增长态势。2014—2018 年,证券公司净资产规模逐年扩大,总资产规模波动增长,于 2015 年后趋于平稳,盈利能力呈现倒 U 型走势,2014—2015 年盈利水平快速提升,2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩,2018 年盈利水平进一步大幅下降。一方面,证券市场资本中介业务规模的扩张和监管政策的推动使证券公司资本规模不断得到补充,这也在一定程度上提升了证券公司的抗风险能力;另一方面,创新类业务的发展进一步丰富了证券公司的收入来源。随着证券公司对创新类业务的重视和推进,逐步形成了传统业务和创新业务相互促进的格局。但从目前收入结构来看,仍以传统的经纪业务、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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
证券公司家数(家)	120	125	129	131	131
盈利家数(家)	119	124	124	120	106
盈利家数占比(%)	99.17	99.20	96.12	91.60	80.92
营业收入(亿元)	2,602.84	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87
净利润(亿元)	965.54	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20
总资产(万亿元)	4.09	6.42	5.79	6.14	6.26
净资产(万亿元)	0.92	1.45	1.64	1.85	1.89
净资本(万亿元)	0.68	1.25	1.47	1.58	1.57

数据来源:中国证券业协会

2018 年,受国内外经济环境变化的影响,证券市场悲观情绪弥漫,沪深指数跌幅较大,投资交易量进一步萎缩;同时,2018 年,证券行业延续严监管趋势,截至 2018 年底,证监会及其派出机构已对 40 家券商开出 58 份行政监管措施或行政处罚书,较 2017 年全年 4 张证监会罚单大幅增加;58 张罚单中,29 张罚单涉及合规风控问题,内控不健全问题密集暴露;另有 9 张罚单涉及债券承销业

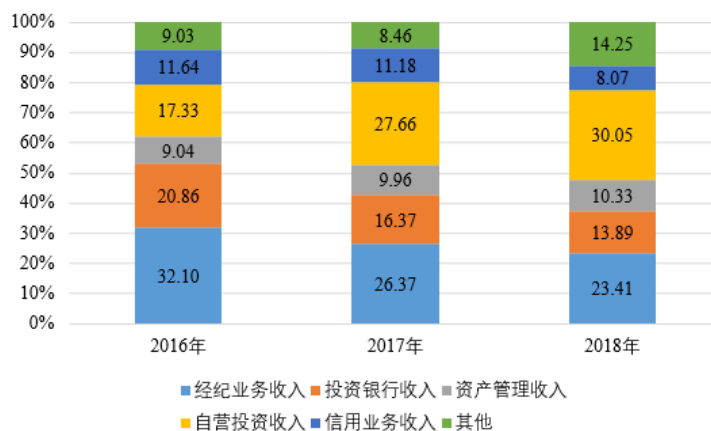
务，8张涉及并购重组类处罚且罚没款金额较大，投行业务为重点监管范畴。从业务表现看，2018年证券公司收入水平延续下降趋势，业绩降幅增大，盈利能力下滑明显；业务结构同质化较为严重，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，自营业务超过经纪业务成为第一大业务收入来源；截至2018年底，131家证券公司总资产为6.26万亿元，较2017年底增加1.95%；净资产为1.89万亿元，较2017年底增加2.16%，净资本为1.57万亿元，较2017年底变动不大，资本实力保持稳定。2018年，131家证券公司中，106家公司实现盈利，全年实现营业收入2,662.87亿元，全年实现净利润666.20亿元，分别同比减少14.47%和41.04%，降幅较2017年分别扩大9.39和32.57个百分点，经营业绩大幅下滑。

2019年上半年，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，债券市场进入平稳期；其中上证综指涨幅19.45%，深成综指涨幅26.78%，创业板涨幅20.87%。截至2019年6月底，131家证券公司总资产为7.10万亿元，较2018年底增加13.42%；净资产为1.96万亿元，较2018年底增加3.70%，净资本为1.62万亿元，较2018年增加3.18%。2019年上半年，131家证券公司中，119家公司实现盈利，实现营业收入1,789.41亿元，实现净利润666.62亿元，分别同比增长41.38%和102.86%，经营业绩大幅改善。

2. 业务分析

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。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，近年来受证券市场交投活跃度低迷影响，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持在20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大；2016年，股票市场整体行情较为低迷，经纪业务和自营业务收入下滑较大，但受益于债券市场的繁荣，来自投行业务的承销与保荐业务收入增长较快，占比有所提升；2017年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资管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，前三大收入来源仍为自营、经纪和投行业务，自营业务收入占比进一步增加至30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。

图3 我国证券行业业务收入结构图

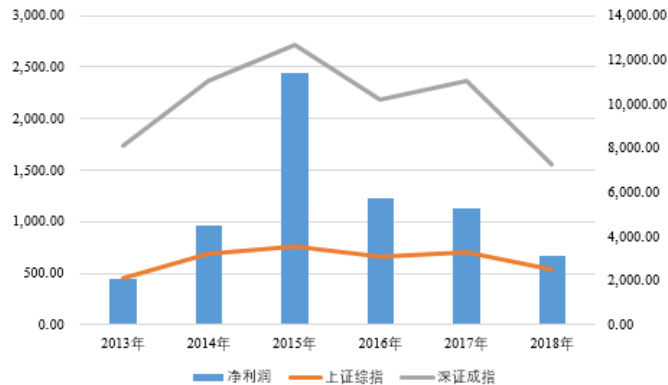


资料来源：中国证券业协会网站

证券公司的收益水平与证券市场交易量及市场指数正相关，2016年我国证券行业净利润随着市

场指数回落而大幅下降；2017年，市场指数小幅上升，但中小创跌幅较大，证券公司净利润水平仍小幅下降；2018年，股票市场大幅下跌，证券公司盈利水平下滑显著。

图4 证券行业净利润情况图



资料来源：中国证券业协会网站

(1) 经纪业务

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。2012年11月，证监会发布《证券公司代销金融资产管理规定》，意味着证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”，经纪业务迎来新的发展机遇。但2015年以来，股票市场交易量持续萎缩，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，证券公司的经纪业务即将进入转型期，轻型营业部应运而生。2017年以来，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，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，未来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行情景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2016年，股票市场行情景气度不高，同时，受市场竞争加剧、互联网金融的兴起等因素影响，经纪业务市场平均佣金率不断下滑，证券公司实现代理买卖证券业务净收入1,052.95亿元，仅为2015年收入的39.13%。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年上半年，证券市场有所回暖，全行业实现代理买卖证券业务净收入444.00亿元，同比增长22.06%。

(2) 投资银行业务

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，2018年基本延续了2017年低迷的市场走势；全年IPO发行规模合计1,378.15亿元，发行家数105家，分别较2017年下降40.11%和76.03%；2017年10月以来，IPO审核趋严、过会率一直保持在较低水平，2018年至今发审委累计审核180多家拟IPO企业事项，其中超过105家企业首发获通过，平均过会率在59%左右；同期，受再融资新规的影响，增发规模仅为0.75万亿元，同比下降40.78%；证券公司债券承销较2017年

有所好转,承销规模大幅增加,2018年,证券公司承销各类债券金额5.68万亿元,同比增长25.48%。2018年,131家证券公司全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入369.96亿元,同比下降27.40%,占全行业营业收入的13.89%,较2017年基本稳定。2019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148.02亿元,同比增长26.66%,投行业务有所回暖。

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,表现出该业务集中度较高。2018年,股权承销金额排名前五的证券公司市场份额由2017年的46.50%提升至57.66%;债券承销金额排名前五的证券公司市场份额由39.33%提升至44.07%;可见,无论股市还是债市,大证券公司市场地位均进一步巩固。

但值得注意的是,在投资银行业务快速发展过程中,由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在,证券包销风险值得关注,包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升,也会影响证券公司资金的流动性。股票承销业务受监管审批政策的影响较大,IPO政策的变化对承销与保荐业务具有较大影响;同时,2018年以来监管罚单集中于投行业务,未来仍面临严监管的合规风险。

(3) 自营业务

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;2012年来,自营业务在各家券商业务中发展较快,但2016年以后,随着证券市场波动加剧,自营业务收入不确定性增加。2014及2015年股票市场大幅上涨,各证券公司加大了股票、基金和其它证券产品的投资比重,2016年以来,随着股票市场趋冷,权益类资产占比有所下降,目前以固定收益投资类资产为主。2016年,证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)568.47亿元,同比减少59.78%。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,131家证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)860.98亿元,同比增长51.46%,成为证券公司第一大收入来源。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,而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%,债券投资收益减缓自营业务降幅,但债券市场出现集中违约,2018年新增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;131家证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)800.27亿元,同比减少7.05%。自营业务与证券市场关联度高,面临较高市场风险,收入存在一定不确定性;且债券市场违约频发,需关注相关投资风险。2019年上半年,全行业实现证券投资收益(含公允价值变动)620.60亿元,同比大幅增长1.10倍,主要系股票市场回暖所致。

(4) 资产管理业务

近年来,证券公司资产管理规模较快增长,但相比较于银行理财产品、信托产品的规模,证券公司资产管理规模仍较小,但是各券商未来业务发展的一大重点。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。近年来,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

资管产品规模仍是主要部分，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。截至 2018 年末，证券公司资产管理业务规模为 14.11 万亿元，较 2017 年末下降 18.25%；2018 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.00 亿元，同比下降 11.35%。截至 2019 年 6 月末，证券公司资产管理业务规模为 13.59 万亿元，较 2018 年末小幅下降 3.69%；2019 年上半年，证券公司实现资产管理业务净收入 127.33 亿元，同比下降 8.32%。

（5）其他业务

2012 年以来，证券公司其他业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的其他业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务、股票质押式回购业务等。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，融资融券业务发展迅速，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，2015 年以来出现下降并逐步趋稳。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2018 年底，两融余额 0.76 万亿元，较 2017 年底减少 26.21%，截至 2019 年 6 月末，两融余额 0.91 万亿元，较 2018 年末增长 20.52%，系股票市场回暖所致；股票质押市值方面，根据中国证券登记结算公司披露的质押股份数量与各自股价乘积后合计计算，截至 2018 年底，市场质押市值约 4.23 万亿元，较 2018 年初最高点 6.49 万亿元大幅下降；截至 2018 年底，市场质押股数占总股本比约 9.83%，较 2018 年初约 9.60% 水平略有提升，截至 2019 年 6 月末，市场质押股数 6,134.95 亿股，市场质押股数占总股本 9.30%，较 2018 年末占比有所下降。2018 年 1 月，中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，要求分类评价结果为 A 类的证券公司，自有资金参与股票质押回购交易余额不得超过公司净资本的 150%；分类评价结果为 B 类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 100%；分类评价结果为 C 类及以下的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 50%，同时要求证券公司对坏账计提减值准备。同期，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》，对融入方资格、初始交易金额、质押集中度以及资金用途都做出了限制，同时增加了融入方担保物范围。上述规定将引导股票质押业务聚焦实体经济，降低融资风险，也对证券公司风险控制能力提出了更高的要求；但在一定程度上影响了证券公司参与股票质押式回购交易规模，尤其是对中小证券公司影响较大。

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。2018 年，国内股市出现较大跌幅，证券公司股票质押业务面临较大市场风险和信用风险，对证券公司资产和盈利造成不利影响；同时，需考虑到股票质押规模仍然较大，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，宏源与申万合并，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；2018 年以来，国内证券公司上市的有：天风证券、长城证券、南京证券、华西证券、华林证券等 5 家证券公司，同时中泰证券、湘财证券、华龙证券、德邦证券等多家中小型券商正处于辅导期或已提交了上市申请。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新

三板挂牌证券公司依然有奔向 A 股的雄心。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

CEPA 协议（内地与香港和澳门关于建立更紧密经贸关系的安排）下合资券商设立进程加速；2018 年 4 月，中国证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司，将外资持有证券公司的股权比例限制放宽至 51%，同时外商投资证券公司经营业务范围有所扩大。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。

同时，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 2018 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 1,688.34 亿元，净利润 486.53 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 63.40% 和 73.03%；截至 2018 年底，前十大证券公司资产总额为 3.74 万亿元，占全行业总资产的 59.75%，前十大证券公司以上指标占比均超过 55%，行业集中度较高。

表 3 截至 2018 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	1,568.31	6,531.33	372.21	98.76
2	国泰君安	1,336.73	4,367.29	227.19	70.70
3	海通证券	1,301.86	5,746.24	237.65	57.71
4	华泰证券	1,047.50	3,686.66	161.08	51.61
5	广发证券	886.29	3,891.06	152.70	46.32
6	招商证券	807.92	3,049.31	113.22	44.46
7	申万宏源	684.25	3,229.19	121.70	40.53
8	银河证券	663.38	2,513.63	99.25	29.32
9	国信证券	525.27	2,118.14	100.31	34.31
10	东方证券	522.72	2,268.70	103.03	12.81
合计		9,344.23	37,401.55	1,688.34	486.53

数据来源：WIND

证券公司业务收入来源集中和盈利模式单一雷同，导致证券公司间竞争激烈的同时伴有不正当竞争现象。如 IB 业务市场资源有限，个别券商在投资者合规方面放水并因此被证监会立案调查；同时，为大力开展业务，多数券商在创新业务的风险控制上都滞后于产品设计。随着监管的日益加强，整个行业发展分化也日益明显，违规者将受到监管层的严肃处理，规范且竞争力强的公司则会取得相应发展。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验、业务规范和专业水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势，行业集中度将进一步上升。

4. 风险因素

证券业务是与市场呈强周期关系的，具体风险主要体现如下：

（1）市场风险

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。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。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。2015 年以来，股票市场走势波动较大，市场风险加剧，对自营业务和信用业务影响较大，但也对证券公司应对市场风险的策略和技术提出了更高要求。

（2）信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。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。证券公司主要通过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。目前，宏观经济下行，实体经济经营困难，企业信用风险逐渐暴露，在一定程度上增加了债券投资类业务风险；同时，2017 年以来，债券市场违约事件频发，2018 年，股票质押业务风险不断集聚，证券公司固定收益投资类业务和股票质押业务面临信用风险加大。

（3）流动性风险

在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。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。近年来，随着创新业务的发展和深化，证券公司经营和资产负债结构日趋复杂化，流动性风险体现三种新趋势，一是资产流动性下降和负债杠杆率提高；二是表外业务膨胀发展隐含着表外负债的增长，未来以结构性投融资、资产证券化、部分资管产品为载体的表外业务在创新活动中也将迅速增长；三是资本性承诺的潜在冲击，新股发行市场化定价使得投行业务的包销风险不断加大，单个项目包销金额明显上升，低等级债券市场的扩大也将对证券公司以包销模式发展债券销售业务提供操作空间。

（4）操作风险

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人为失误；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。近年来，证券公司在制度和内控上不断加强和完善业务合规性，控制人为失误。2017 年以来，我国拉开了金融严监管的序幕，从体制机制、政策措施、专项整治等多方面发力，2018 年证券公司罚单激增，内部控制体系和投资银行业务成为重点监管范畴。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。

（5）法律政策风险

法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生

损失的风险。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的波动影响较大，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。近年来，国家对证券市场的政策监管不断调整，证券公司在业务开展上机遇与挑战并存；同时，证券公司创新业务蓬勃发展，须关注创新业务合规性与否所带来的法律政策风险。

从我国实际情况看，证券公司在风险管理方面普遍面临着一些问题和挑战：第一，我国证券公司开展风险管理的时间还不长，由于产品和业务种类并不完善，风险复杂程度与国际同行业相比仍然较低，全面风险管理的理念未在行业内得到普遍重视。第二，随着全面风险管理理念的提出，证券公司面临着将已有的证券交易、结算、财务管理等不同信息系统进行整合的重要任务，基础数据和信息系统框架的整合成为制约证券公司风险管理水平提升的瓶颈。第三，受国内金融市场成熟度的限制，证券公司普遍缺乏风险对冲的工具，市场创设对冲产品的机制不足，市场风险管理工具的应用仍然有限。第四，证券公司对于操作风险基本处于定性管理阶段，缺乏量化管理的工具和手段。第五，由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，证券公司在创新活动中可能面临因管理水平、技术水平、风险控制能力、配套设施和相关制度等方面不能与创新业务相适应而导致的经营风险。

5. 未来动向

(1) 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

证券公司风险主要包括市场风险、信用风险、流动性风险以及操作风险。目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2019年7月，证监会发布了2019年证券公司分类结果，在参选的98家券商中，51家分类评级结果与去年持平，28家券商被下调评级，19家证券公司上调评级。从各级别券商分布来看，38家券商被评为A类，数量比去年少2家；38家A类券商中，共有10家券商评为A类AA级，较去年少了2家；B类券商共有50家，较去年多1家；其中BBB级券商有28家，比去年少1家，BB级券商有12家，比去年少3家，B级券商有10家，比去年多5家；8家券商被评为C类；2家被评为D级。整体来看，A类券商数量较2018年有所下降，下调级别券商数量有所增多且包括4家AA级券商，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2018年1月，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》（以下简称“业务办法”），中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》（以下简称“风险管理指引”），从股票质押业务的交易和结算环节进一步规范，使股票质押市场回归理性；通过严控风控指标和强化业务流程管理，引导证券公司加强信用风险和流动性风险管理能力，有效控制系统性风险。

2018年3月，证监会正式发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，督促证券公司强化主体意识、完善自我约束机制，提升投行类业务内部控制水平，防范和化解投行类业务风险。

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》，

基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚，同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

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

在证监会调整风控指标、修订分类监管规定、严处罚、对股权的规定等举措下，体现出监管层对证券公司风险管理能力提出了更高要求，对证券公司保持了较强的监管力度，同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

(2) 资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司业务转型加速行业集中度提升，证券行业“强者恒强”的局面凸显，需对中小券商保持关注。

2018年以来，证券公司经营业绩受市场和政策影响呈现较大下滑态势，但行业整体信用水平保持平稳。资管新规的落地、佣金率的探底、业务同质化的加剧以及传统业务牌照红利的渐失将倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点，随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力、金融科技运用，将加速证券行业集中度的提升；而《证券公司分类监管规定》也进一步突出监管导向，加分指标方面有利于大型综合券商通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力以及跨境业务能力等获得加分优势；由此，证券公司行业格局会进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面将进一步凸显，中小证券公司面临竞争更加激烈。

从企业个体层面来看，业务结构较单一的中小券商业绩稳定性较差，抵御市场和政策风险的能力较弱，在市场环境恶化的条件下，经营业绩下滑更为明显；加之其本身资本实力、股东支持及背景和应对市场周期性的内部控制能力偏弱，如经营环境持续恶化，此类证券公司盈利和资产继续恶化，将对其信用水平造成较大影响。

总体看，未来一段时间，随着资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司将加速转型，行业集中度有所提升，大中型证券公司资本实力保持平稳，行业整体信用水平稳定，但需对中小券商保持关注。

四、基础素质分析

公司作为全国性综合类证券公司之一，具有较强的经营实力

公司是全国性综合类证券公司之一，各项业务牌照齐全，具备较为完整的证券业务板块；控股期货公司、基金公司、直投公司等，呈现出综合化经营发展的业务模式。截至2019年6月底，公司注册资本为66.97亿元，净资本282.87亿元，资产总额达1,623.22亿元，根据证券业协会发布的2018年度证券公司经营业绩排名中，公司净资本排名行业第15位，资本实力行业排名靠前。公司业务网点遍布全国，截至2019年6月末公司共设有140家营业网点（不含分公司）；其中福建63家，福建省内具备较强网点优势。公司投行业务具有较强的竞争力，根据证券业协会公布的2018年证券公司证券承销业务排名情况，公司股票主承销家数排名行业15位，主承销金额排名第18位；债券主承

销家数排名行业 11 位，主承销金额排名第 14 位。2018—2019 年公司分类评价由 2017 年的 BBB 级升至 A 级，公司合规及内控情况有所改善，并具有较强的资本实力和风险控制能力。

公司控股股东为福建省财政厅，能够在资金、业务转型与发展等方面给予公司较大支持

公司控股股东为福建省财政厅，近年来福建省财政总收入保持较快增长水平，2018 年，福建省财政总收入完成 5,045.43 亿元，同比增长 7.4%；2018 年福建省 GDP 总量 3.58 万亿元，在 28 个省市排名中位列第 10 位；GDP 增速 8.3%，排名第 6；人均 GDP 9.2 万，排名第 6。福建省经济发展总体高于全国平均水平，并且公司在福建省内保持了较强的区域竞争力，经营环境较好。公司作为福建省最大的全国性综合类证券公司，实际控制人能够在资金、业务转型与发展等方面给予公司较大支持。

公司具有较强的投资管理能力和研究能力，为公司各项业务转型与发展提供了有力支持

公司资产管理业务保持较强的投资管理能力和研究能力，多次蝉联“金牛基金公司”等行业权威奖项，2018 年兴全基金受托资产管理规模逆势增长，年末资产管理总规模 2,598 亿元，较上年增长 7%。近年来，公司证券研究业务稳定在行业第一梯队，2018 年获得“最受险资欢迎研究机构”第一名、“最受中小险资欢迎研究机构”第一名、“最佳研究机构”第二名、“最受保险系公募基金欢迎研究机构”第三名、“最佳合作研究机构”第三名“年度五大金牛研究团队”、水晶球奖“本土金牌研究团队”第三名、研究细分领域 7 个行业获第一名等。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司按照《公司法》《中华人民共和国证券法》《上市公司治理准则》等法律法规及有关规定，不断完善公司治理结构，建立健全内部管理和控制制度，以进一步规范公司运作，提高公司治理水平。公司经营决策体系由股东大会、董事会、监事会和其他高级管理人员组成。

股东大会是公司的权力机构。公司按照《公司法》和《公司章程》的要求，召集、召开股东大会，表决程序和决议内容符合相关要求。近年来，公司股东大会表决通过了有关修改公司章程、选举新一届董事会董事、开展证券投资基金托管业务、发行债券等议案，确保股东享有充分的知情权、参与权和决策权。

董事会是公司的决策机构，下设四个专门委员会，分别是战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、风险控制委员会。公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 4 名。公司审计委员会中独立董事占多数且由独立董事担任召集人。近年来，公司董事会会议审议通过发展战略规划、年度工作报告、内部控制评价报告以及发行债券等议案。

监事会是公司的内部监督机构，向股东大会负责。公司监事会由 5 名监事组成，其中职工监事 2 名。近年来，公司监事会审议通过了年度工作报告、变更股东监事等议案，监事会还通过列席董事会和管理层会议、对分支机构进行现场调研等形式履行监督职能。

公司高级管理人员 6 人，其中非董事高级管理人员包括副总裁 4 名。其中 1 名非董事高管兼任合规总监及董事会秘书。公司总裁主持经营管理工作，对董事会负责。公司高级管理人员学历背景较高，拥有丰富的金融监管或金融行业经营管理经验。

总体看，公司建立了较为完善的治理架构，治理机制运行良好，各治理主体能够有效履行各自的职责，同时公司在运营过程中得到了股东的支持和监督，有助于公司稳健经营。

2. 管理体制与内控机制

公司依据《证券法》《公司法》《企业内部控制基本规范》及其配套指引、《证券公司内部控制指引》以及《会计法》《企业会计准则》建立财务报告内部控制。公司内部控制的目的是合理保证经营管理合法合规、资产安全、财务报告及相关信息真实完整、提高经营效率和效果、促进实现发展战略。

公司根据《企业内部控制基本规范》及其配套指引、《证券公司内部控制指引》以及《上海证券交易所上市公司内部控制指引》等相关规定，按照内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、内部监督等内部控制五要素，结合公司实际情况，持续完善覆盖董事会、监事会、管理层与全体员工各层级，贯穿决策、执行与监督各环节，涵盖公司及所属单位各种业务和管理事项的与公司业务性质、规模和复杂程度相适应的内部控制体系，为公司经营管理的合法合规、资产安全、财务报告及相关信息的真实完整、提高经营效率和效果、促进公司实现发展战略提供合理保障。

作为上市公司，公司建立了年度内部控制评价报告披露制度，内部控制评价的范围涵盖了公司总部及其分支机构、主要控股子公司的主要业务。近年来，公司通过实施审计项目、合规检查、年度内控评价与合规管理有效性评估等工作，对公司内部控制制度的建设与执行情况进行监督检查，对发现的问题及时推进整改，促进公司内控制度执行力的提高。公司内部控制机制运行良好。

2017—2018年，公司根据年度审计计划安排、监管要求及公司需要，分别完成各类审计/评价项目47个和106个，审计/评价范围包括公司财富管理业务、融资类业务、证券投资基金销售业务、投资银行类业务、证券投资业务、资产管理业务、私募投资基金业务、另类投资业务等业务条线及信息系统管理、风险管理、财务管理、合规管理等管理领域，覆盖主要业务和管理部门、分支机构和子公司。为提升公司业务的合规性，加强薄弱环节合规管理，2018年公司有针对性地开展合规检查，包括针对分支机构日常合规内控管理、客户适当性管理、反洗钱管理、客户交易行为管理、员工执业行为管理等各类专项合规开展检查；私募投资基金子公司、另类投资子公司等非持牌子公司经营范围检查；总部大投行业务专项合规检查等，及时发现存在的薄弱环节和问题，督促相关单位落实整改，实现业务持续合规运作及内控管理合规有效执行。

2017—2019年公司在证监会分类评价结果分别为BBB级、A级和A级。2017年公司因作为闽西兴杭国有资产投资经营有限公司项目等项目受托管理人，未完全履行受托管理人职责被中国证券业协会采取警示的自律管理措施；因广西分公司未按规定保存、报送开具发票的数据，被南宁市青秀区国家税务局出具《税务行政处罚决定书》；陕西分公司因未按规定履行客户身份识别义务，被中国人民银行西安分行出具《行政处罚决定书》。2018年公司子公司兴证期货受到1次监管措施，系其通过兴证期货网站向不特定对象宣传资管计划产品，后续兴证期货积极整改，于2018年10月通过福建证监局的检查验收。

总体看，公司内部控制体系比较健全，内控管理制度与流程运作有效，并且分类评价结果有所回升。

六、业务运营

1. 经营概况

受证券市场震荡的影响，近年来公司营业收入随之波动，2016—2018年分别实现收入75.89亿元、88.20亿元和64.99亿元，分别排名行业第14、15和19位。其中，2017年公司营业收入同比增长16.23%，优于行业平均，主要系公司自营投资业绩快速回升所致；2018年同比下降26.31%，降幅大于行业平

均，主要系权益投资收益同比降幅较大所致；2016—2018年分别实现净利润23.44元、26.35亿元和5.75亿元，分别排名行业第18、15和30位；其中2018年同比大幅下降78.16%，降幅高于收入主要系计提了较大规模的资产减值和兴证期货的大宗商品销售毛利率较低所致。

从收入构成上来看，财富管理业务（含证券经纪业务和信用交易业务）为公司营业收入主要来源，近年来收入虽市场行情的波动有所变化，但变动幅度不大，近三年收入分别为26.67亿元、25.97亿元和28.99亿元，占比分别为35.15%、29.44%和44.61%。受市场震荡的影响，证券自营业务收入波动幅度较大；其中2017年证券自营业务收入同比大幅增长198.09%，占比大幅增至28.64%，2018年同比大幅下降76.57%至5.92亿元，占比降至9.10%。2017年债券融资市场下行，公司投资银行业务收入同比下降21.01%；2018年股权融资市场低迷，公司投资银行业务收入同比下降38.01%至7.03亿元，占营业收入比重为10.81%；资产管理业务板块保持较强的竞争力，2016—2018年分别实现营业收入19.37亿元、18.62亿元和21.78亿元，2018年同比增长16.95%主要系兴全基金经营业绩较好，占比增至33.51%。公司海外业务收入对收入贡献度较低；其他业务主要是经证监会同意的其他非主营业务，如房租收入、处置投资性房地产收入、私募股权投资业务收入等，2018年其他业务实现收入17.95亿元，同比增长46.77%，主要系兴证期货大宗商品交易所致，占比27.62%。

表4 近年来公司营业收入结构（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1—6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财富管理业务	26.67	35.14	25.97	29.44	28.99	44.61	33.98	48.27
证券自营业务	8.47	11.17	25.26	28.64	5.92	9.10	22.55	32.03
投资银行业务	14.35	18.91	11.34	12.85	7.03	10.81	2.28	3.24
资产管理业务	19.37	25.52	18.62	21.11	21.78	33.51	10.55	14.99
海外业务	3.21	4.23	6.58	7.46	5.14	7.90	3.28	4.66
其他业务	12.91	17.01	12.23	13.86	17.95	27.62	3.50	4.97
分部间抵销（以“-”列示）	-9.10	-11.99	-11.79	-13.36	-21.81	-33.55	-5.74	-8.15
合计	75.89	100.00	88.20	100.00	64.99	100.00	70.41	100.00

注：以上为经营分部口径，与利润表中所示口径不同
资料来源：公司定期报告，联合评级整理

2019年1—6月，随着证券市场反弹以及兴证期货风险管理子公司基差贸易和仓单服务等规模的增长，公司实现营业收入70.41亿元，净利润15.63亿元，分别同比增长112.75%和57.93%。从收入构成来看，财富管理业务仍然是最主要的构成部分，其收入亦超过近三年各年水平；由于证券市场的利好，证券自营业务占比迅速回升至32.03%，为近三年来最高。

总体看，公司营业收入尤其是证券自营业务受市场波动影响大。收入结构方面，财富管理业务仍然是最主要的收入来源；近年来资管业务发展较好，对收入的贡献度较高；证券自营业务受证券市场波动的影响，其收入规模及对公司营业收入的贡献度亦波动较大。考虑到证券自营业务和财富管理业务易受市场波动的影响，未来收入的增长仍具有一定不确定性。

2. 业务运营

（1）证券经纪业务

公司经纪业务资格齐全，向客户提供证券代理交易买卖业务、代销金融产品、期货中间介绍业务等多种服务。近年来公司加快了分支机构的建设步伐，2017年公司增加10家营业部，2018年公司增加15家营业部。截至2019年6月末，公司共有62家境内分公司，140家证券营业部，其中福建省63

家，具有较强的区域竞争优势。另外，公司加大对研究队伍的培养建设，研究所专业能力提升较快，在宏观经济、策略研究、行业研究等领域形成了较强的竞争优势和市场影响力，较好地推动了经纪业务的发展。

公司证券经纪业务易受市场波动的影响，2016—2018年，公司证券经纪业务净收入持续下降，年均复合下降9.93%，主要系代理买卖证券业务净收入逐年下降所致，但降幅低于行业整体下降水平；收入构成方面主要为代理买卖证券业务净收入和交易单元席位租赁收入，代销金融产品净收入占比较小。根据公司年报披露，2016—2018年公司代理买卖股票基金成交量总体呈下降趋势，年均复合变动率为-2.54%；其中2017年同比下降5.46%，2018年较上年同期基本持平；从市场份额来看，公司代理买卖股票基金市场份额逐年增长，2018年增至1.73%；从行业排名来看，公司代理买卖证券收入（含席位租赁）行业排名（数据来源于证券业协会）有所上升，2016—2018年分别排名20、18和18位。代销金融产品方面，近年来公司代销金融产品规模持续增长，尤其2017年同比增幅较大，为22.75%，2018年公司代销金融产品规模128.96亿元，同比变化不大。

期货业务方面，近年来公司保持着较强的竞争力，期货经纪业务净收入分别为1.56亿元、1.63亿元和1.44亿元，总体保持稳定。商品期货成交额市场份额持续增长，2016—2018年分别为1.48%、1.77%和1.92%；金融期货成交额市场份额有所波动，但仍然具有较强的竞争优势，2016—2018年分别为3.40%、4.32%和3.70%。

表5 近年来公司经纪业务概况（单位：亿元、%、位）

项目	2016年	2017年	2018年
证券经纪业务净收入	14.93	13.45	12.11
其中：代理买卖证券	9.26	7.87	6.19
交易单元席位租赁	4.62	4.42	4.48
代销金融产品	0.98	1.13	1.40
期货经纪业务净收入	1.56	1.63	1.44
代理买卖股票基金成交量	36,546.30	34,550.58	34,712.10
代理买卖股票基金市场份额	1.32	1.41	1.73
代理买卖证券业务收入排名（含席位租赁）	20	18	18
代销金融产品销售金额	104.32	128.06	128.96
商品期货成交额市场份额	1.48	1.77	1.92
金融期货成交额市场份额	3.40	4.32	3.71

资料来源：公司年报、证券业协会

2019年1—6月，公司实现经纪业务手续费净收入8.12亿元，同比增长5.32%，主要系代理买卖证券业务收入增长所致。证券交易业务方面，根据交易所公布数据，2019年1—6月，公司股票基金交易总金额2.44万亿元，同比增长29%；母公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位）6.69亿元，同比增长11%。产品销售方面，2019年1—6月，母公司口径实现代理金融产品销售净收入0.86亿元，行业排名第五位。

总体看，受证券市场震荡的影响，公司证券经纪业务收入持续下降，降幅低于行业平均，并且市场份额持续增长；期货业务但仍保持较强的竞争力。经纪业务受到市场行情波动影响较大，收入存在较大波动性。

（2）投资银行业务

公司投资银行业务为企业客户、政府客户提供股票融资、债券融资、并购融资、新三板与结构融资、资产证券化、财务顾问等一站式直接融资服务。

近年来公司承销及保荐业务净收入逐年下滑，2016—2018年年均复合变动率为-22.44%；其中2017年同比下降17.15%，主要系债券以及市场低迷所致；2018年同比下降27.40%主要系股权融资市场低迷所致。从承销金额和规模来看，2016—2018年随着市场环境的变化波动较大。其中，2017年股票主承销家数和规模实现了一定的增长但债券主承销规模大幅下降，股票主承销家数和金额分别为26家和295.48亿元，分别同比增加6家和25.10%；而债券主承销家数和金额分别为70家和641.57亿元，分别同比下降50家和44.30%。2018年债券承销情况有所回升，家数超过2016年的水平，金额同比增长34.18%；但股票主承销规模大幅下降78.44%至63.71亿元。从市场排名来看，虽然近年来股票和债券主承销的排名有所波动，但均保持在前20位，总体看公司投行业务竞争力很强。

近年来公司财务股份手续费及佣金净收入持续下降，2016—2018年分别为2.56亿元、1.94亿元和1.38亿元。

表6 近年来公司证券承销情况（单位：家、亿元、位）

项目	2016年		2017年		2018年	
	数量	排名	数量	排名	数量	排名
股票主承销家数	20	13	26	11	6	15
股票主承销金额	236.19	15	295.48	10	63.71	18
债券主承销家数	120	8	70	14	144	11
债券主承销金额	1,152.46	9	641.57	17	860.85	14
承销及保荐业务手续费及佣金净收入	11.60		9.61		6.98	
财务顾问手续费及佣金净收入	2.56		1.94		1.38	

资料来源：证券业协会、公司审计报告

2019年1—6月，公司实现投资银行业务手续费净收入2.95亿元，同比下降17.00%，主要系股权融资市场持续低迷所致。根据证券业协会发布的2019年上半年证券公司债券承销业务专项统计中，公司承销地方政府债实际中标金额82.06亿元，行业排名第5；中标地区数21个，行业排名第4。根据wind统计数据，公司上半年完成主承销5单企业债、37单公司债，主承销金额284.18亿，行业排名第14位；公司上半年完成主承销1单增发项目、1单可转债项目和1单优先股项目，主承销金额49.78亿，行业排名第17位。公司投资银行业务仍然保持着很强的竞争力。

投行项目储备方面，截至2019年3月末，公司IPO有效辅导备案项目42家，在会待审项目6家；再融资在会待审项目4家，过会待发行项目1家；并购过会待发行项目1家，项目储备情况较好。

总体看，受股权融资市场低迷的影响，股票承销规模有所下滑，但债券融资总体保持了较强竞争力，行业排名靠前；投资银行业务受市场环境和政策影响较大，未来收入增长仍有一定不确定性。

（3）证券自营业务

公司证券自营业务由权益类投资、固定收益类投资以及衍生品投资组成。公司设立证券投资决策委员会作为公司证券投资决策的常设机构，委员会主任由董事长担任，成员包括总裁、自营部门、财务部、合规与风险管理部等部门负责人。目前公司证券自营业务由上海证券自营分公司负责。

公司投资风格属稳健型，投资品种以债券投资为主，债券投资的杠杆水平通常在2倍左右。近年来，公司自营业务继续坚持稳健投资的理念，较好地把握市场行情，加大了权益类、固定收益类、衍生产品投资及新三板做市的资金配置，积极开展完全对冲的无风险套利投资交易业务。

公司自营业务收入受证券市场波动的影响较大，2017年增幅及2018年降幅均超过了行业平均水平。2018年，公司加大了固定收益类的资金配置，但权益投资有所亏损，全年实现证券自营业务收入5.92亿元，同比大幅下降76.57%。

从投资规模来看，近年来公司自营证券持仓账面价值逐年增长，2016—2018年年均复合增长15.15%，主要系债券投资规模增长所致。截至2018年末，公司投资资产账面价值合计689.75亿元，较年初增加9.55%。从构成来看，债券始终是最主要的投资品种，占比均超过50%，并且逐年增长，尤其2018年末较年初占比增加8.69个百分点至70.36%。基金及专户也是重要的投资品种之一，2016—2018年末占比分别为27.86%、17.52%和16.46%，主要是货币基金投资，风险相对较小。随着股市的震荡，公司股票持仓规模有所波动；其中2017年末较年初大幅增长90.85%，占比亦增至13.33%；2018年以来股市低迷，年末股票持仓规模下降32.21%至56.88亿元，占比降至8.25%。其他类主要系非套期工具，主要有利率互换合约、国债期货合约及货币衍生工具等，占比较小。

表7 近年来公司自营投资业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年末		2018年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票	43.96	8.45	83.90	13.33	56.88	8.25
债券	307.20	59.05	388.30	61.67	485.29	70.36
基金及基金专户	144.93	27.86	110.32	17.52	113.50	16.46
其他	24.14	4.64	47.11	7.48	34.07	4.94
合计	520.23	100.00	629.63	100.00	689.75	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

注：不包含公司存放于证金公司的救市资金

截至2018年末，公司债券投资中具有短期债项级别的以A-1为主，规模较小；具有长期信用等级的383.71亿元，较年初增加23.84%，其中长期信用等级为AAA的在总规模中占比51.85%；未评级的债券合计100.50亿元，较年初增长42.89%，主要系持有的私募债及海外场外公司债持仓规模增加所致。公司投资的债券中，“12精彩债”和“14利源债”未按时还本付息，涉及本金合计1.52亿元。其中，2016年6月12日，北京市第二中级人民法院判决北京精彩无限音像有限公司（以下简称“精彩公司”）向公司支付本金1亿元及2,200万元利息；判决公司对李冬青、北京隆源建业房地产开发有限公司的抵押房产在前述债权范围享有优先受偿权，公司对周江、崔建明持有的互众（北京）文化发展有限公司的质押股权在前述债权范围享有优先受偿权；张鸿成、广东精彩企业集团有限公司对精彩公司前述债务承担连带责任，目前公司已申请强制执行。公司对债券投资资产计提减值准备0.44亿元。

表8 近年来公司证券自营业务债券投资情况（单位：亿元）

项目	2016年末	2017年末	2018年末
按短期信用评级列示的债券投资	2.59	11.30	3.20
其中：A-1	2.59	8.36	2.89
B	--	2.94	0.31
按长期信用评级列示的债券投资	218.92	309.84	383.71
其中：AAA	68.09	132.86	252.70
AA+	42.15	56.49	55.70
AA	79.34	91.33	55.45
未评级的债券投资	85.69	70.33	100.50
其中：金融债	46.77	48.13	26.42
公司债（非公开发行的私募债）	27.58	1.66	18.40
海外场外公司债	--	10.20	47.67
国债	--	5.59	0.10
合计	307.20	391.47	487.41

资料来源：公司审计报告

注：此表中为余额，表7中的债券持仓为账面价值，口径略有差异。

截至2018年末,公司自营权益类证券及证券衍生品/净资产为19.69%,较年初下降2.42个百分点;随着债券持仓规模的增加,公司自营非权益类证券及其衍生品/净资产为171.06%,较年初大幅增长40.01个百分点,均符合监管标准。

2019年以来,股票市场反弹,公司上半年实现投资收益及公允价值变动收益合计24.01亿元,超过上年全年水平(17.89亿元)。

总体看,近年来公司自营持仓规模持续增长,但收入的实现受市场震荡的影响大;投资构成方面仍然以固定收益类为主,债券投资具有长期信用评级的债券中,AAA级别占比较高,在未评级的债券中私募债和海外场外公司债占比较高,近年来债券违约事件频发,公司投资的债券已发生违约事件,需关注未来可能产生的信用风险;另外,联合评级关注到投资收益受市场波动影响很大,未来收益情况具有较大不确定性。

(4) 资产管理业务

2014年6月,公司成立了全资子公司兴证资管,负责开展资产管理业务。兴证资管注册资本5.00亿元,截至2018年末,兴证资管资产规模24.84亿元,净资产8.27亿元。公司通过设立专业化的子公司开展资产管理业务可以提高专业化水平和创新能力,扩大业务范围,增强风险隔离效果。

公司以发行主动管理型产品作为核心竞争优势,依托较强的投资研究能力,公司资产管理业务投资业绩表现较好,建立了一定的业务品牌优势。公司资产管理业务开发了资产证券化和员工持股计划等创新产品,其中员工持股计划产品金额和单数居行业前列。未来公司将加强开发定向主动管理业务的创新模式,吸引机构客户及高净值个人客户。

目前,公司资产管理业务品种包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务,管理规模方面,在“去通道”的背景下,公司持续收缩定向资产管理业务规模,因此近年来管理规模持续下降,2016—2018年年均复合变动率为-8.35%;但同时,近年来公司主动管理方面发展态势较好,集合和专项资产管理业务稳步发展,业务规模逐渐上升,尤其是集合资产管理业务规模在2018年超过定向资产管理业务成为了最主要的构成部分;截至2018年末,公司资产管理业务规模合计980.21亿元,较年初下降7.39%;其中集合资管计划175只,受托金额457.84亿元,较年初增长13.25%,定向资产管理规模335.17亿元,较年初下降30.72%,主要系公司主动收缩通道类业务所致,专项资管计划规模有所上升,2018年末存续期内产品数量为21只,规模为187.20亿元。近年来随着管理规模的收缩及业绩报酬的下降,公司资产管理业务手续费佣金净收入逐年下降,2016—2018年年均复合变动率为-28.44%,行业排名分别为第15、21和25位,构成仍然以集合资产管理业务手续费佣金净收入为主。

表9 近年来公司资产管理业务情况表(单位:亿元、位)

项目	2016年		2017年		2018年	
	受托资金	净收入	受托资金	净收入	受托资金	净收入
集合资产管理业务	362.30	4.64	404.28	3.19	457.84	2.21
定向资产管理业务	751.57	0.81	551.71	0.80	335.17	0.45
专项资产管理业务	53.15	0.12	102.42	0.16	187.20	0.19
合计	1,167.02	5.58	1,058.41	4.15	980.21	2.86
客户资产管理业务收入排名	15		21		25	

注:本表不含基金管理业务;资产管理业务净收入系抵销集团层面合并产品收入后以净额列示
资料来源:公司年报、证券业协会

2019年1—6月,公司实现资产管理业务收入10.55亿元,同比下滑24.78%,主要系业绩报酬下降

所致；业绩报酬根据合同约定于资管产品终止时、分红时或投资者退出时计算并确认，因此业绩报酬的收入确认存在滞后性，2018年股票市场低迷，因此2019年上半年确认的业绩报酬有所下降。根据公司半年报披露，兴证资管坚持发展主动管理业务，主动压缩通道类产品规模，截至6月末，兴证资管受托管理资产规模降至705.00亿元；基金管理方面，截至6月末，兴全基金资产管理总规模3,154.00亿元，较年初增长21.00%；其中公募基金规模2,475.00亿元，较年初增长32.00%。

总体看，近年来公司资产管理业务规模及净收入均逐年下滑，业务结构亦有所调整，集合及专项资管业务规模占比有所增加，定向资管计划占比呈持续下降态势但仍然是主要组成部分之一。

(5) 信用交易类业务

公司信用类业务主要包括融资融券和股票质押式回购交易，另外有少量的约定购回式证券交易业务，主要由证券金融部负责。

近年来公司融资融券业务规模随着市场的波动而有所波动。2017年在证券市场结构性回暖，融资融券业务规模有所增长，期末融资融券余额为142.44亿元，较年初增长18.19%，全年实现利息收入12.45亿元，同比增长10.57%；2018年以来证券市场持续震荡，公司融资融券业务规模有所回落，截至2018年末，公司融资融券余额为120.27亿元，较年初下降15.21%；市场份额1.59%，同比有所提升，全年实现利息收入14.27亿元，同比增长14.62%，主要系日均规模增长所致。从行业排名来看，2016—2018年公司融资融券利息收入均位列行业第17位，具有一定的竞争力并且行业地位稳定。

近年来公司股票质押业务出现了较大的波动。2017年公司大力发展股票质押式回购业务，年末待回购金额455.09亿元，较年初增长75.00%；但股票质押业务使得公司面临的信用风险日益凸显，2018年以来受股票市场波动、违约风险上升的影响，公司压缩了业务规模，2018年末余额较年初下降34.74%至292.68亿元，全年实现股票质押利息收入14.44亿元，同比下降8.20%，收入降幅较小主要系日均余额降幅较小所致。从行业排名看，2016~2018年公司股票质押业务收入排名分别为第7、6和11位，2018年出现下降主要系公司收缩了股票质押业务规模所致。截至2018年末，公司股票质押业务已逾期金额为15.62亿元，其中进入诉讼阶段的有3笔，涉及金额合计11.40亿元，公司共计提减值准备6.92亿元，计提比例尚可。

表 10 近年来公司信用交易业务情况表（单位：亿元、位、%）

项目	2016年	2017年	2018年
期末融资融券余额	120.52	142.44	120.27
融资融券利息收入	11.26	12.45	14.27
融资融券业务利息收入排名	17	17	17
期末股票质押待回购金额	259.47	455.09	292.68
股票质押利息收入	8.68	15.73	14.44
股票质押利息收入排名	7	6	11
期末信用业务杠杆率	93.50	127.11	94.03

资料来源：公司年报

近年来，公司信用业务杠杆率随着融资融券和股票质押业务规模的波动有所波动。由于2017年末融资融券和股票质押业务规模均超过年初，因此2017年末为127.11%，较年初增长33.61个百分点；2018年以来由于证券市场的震荡，并且股票质押风险逐步暴露，因此信用业务规模回落，期末信用业务杠杆率亦降至94.03%，但与同行业相比仍属较高水平。

2019年以来，公司继续压缩股票质押规模，6月末股票质押回购余额144.93亿元，计提减值准备7.92亿元；约定购回业务余额为0；融资融券余额为143.83亿元，上半年实现融资融券利息收入

5.04 亿元，市场份额 1.61%。从违约情况来看，2019 年 1—6 月，公司新增股票质押涉诉案件 1 起，为与中珠集团等质押式证券回购纠纷及担保纠纷案，涉及本金 3.98 亿元，根据公司半年报披露，公司已向福建省高级人民法院提起诉讼，法院已开庭审理。

总体看，近年来公司信用业务规模出现较大的波动，股票质押业务已有较大金额违约事件发生，需关注其后续回收以及关注后续公司股票质押业务的信用风险。

(6) 主要子公司经营概况

兴全基金管理有限公司

兴全基金成立于 2003 年 9 月，截至 2018 年末注册资本 1.50 亿元，公司持有 51% 的股权；经营范围为：基金募集、基金销售、资产管理、特定客户资产管理和中国证监会许可的其他业务。

截至 2018 年末，兴全基金总资产 27.77 亿元，净资产 18.99 亿元，全年实现营业收入 24.15 亿元，净利润 7.26 亿元，营业收入同比增长主要受益于受托管理资产规模逆市增长，带来了固定管理费收入的增加。

兴证证券资产管理有限公司

兴证资管成立于 2014 年 6 月，截至 2018 年末注册资本 5 亿元，为公司的全资子公司。截至 2018 年末，兴证资管总资产 24.84 亿元，净资产 8.27 亿元，全年实现营业收入 3.47 亿元，净利润 0.87 亿元。

总体看，公司主要子公司 2018 年以来运营情况较好，对公司的收入和利润均有一定的贡献度。

3. 重大事项

中国证监会于 2018 年 5 月 23 日受理公司非公开发行股票申请，并于 2018 年 6 月 21 日向公司反馈《行政许可项目审查一次反馈意见通知书》。公司于 2018 年 7 月 12 日向中国证监会提交了延期回复反馈意见的申请，申请延期至 2018 年 8 月 20 日之前对《反馈意见》进行回复。目前，公司已向中国证监会报送了反馈意见回复材料，公司本次非公开发行 A 股股票的申请正在中国证监会审核过程中。

总体看，若本次非公开发行股票顺利实施，将使得公司资本实力有所增强，但本次事项尚在审核中，存在一定的不确定性。

4. 未来发展

2019 年公司综合经营计划主要围绕以下五个方面进行安排：强调转型，提升全牌照价值，各业务进一步转型升级，做强主业，实现各牌照核心价值最大化；优化协同机制，深化协同改革，做大业务收入规模，大幅提升协同成效；通过提升业务发展能力和市场竞争力、构建创新发展能力、提升公司经营管理能力，促进公司各项业务高效益发展；加强风控，注重发展与风险的平衡，坚持有所为有所不为，加强资金类业务的专业化配置和公司穿透管理，确保高质量发展；做大做强子分公司，夯实公司长期、稳定的盈利基础；夯实基础性、战略性业务基础，优化业务和盈利结构，保障发展所需配套投入，构建公司再发展耐力。

为实现战略目标，2019 年公司将做好以下几方面工作：一是把握现代金融企业发展规律，以新发展理念引领公司高质量发展；二是适应转型发展需要，全面加强综合管理能力建设；三是保障业务发展，构建新型经营管理体制机制；四是坚持高标准严要求，全面提升公司党建工作水平。

总体看，公司定位明确，战略发展规划合理，市场环境及公司定位匹配。

七、风险管理分析

1. 风险管理架构

公司按照《证券公司全面风险管理规范》的要求，制定《兴业证券股份有限公司全面风险管理制度》并经董事会审批后发布实施，用来指导公司的全面风险管理工作。

公司建立由董事会、监事会、经营管理层、风险管理部门、各部门、分支机构及子公司组成的全面风险管理组织架构，即董事会及其风险控制委员会、监事会——公司经营管理层及其风险管理委员会——风险管理部门——各部门、分支机构及子公司。

公司确立风险管理三道防线，即各部门、分支机构及子公司实施有效自我控制为第一道防线；风险管理部门在事前和事中实施专业的风险管理为第二道防线；审计部门实施事后监督、评价为第三道防线。“三道防线”风险管理治理架构的设计，有效的保证了风险管理权责的制衡与约束，保障了风险管理工作执行的效率与效果。

2. 风险管理主要内容

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。公司通过建立全面风险管理体系，逐步优化风险管理的组织职能、风险策略、风险措施、风险流程，培育风险文化，建立科学的风险识别、监测、评估和控制机制，将风险管理贯穿事前、事中和事后，确保风险可测、可控、可承受。

（1）市场风险

公司面临的市场风险是指因市场变量的不利变动而使公司发生损失的风险。市场风险主要包括权益类及其他价格风险、利率风险与汇率风险等。

权益类及其他价格风险是指公司进行的权益类及其他投资因资产价格波动而发生损失的风险。公司的权益类及其他价格风险主要来源于公司涉及证券投资的自营及融资融券等业务。公司已建立了包含敏感性分析、希腊字母、在险价值（VaR）、压力测试等风险指标监控体系，通过每日持仓监控，计算相关指标。当这些指标达到或超过公司所授权的风险限额时，采取及时进行减仓等措施控制风险。

利率风险是指公司的财务状况和现金流量以及公司自营固定收益类投资价格受市场利率变动而发生波动的风险。公司的生息资产主要为银行存款、结算备付金、融资类业务融出资金、存出保证金及债券投资等。证券经纪业务客户资金存款和代理买卖证券款币种与期限相互匹配，公司经纪业务的利率敏感性资产和负债的币种与期限结构基本匹配，利率风险可控。公司自营固定收益类投资主要集中于公司债、企业债等投资品种。公司通过久期、凸性、基点价值等指标监控利率风险，还通过压力测试机制对固定收益类投资组合可能发生的损失进行评估。

汇率风险是指由于汇率波动使得相关资产价值变化从而对证券公司的经营造成损失的风险。公司目前境外投资主要为港股通业务与 QDII 基金。公司通过每日监测人民币兑港币的汇率波动情况，监控港股汇率风险。

公司建立了较为完善的市场风险关键性指标体系，通过风险敞口分析、敏感性分析、波动性分析、在险价值（VaR）分析等方法对各类市场风险进行评估，并跟踪有关风险指标，了解投资组合市值变动的趋势及公司承受的风险状况。公司已经建立市场风险管理信息系统，引进了 RiskMetrics 市场风险计量引擎，以确保公司能准确、及时、完整的评估市场风险。

（2）流动性风险

流动性风险是指证券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。随着公司业务杠杆增加，公司资产负债的期限错配现象逐渐增加，公司将面临一定的流动性风险。

公司建立流动性风险限额和预警体系，根据公司业务规模、性质、复杂程度、流动性风险偏好和外部市场发展变化情况，设定流动性风险限额并对其执行情况进行监控，及时跟踪市场近期变化情况以及公司流动性状况，确保公司在现金流异常时能及时采取应对措施。

公司建立流动性风险报告机制，明确流动性风险报告种类、内容、形式、频率以及报告路径，确保董事会、经理层和其他管理人员及时了解流动性风险水平及其管理状况。目前公司已构建了完善的资金日报、周报、月报等资金报告体系，报告内容涵盖货币市场利率情况、市场融资情况、公司筹融资情况、流动性风险限额执行情况、资金预算完成情况、业务资金使用收益情况、同业授信情况以及资金头寸情况等。

公司做好日间流动性管理，确保具有充足的日间流动性头寸和相关融资安排，及时满足正常和压力情景下的日间支付需求。公司通过开展融资渠道管理，确保资金来源的稳定性和可靠性。目前公司已有融资方式包括公司债、次级债、短期债、收益凭证、证金公司转融资、同业拆借、卖出回购、债权收益权转让等。公司建立优质流动性储备池，保持一定数量的流动性储备资产，监测其变现能力，确保变现能够在正常的结算期内完成，以弥补现金流缺口，降低流动性风险。

公司建立流动性风险应急机制，制定流动性风险应急预案并定期对应急预案进行审查和测试，不断更新和完善应急处理方案，确保公司可以应对紧急情况下的流动性需求。公司已建立流动性风险管理信息系统，为公司流动性风险管理提供技术支持，以确保公司能够准确、及时、持续地计量、监测公司的流动性覆盖率、净稳定资金率等指标。未来公司将进一步完善流动性风险管理信息系统的建设，使公司能够及时应对和控制流动性风险。

近年来，公司净稳定资金率稳中有升，截至2019年6月末为150.05%，流动性覆盖率为787.65%，均符合监管标准。

（3）信用风险

信用风险是指因债务人或交易对手无法履约而对公司造成损失的风险。

信用风险主要来自于四个方面：一是经纪类业务风险，即代理客户买卖证券及期货交易，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，有责任代客户进行结算而造成的损失；二是债券投资的违约风险，即所投资债券之发行人出现违约、拒绝支付到期本息，导致资产损失和收益变化的风险；三是交易对手信用风险，即交易对手方不能履约而造成公司承受损失的风险，公司的交易对手信用风险主要集中在利率互换业务；四是融资类业务风险，即客户未能按照合同约定按期足额偿还负债所造成的损失，其中融资类业务是融资融券业务、约定购回式证券交易业务、股票质押式回购业务三项业务的统称。

针对经纪类业务信用风险，公司在代理客户进行的证券交易时均以全额保证金结算。通过全额保证金结算的方式，在很大程度上控制了交易业务量相关的结算风险。针对客户进行的债券正回购业务，对申请开展正回购客户的资质进行严格要求，控制客户标准券使用比例和回购套作倍数，并安排专人实时监控，出现风险及时与客户联系解决。

针对债券投资的违约风险，公司制定了《兴业证券股份有限公司固定收益投资内部评级操作规程》。公司对投资债券的债项评级有严格的限制要求，公司在获取外部信用评级的基础上，与外部专

业机构合作开发了债券内部信用评级模型，对公司所投债券进行了内部评级。通过对内部评级与外部评级的综合分析动态比较，公司密切跟踪发债主体的经营情况和资信水平，以便于提前识别信用风险，调整持仓结构，规避违约损失。此外，针对债券投资的集中度风险，公司建立了相应的阈值监控体系，实行分散化投资，避免单个债券信用等级下降或违约对公司造成显著损失。

针对交易对手信用风险，公司会预先对潜在对手方进行调查和研究，根据对手方的行业地位、资产规模以及经营情况等因素，分别设定内部评级和对手方限额。

针对融资类业务信用风险，公司参照内外规要求，建立了客户资质审核机制，对客户财务状况、资信状况、融资目的、风险承受能力以及对证券市场的波动情况进行审核，同时建立了项目风险管理评价体系，谨慎判断客户的偿债意愿和偿债能力，合理评估客户违约概率及违约损失，严格控制客户的交易额度；在客户主体分析的基础上，重点分析客户融资项目的信用状况，严格控制单一投资者及单一证券业务规模；同时将相关风险数据列为重点监测值，在监控系统中设定风险监控预警阈值，实施逐日盯市并及时预警；建立信用风险定量分析体系，通过压力测试等手段对信用风险进行评估。

（4）操作风险

操作风险是指由于不完善或有问题的内部操作过程、人员、系统或外部事件而导致的直接或间接损失的风险。

为防范操作风险，公司通过建立完善的法人治理结构与内部控制制度、建立健全操作风险识别与评估体系，运用科学有效的方法对公司的操作风险点进行识别与评估，并逐步完善操作风险计量方法，有效地降低操作风险发生的概率。公司建立操作风险管理系统，通过试点的方式逐步推广，并逐步推进操作风险与控制的自我评估实施、建设监测关键风险指标、收集风险损失数据等工具，通过系统化工具的应用、收集和分析业务环节风险信息、同时对操作风险进行及时预警，完善操作风险管理。

总体看，公司针对各类风险均制定了相应的管理措施及预警、应急措施，近年来面对的风险总体可控。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年年度及 2019 年半年度合并财务报表。其中年度数据均经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留的审计意见，2019 年半年度报表未经审计。

公司从编制 2018 年度财务报表起执行财政部于 2018 年 6 月 15 日颁布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号，以下简称“财会 15 号文件”）。财会 15 号文件对资产负债表和利润表的列报项目进行了修订。对于上述列报项目的变更，公司对 2017 年比较数据进行了重新列报。财政部于 2017 年颁布了修订后的《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》《企业会计准则第 24 号—套期会计》和《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》。2018 年 12 月，财政部修订印发了《2018 年度金融企业财务报表格式》（财会〔2018〕36 号）。公司自 2019 年 1 月 1 日起执行上述新金融工具准则和新报表格式通知。根据新金融工具准则衔接规定，对可比期间信息不予调整，首日执行新准则与原准则的差异追溯调整 2019 年一季度期初留存收益或其他综合收益。以上准则的变化对 2018 年与 2017 年间的可比性没有影响，但 2019 年半年度出现部分科目的调整。

从合并范围来看，2017 年公司合并范围增加结构化主体 5 个，注销 1 个；纳入合并范围的一级子公司无变动；2018 年公司新设立并纳入合并范围的结构化主体 4 个，不再纳入合并范围的子公司及结构化主体 14 个。总体看，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年末，公司资产总额 1,551.38 亿元，其中客户资金存款 202.56 亿元、客户备付金 38.84 亿元；负债合计 1,198.30 亿元，其中代理买卖证券款 263.94 亿元；所有者权益合计 353.08 亿元，其中归属于母公司所有者权益 325.05 亿元；母公司口径净资本 305.61 亿元。2018 年公司实现营业收入 64.99 亿元，净利润 5.75 亿元，其中归属母公司所有者净利润 1.35 亿元；经营活动现金流净额 176.07 亿元，现金及现金等价物净增加额为 55.97 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司资产总额 1,623.22 亿元，其中客户资金存款 267.22 亿元，客户备付金 30.42 亿元；负债合计 1,255.20 亿元，其中代理买卖证券款 336.02 亿元；所有者权益合计 368.02 亿元，其中归属母公司所有者权益 338.79 亿元；母公司口径净资本 282.87 亿元。2019 年 1—6 月公司营业收入 70.41 亿元，净利润 15.63 亿元，其中归属母公司所有者净利润 13.33 亿元；经营活动现金流净额 199.34 亿元，现金及现金等价物净增加额为 150.71 亿元。

2. 资产质量与流动性

近年来，公司资产规模呈增长趋势，2016—2018 年年均复合增长 6.60%；其中 2017 年较年初增长 12.10% 主要系证券自营及信用业务规模扩大的影响；2018 年以来，受自营业务规模扩大及信用业务规模回落的综合影响，公司资产总额变化不大，截至 2018 年末，公司资产总额 1,551.38 亿元，较年初增长 1.36%，其中自有资产 1,275.39 亿元，较年初变化不大。截至 2018 年末公司资产总额中，可供出售金融资产占比 20.07%、融出资金占比 11.28%、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比 26.09%、买入返售金融资产占比 13.62%。

表 11 近年来公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
资产总额	1,365.35	1,530.55	1,551.38	1,623.22
其中：自有货币资金	71.87	51.89	70.57	174.20
自有结算备付金	15.53	15.15	21.43	14.12
融出资金	155.21	180.98	174.92	200.66
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	372.15	416.52	404.74	--
交易性金融资产	--	--	--	436.52
买入返售金融资产	209.14	331.62	211.35	137.01
可供出售金融资产	180.47	241.50	311.42	--
其他债权投资	--	--	--	220.25
其他权益工具投资	--	--	--	25.42
自有资产	1,024.22	1,279.76	1,275.39	1,257.32
优质流动资产	218.40	218.81	204.48	189.76
优质流动资产/总资产	24.22	19.46	18.83	18.46

注：上表中的总资产、优质流动资产均取自监管报表
资料来源：公司财务报告、监管报表，联合评级整理

2016—2018 年，公司货币资金有所波动；其中 2017 年末较年初下降 14.50%，客户资金存款下降 9.61%；截至 2018 年末，公司货币资金 273.13 亿元，较年初增长 19.58%。其中客户资金存款 202.56 亿元，较年初增长 14.75%；自有资金 70.57 亿元，较年初增长 36.00%，自有资金中受限部分 10.55

亿元，占比 14.95%。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 31.36%，主要系自营投资规模增加所致。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产账面价值 311.42 亿元，较年初增长 28.96%；其中债券投资余额占比最大，达到 82.23%，另外有 26.41 亿元为公司在证金公司专户的投资。

2016—2018 年，公司融出资金波动增长，年均复合增长 6.16%；其中 2017 年末较年初增长 16.60%，主要系融资融券业务规模增长所致；2018 年末较年初小幅下降 3.35%。截至 2018 年末，公司融出资金 174.92 亿元，其中两融业务融出资金 124.25 亿元，孖展融资 53.43 亿元，主要来自兴证国际金融集团有限公司为客户提供的信用交易业务，计提减值准备 2.77 亿元，较年初变化不大，从融出资金剩余期限来看，1—3 个月占比 26.22%，较年初下降 26.57 个百分点；3—6 个月占比 14.14%，6 个月—1 年占比 31.40%，1 年以上占比 28.24%。

2016—2018 年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产波动增长，年均复合增长 4.29%；其中 2017 年末较年初增长 11.92%，主要系债券及股票投资规模增加所致；截至 2018 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 404.74 亿元，较年初变化不大。其中，债券投资余额占比 56.63%，基金投资余额占比 26.26%，股票投资余额占比 13.08%。

2016—2018 年，随着公司股票质押业务规模的波动，买入返售金融资产波动较大。其中，2017 年末较年初大幅增长 58.57%；截至 2018 年末，公司买入返售金融资产 211.35 亿元，较年初大幅下降 36.27%，主要系质押回购业务规模下降所致；其中股票质押式回购余额占比 98.14%，股票质押式回购余额中就期限结构来看，1 个月以内的占比 7.02%，1—3 个月的占比 16.20%，3 个月—1 年的占比 56.76%；期限主要集中在 1 年以内，流动性较年初有所提高。截至 2018 年末，公司买入返售金融资产已逾期金额为 15.62 亿元，共计提减值准备 6.92 亿元，计提比例尚可。

从资产流动性来看，公司优质流动资产呈下降趋势，受此影响，优质流动资产/总资产亦有所下降。截至 2019 年 6 月末，公司优质流动资产 189.76 亿元，较年初下降 7.20%，优质流动资产/总资产为 18.46%，较年初下降 0.36 个百分点，资产流动性仍属较好。

截至 2019 年 6 月末，公司资产总额 1,623.22 亿元，较年初增长 4.63%。资产构成上有所变化，货币资金较年初增长 61.61%至 441.42 亿元，其中客户资金存款增长 31.92%，主要系证券市场回暖，成交量增加所致；买入返售金融资产较年初下降 35.17%至 137.01 亿元，主要系股票质押业务规模继续收缩所致；融出资金较年初增长 14.72%至 200.66 亿元，主要系融资融券业务规模增长所致；金融投资方面，6 月末公司金融投资资产 682.18 亿元，较年初小幅下降 4.75%；其中交易性金融资产 436.52 亿元，其他债权投资 220.25 亿元，其他权益工具投资 25.42 亿元。

总体看，近年来公司资产整体呈增长趋势，但资产构成随着证券自营业务及股票质押业务规模的变化有所变动，整体资产的质量较高、流动性较好。

3. 负债及杠杆水平

近年来，随着公司业务规模的扩大，融资需求增加，公司负债规模逐年增长，2016—2018 年年均复合增长 8.26%。截至 2018 年末公司负债总额 1,198.30 亿元，较年初增长 2.26%，构成以自有负债为主，占比 76.97%。受公司卖出回购金融资产款增长以及大规模短期融资款到期的综合影响，截至 2018 年末，公司自有负债 922.31 亿元，较年初变化不大。其中，卖出回购金融资产款占比为 26.98%，应付债券占比为 52.59%，应付短期融资款占比降至 0.70%，短期借款占比 6.76%。

表 12 近年来公司负债情况表 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
自有负债	681.24	920.98	922.31	889.30
其中: 卖出回购金融资产款	90.05	177.72	248.88	238.76
短期借款	39.27	55.83	62.38	95.65
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	39.22	15.31	14.15	--
交易性金融负债	--	--	--	33.73
应付债券	274.73	465.31	485.01	430.03
应付短期融资款	171.16	125.39	6.43	2.75
非自有负债	341.13	250.79	275.99	365.90
其中: 代理买卖证券款	311.75	236.15	263.94	336.02
负债总额	1,022.37	1,171.77	1,198.30	1,255.20
全部债务	624.44	849.55	856.46	840.69
其中: 短期债务	349.70	384.25	341.83	380.89
长期债务	274.73	465.31	514.63	459.80
净资本/负债	50.76	42.32	39.13	39.94
净资产/负债	48.62	37.88	39.06	45.10
自有资产负债率	66.51	71.96	72.32	70.73

资料来源: 公司财务报告、监管报表, 联合评级整理

近年来, 公司卖出回购金融资产款持续增长, 2016—2018 年年均复合增长 66.25%, 主要系自营债券卖出回购融资规模增长所致; 截至 2018 年末, 公司卖出回购金融资产款为 248.88 亿元, 较年初大幅增长 40.04%。2016—2018 年公司短期借款逐年增长, 年均复合增长 26.03%, 截至 2018 年末公司短期借款 62.38 亿元, 较年初增长 11.73%; 2016—2017 年末公司无长期借款, 2018 年公司新增长期借款 29.62 亿元, 为兴证香港获得的长期银团借款; 受公司新发行债券及部分收益凭证到期的影响, 2016—2018 年公司应付债券年均复合增长 32.87%, 截至 2018 年末, 公司应付债券合计 485.01 亿元, 较年初增加 4.24%; 2016—2018 年公司应付短期融资款逐年下降, 年均复合变动率为 80.62%, 截至 2018 年末, 公司应付短期融资款为 6.43 亿元, 较年初大幅下降 94.87%, 主要系收益凭证到期所致。

杠杆水平方面, 2017 年以来, 公司融资规模增速较快, 自有资产负债率较年初增长 5.45 个百分点, 2018 年以来公司自有资产和自有负债规模变化均不大, 因此自有资产负债率没有显著变化, 截至 2018 年末, 公司自有资产负债率为 72.32%。由于净资本的波动和负债的增长, 净资本/负债逐年下降, 截至 2018 年末, 净资本/负债降至 39.13%; 近年来公司母公司口径净资产相对较为稳定, 2016—2018 年末净资产/负债分别为 48.62%、37.88%和 39.06%, 高于行业监管标准。

有息债务方面, 近年来公司债务规模持续增长, 尤其 2017 年增长较快; 2016—2018 年年均复合增长 17.11%; 其中 2017 年末较年初增长 36.05%。截至 2018 年末, 公司总债务规模 856.46 亿元, 较年初小幅增长 0.81%。从债务结构看, 公司长期债务成为主要组成部分并且占比有所增加, 2018 年末公司短期债务占比 39.91%, 较年初下降 5.32 个百分点, 债务结构有所改善。

截至 2019 年 6 月末, 公司负债总额 1,255.20 亿元, 较年初增长 4.75%, 主要系证券市场回暖, 代理买卖证券款增加所致; 随着偿还部分债务, 自有负债降至 889.30 亿元; 全部债务 840.69 亿元, 其中短期占比 45.31%, 较年初增长 5.39 个百分点。

总体看, 近年来公司负债和自有负债规模整体呈增长趋势, 构成随着自营债券卖出回购的增加

及偿还短期债务的影响有一定的变动；杠杆水平有所增长，2017年以来较为稳定，债务构成以长期为主，但短期债务占比仍然比较高，还需关注可能产生的流动性压力。

4. 资本充足性

近年来，公司所有者权益规模较为稳定，2016~2018 年年均复合增长 1.46%。截至 2018 年底，公司股东权益合计 353.08 亿元，较年初下降 2.76%，主要系利润分配所致，其中归属于母公司所有者权益 325.05 亿元。归属于母公司所有者权益中，公司股本、资本公积和未分配利润分别占比 20.60%、44.22%和 21.06%，公司股东权益的稳定性较好。公司对 2016—2018 年度获得的归属母公司所有者权益净利润的现金分红金额分别占比 48.59%、43.96%和 247.39%。公司内部留存对资本补充力度一般。

近年来，公司核心净资本变化不大，附属净资本受计入其中的次级债的规模变动影响较大，2016—2018 年分别为 92.00 亿元、115.05 亿元和 91.00 亿元，截至 2018 年底，公司母公司口径的净资本为 305.61 亿元，较年初下降 11.46%；近年来公司净资产变化不大，2016—2018 年末分别为 294.97 亿元、308.94 亿元和 305.13 亿元；受此净资本及净资产变动的影响，2016—2018 年末净资本/净资产分别为 104.41%、111.72%降至 100.16%，仍属于较好水平。

从主要风控指标来看，2016—2018 年公司资本杠杆率指标逐年下降，分别为 25.35%、21.13%和 20.47%；2017 年末较年初各项风险资本准备之和较年初增长 46.53%至 167.31 亿元，主要系主要系公司投资规模增加致使市场风险资本准备增加所致；2018 年末降至 126.65 亿元，主要系公司投资资产多配置在非权益类、并且信用业务规模下降使得市场和信用风险资本准备下降，并且公司分类评级升至 A 类，调整系数下降所致；2016—2018 年末公司风险覆盖率指标分别为 269.73%、206.30%和 241.30%。公司各项风险控制指标处于安全范围内，绝大多数指标远高于行业监管标准，经营风险属较低水平。

表 13 近年来公司风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末	监管标准	预警标准
核心净资本	215.97	230.11	214.61	226.87	--	--
附属净资本	92.00	115.05	91.00	56.00		
净资本	307.97	345.16	305.61	282.87		
净资产	294.97	308.94	305.13	319.44	--	--
净资本/净资产	104.41	111.72	100.16	88.55	≥20	≥24
各项风险准备之和	114.18	167.31	126.65	114.17	--	--
风险覆盖率	269.73	206.30	241.30	247.77	≥100	≥120
资本杠杆率	25.35	21.13	20.47	22.78	≥8	≥9.6

数据来源：公司监管报表，以上指标均为母公司口径

截至 2019 年 6 月末，公司所有者权益规模 368.02 亿元，较年初小幅增加 4.23%，构成变化不大；公司净资本降至 282.87 亿元，主要系计入其中的次级债减少所致，各项风控指标均符合监管标准。

总体看，公司所有者权益稳定性较好，各项风险控制指标处于行业较高水平，资本充足性较好。

5. 盈利能力

近年来，公司营业收入虽市场震荡的影响有所波动，构成亦有所变化。2016—2018 年分别实现收入 75.89 亿元、88.20 亿元和 64.99 亿元。构成方面，手续费及佣金收入始终是最主要的组成部分，占比均超过 50%；2017 年由于股票市场回暖，公司投资业务表现良好，投资收益及公允价值变动收

益之和为 37.53 亿元，同比大幅增长 144.82%，因此当年占比增至 42.55%；但 2018 年以来公司证券投资业绩下滑较快，投资收益及公允价值变动收益之和占比回落至 27.52%。

从营业支出来看，近年来公司营业支出逐年增长，2016—2018 年年均复合增长 11.64%，构成以业务及管理费为主，占比分别为 94.96%、92.58%和 78.32%。2018 年公司营业支出 58.33 亿元，同比增长 2.87%；其中业务及管理费为 45.68 亿元，业务及管理费中职工薪酬为 29.83 亿元，由于工资具有一定的刚性，因此在公司业绩出现下降趋势时，职工薪酬的降幅不及利润降幅，但利润增长时职工薪酬增幅较快；资产减值损失 6.90 亿元，同比增长 105.50%主要系公司对股票质押业务出现的违约事件计提减值所致；其他业务成本 5.13 亿元，主要为期货业务产生的大宗商品交易成本。

2016—2018 年分别实现净利润 23.44 元、26.35 亿元和 5.75 亿元；其中 2018 年同比大幅下降 78.16%，降幅高于收入主要系计提了较大规模的资产减值和兴证期货的大宗商品销售毛利率较低所致。

综合以上因素影响，从盈利指标来看，近三年波动均较大，大多数盈利指标在 2016—2017 年变化不大，但 2018 年以来均出现明显下降，2018 年公司净资产收益率和自有资产收益率分别为 1.62%和 0.45%，其中净资产收益率低于行业平均（3.56%¹）；在证券业协会公布的 2018 年经营业绩排名中，公司净资产收益率、净资本收益率行业排名分别为第 54 位和第 59 位，处中游水平，并且随着公司业绩偏离行业平均的变动而有所波动。

表 14 近年来公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
营业收入	75.89	88.20	64.99	70.41
其中：手续费及佣金净收入	50.97	45.42	43.22	20.30
利息净收入	9.57	4.19	-3.34	4.44
投资收益	18.63	35.90	28.60	13.69
公允价值变动收益	-3.31	1.62	-10.71	10.33
其他业务收入	0.15	0.21	5.14	20.21
营业支出	46.80	56.70	58.33	49.93
其中：业务及管理费	44.44	52.49	45.68	30.05
资产减值损失	0.10	3.36	6.90	--
信用资产减值损失	--	--	--	-0.83
其他业务成本	0.10	0.18	5.13	20.29
净利润	23.44	26.35	5.75	15.63
营业费用率	58.56	59.51	70.29	42.69
薪酬收入比	43.62	43.53	45.89	33.21
营业利润率	38.33	35.71	10.25	29.09
自有资产收益率	2.17	2.29	0.45	1.23
净资产收益率	8.75	7.51	1.62	4.34
净资产收益率排名	39	27	54	--
净资本收益率排名	52	39	59	--

资料来源：公司审计报告、半年报，联合评级整理

2019 年 1—6 月，随着证券市场反弹，公司实现营业收入 70.41 亿元，净利润 15.63 亿元，分别同比增长 112.75%和 57.93%。受益于此，各项盈利指标有所改善，营业费用率和营业利润率分别为 42.69%和 29.09%，均优于上年全年水平，净资产收益率为 4.34%（未经年化），亦超过上年全年的

¹来自证券业协会公布的证券公司经营数据

1.62%。

总体看，近年来随着证券市场波动，公司营业收入及利润均出现了一定的波动，并且计提减值规模增加，因此在市场低迷期间盈利能力指标显著下降。2019年以来，证券市场回暖，盈利能力有所回升，公司盈利水平受市场行情变化影响较大。

6. 现金流

经营活动现金流方面，2017年公司股票质押业务发展迅速，待回购金额大幅增加，回购业务资金净减少额大幅下降；同时，购置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产净增加额大幅下降；2018年公司股票质押业务规模明显回落，待回购金额大幅减少，回购业务资金净增加额为185.46亿元；同时，经营活动现金流出大幅下降，综合以上影响，2018年公司经营活动现金流由前两年的净流出转为净流入176.07亿元。

公司投资活动现金流规模较小，2016—2018年公司投资活动现金流分别为13.34亿元、-10.67亿元和-12.79亿元。

筹资活动现金流方面，2017年公司借款现金流入大幅增加，并且保持较大规模的债券融资规模，筹资活动现金流入774.74亿元，同比增长10.72%；同时公司到期偿还债务支付606.39亿元使得筹资现金流出大规模增加；2018年公司债券发行规模下降，筹资活动现金流入528.50亿元，同比下降31.78%；同期公司筹资现金流出规模变化不大，2018年公司筹资活动现金流净额-108.36亿元。

表 15 近年来公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—6月
经营性现金流量净额	-322.01	-215.45	176.07	199.34
投资性现金流量净额	13.34	-10.67	-12.79	4.53
筹资性现金流量净额	267.04	134.83	-108.36	-51.46
现金及现金等价物净增加额	-40.68	-93.18	55.97	150.71
期末现金及现金等价物余额	360.07	266.89	322.86	473.57

资料来源：公司审计报告、半年报

2019年1—6月，公司经营活动现金流净额为199.34亿元，投资活动现金流净额为4.53亿元，筹资活动现金流净额为-51.46亿元，现金及现金等价物增加额为150.71亿元，期末现金及现金等价物余额为473.57亿元。

总体看，公司经营活动现金流受市场波动影响较大，投资活动现金流规模一般，筹资活动现金流入规模较大，公司作为上市证券公司，融资渠道较为畅通。

7. 偿债能力

近年来，公司利润规模有所波动，利息支出逐年增长。受以上因素综合影响，2016—2018年，公司EBITDA波动幅度较大；其中2017年同比增长34.18%而2018年同比下降27.20%。2018年公司EBITDA为48.97亿元，主要由利息支出（占82.86%）和利润总额（占13.34%）组成。另外，由于公司全部债务逐年增长，尤其2017年增速较快，因此公司EBITDA全部债务比整体呈下降趋势，2016~2018年分别为0.08倍、0.08倍和0.06倍，保障能力较弱；EBITDA利息倍数逐年下降，2018年降至1.21倍，EBITDA对利息的保护能力一般。

表 16 近年来公司偿债能力指标表（单位：亿元、倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA	50.13	67.27	48.97
EBITDA 利息倍数	2.53	2.05	1.21
EBITDA 全部债务比	0.08	0.08	0.06

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

根据 2019 年 7 月 22 日查询的企业信用报告，公司不存在未结清信贷记录，已结清正常类信贷记录中，贷款及保函均为正常类，过往履约情况良好。

截至 2019 年 6 月末，公司不存在对外担保（不含对子公司的担保）情形。

截至 2019 年 6 月末，公司（母公司）获得银行授信额度 1,545 亿元，已使用额度为 241 亿元；兴证期货获得银行授信额度 5 亿元，未使用额度为 5 亿元；兴证国际获得银行授信额度 153 亿港元，已使用额度为 125 亿港元。

截至 2019 年 6 月末，公司无重大诉讼、仲裁事件。

总体看，近年来公司盈利规模虽市场行情有所波动，盈利对债务和利息的保障程度一般；考虑到公司作为全国性综合类上市公司，整体竞争力强，并且资产规模较大，流动性好，整体偿债能力极强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 6 月末，公司全部债务合计为 840.69 亿元，自有负债为 889.30 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 105.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发行后将在一定程度上增加公司债务负担。

以 2019 年 6 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 105.00 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将增至 72.99%，较发行前提升 2.26 个百分点。考虑到本期债券发行主要用于补充营运资金和偿还债务，有利于公司业务的发展，并且可以使债务结构得到优化。

总体看，相对于公司目前的债务规模，本期债券发行后，公司债务负担有所增加。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，2018 年经营活动净现金流为 176.07 亿元，为本期债券发行额度（105.00 亿元）的 1.68 倍，对本期债券覆盖程度较好；2018 年公司 EBITDA 为 48.97 亿元，为本期债券发行额度（105.00 亿元）的 0.47 倍，公司盈利规模对债券的覆盖程度一般。

总体看，公司现金流对本期债券的保障能力较好，并且发行期限较长的债券有利于公司负债结构的改善和公司业务的发展，并考虑到公司作为上市公司，直接及间接融资能力强，公司对本期债券的偿付能力极强。

十、综合评价

公司作为全国性综合类上市证券公司，近年来保持较强的竞争优势，其投资管理能力和研究能力较强，并且在福建地区保持着较强的区域竞争力，债券承销及资产管理业务板块发展态势良好；

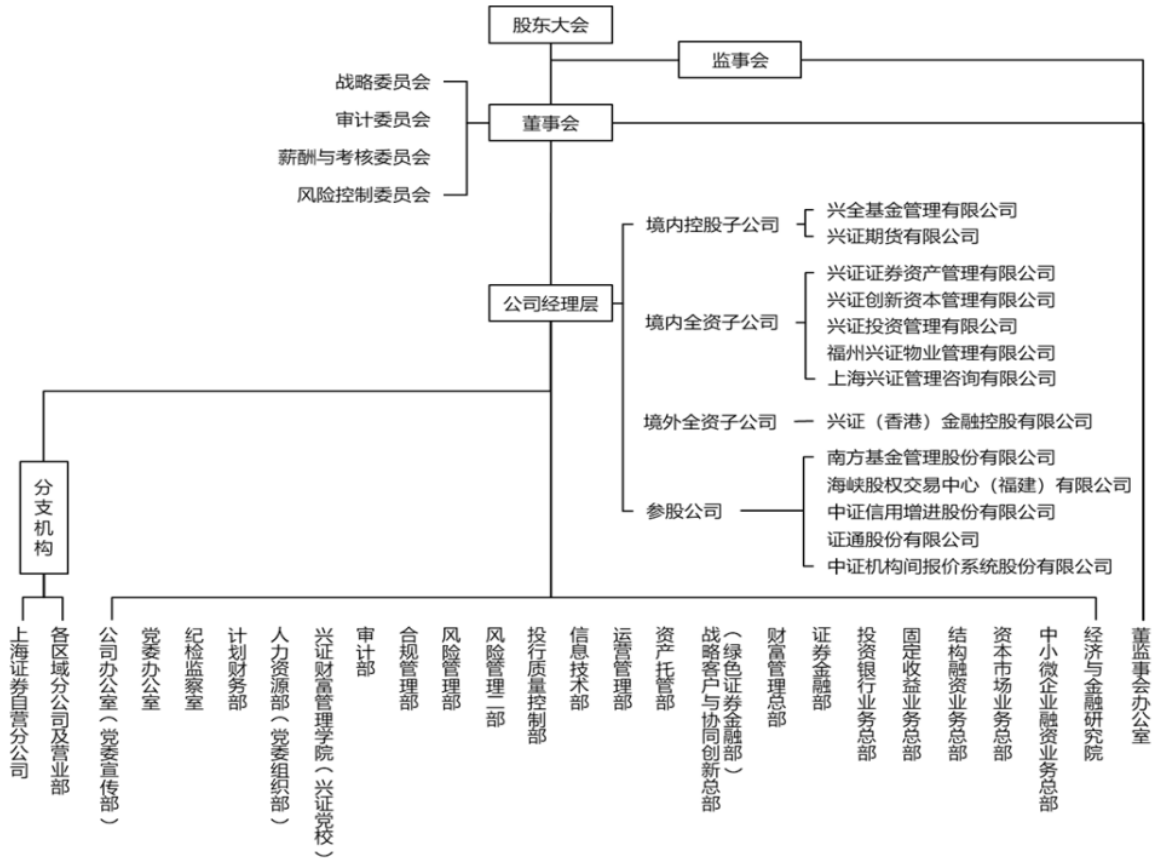
2018—2019 年，公司分类评级均为 A 级，内控较 2017 年有所改善；目前，公司资本实力雄厚，资产流动性较好，债务结构较好。

联合评级同时也关注到经济周期波动、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。另外，股票质押业务出现违约情况，未来回收情况以及可能继续出现损失的风险值得关注。

随着公司各项业务的稳步推进，未来公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

附件 1 兴业证券股份有限公司 组织结构图（截至 2019 年 6 月末）



附件 2 兴业证券股份有限公司 主要财务数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-6月
自有资产(亿元)	1,024.22	1,279.76	1,275.39	1,257.32
所有者权益(亿元)	342.98	358.78	353.08	368.02
自有负债(亿元)	681.24	920.98	922.31	889.30
自有资产负债率(%)	66.51	71.96	72.32	70.73
优质流动资产/总资产(%)	24.22	19.46	18.83	18.46
营业收入(亿元)	75.89	88.20	64.99	70.41
净利润(亿元)	23.44	26.35	5.75	15.63
营业利润率(%)	38.33	35.71	10.25	29.09
营业费用率(%)	58.56	59.51	70.29	42.69
薪酬收入比(%)	43.62	43.53	45.89	33.21
自有资产收益率(%)	2.17	2.29	0.45	1.23
净资产收益率(%)	8.75	7.51	1.62	4.34
净资本(亿元)	307.97	345.16	305.61	282.87
风险覆盖率(%)	269.73	206.30	241.30	247.77
资本杠杆率(%)	25.35	21.13	20.47	22.78
流动性覆盖率(%)	413.15	780.17	969.27	787.65
净稳定资金率(%)	142.30	140.19	140.75	150.05
信用业务杠杆率(%)	93.50	127.11	94.03	80.10
短期债务(亿元)	349.70	384.25	341.83	380.89
长期债务(亿元)	274.73	465.31	514.63	459.80
全部债务(亿元)	624.44	849.55	856.46	840.69
EBITDA(亿元)	50.13	67.27	48.97	38.95
EBITDA利息倍数(倍)	2.53	2.05	1.21	2.24
EBITDA全部债务比(倍)	0.08	0.08	0.06	0.05
EBITDA/本期债券金额(倍)	0.48	0.64	0.47	0.37

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 兴业证券股份有限公司面向合格投资者 公开发行 2019 年公司债券（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，在每年兴业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。

兴业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。兴业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兴业证券股份有限公司的相关状况，如发现兴业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。

如兴业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，直至兴业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兴业证券股份有限公司、监管部门等。

