

# 国信证券股份有限公司 2017 年、2018 年面向合格 投资者公开发行公司债券跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：张云鹏 [ypzhang@ccxi.com.cn](mailto:ypzhang@ccxi.com.cn)

项目组成员：夏清晨 [qchxia@ccxi.com.cn](mailto:qchxia@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 5 月 19 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 0274 号

## 国信证券股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17 国信 02”、“17 国信 03”和“18 国信 03”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月十九日

**评级观点：**中诚信国际维持国信证券股份有限公司（以下称“国信证券”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 国信 02”、“17 国信 03”、“18 国信 03”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司较强的综合实力和市场竞争能力、证券经纪业务的传统优势、投资银行较强的服务能力、不断改善的收入结构以及畅通的融资渠道；同时，中诚信国际关注到，宏观环境及证券市场的不确定性、证券行业日趋激烈的竞争、有待提升的投行项目质量、短期债务水平上升以及创新业务发展给公司的风险控制带来的挑战等因素对公司经营及信用状况形成的影响。

## 概况数据

| 国信证券             | 2017     | 2018     | 2019     |
|------------------|----------|----------|----------|
| 总资产（亿元）          | 1,996.38 | 2,118.14 | 2,246.44 |
| 股东权益（亿元）         | 521.43   | 525.27   | 562.55   |
| 净资本（亿元）          | 445.52   | 397.33   | 400.55   |
| 营业收入（亿元）         | 119.24   | 100.31   | 140.93   |
| 净利润（亿元）          | 45.79    | 34.31    | 49.14    |
| 平均资本回报率(%)       | 9.10     | 6.56     | 9.03     |
| 营业费用率(%)         | 43.22    | 45.59    | 39.45    |
| 风险覆盖率(%)         | 230.69   | 220.78   | 266.32   |
| 资本杠杆率(%)         | 23.77    | 20.21    | 21.20    |
| 流动性覆盖率(%)        | 723.84   | 301.43   | 230.16   |
| 净稳定资金率(%)        | 144.37   | 136.46   | 127.53   |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X) | 2.73     | 1.99     | 2.55     |
| 总债务/EBITDA(X)    | 9.05     | 12.09    | 9.68     |

注：1、数据来源为公司提供的 2017 年、2018 年和 2019 年审计报告；  
2、公司净资本及风险控制指标按照母公司口径；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 正 面

■ **行业地位突出，综合实力较强。**作为国内经营历史最长的券商之一，业务发展全面，综合实力较强，在行业中具有较强的品牌影响力和市场竞争力。

■ **证券经纪业务居于行业前列。**证券经纪业务具有传统优势，着力构建一体化的互联网金融平台，经纪业务行业排名市场前列。

■ **投资银行服务能力较强。**投资银行业务注重业务创新，债

承业务呈多元化趋势，行业地位和市场基础较强。

■ **牌照齐全，收入结构改善。**资本中介、投资与交易、资产管理等各项业务均衡发展，收入结构不断改善。

■ **融资渠道畅通。**作为上市公司，建立了长效融资机制，逐步提升公司治理和信息披露水平。

## 关 注

■ **宏观经济总体下行，经营稳定性有待进一步提升。**宏观经济总体下行以及证券市场的波动性对证券行业经营稳定性及盈利能力构成压力。

■ **传统经纪业务转型效果有待观察。**市场竞争日趋激烈，公司传统经纪业务模式有待持续优化转型。

■ **投行项目质量控制仍需提升。**由于投行业务客户以中小企业为主，项目质量控制面临一定挑战。

■ **债务期限结构需进一步优化。**短期债务规模和占比有所上升，需对偿债能力及流动性状况保持关注。

■ **创新业务对风险管理带来更多挑战。**全面风险管理机制的有效性有待检验，创新业务的发展对风险控制能力提出更高要求。

## 评级展望

中诚信国际认为，国信证券股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司治理和内部控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况的恶化，如资产质量下降、资本金不足等；外部支持能力及意愿大幅弱化。

## 同行业比较

| 2019 年主要指标     | 国信证券     | 海通证券     | 广发证券     | 招商证券     | 中信建投     |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产（亿元）        | 2,246.44 | 6,367.94 | 3,943.91 | 3,817.72 | 2,856.70 |
| 净资本（母公司口径）（亿元） | 400.55   | 728.75   | 608.64   | 486.51   | 539.56   |
| 净利润（亿元）        | 49.14    | 105.41   | 81.10    | 73.13    | 55.30    |
| 平均资本回报率(%)     | 9.03     | 7.77     | 8.88     | 8.82     | 10.56    |
| 风险覆盖率(%)       | 266.32   | 265.49   | 233.36   | 240.52   | 275.19   |

注：“海通证券”为“海通证券股份有限公司”简称；“广发证券”为“广发证券股份有限公司”简称；“招商证券”为“招商证券股份有限公司”简称；“中信建投”为“中信建投证券股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 本次跟踪债券情况

| 债券简称     | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 发行金额（亿元） | 债券期限 | 发行时间       |
|----------|----------|----------|----------|------|------------|
| 17 国信 02 | AAA      | AAA      | 60.00    | 3 年  | 2017/07/13 |
| 17 国信 03 | AAA      | AAA      | 30.00    | 3 年  | 2017/10/18 |
| 18 国信 03 | AAA      | AAA      | 37.00    | 3 年  | 2018/08/08 |

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期或不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，

宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**2019 年以来市场行情总体有所回暖；多层次资本市场体系建设逐步深入；券商收入结构有所优化但对经纪业务依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响**

证券行业的运营表现与宏观经济环境高度相关。2016 年底，中央经济工作会议定调，要稳中求进、去杠杆，大力发展实体经济，2017 年 A 股出现慢牛格局。2017 年全年，上证指数全年振幅 13.98%，截至 2017 年末，上证综指收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，上证综指震荡下跌，截至 2018 年末，上证综指收盘收于 2,493.90 点，较年初下跌 24.59%。2019 年以来，国内财政政策整体趋于宽松，市场情绪回暖，风险偏好提升，但结构性问题依然存在，国内外环境呈现不确定性，A 股市场一季度呈现活跃，之后受到国内外宏观因素的影响出现持续波动，但市场行情总体回暖，年末上证综指收于 3,050.12 点，较上年末涨幅 22.30%。

图 1：2014-2019 上证综合指数变化趋势图



资料来源：Wind，中诚信国际整理

多层次资本市场体系建设方面，近年来，在大力发展资本市场的政策导向下，针对证券市场和证券公司的深层次改革陆续展开，多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。2016 年以来，IPO 审核提速，截至 2016 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,052 家，总市值下降至 50.82 万亿元。2017 年前三季度，IPO 审核提速，2017 年 10 月新一届发审委履职以来，IPO 审核通过率大幅降低，2017 年 IPO 企业数量创下历史记录。截至 2017 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,485 家，总市值下降至 44.93 万亿元。2018 年，IPO 审核趋严，众多企业主动终止审查、放弃 IPO，同时 IPO 审核趋缓，IPO 过会企业数量大幅减少。截至 2018 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,584 家，总市值下降至 43.49 万亿元。2019 年，市场行情好转，但传统股权融资仍旧较为低迷，科创板尚未对券商投行收入产生影响。截至 2019 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,777 家，2019 年以来，受益于股票市场有所回暖，总市值较上年末增加 36.44%至 59.29 万亿元。与此同时，随着证券市场的发展，证券投资品种日趋多元化，基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展，多层次资本市场体系建设逐步深入。

表 1：2016-2019 股票市场主要指标（单位：家、万亿元）

| 指标     | 2016   | 2017   | 2018  | 2019   |
|--------|--------|--------|-------|--------|
| 上市公司总数 | 3,052  | 3,485  | 3,584 | 3,777  |
| 总市值    | 50.82  | 44.93  | 43.49 | 59.29  |
| 总成交额   | 127.38 | 112.46 | 90.17 | 127.46 |

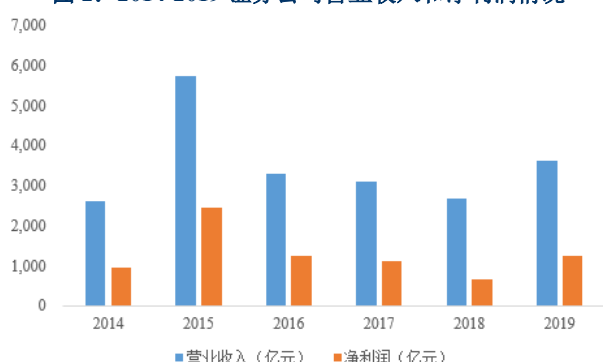
资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

交易量方面，伴随着近几年证券市场的发展，市场交易量呈现一定的波动。2016 年，证券市场整体较为低迷，两市成交额为 127.38 万亿元，较上年大幅减少 49.94%。2017 年全年两市成交额 112.46 万亿元，同比减少 11.71%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，证券市场交易更为低迷，两市成交额 90.17 万亿元，同比

减少 19.82%。2019 年，证券市场回暖，股票交易复苏，当期两市成交额 127.46 万亿元，同比增加 41.36%。

从券商业务结构来看，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看，虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势，收入结构得到优化，但从绝对占比看，仍较大程度的依赖于传统的经纪业务，因而整体的经营状况与宏观经济及证券市场行情息息相关。随着市场景气度的提升，2013~2015 年，全行业证券公司分别实现净利润 440.21 亿元、965.54 亿元和 2,447.63 亿元，总体呈现上升态势。2016 年，证券公司整体经营情况受二级市场行情下滑影响显著，2016 年全行业证券公司实现净利润 1,234.45 亿元。受二级市场成交量及债券承销业务量下滑共同影响，2017 年证券公司实现净利润 1,129.95 亿元，同比减少 8.47%。受经济环境及监管政策影响，证券公司业绩持续承压，2018 年证券公司实现净利润 666.20 亿元，同比减少 41.04%。2019 年，随着资本市场走强及交投活跃度提升，证券公司收入及利润均实现大幅增长，当期全行业实现净利润 1,230.95 亿元，同比增长 84.77%。

图 2：2014-2019 证券公司营业收入和净利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，

将证券公司分为 A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起，证监会每年对证券公司进行分类评价，以确定其风险管理能力和合规管理水平。2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，提出全面风险管理；新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项；提高净资产加分门槛等。在 2017 年分类评价中，有 97 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 48 家、C 类有 9 家，评级最高的 AA 级有 11 家。在 2018 年 7 月发布的分类评价中，共有 98 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 49 家、C 类有 8 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级有 12 家。2018 年的分类评价结果与 2017 年相比，有 24 家评级上升、24 家评级下滑、48 家评级持平，并首次出现了 D 类评级。2019 年 7 月，证监会公布了最新一期证券公司分类结果，其中 A 类有 38 家、B 类有 50 家、C 类有 8 家、D 类有 2 家，评级最高的 AA 级减少至 10 家，与 2018 年相比，有 19 家评级上调，28 家评级下滑，51 家评级持平。

受市场环境及监管趋严等因素影响，近年来证券行业营业收入和净利润呈下降趋势，行业竞争日趋激烈。随着业务资格普及，证券公司牌照红利逐渐弱化，大型综合类证券公司在业务布局、渠道建设、风控能力等方面拥有较大优势，市场集中度呈上升趋势。未来，中小型证券公司竞争将更为激烈，推动证券行业加快整合。总体来看，证券行业竞争将更为激烈，大型证券公司优势将进一步扩大，证券行业整合速度将有所提升。

表 2：近年来证券业主要行业政策

| 时间                            | 文件                                          | 说明                                                                                                          |
|-------------------------------|---------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2015 年 1 月                    | 《公司债券发行与交易管理办法》                             | 扩大发行主体范围至所有公司制法人，同时全面建立非公开发行制度，增加债权交易场所，简化发行审核流程，加强市场监管等。                                                   |
| 2015 年 5 月                    | 《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》               | 规范证券公司、基金管理公司子公司等相关主体开展资产证券化业务，保障投资者的合法权益。                                                                  |
| 2015 年 5 月                    | 《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》             | 规范和指导资产证券化业务的尽职调查工作，提高尽职调查工作质量。                                                                             |
| 2015 年 7 月                    | 《香港互认基金管理暂行规定》                              | 规范香港互认基金在内地（指中华人民共和国的全部关税领土）的注册、销售、信息披露等活动。                                                                 |
| 2016 年 10 月                   | 《证券公司风险控制指标管理办法》                            | 建立以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系。                                                                                     |
| 2017 年 1 月                    | 《证券公司私募投资基金子公司管理规范》                         | 规范证券公司私募投资基金子公司行为，有效控制风险。                                                                                   |
| 2017 年 6 月<br>(2017 年 10 月执行) | 《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》                     | 明晰董事会、监事会、高级管理人员、合规负责人等各方职责，提高合规履职保障，加大违法违规追责力度等措施，切实提升公司合规管理有效性，不断增强公司自我约束能力，促进行业持续健康发展。                   |
| 2017 年 7 月                    | 《关于修改〈证券公司分类监管规定〉》                          | 促进证券公司提升全面风险管理能力，鼓励证券公司做优做强主营业务。                                                                            |
| 2017 年 11 月                   | 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》                | 确立资管产品的分类标准，降低影子银行风险，减少流动性风险，打破刚性兑付，控制资管产品的杠杆水平，抑制多层嵌套和通道业务，切实加强监管协调，合理设置过渡期。                               |
| 2017 年 12 月                   | 《规范债券市场参与者债券交易业务的通知（银发[2017]302 号文）》        | 督促各类市场参与者加强内部控制与风险管理，健全债券交易相关的各项内控制度，规范债券交易行为，并将自身杠杆操作控制在合理水平。                                              |
| 2018 年 1 月                    | 《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》                     | 加强证券公司尽职调查要求；加强对融出资金监控；细化风控指标要求。此规定于 2018 年 3 月 12 日实施。                                                     |
| 2018 年 3 月                    | 《证券公司股权管理规定》（征求意见稿）                         | 第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股，股东在股权锁定期内不得质押所持证券公司相关股权。                                |
| 2018 年 4 月                    | 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》                       | 廓清资管行业和资管产品本质，并对刚兑和资金池概念进行界定，为后续资管行业规范设立标准，主要对阻断监管嵌套、打破刚兑、非标处置等方面做出规定，过渡期延长至 2020 年底。                       |
| 2018 年 5 月                    | 《外商投资证券公司管理办法》                              | 加强和完善对外商投资证券公司的监督管理，明确外商投资证券公司的设立条件和程序。                                                                     |
| 2018 年 9 月                    | 《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》         | 规范证券公司、证券投资基金管理公司在境外设立、收购子公司或者参股经营机构的行为。                                                                    |
| 2019 年 3 月                    | 《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》 | 就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共 2+6+1 个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定。        |
| 2019 年 7 月                    | 《证券公司股权管理规定》                                | 主要从股东资质及出资来源等方面进行了要求。第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股。                                   |
| 2019 年 8 月                    | 修订《融资融券交易实施细则》                              | 取消最低维持担保比例要求，完善维持担保比例计算公式，将融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1,600 只。                                                    |
| 2019 年 8 月                    | 修订《证券公司风险控制指标计算标准》                          | 对高分类评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。                                                                   |
| 2019 年 12 月                   | 修订《证券法》                                     | 推行证券发行注册制；进一步加强信息披露义务人的信息披露责任；增设投资者保护专章，加强投资者保护力度；加大对违反证券监督法律行为的处罚力度；优化债券公开发行条件；取消现行规定下的暂停上市制度，推行更加严格的退市制度。 |

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

**经纪业务以促进新增客户和提升服务为重点，着力推进全价值链财富管理，行业排名靠前；2019年以来市场行情有所回暖，经纪业务收入同比有所增长，但机构业务竞争力仍需提升**

经纪业务收入是公司目前最主要的收入来源，但受市场波动的影响较大。2019年以来，国内证券市场回暖，市场交易活跃度改善，公司2019年经纪及财富管理业务实现营业收入49.78亿元，同比上升22.07%。

零售业务方面，2019年以来，公司继续坚持“以市场为标、新增为首、财富管理为纲、人才为线”的规划方针，通过多种手段全面推动经纪业务的持续稳健发展，包括深耕银行渠道，持续促进新增客户；立足证券本源，发挥专业投顾优势；深挖高端和机构客户，打造全价值链财富管理体系；通过金融科技赋能，提供领先量化交易服务；布局智慧网点，提高运营和服务效率。截至2019年末，公司经纪业务客户数量达851万，较上年增长21%，托管资产超过1.37万亿元，较上年增长34%；2019年，公司代理买卖手续费净收入市场份额5.01%（不含席位租赁），排名行业第三；金融产品销售净收入市场份额为3.92%，排名行业第五<sup>1</sup>。此外，公司持续完善互联网渠道产品体系，着力构建多渠道一体化的互联网金融平台。截至2019年末，公司金太阳手机证券注册用户超过1,280万，较上年末增长16%，交易占比达到56%。

机构经纪业务方面，公司坚持以客户需求为导向，通过聚焦投研服务、探索多元合作等方式，多渠道拓展和服务专业机构投资者。公司大力拓展公募、保险、私募、银行等各类机构投资者，进一步拓宽机构客户群体；协同公司各业务条线，通过举办策略会和主题研讨会、提供产业链咨询服务、开展机构衍生品合作等方式，丰富服务类型；不断加强与基金公司的产品合作，积极开展公募基金券商结算业务，着力提升客户粘性，增强公司市场影响

力；通过上市基金流动性服务、种子基金等增值服务满足机构投资者专业化需求。但受证券公司机构业务竞争加剧影响，2019年公司机构业务实现交易单元席位佣金收入2.34亿元，同比下降3.34%。海外业务方面，公司积极整合内外部资源，深耕海外机构客户，外资私募业务实现突破，积极布局外资公募业务，海外机构客户数量持续增长，QFII/RQFII佣金及投资咨询服务收入稳步上升。

在营业网点方面，截至2019年末，公司共设有53家分公司和164家证券营业部，主要分布于北京、上海、广州、杭州、浙江、陕西、湖北、四川和江苏等全国113个中心城市地区。近年来，公司根据市场发展趋势和经纪业务转型需要，调整营业网点的建设模式，增加小型化、低成本的新型营业部建设，通过在业务优势地区及经济较发达地区的二、三线城市设立新型营业部进一步整合资源、提升市场占有率，并有效地控制建设成本和运营成本。各营业网点灵活采用各种经营策略，探索出各种符合市场环境、具有竞争力的经营模式，同时以明晰的绩效考核制度激励员工积极拓展业务，客户交易周转率、户均收入和手续费收入市场份额均排名前列。

在系统平台建设方面，国信证券结合业务需求和相关监管要求的基础上，开发了全景式经纪业务账户自动化管理系统，建立了集中、完整的客户账户管理体系，将开户核查、资料审核、账户后督等环节系统化、流程化、自动化，有效提升账户管理效率。同时公司开发的向导式营销服务平台系统涵盖客户管理、融资融券、期货IB、电话营销等功能，建设了大数据平台和智能应用平台，提升了营销和智能投顾的大数据支持能力。

**投行业务已建立全价值链服务模式，股承业务着力于重点客户维护，但保荐承销业务规模同比下降；债承业务持续推动多元化发展；未来仍需关注投行业务质量及合规风险**

投行业务作为公司传统优势业务，是公司重要的收入来源。目前公司的投资银行板块向机构客户

<sup>1</sup> 2019年度行业排名均来自于公司2019年度报告，相关数据以中证协公布的证券公司经营业绩排名情况为准

提供股票承销保荐、债券承销、并购重组财务顾问和新三板挂牌推荐等综合化服务。2019年公司投资银行业务实现营业收入15.77亿元，同比上升43.28%。

国信证券的投行业务定位于服务中小企业及民营企业，并助力核心客户做大做强，形成了“市场化投行”的特点，贴近市场提供专业服务，在经济发达地区有较高的市场占有率和渗透率。但另一方面，近年来国信证券的投行业务多次受到违规处罚，未来仍需关注其在项目质量、合规控制、风险管理等方面的情况。目前，公司在股票保荐承销、债务融资、资产重组、财务顾问以及新三板融资服务方面建立了全价值链服务模式，能够持续为客户提供公开及非公开发行融资、并购顾问、做市等全方位金融服务。

股票承销保荐业务方面，公司积极应对政策和市场变化，继续夯实保荐承销业务的传统优势。受市场环境及行业竞争加剧影响，2019年以来公司保荐承销业务规模同比有所下降，2019年公司完成股票及可转债承销23.5<sup>2</sup>家，主承销金额177.24亿元，同比下降39.46%，市场份额5.14%，排名行业第四，其中IPO承销家数12.5个，再融资承销家数11个。公司在夯实传统优势保荐承销业务的同时准确把握科创板战略机遇，实现业务新突破。2019年公司累计完成6.5家科创板IPO项目，排名行业第三。此外，公司推动多元业务稳健发展，在助力企业纾困、缓解市场风险方面发挥较大作用。截至2019年底，公司累计推进10个纾困项目。

债券承销业务方面，2019年债券市场面临国内经济转型、房地产调控等复杂经济形势，信用分化日益加剧，信用事件频发，债券市场投资需求更加谨慎。公司紧跟市场趋势变化，深耕重点区域债务融资市场，债券品种和交易工具进一步丰富。2019年，公司积极拓展公司债、企业债等业务品种，成功协助发行全国首单服务粤港澳大湾区的专项公司债；大力推进境外债券发行工作，协助义乌国资

发行三年期6亿美元债券，创下区县级美元债发行价格新低和额度新高；协助绵阳市投资控股（集团）有限公司发行银行间首单城投企业学费收益权资产支持票据，有效拓宽企业融资途径。2019年，公司债券承销业务均衡发展，全年承销家数为102.85家，主承销金额1,032.45亿元，同比增长2.54%。

表3：2017-2019年公司股票和债券承销情况

|               | 2017   | 2018     | 2019     |
|---------------|--------|----------|----------|
| <b>股票承销业务</b> |        |          |          |
| 承销家数（家）       | 46     | 14       | 23.5     |
| 主承销金额（亿元）     | 379.64 | 292.75   | 177.24   |
| <b>债券承销业务</b> |        |          |          |
| 承销家数（家）       | 69.25  | 72.00    | 102.85   |
| 主承销金额（亿元）     | 794.29 | 1,006.84 | 1,032.45 |

资料来源：国信证券，中诚信国际整理

并购重组业务方面，2019年并购重组市场总体持续低迷，并购交易数量、金额继续下降。年内公司不断拓展优质并购资源储备、重点防控业务风险，顺利推动博威合金、韦尔股份、晶瑞股份等3个重大资产重组项目过会。未来公司将进一步拓展TMT、环保、医药、新一代工业制造等行业优质标的储备，加大并购撮合力度。

新三板推荐业务方面，公司坚持做好存量客户的服务、增值及创新业务的拓展，持续完善督导工作，防范风险。一方面密切跟踪企业融资、并购需求，做好服务响应；另一方面加强对企业的督导培训工作，进一步提高服务质量，助力企业规范运作；此外，继续提升持续督导效率，加强风险控制，推动违规企业出清。2019年公司完成新三板定增项目8个，融资金额5.36亿元；截至年末持续督导企业158家，排名市场前列。

**根据市场行情动态调整投资结构；权益投资建立了以策略体系为基础的投资模式，固收投资以获取息差为主，私募基金和另类投资业务稳步开展；2019年投资与交易业务营收实现较大幅度增长**

目前国信证券投资业务由投资管理总部、固定收益事业部和资金财务总部进行管理。公司主要从事权益类、固定收益类、衍生类产品、其他金融产

<sup>2</sup> 联合主承销家数及金额以1/N计算

品的交易和做市业务、私募基金管理及另类投资业务。总体来看，截至 2019 年末，公司证券投资资产为 902.13 亿元，较上年减少 3.77%；全年公司实现投资与交易收入 39.43 亿元，同比增长 105.26%。

权益类投资方面，公司建立了以资产配置和多策略组合为支柱的投资模式，坚持以风险控制体系为底线，力争实现中低风险绝对收益的目标。公司通过分红投资策略、大宗交易策略、价值成长投资

策略、公私募基金组合投资策略、衍生品套利策略等多种策略有效分散投资风险，降低组合波动，丰富收益来源，2019 年公司权益类投资业务取得了良好的投资收益率。固定收益类投资方面，公司以持有债券获取息差为主要投资策略，辅以参与交易性机会增厚利润。在合理控制信用资质的前提下，较好地把握了投资机遇。

表 4：2017-2019 年末公司投资组合情况（单位：亿元、%）

|        | 2017   |        | 2018   |        | 2019   |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|        | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 债券     | 317.17 | 58.06  | 658.79 | 70.27  | 639.01 | 70.83  |
| 股票     | 86.92  | 15.91  | 63.09  | 6.73   | 18.05  | 2.00   |
| 基金     | 24.10  | 4.41   | 102.21 | 10.90  | 79.65  | 8.83   |
| 券商理财产品 | 9.41   | 1.72   | 8.97   | 0.96   | 9.96   | 1.10   |
| 银行理财产品 | 2.63   | 0.48   | 1.38   | 0.15   | 27.92  | 3.09   |
| 信托计划   | 0.51   | 0.09   | 0.90   | 0.10   | 2.81   | 0.31   |
| 其他     | 105.58 | 19.32  | 102.15 | 10.90  | 124.75 | 13.83  |
| 合计     | 546.33 | 100.00 | 937.49 | 100.00 | 902.13 | 100.00 |

注 1：公司投资的中国证券金融股份有限公司的资金计入其他类；

注 2：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：国信证券，中诚信国际整理

国信证券通过全资子公司国信弘盛开展私募基金业务。国信弘盛注册资本 40.50 亿元人民币，以自有渠道为主，分享国信证券其他业务在中小企业业务方面的优势和资源，精选优质的 Pre-IPO 前公司进行股权投资，直投业务在行业处于领先水平。2019 年国信弘盛实现 5 个项目完全退出，10 余个投资项目部分退出，新增投资项目 IPO 家数 1 家，并设立纾困私募可交债基金。未来，国信弘盛将不断巩固募资、投资、研究等业务基础，加快推进新设基金落地及备案工作，积极挖掘、储备优质项目资源，探索形成新的利润增长点。

国信证券于 2019 年 6 月出资 30 亿元设立另类投资子公司国信资本，目前已开展科创板保荐跟投和转融通证券出借等业务。2019 年，国信资本完成 6 个科创板保荐项目的跟投，累计投资规模 1.79 亿元；实现营业收入 8,491.03 万元，净利润 5,149.33 万元。2020 年，国信资本将以科创板保荐跟投和股权投资为核心进行布局，继续丰富公司自有资金投资体系；持续加强公司内外部协同，积极投资创新

型、科技型、涉及国家战略重点方向的企业。

**资产管理规模有所增加，主动管理能力持续提升，同时积极拓展资产证券化等新业务增长点；但营业收入减少，仍需提升差异化竞争优势**

国信证券具有丰富的资产管理业务经验，是业内最早开展集合资产管理业务的证券公司之一。凭借完备的产品研发，公司可根据客户在投资收益、风险和流动性方面的不同需求提供各类产品及服务，包括集合、单一和专项资产管理业务。但受资管新规落地等因素影响，2019 年公司资产管理业务实现营业收入 3.31 亿元，同比下降 8.39%，目前在总营业收入的占比较小。2019 年，资管新规各项业务配套细则陆续发布，资产管理行业回归主动管理、向净值化转型的步伐不断加快。为此，公司致力于打造以主动管理为核心的“全价值链财富管理”业务体系。2019 年，公司设立发行“鼎信安鑫”系列固定收益产品、“复利领航”系列 FOF 产品、券商首只科创主题资管产品、多只 QDII 产品等，主动管理业务规模和占比大幅提升，投资业绩表现

良好。资产证券化方面，公司积极支持实体企业合理融资需求，年内发行资产证券化产品 18 只，规模近 180 亿元。截至 2019 年末，公司资产管理净值规模为 1,603.45 亿元，同比增长 2.98%；其中，集合资产管理业务规模为 427.02 亿元，专项资产管理业务规模为 250.06 亿元，分别同比增长 43.52% 和 62.19%，单一资产管理业务规模为 926.37 亿元，同比减少 16.20%。

表 5：2017-2019 年末公司资产管理情况（单位：亿元）

|             | 2017     | 2018     | 2019     |
|-------------|----------|----------|----------|
| 管理资产总规模     | 1,954.86 | 1,557.12 | 1,603.45 |
| 其中：集合资产管理业务 | 313.51   | 297.53   | 427.02   |
| 单一资产管理业务    | 1,617.05 | 1,105.41 | 926.37   |
| 专项资产管理业务    | 24.30    | 154.18   | 250.06   |

资料来源：国信证券，中诚信国际整理

### 资本中介业务收入有所增长，两融业务规模稳步提升，并积极参与科创板相关业务；股质业务注重化解风险，业务规模收缩

公司的资本中介业务主要包括融资融券、股票质押式回购、约定购回、行权融资等业务。2019 年，受益于行情的回升、企稳，以及监管支持政策陆续出台，全市场融资融券业务规模大幅增长；但个股风险依然存在，股票质押式回购业务市场整体规模持续下降。2019 年公司资本中介业务实现收入 15.78 亿元，同比上升 14.70%。

融资融券业务方面，公司积极拓展客户群体，实现业务规模稳步提升。截至 2019 年末，公司融资融券业务余额为 373.8 亿元，同比增加 31%。此外，公司成为以约定申报方式参与科创板融资融券业务的首批九家证券公司之一，顺利推出科创板融资融券及转融通业务。股票质押式回购业务方面，公司不断完善内部控制和风险管理，切实防范和化解业务风险。截至 2019 年末，公司自有资金出资的股票质押式回购业务余额为 230.9 亿元，同比减少 24%。行权融资业务方面，公司不断优化运营效率和客户体验，业务规模保持行业第一。

### 通过下属子公司开展期货业务和国际业务，业务领域不断拓展，产品和服务体系日益全面

除传统业务外，公司的创新业务水平也处于行业领先地位，具有较强的市场竞争力。公司通过下属全资子公司和控股子公司拓展业务领域，产品和服务体系日益全面。未来公司需更进一步加强各业务部门间的合作机制，为客户提供一体化的金融服务，以充分发挥创新业务与传统优势业务之间的协同效应。

国信证券是首批获得股指期货 IB 业务资格的券商，拥有全资子公司国信期货开展股指期货和商品期货经纪业务，国信期货具有中国金融期货交易所交易结算会员资格和上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心会员资格，并有国信证券旗下证券营业部进行 IB 业务支持。2019 年以来，面对期货市场佣金战加剧和利率下降的形势，公司期货业务多措并举，通过搭建快速交易平台，提升投研能力，发挥专业优势，深耕创新产业服务模式等，做深做细做强机构、产业客户的开发服务；大力发展自有资金投资、资产管理及种子基金业务、风险管理等创新业务，有效促进期货经纪业务转型升级。2019 年，国信期货的期货经纪业务成交额同比增长 162.43%，实现期货经纪业务手续费净收入 1.58 亿元，同比增长 5.47%；同期国信期货实现净利润 1.51 亿元。

国信证券通过全资子公司国信香港开展国际业务，国信香港准确把握海外资本市场机遇，加强境内外业务团队的业务互动能力，争取国际业务平台价值最大化。2019 年，国信香港参与了 9 个上市及财务顾问项目。此外，国信证券还是首家在彭博系统中推出 A 股市场算法交易服务的本土券商，ETF 活跃交易、私募信托基金(TOT)产品、QFII 等业务开展良好。

## 财务分析

以下分析基于国信证券提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年和 2018 年财务报告以及经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年财务报告。2017 年财务数据为 2018 年

审计报告期初数，2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数，2019 年财务数据为审计报告期末数，报告中除风控指标以外的数据均为合并口径。

## 盈利能力

### 得益于市场行业回暖，2019 年公司各板块业务收入均有所增长，盈利水平显著回升

公司整体的盈利状况变化趋势和证券市场的走势具有较大的相关性。2019 年证券市场行情整体有所回暖，公司各业务板块收入均呈现不同程度的增长，全年实现营业收入 140.93 亿元，同比增加 40.49%。其中，手续费及佣金净收入贡献率降至 43.72%，利息净收入的贡献率降至 12.06%；但投资净收益（含公允价值变动损益）占比上升至 37.02%。

从收入结构来看，国信证券以手续费及佣金净收入为主，近年来随着公司调整业务结构，手续费及佣金净收入在营业收入中的占比逐步下降。公司手续费及佣金净收入主要来源于经纪业务、投行业务及资产管理业务，2019 年共实现手续费及佣金净收入 61.61 亿元，同比增长 23.53%；手续费及佣金净收入占营业收入的比例同比下降 6.00 个百分点。具体来看，经纪业务方面，2019 年股票市场整体行情有所回暖，市场交易活跃度提升，年内公司经纪业务手续费净收入为 40.92 亿元，同比增长 25.63%。

投行业务方面，2019 年公司各类传统投行项目稳步推进，并在科创板业务方面取得突破，推动业务收入较快增长，全年实现投资银行业务手续费净收入 14.26 亿元，同比增长 30.34%。资产管理业务方面，2019 年，公司资产管理业务团队积极打造以主动管理为核心的业务体系，主动管理规模和占比显著提升，但受资管新规落地等因素影响，2019 年公司资产管理业务手续费净收入同比减少 4.79%至 2.36 亿元。

除手续费和佣金净收入以外，利息净收入也是公司的主要收入来源。2019 年，主要受股票质押回购利息收入减少影响，公司实现利息收入 60.31 亿元，同比减少 2.15%。同时，由于拆入资金和应付短期融资券利息支出减少，公司 2019 年利息支出为 43.31 亿元，同比下降 8.13%。受上述两方面影响，2019 年公司实现利息净收入 17.00 亿元，同比增长 17.32%。

投资方面，得益于市场行情回暖和公司适时调整投资策略，金融工具持有期间的收益和处置收益均实现增长，2019 年公司投资收益同比增加 63.00%至 45.05 亿元，加之公允价值变动收益有所增加，公司全年实现投资净收益（含公允价值变动）52.17 亿元，同比增长 62.81%。

表 6：2017-2019 年公司营业收入情况（单位：百万元、%）

|               | 2017      |        | 2018      |        | 2019      |        |
|---------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
|               | 金额        | 占比     | 金额        | 占比     | 金额        | 占比     |
| 手续费及佣金净收入     | 7,202.23  | 60.40  | 4,987.64  | 49.72  | 6,161.02  | 43.72  |
| 其中：经纪业务       | 4,392.57  | 36.84  | 3,256.93  | 32.47  | 4,091.80  | 29.03  |
| 投资银行业务        | 2,129.95  | 17.86  | 1,094.00  | 10.91  | 1,425.92  | 10.12  |
| 资产管理业务        | 247.91    | 2.08   | 248.14    | 2.47   | 236.25    | 1.68   |
| 投资收益及公允价值变动收益 | 2,336.36  | 19.59  | 3,204.41  | 31.95  | 5,216.97  | 37.02  |
| 利息净收入         | 2,338.30  | 19.61  | 1,448.88  | 14.44  | 1,699.77  | 12.06  |
| 其他业务收入        | 30.08     | 0.25   | 360.76    | 3.60   | 973.08    | 6.90   |
| 汇兑损益          | (14.11)   | (0.12) | 1.24      | 0.01   | (2.60)    | (0.02) |
| 资产处置损益        | (1.64)    | (0.01) | (2.58)    | (0.03) | (0.38)    | (0.00) |
| 其他收益          | 32.40     | 0.27   | 30.58     | 0.30   | 45.05     | 0.32   |
| 营业收入合计        | 11,923.61 | 100.00 | 10,030.93 | 100.00 | 14,092.91 | 100.00 |

资料来源：国信证券，中诚信国际整理

在营业支出方面，2019 年公司其他业务成本为 9.48 亿元，同比增长 182.29%。2019 年由于市场行情回暖，交易活跃度提升，公司职工薪酬、业务招待费等均随公司整体业绩的回升而有所提高，使公司业务及管理费同比增长 21.57%至 55.60 亿元，但得益于营业收入的增长，营业费用率较上年下降 6.14 个百分点至 39.45%。此外，受市场波动以及实施新金融工具准则影响，公司根据审慎性原则加大对资本中介业务以及投资业务的拨备计提力度，2019 年计提信用减值损失 10.20 亿元。

受上述因素共同影响，公司 2019 年实现净利润 49.14 亿元，同比增长 43.20%。考虑到公司其他权益工具投资公允价值变动等因素，2019 年公司实现综合收益 55.19 亿元，同比大幅增长 189.20%。从利润率来看，2019 年国信证券平均资本回报率为 9.03%，较 2018 年提高 2.47 个百分点。

**表 7：2017-2019 年主要盈利指标**（单位：亿元、%）

|           | 2017    | 2018    | 2019    |
|-----------|---------|---------|---------|
| 经调整后的营业收入 | 119.09  | 96.95   | 131.44  |
| 业务及管理费    | (51.54) | (45.73) | (55.60) |
| 营业利润      | 61.22   | 42.07   | 64.65   |
| 净利润       | 45.79   | 34.31   | 49.14   |
| 综合收益      | 56.26   | 19.08   | 55.19   |
| 营业费用率     | 43.22   | 45.59   | 39.45   |
| 平均资产回报率   | 3.04    | 2.02    | 2.75    |
| 平均资本回报率   | 9.10    | 6.56    | 9.03    |

资料来源：国信证券，中诚信国际整理

整体来看，公司收入及盈利水平随市场影响波动较大，2019 年以来得益于市场回暖等因素，盈利水平实现回升。从同行业比较来看，基于公司的传统业务优势、品牌实力以及有效的激励机制，公司盈利能力保持行业前列。按照公司的发展规划，公司将继续巩固经纪业务的传统优势，保持投行业务的领先市场地位，同时把握国际业务发展机会，积极提升多元业务的创收能力，以进一步稳定业务收入，提升盈利能力。

## 资产质量和资本充足性

**资产规模稳步增长，金融资产以债券投资为主；融出资金业务担保较为充足，股票质押回购业务余额**

## 收缩

2019 年，随着证券市场交易量扩大，公司持有的客户资金增加，同时市场回暖带动资本中介业务规模增长，公司总资产有所增加。截至 2019 年末，公司总资产为 2,246.44 亿元，同比增加 6.06%；剔除代理买卖证券款后，年末公司资产总额为 1,780.57 亿元。

从公司所持有金融资产的结构来看，公司金融资产以债券、股票、基金为主，流动性相对较好；其中又以债券投资规模最大，截至 2019 年末，公司债券投资余额为 639.01 亿元，在投资资产中占比 70.83%。但近年来市场信用风险暴露，债券违约事件频发，2019 年公司针对自营投资业务持有的逾期未能兑付债券计提相关应收款项减值准备 1.70 亿元，年末应收违约债券余额为 1.84 亿元。同期，公司融出资金余额为 377.08 亿元，同比增长 30.19%，主要由融资业务规模增加所致，担保物公允价值合计 1,193.58 亿元，较为充足；买入返售金融资产余额为 237.73 亿元，较上年末减少 28.41%，主要系股票质押业务规模收缩，融出资金剩余期限绝大部分集中于 3 个月至 1 年以内。2019 年受部分股票行情大幅波动影响，公司股票质押式回购业务均出现部分风险项目，其中股票质押式回购业务出现部分客户逾期未偿还、质押股票跌破平仓线等风险事件，公司 2019 年对其计提减值准备 6.09 亿元。

## 各项风险指标均高于监管标准，反映出较强的资本充足性和资产安全性；仍需关注业务规模扩大与债务水平变化对资本产生的压力

2014 年 12 月，国信证券成功上市，募得资金 68.40 亿元，注册资本增至 82 亿元；2015 年 5 月，公司发行 50 亿元永续次级债券，资本实力进一步增强。截至 2019 年末，国信证券母公司口径净资产达到 548.67 亿元，同比上升 6.50%；母公司口径净资本为 400.55 亿元，同比上升 0.81%。净资本/净资产比率从上年末的 77.12%下降到 2019 年末的 73.00%。总体来看，公司各项指标均高于监管标准。

从杠杆水平来看，截至 2019 年末，母公司口

净资本/负债比率为 36.77%，较年初回升 2.00 个百分点，杠杆水平有所下降。

表 8：2017-2019 年末各风险控制指标情况（母公司口径）（单位：亿元、%）

| 项目                | 标准   | 2017   | 2018   | 2019   |
|-------------------|------|--------|--------|--------|
| 净资本               | --   | 445.52 | 397.33 | 400.55 |
| 净资产               | --   | 508.02 | 515.19 | 548.67 |
| 风险覆盖率             | ≥100 | 230.69 | 220.78 | 266.32 |
| 资本杠杆率             | ≥8   | 23.77  | 20.21  | 21.20  |
| 流动性覆盖率            | ≥100 | 723.84 | 301.43 | 230.16 |
| 净稳定资金率            | ≥100 | 144.37 | 136.46 | 127.53 |
| 净资本/净资产           | ≥20  | 87.70  | 77.12  | 73.00  |
| 净资本/负债            | ≥8   | 47.09  | 34.77  | 36.77  |
| 净资产/负债            | ≥10  | 53.70  | 45.09  | 50.37  |
| 自营权益类证券及其衍生品/净资本  | ≤100 | 40.93  | 38.86  | 30.30  |
| 自营非权益类证券及其衍生品/净资本 | ≤500 | 69.16  | 175.97 | 166.00 |

注：2017 年末的各项风险资本准备之和及相关指标已进行重述。

资料来源：国信证券，中诚信国际整理

整体来看，随着公司的上市和监管资本补充工具的放开，公司的融资渠道进一步丰富，且各项风险指标均高于监管标准，反映出公司较高的资本充足性和资产安全性；但仍需关注业务规模与债务水平的增长对资本产生的压力。

## 流动性和偿债能力

### 流动性覆盖率和净稳定资金率均有所下降，业务的持续发展对公司流动性管理提出更高要求

从公司资产流动性来看，截至 2019 年末，公司自有货币资金及结算备付金余额为 83.90 亿元，同比增加 17.17%，占剔除代理买卖证券款后总资产的 4.71%。

从流动性风险管理指标来看，2019 年末公司流动性覆盖率为 230.16%，较 2018 年末下降 71.27 个百分点；净稳定资金率为 127.53%，较 2018 年末下降 8.93 个百分点，公司流动性管理压力有所上升，但总体仍处于较好水平。

### 资产负债率保持稳定，短期债务占比上升，仍需持续关注整体偿债能力的变化情况

从公司的债务结构来看，公司探索了包括多种融资工具在内的长、中、短期相结合的融资方式，对公司业务稳健发展起到重要支撑。2019 年以来由

于公司长期债务规模减少，截至 2019 年末，国信证券的总债务规模为 1,033.48 亿元，较上年末减少 6.57%。其中短期债务为 836.71 亿元，同比增长 4.12%；长期债务为 196.77 亿元，同比减少 34.96%，债务结构仍需优化。

从资产负债率来看，近年来公司该指标有所波动，但总体处于相对稳定水平，截至 2019 年末，公司资产负债率为 68.41%，较年初下降 2.30 个百分点。

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要包括利润总额和利息支出，公司 2019 年全年共计发生债务利息支出 41.84 亿元，同比减少 8.79%，但同时利润规模较快增长，带动公司 EBITDA 同比增长 16.71%至 106.74 亿元。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，由于债务规模的缩小，EBITDA 利息覆盖倍数由 2018 年的 1.99 倍回升至 2019 年的 2.55 倍；总债务/EBITDA 为 9.68 倍，较上年下降 2.41 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度有所加强。

表 9：2017-2019 年末偿债能力指标

| 指标           | 2017     | 2018    | 2019   |
|--------------|----------|---------|--------|
| 资产负债率(%)     | 67.62    | 70.71   | 68.41  |
| 经营活动净现金流（亿元） | (229.43) | (44.68) | 286.42 |
| EBITDA（亿元）   | 98.17    | 91.46   | 106.74 |

|                  |      |       |      |
|------------------|------|-------|------|
| EBITDA 利息覆盖倍数(X) | 2.73 | 1.99  | 2.55 |
| 总债务/EBITDA(X)    | 9.05 | 12.09 | 9.68 |

注：EBITDA 相关指标为中诚信国际计算口径。

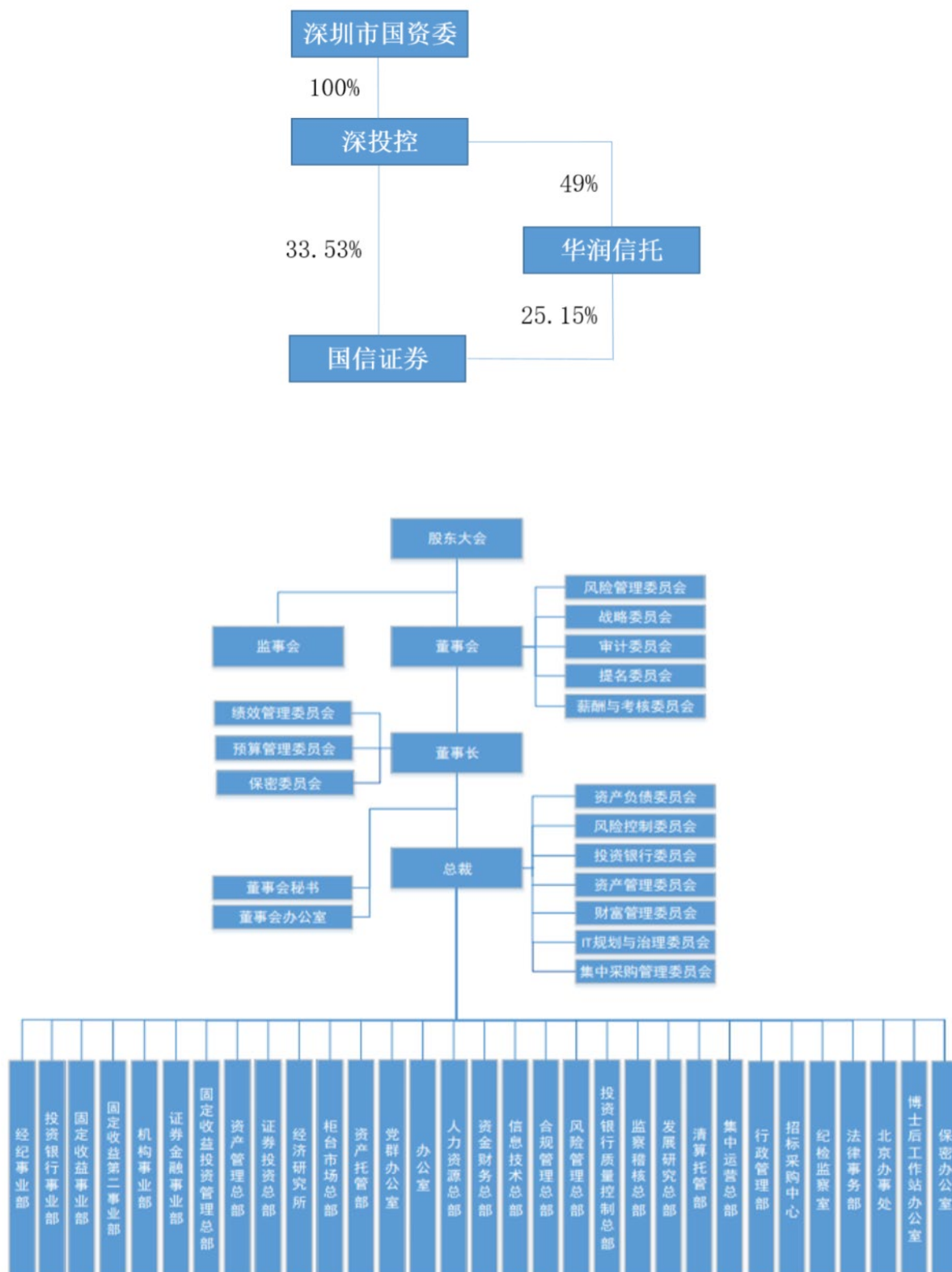
资料来源：国信证券，中诚信国际整理

总体来看，公司总债务水平较年初有所下降，但短期债务占比上升，未来仍需持续关注公司债务期限结构及 EBITDA 对债务利息支出的覆盖情况。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持国信证券股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 国信 02”、“17 国信 03”、“18 国信 03”的信用等级为 **AAA**。

# 附一：国信证券股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



## 附二：国信证券主要财务数据（合并口径）

| 财务数据（单位：百万元）          | 2017       | 2018       | 2019       |
|-----------------------|------------|------------|------------|
| 货币资金及结算备付金            | 47,466.90  | 42,326.74  | 59,707.58  |
| 其中：自有货币资金及结算备付金       | 5,843.81   | 7,161.15   | 8,390.45   |
| 拆出资金                  | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| 买入返售金融资产              | 44,724.19  | 33,207.50  | 23,772.69  |
| 以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 | 32,278.60  | 65,788.10  | --         |
| 可供出售类金融资产（不含融出证券）     | 21,805.30  | 27,495.54  | --         |
| 持有至到期投资               | 0.00       | 0.00       | --         |
| 交易性金融资产               | --         | --         | 62,511.57  |
| 其他债权投资                | --         | --         | 17,972.59  |
| 其他权益工具投资（不含融出证券）      | --         | --         | 9,033.47   |
| 长期股权投资净额              | 2,754.19   | 2,695.37   | 3,110.58   |
| 融出资金                  | 40,144.39  | 28,963.12  | 37,708.05  |
| 融出证券                  | 549.21     | 465.45     | 695.67     |
| 总资产                   | 199,637.97 | 211,813.62 | 224,644.31 |
| 代理买卖证券款               | 38,578.43  | 32,454.71  | 46,587.46  |
| 短期债务                  | 58,762.99  | 80,360.57  | 83,671.10  |
| 长期债务                  | 30,058.99  | 30,253.47  | 19,677.30  |
| 总债务                   | 88,821.97  | 110,614.03 | 103,348.40 |
| 拆入资金                  | 8,000.00   | 4,000.00   | 5,351.59   |
| 卖出回购金融资产款             | 21,514.06  | 44,207.95  | 41,823.13  |
| 总负债                   | 147,494.76 | 159,287.12 | 168,389.06 |
| 股东权益                  | 52,143.21  | 52,526.51  | 56,255.25  |
| 净资本（母公司口径）            | 44,552.22  | 39,732.58  | 40,054.91  |
| 手续费及佣金净收入             | 7,202.23   | 4,987.64   | 6,161.02   |
| 其中：经纪业务净收入            | 4,392.57   | 3,256.93   | 4,091.80   |
| 投资银行业务净收入             | 2,129.95   | 1,094.00   | 1,425.92   |
| 资产管理业务净收入             | 247.91     | 248.14     | 236.25     |
| 利息净收入                 | 2,338.30   | 1,448.88   | 1,699.77   |
| 投资收益及公允价值变动损益         | 2,336.36   | 3,204.41   | 5,216.97   |
| 营业收入                  | 11,923.61  | 10,030.93  | 14,092.91  |
| 业务及管理费                | (5,153.58) | (4,573.20) | (5,559.82) |
| 营业利润                  | 6,121.56   | 4,206.95   | 6,464.65   |
| 净利润                   | 4,578.75   | 3,431.25   | 4,913.65   |
| 综合收益                  | 5,626.48   | 1,908.22   | 5,518.63   |
| EBITDA                | 9,816.74   | 9,145.76   | 10,673.75  |

### 附三：国信证券主要财务指标

| 财务指标                    | 2017   | 2018   | 2019   |
|-------------------------|--------|--------|--------|
| <b>盈利能力及营运效率</b>        |        |        |        |
| 平均资产回报率(%)              | 3.04   | 2.02   | 2.75   |
| 平均资本回报率(%)              | 9.10   | 6.56   | 9.03   |
| 营业费用率(%)                | 43.22  | 45.59  | 39.45  |
| <b>流动性及资本充足性（母公司口径）</b> |        |        |        |
| 风险覆盖率(%)                | 230.69 | 220.78 | 266.32 |
| 资本杠杆率(%)                | 23.77  | 20.21  | 21.20  |
| 流动性覆盖率(%)               | 723.84 | 301.43 | 230.16 |
| 净稳定资金率(%)               | 144.37 | 136.46 | 127.53 |
| 净资本/净资产(%)              | 87.70  | 77.12  | 73.00  |
| 净资本/负债(%)               | 47.09  | 34.77  | 36.77  |
| 净资产/负债(%)               | 53.70  | 45.09  | 50.37  |
| 自营权益类证券及其衍生品/净资本(%)     | 40.93  | 38.86  | 30.30  |
| 自营非权益类证券及其衍生品/净资本(%)    | 69.16  | 175.97 | 166.00 |
| <b>偿债能力</b>             |        |        |        |
| 资产负债率(%)                | 67.62  | 70.71  | 68.41  |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)        | 2.73   | 1.99   | 2.55   |
| 总债务/EBITDA(X)           | 9.05   | 12.09  | 9.68   |

## 附四：基本财务指标的计算公式

| 指标        |             | 计算公式                                                                 |
|-----------|-------------|----------------------------------------------------------------------|
| 资本充足性及流动性 | 风险覆盖率       | 净资本/各项风险资本准备之和 $\times 100\%$ ;                                      |
|           | 资本杠杆率       | 核心净资本/表内外资产总额 $\times 100\%$                                         |
|           | 流动性覆盖率      | 优质流动性资产/未来 30 天现金净流出量 $\times 100\%$                                 |
|           | 净稳定资金率      | 可用稳定资金/所需稳定资金 $\times 100\%$                                         |
| 盈利能力      | 经调整后的营业收入   | 营业收入-其他业务成本                                                          |
|           | 平均资产回报率     | 净利润/[ (当期末总资产-当期末代理买卖证券款+上期末总资产-上期末代理买卖证券款)/2 ]                      |
|           | 平均资本回报率     | 净利润/[ (当期末所有者权益+上期末所有者权益)/2 ]                                        |
|           | 营业费用率       | 业务及管理费/营业收入 $\times 100\%$                                           |
| 偿债能力      | EBITDA      | 利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
|           | EBITDA 利息倍数 | EBITDA/ (应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出)               |
|           | 短期债务        | 短期借款+交易性金融负债+拆入资金+卖出回购金融资产+应付短期融资款+一年以内到期应付债券                        |
|           | 长期债务        | 一年以上到期的应付债券+长期借款                                                     |
|           | 总债务         | 短期借款+交易性金融负债+拆入资金+卖出回购金融资产+应付债券+应付短期融资款+长期借款                         |
|           | 资产负债率       | (总负债-代理买卖证券款)/(总资产-代理买卖证券款)                                          |

## 附五：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义                                  |
|--------|-------------------------------------|
| AAA    | 受评对象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     | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。  |
| A      | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
| BBB    | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| BB     | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
| B      | 受评对象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    | 受评对象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     | 受评对象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      | 受评对象不能偿还债务。                         |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 中长期债券等级符号 | 含义                            |
|-----------|-------------------------------|
| AAA       | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA        | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。  |
| A         | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
| BBB       | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| BB        | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
| B         | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| CCC       | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| CC        | 基本不能保证偿还债券。                   |
| C         | 不能偿还债券。                       |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 短期债券等级符号 | 含义                       |
|----------|--------------------------|
| A-1      | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2      | 还本付息风险较小，安全性较高。          |
| A-3      | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B        | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。       |
| C        | 还本付息风险很高，违约风险较高。         |
| D        | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。