



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪541号

国信证券股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“国信证券股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“国信证券股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”和“国信证券股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”、“国信证券股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定，维持上述债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月十九日

国信证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期、第二期、第三期）、国信证券股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

债券简称	国信证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券		
债券简称、代码	第一期: 17 国信 01	112516	
	第二期: 17 国信 02	112544	
	第三期: 17 国信 03	112595	
发行规模	第一期: 50 亿元		
	第二期: 60 亿元		
	第三期: 30 亿元		
存续期限	第一期: 2017/4/14~2020/4/14		
	第二期: 2017/7/13~2020/7/13		
	第三期: 2017/10/18~2020/10/18		
偿还方式	采用单利按年计息, 不计复利。每年付息一次, 最后一期利息随本金的兑付一起支付		
上次评级时间	2018/6/19		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
债券简称	国信证券股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
债券简称、代码	18 国信 03	112740	
发行规模	37 亿元		
存续期限	2018/08/08~2021/08/08		
偿还方式	采用单利按年计息, 不计复利。每年付息一次, 最后一期利息随本金的兑付一起支付		
上次评级时间	2018/07/23		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

概况数据

国信证券	2016	2017	2018
资产总额（亿元）	1,930.29	1,996.38	2,118.14
所有者权益（亿元）	484.45	521.43	525.27
净资产（亿元）	463.68	445.52	397.33
营业收入（亿元）	127.47	119.24	100.31
净利润（亿元）	45.56	45.79	34.31
EBITDA（亿元）	102.95	98.17	91.46
资产负债率（%）	65.36	67.62	70.71
摊薄的净资产收益率（%）	9.42	8.78	6.53
EBITDA 利息倍数（X）	2.56	2.73	1.99

基本观点

2018 年资本市场延续降杠杆、去通道、严监管趋势, 受 A 股行情震荡下行、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规出台等因素的影响, 证券行业总体盈利下滑。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了国信证券股份有限公司（以下简称“国信证券”或“公司”）综合实力位居行业前列、经纪业务维持了较高市场份额、盈利稳定性优于行业水平等优势; 同时, 我们也关注到宏观经济筑底、行业发展承压、IPO 数量大幅减少、股市下行, 资本中介业务风险加大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上, 中诚信证评维持国信证券主体信用级别为 **AAA**, 评级展望稳定, 维持“国信证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“国信证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”、“国信证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”和“国信证券股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

正 面

- 综合实力位居行业前列。公司总资产、净资产、净资本、营业收入和净利润等主要财务指标位于行业第十左右, 2018 年代理买卖证券手续费净收入市场份额、股权承销金额等经营指标位列行业前十位。作为大型综合性券商, 公司综合实力很强。
- 经纪业务维持了较高市场份额。2018 年股票市场交易活跃度下降, 但公司凭借较广泛的客户基础、加强财富管理, 维持了较高的经纪业务市场份额。
- 盈利稳定性优于行业水平。2018 年证券行业收入和净利润同比分别减少 27.32%和 41.04%。

总债务/EBITDA (X)	6.26	9.05	12.11
风险覆盖率 (%)	250.07	230.69	220.78
资本杠杆率 (%)	27.03	23.77	20.21
流动性覆盖率 (%)	241.20	723.84	301.43
净稳定资金率 (%)	123.08	144.37	136.46
净资本/净资产 (%)	97.70	87.70	77.12
净资本/负债 (%)	66.78	47.09	34.77
净资产/负债 (%)	68.35	53.70	45.09
自营权益类证券及证券衍生品/净资本 (%)	34.92	40.93	38.86
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本 (%)	51.71	69.16	175.97

注：1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径。

分析师

郑耀宗 yzzheng@ccxr.com.cn

张茹 zhangru@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月19日

公司通过对业务结构的调整和金融资产结构的调整，收入和净利润同比分别减少 15.87%和 25.17%，盈利稳定性优于行业平均水平。

关注

- 宏观经济筑底，行业发展承压。2018 年中国经济仍处于“L”型筑底阶段，证券市场信心不足。同时，资本市场延续降杠杆、去通道、严监管趋势，受 A 股行情震荡下行，市场流动性下降、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规冲击等因素的影响，证券行业发展承压。
- IPO 数量大幅减少。在行业审核严格、市场竞争加剧及公司受到调查而暂停申报等多重因素下，公司全年仅完成 IPO 项目 2 个，较去年大幅下降，对投行业务收入产生较大冲击。
- 股市下行，资本中介业务风险加大。公司在 2018 年压缩资本中介业务以避免股市下行所带来信用风险。2018 年末，公司存量资本中介业务规模仍较大，若股票市场继续下行，资本中介业务安全垫将收窄。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

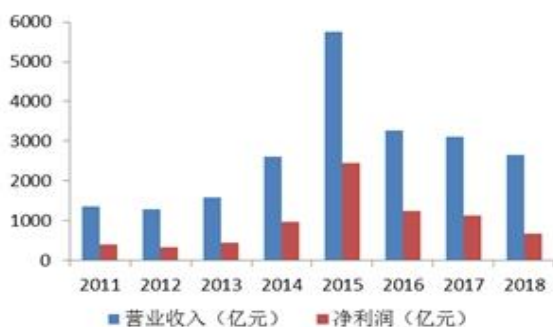
国信证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、国信证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）和国信证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）及国信证券股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的募集资金在扣除发行费用后，已全部用于补充公司营运资金和偿还到期债务。募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

基本情况

2018年资本市场延续降杠杆、去通道、严监管趋势，受A股行情震荡下行、市场流动性下降、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规出台等因素的影响，证券行业营收及利润同比下滑；公司营业收入有所下滑，收入结构调整，分类评价维持A类A级。

根据证券业协会数据，截至 2018 年末，中国证券行业的总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产、净资产和净资本分别为 6.26 万亿元、5.32 万亿元、1.89 万亿元和 1.57 万亿元。其中，总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产较年初分别上升 1.95%和 4.72%；净资产、净资本较年初分别增长 2.16%和下降 0.63%，证券行业财务杠杆倍数（扣除客户交易结算资金后的总资产/净资产）由上年末的 2.75 倍上升至 2.81 倍。2018 年，证券行业营业收入、净利润双双下滑，营业收入和净利润分别为 2,662.87 亿元和 666.20 亿元，同比分别减少 27.32%和 41.04%。

图 1：2011~2018 年证券公司营业收入和利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

分业务板块来看，2018 年证券行业各主要业务条线全面承压，实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）623.42 亿元、证券承销与保荐业务净收入 258.46 亿元、财务顾问业务净收入 111.50 亿元、投资咨询业务净收入 31.52 亿元、资产管理业务净收入 275.00 亿元、证券投资收益（含公允价值变动）800.27 亿元和利息净收入 214.85 亿元，同比分别减少 24.06%、32.72%、11.06%、7.18%、11.35%、7.05%和 38.28%。2018 年，受 A 股行情震荡下行、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规冲击等因素的影响，证券行业总体盈利下滑。

图 2：2018 年证券行业收入结构

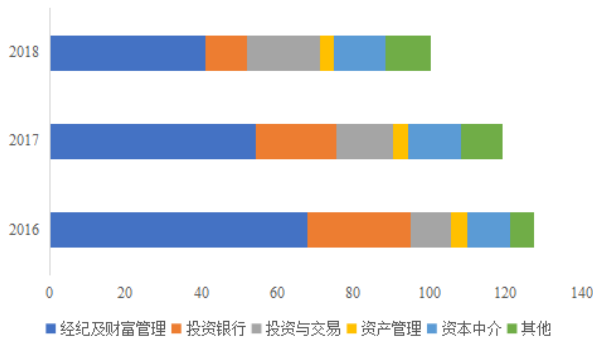


资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

2018 年公司投资与交易板块盈利能力增强，经纪及财富管理、投行受行业整体影响，盈利能力不同程度地下滑，资本中介板块盈利基本保持稳定。2018 年公司实现营业收入 100.31 亿元，同比减少 15.87%；净利润 34.23 亿元，同比减少 25.17%。分业务板块来看，公司经纪及财富管理业务实现营业收入 40.78 亿元，同比减少 24.72%；投资银行业务实现营业收入 11.00 亿元，同比减少 48.18%；投资与交易业务实现营业收入 19.21 亿元，同比增长 30.55%；资产管理业务实现营业收入 3.62 亿元，同比减少 11.07%；资本中介业务实现营业收入 13.76 亿元，与 2017 年基本持平。全年经纪及财富管理业务、投资银行业务、投资与交易业务、资产管理业务和资本中介业务占公司营业收入的比重分别为 40.66%、10.97%、19.15%、3.61%和 13.72%，其占比较上年分别下降 4.78 个百分点、下降 6.84 个百分点、提高 6.81 个百分点、提高 0.19 个百分点和提高 2.09 个百分点。

图 3：2016~2018 年公司主营业务收入构成情况

单位：亿元



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年公司的证券公司分类评价结果仍为 A 类 A 级。2018 年 5 月公司收到中国证监会行政处罚事先告知书，因公司在核查上市公司华泽钴镍关联方非经营性占用资金和应收票据、以及利用审计专业意见等方面未勤勉尽责而将受到处罚，没收并购重组财务顾问业务收入 600 万元，并处以 1,800 万元罚款。

在 2018 年度证券公司的经营业绩排名中，公司净资产、总资产、总资产分列第 11、第 9、第 10；营业收入、净利润分列第 11、第 8 名，稳居行业前列。

表 1：2016~2018 年公司经营业绩排名情况

	2016	2017	2018
净资产	9	10	11
总资产	10	10	9
总资产	10	11	10
营业收入	9	8	11
净利润	7	7	8
代理买卖证券业务收入	2	1	1
融资融券业务利息收入	9	8	9
客户资产管理业务收入	22	28	29
承销与保荐业务收入	4	5	10
净资产收益率	14	12	5

资料来源：证券业协会网站，中诚信证评整理

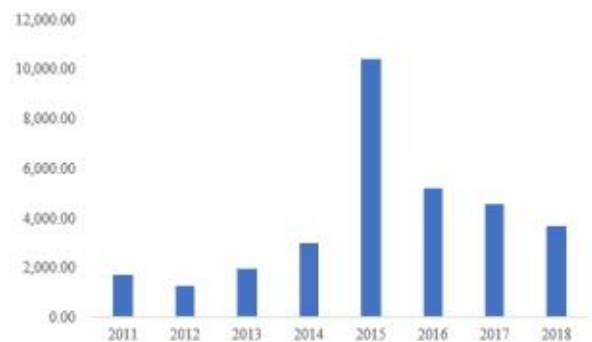
2018 年证券市场震荡下行，股基交易量大幅收缩；同期证券经纪业务行业竞争充分，佣金率持续下行。公司证券经纪业务收入下滑，但市场占有率小幅提升，代销金融产品收入增长

2018 年以来，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素的共同影响，上证综指震荡下跌，

截至当年末，上证综指收盘于 2,493.90 点，较年初下跌 24.59%；全年 A 股市场日均成交额为 3,694 亿元，同比减少 19.45%。同时，证券经纪业务市场维持高度竞争态势，行业佣金费率维持下行趋势，受交易量下跌影响，2018 年证券行业代理买卖证券业务净收入同比减少 24.06%。2018 年，公司经纪及财富管理业务实现营业收入 40.78 亿元，同比减少 24.72%。

图 4：2011~2018 年证券市场日均交易金额

单位：亿元



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

在互联网的普及带来获客成本的降低及佣金率在激烈竞争中下行的背景下，公司为了保持优势地位，完善投顾团队建设，并辅以大数据分析技术对客户进行分类，提供精准营销。截至 2018 年末，公司共设立分公司及证券营业部共 217 家。

零售经纪业务方面，公司拓展与银行等渠道的业务合作，促进客户新增；进一步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 2018 年末，公司金太阳手机证券用户总数超过 1,100 万，较上年末增加 7.74%，交易贡献度达 45%以上。

机构经纪业务方面，公司大力拓展社保基金、保险机构、券商资管、私募等各类机构投资者，进一步拓宽客户群体。2018 年，公司机构业务实现交易单元席位佣金收入 2.43 亿元，同比小幅减少 3.12%。

证券经纪业务方面，2018 年在市场交投低迷的背景下，公司代理买卖证券交易额继续下降。全年代理股票基金（含 A 股、B 股和基金）交易金额为 5.30 万亿元，同比下降 24.85%。全年代理买卖证券交易额 53,232 万亿元，同比下降 25.04%。公司全

年实现代理买卖手续费净收入（不含席位租赁）市场份额 4.95%，较上年下降 0.21 个百分点，行业排名第四，较上年下降 1 位。

表 2：2016~2018 年公司代理买卖证券交易金额

单位：亿元

证券种类	2016	2017	2018
股票	82,186.65	68,244.45	50,692
基金	3,767.72	2,322.40	2,336
债券	479.94	446.92	204
总计	86,434.31	71,013.77	53,232

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

代销产品方面，公司对代销产品结构进行调整，实现收入增长。2018 年公司代销金融产品销售总额 141.16 亿元，较上年减少 42.52%，其中实现费率较高的私募类产品销售 15.5 亿元，同比增长 55%，实现代销金融产品收入 1.92 亿元，较上年增长 36.99%。

表 3：2017~2018 年公司代销金融产品规模及收入

单位：亿元

证券种类		2017	2018
基金	规模	201.77	122.23
	收入	1.08	1.44
其他产品	规模	43.89	18.93
	收入	0.33	0.49
合计	规模	245.68	141.16
	收入	1.41	1.93

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司主要通过下属全资子公司国信期货有限责任公司（以下简称“国信期货”）开展期货业务。公司于 2018 年完成对国信期货的增资，使其注册资本增至 20 亿元。2018 年国信期货分类评价维持 AA，全年公司期货业务成交额达 2.02 万亿元，同比增长 8.15%；但由于平均手续费率的下滑，公司实现期货经纪业务手续费净收入 1.68 亿元，同比减少 23.13%。

总体来看，经纪及财富管理业务是公司具有较强竞争力的业务，但在 2018 年股票市场大幅下降的大背景下，代理买卖交易量亦有所下滑，但市场占有率小幅提升，仍居行业前列。

2018 年股权融资业务规模大幅下滑，债券市

场扩容速度减缓，债券融资规模整体平稳。受监管调查导致业务暂停的影响，公司 IPO 数量大幅减少，对收入产生较大冲击，债券承销及财务顾问业务基本稳定

2018 年以来，受 IPO 审核全面从严及再融资进度放缓影响，股权融资业务规模大幅下滑。根据东方财富统计，2018 年，沪深两市 IPO 首发家数合计 103 家，首发募集资金 1,374.88 亿元，同比分别减少 75.53% 和 37.11%。同期，受去杠杆政策影响，债券市场扩容持续放缓，全年新发行债券 43.76 万亿元，同比增长 7.94%，增幅较 2017 年下降 5.08 个百分点。2018 年，由于公司 IPO 项目大幅下降，公司投资银行业务实现营业收入 11.00 亿元，同比减少 48.18%。

股票承销与保荐方面，公司继续夯实传统优势保荐承销业务，完成养元饮品 IPO 项目，承销金额 42.36 亿元；做好创新型企业服务，成为工业富联 IPO 项目的唯一分销商；主动服务，集中做好重点客户维护，全力做好科创板项目开发和培育。公司全年完成股票及可转债承销 14 家，主承销金额 292.75 亿元，同比下降 22.89%，市场份额 4.04%，行业排名第七。其中，IPO 承销项目 2 单，较上年减少 26 家，主承销金额人民币 53.69 亿元，同比减少 64.85%；再融资承销项目 12 单，较上年减少 6 单，主承销金额人民币 239.06 亿元，同比增长 5.37%。公司因华泽钴镍项目受到调查，在调查期间（2018 年 1 月至 2018 年 6 月）部分项目申报受到影响。2018 年 6 月，公司申报项目恢复正常。

表 4：2017~2018 年公司股权承销业务情况

项目	2017 年		2018 年	
	主承销金额 (亿元)	发行 数量	主承销金额 (亿元)	发行 数量
首次公开发行	152.76	28	53.69	2
再融资发行	226.88	18	239.06	12
合计	379.64	46	292.75	14

注：联合主承销家数及金额以 1/N 计算

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债券承销方面，2018 年，公司积极参与地方债承销工作，探索内部联动模式，以降低业务风险；发挥专业优势助力实体经济发展，承销全国首单公开发行纾困专项公司债券“18 深纾 01”、深交所

首支“一带一路”公司债券“18 恒逸 R1”、三支双创债“18 创投 S1”“18 创投 S2”“18 基石 S1”、两支熊猫债“18 国际 P1”“18 芜湖养老债 01”；发展和完善资产证券化业务，资产支持证券承销规模大幅增长。2018 年公司完成公司债券、企业债券、资产支持证券和债务融资工具等主承销项目合计 72 单，较上年增加 2.75 单；主承销金额人民币 1,006.84 亿元，同比增加 26.76%。其中以资产支持证券的增幅最为显著，主承销金额为 264.08 亿元，较上年增加 281.56%。

表 5：2017~2018 年公司债券承销业务情况

项目	2017		2018	
	主承销金额 (亿元)	发行 数量	主承销金额 (亿元)	发行 数量
公司债券	400.32	30.75	486.94	38.47
企业债券	119.20	11.50	92.07	10.67
金融债	27.76	2.00	-	-
债务融资工具	177.80	23.00	163.75	18.5
资产支持证券	69.21	2.00	264.08	4.36
合计	794.29	69.25	1,006.84	72.00

注：联合主承销家数及金额以 1/N 计算

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务顾问业务方面，2018 年，受监管趋严、二级市场估值中枢下移等因素影响，并购重组市场总体交易数量较 2017 年有所下降，产业类和实体类并购的主流特征日益凸显。2018 年公司完成江粉磁材、汉邦高科、思美传媒 3 个重大资产重组项目发行股份购买资产及配套融资的股票上市工作，实现财务顾问收入 2.05 亿元，同比下降 4.21%。

2018 年，新三板市场整体呈现下行态势。公司完成新三板定增融资项目 35 个，融资金额 52.23 亿元；截至年末持续督导企业 221 家，较上年末减少 68 家。

总体来看，在行业审核严格、市场竞争加剧及公司受到调查而暂停申报等多重因素下，公司 IPO 数量大幅减少，对收入产生较大冲击，债券承销规模增长、财务顾问业务基本稳定。

2018 年，在我国股市下行、债市震荡走强的市场环境下，公司加大债券的配置，债权投资收益大幅增加；国信弘盛收入、利润亦有所增长

2018 年，国内外多种因素共振，市场波动剧烈，A 股市场全年单边下行，上证综指下跌 24.59%，深证综指下跌 33.25%。同时，货币政策边际放松，债券市场震荡走强，中债综合财富指数全年上涨 8.22%。

公司的投资与交易业务主要是从事权益类、固定收益类、衍生类产品及其他金融产品的交易和做市业务以及私募基金类业务。2018 年，公司金融资产投资规模大幅增长 71.59%至 937.49 亿元，投资与交易业务共实现营业收入 19.21 亿元，同比上升 30.55%。

表 6：2017~2018 年公司金融资产余额情况

	2017 年		2018 年		余额同比 变动
	余额	占比	余额	占比	
债券	317.17	58.05	658.79	70.27	107.71
股票	86.92	15.91	63.10	6.73	-27.40
基金	24.11	4.41	102.20	10.90	323.89
资管产品	9.41	1.72	8.97	0.96	-4.68
银行理财产品	2.63	0.48	1.38	0.15	-47.53
其他	106.10	19.42	103.05	10.99	-2.87
合计	546.34	100.00	937.49	100.00	71.59

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

权益投资方面，2018 年公司坚持稳健配置的投资理念，通过对组合中各资产的权重进行动态调整与优化来降低整体组合波动；通过仓位管理、个股优选、大宗交易等方式尽可能地降低权益头寸市值波动。截至 2018 年末，公司股票投资余额减少 27.40%至 63.10 亿元；公司加大对货币基金的投资，期末基金投资余额大幅增长 323.89%至 102.20 亿元。但在股市大幅下降的背景下，2018 年公司股票和基金实现投资损失 3.96 亿元，投资收益较上年减少 11.85 亿元。

固定收益投资方面，，公司准确把握利率债走强的投资机会，适时加大投资规模；严格控制信用风险，规避违约风险，实现较好收益。2018 年公司新增规模主要投向于债券，债券投资余额增长 107.71%至 658.79 亿元，固定收益投资实现收入 23.96 亿元，为上年的 2.46 倍。

私募基金投资业务方面，开展直投业务的子公

司国信弘盛创业投资有限公司（以下简称“国信弘盛”）规模不断扩大，国信弘盛 2018 年新增项目 IPO 数 1 家，较上年减少 5 家；新增项目投资 2 个，投资金额 1.25 亿元，全年共有 7 个投资项目完成退出，7 个投资项目实现部分退出。2018 年，国信弘盛实现营业收入 3.91 亿元，同比增加 68.53%；净利润 2.63 亿元，较上年增加 1.86 亿元。

表 7：2016~2018 年国信弘盛经营情况

单位：亿元

	2016	2017	2018
资产总额	46.98	45.63	45.62
营业收入	1.74	2.32	3.91
投资收益	1.52	1.98	2.53
净利润	0.65	0.77	2.63

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，证券公司自营业务与市场行情有较大相关度，在 2018 年股票大幅下跌，债市震荡走强背景下，公司加大对债券的配置，实现较好的收益。子公司国信弘盛收入、利润亦有所增长。

2018 年资管新规正式发布，通道业务规模压缩，主动管理能力重要性凸显，行业受托管资金本金规模进一步下降。公司通道类业务规模继续大幅萎缩，集合类业务规模基本维持稳定，资产管理业务主动投资能力有待提高

2018 年 7 月，一行三会共同参与制定《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称“资管新规”）正式发布，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。在资管新规影响下，券商资管业务的主动管理能力将成为重要的竞争力来源。截至 2018 年末，证券公司托管证券市值 32.62 万亿元，受托管理资金本金总额 14.11 万亿元，同比减少 18.25%。2018 年，公司资产管理业务实现收入 3.62 亿元，同比下降 11.07%。

2018 年，公司继续推进去通道化进程，年末单一资产管理业务管理净值为 1,105.41 亿元，同比减

少 31.64%；公司以产品驱动为战略，拓展产品销售渠道，主动管理产品规模 373.10 亿元，较上年末增长 5.10%，在资产管理总规模占比为 23.96%，较上年末上升 5.35 个百分点，年末集合资产管理业务规模 297.53 亿元，同比减少 5.10%；资产证券化业务方面，公司全年新发行资产证券化产品规模 133 亿元，资产证券化已逐步成为资产管理业务的重要增长点。2018 年公司资产管理总规模下降 20.35%至 1,557.12 亿元，主动管理能力仍有待提升。

表 8：2016~2018 年公司资产管理业务规模

单位：亿元

	2016	2017	2018
集合资产管理业务	323.69	313.51	297.53
单一资产管理业务	1,974.07	1,617.05	1,105.41
专项资产管理业务	20.42	24.30	154.18
合计	2,318.18	1,954.86	1,557.12
其中：主动管理规模	386.28	363.78	373.10

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产管理板块收入贡献率有限，通道类产品规模持续下降，业务结构仍在调整中，主动管理能力有待提高。

2018 年股市大幅下跌，交易活跃度下降，两融规模缩减；同时股票价格下跌引发全行业股票质押风险暴露。公司两融规模减少，安全垫充足

2018 年，受 A 股市场行情低迷影响，全市场融资融券业务规模大幅收缩。2018 年末，全市场融资融券余额为 7,557 亿元，同比减少 26%。股票质押式回购业务新规落地，部分股票质押率过高，受股票市场行情大跌等因素影响，质押股票平仓风险迅速暴露。2018 年，公司资本中介业务实现收入 13.76 亿元，同比下降 0.73%。

在股票下行的背景下，截至 2018 年末，公司融资融券业务融出资金 281.42 亿元，较年初减少 26.75%，其中已逾期规模 0.25 亿元，较年初增加 0.18 亿元，融资融券业务融出资金的减值准备为 1.95 亿元，存量负债客户平均维持担保比例为 227.34%，安全垫充足。公司适时调整股票质押的规模，以防范风险。截至 2018 年末，公司股票质押式回购待回购余额 314.51 亿元，较年初减少

22.53%，整体履约保障比例为 209.07%，安全垫较为充足，所有存续项目剩余期限均在一年以内，其中三个月内到期业务占比为 45.99%。由于部分项目履约保障比率下降，公司对其采用个别计提发计提减值，2018 年末公司股票质押式回购业务减值准备为 5.34 亿元。

表9：2016~2018年公司资本中介业务数据

单位：亿元

	2016	2017	2018
融资融券余额	376.74	384.19	281.42
融资融券利息收入	31.32	31.06	27.70
股票质押式回购余额	235.20	405.95	314.51
股票质押式回购利息收入	13.43	16.76	21.98

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司具有传统优势的经纪及财富管理在市场交易低迷的拖累下，收入减少，但市场占有率保持稳定；IPO 大幅下降导致投行收入减少；公司缩减资本中介业务规模，同时加大债券投资，取得较好收益；资产管理规模和能力仍有提升空间。结合行业背景来看，公司仍具有很强的竞争力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2016 年、2017 年和 2018 年度审计报告。本报告中对净资产、净资本、净资本/负债等风险控制指标的描述和分析均采用母公司口径数据。

资产质量

2018 年股市二级市场震荡下行，公司收缩信用业务规模，同时加大投资力度，带动总资产规模大幅增长。截至 2018 年末，公司资产总额 2,118.14 亿元，同比增长 6.10%；剔除代理买卖证券款后，公司总资产为 1,793.59 亿元，同比上升 11.36%。在经营业绩的累积及现金股利分配的共同作用下，2018 年末公司所有者权益为 525.27 亿元，较上年增长 0.74%。

从公司资产流动性来看，2018 年公司自有现金及金融资产大幅增长，合计余额 1,009.10 亿元，较

上年增长 66.86%，合计占扣除代理买卖款后的总资产 56.26%，较上年上升 18.71 个百分点，资产流动性更为充裕。截至 2018 年末，公司自有资金及现金等价物余额为 71.61 亿元，较上年增长 22.54%。2018 年公司投资规模大幅增长，主要由债券投资规模增长为主，公司严格控制信用风险，加大对利率债的配置力度，年末债券、股票和基金投资余额分别 658.79 亿元、63.10 亿元和 102.20 亿元，较上年末增长 107.71%、减少 27.40%和增长 323.89%，债券投资在投资组合中的占比上升至 70.27%，整体投资风格较为稳健。

表 10：2016~2018 年末公司金融资产余额明细

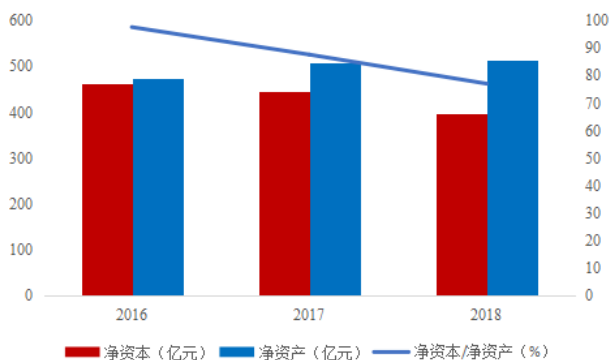
单位：亿元

科目	分类	2016	2017	2018
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	债券	242.22	233.86	517.90
	股票	41.58	48.22	19.71
	基金	32.11	15.91	90.66
	其他	7.65	24.80	29.61
	小计	323.56	322.79	657.88
可供出售金融资产	债券	46.46	83.31	140.89
	股票	39.56	38.70	43.39
	基金	6.77	8.20	11.54
	信托计划	1.02	0.51	0.90
	股权投资	4.92	5.42	6.23
	银行理财产品	8.60	2.63	1.38
	资产管理计划	12.05	9.41	8.97
	其他	87.33	75.36	66.30
	小计	206.71	223.55	279.61
	合计	530.27	546.34	937.49

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

凭借较为稳健的经营策略，公司 2018 年净资产较为稳定。截至 2018 年末，母公司净资产为 515.19 亿元，较上年上升 1.41%，由于公司于 2015 年发行的次级债券在 2018 年内到期，可计入净资产部分减少，年末净资本为 397.33 亿元，较上年下降 10.82%，近三年净资本/净资产的比率分别为 97.70%、87.70%和 77.12%，远高于 20%的监管标准。

图 5：2016~2018 年末公司净资产和净资本变化情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，从公司各项风险控制指标看，公司以净资本和流动性为核心的各项风险指标均远高于证监会制定的监管标准。其中，公司资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率分别为 20.21%、301.43%、136.46%，满足监管要求，进一步反映出公司较高的资产质量和安全性。

表 11：2016~2018 年末公司各风险控制指标情况

指标名称	标准	2016	2017	2018
净资本（亿元）	-	463.68	445.52	397.33
净资产（亿元）	-	474.59	508.02	515.19
风险覆盖率（%）	≥ 100	250.07	230.69	220.78
资本杠杆率（%）	≥ 8	27.03	23.77	20.21
流动性覆盖率（%）	≥ 100	241.20	723.84	301.43
净稳定资金率（%）	≥ 100	123.08	144.37	136.46
净资本/净资产（%）	≥ 20	97.70	87.70	77.12
净资本/负债（%）	≥ 8	66.78	47.09	34.77
净资产/负债（%）	≥ 10	68.35	53.70	45.09
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）	≤ 100	34.92	40.93	38.86
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	≤ 500	51.71	69.16	175.97

注：公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

目前公司各项风险控制指标均处于合理水平，公司主要通过债务满足融资需求。截至 2018 年末，公司剔除代理买卖证券款后资产负债率为 70.71%，较上年小幅上升。

总体来看，2018 年在公司经营策略的调整下，信用业务规模下降，以债券投资为主的金融资产投资大幅增长，带动资产规模增长，资产流动性较强；在经营业绩的累积及现金股利分配的共同作用下，所有者权益基本保持稳定；由于次级债到期，净资本有所下降，目前公司各项风险控制指标均处于较优水平，吸收非预期损失的能力极强。

表 12：截至 2018 年末公司与同行业主要上市公司风险控制指标比较

指标名称	广发证券	华泰证券	国信证券	光大证券	财通证券	浙商证券
净资本（亿元）	585.63	467.43	397.33	350.15	154.00	129.37
净资产（亿元）	785.61	786.83	515.19	475.68	187.59	118.50
风险覆盖率（%）	222.75	193.75	220.78	231.42	350.51	300.39
资本杠杆率（%）	19.51	19.05	20.21	25.37	23.27	22.49
流动性覆盖率（%）	404.53	619.25	301.43	894.79	843.15	283.30
净稳定资金率（%）	139.77	130.39	136.46	151.44	141.31	133.21
净资本/净资产（%）	77.20	59.41	77.12	73.61	82.10	109.17
净资本/负债（%）	30.36	29.72	34.77	39.04	57.18	48.82
净资产/负债（%）	39.33	50.08	45.09	53.04	69.64	44.72
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）	29.35	60.50	38.86	23.83	2.05	3.87
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	240.67	108.16	175.97	167.99	144.43	146.43

数据来源：各公司年度报告，中诚信证评整理

盈利能力

目前，经纪业务收入仍然是公司收入的重要来源，加之国内证券市场避险工具的运用渠道有限，因此公司整体的盈利水平与证券市场的走势表现出较大的相关性。2018 年证券市场行情出现了大幅下跌，股市成交低迷，IPO 继续严监管，公司当期收入继续回落，全年实现营业收入 100.31 亿元，同比减少 15.87%。

表 13：2016~2018 年公司营业收入情况

	单位：亿元		
	2016	2017	2018
手续费及佣金净收入	89.11	72.02	49.88
其中：经纪业务	55.95	43.93	32.57
投资银行业务	26.83	21.30	10.94
资产管理业务	2.47	2.48	2.48
利息净收入	19.14	23.38	14.49
投资收益	25.29	19.25	27.64
公允价值变动收益	-7.30	4.11	4.41
汇兑净收益	0.71	-0.14	0.01
其他业务收入	0.52	0.61	3.61
营业收入合计	127.47	119.24	100.31

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业收入的构成来看，手续费及佣金收入以及投资收益是公司的主要收入来源。2018 年公司实现手续费及佣金净收入 49.88 亿元，同比减少 30.75%；在营业收入中的占比为 49.72%，较上年下降 10.68 个百分点。从手续费及佣金收入的构成来看，证券经纪业务收入系公司收入的重要来源，其波动与证券市场景气度密切相关。2018 年受证券交投低迷影响，公司实现经纪业务手续费净收入 32.57 亿元，同比减少 25.85%，在营业收入中的占比由 2017 年的 36.84% 下降至 32.47%。

投资银行业务方面，2018 年公司 IPO 项目大幅减少，全年实现投资银行业务手续费及佣金净收入 10.94 亿元，同比减少 48.64%；在营业收入中占比为 10.91%，较上年下降 6.96 个百分点。

资产管理业务方面，在去通道的趋势下，公司管理资产规模有所下降。公司全年实现资产管理业务手续费净收入 2.48 亿元，与上年基本持平；在营业收入中占比 2.47%，较上年提高 0.39 个百分点。其中集合资产管理业务实现净收入 1.46 亿元，较上年增长 0.10 亿元，定向资产管理业务实现净收入 0.93 亿元，较上年减少 0.18 亿元。

利息净收入方面，由于债务规模大幅增长，利息支出增加导致利息净收入大幅减少。2018 年国信证券实现利息收入 61.64 亿元，同比增加 1.14%；同时由于卖出回购金融资产款、应付短期融资款及应付债券利息支出增加，全年利息支出 47.15 亿元，同比增长 25.54%。2018 年公司实现利息净收入 14.49 亿元，同比减少 38.04%。

投资收益方面，在债券投资规模增长的带动下，公司投资收益大幅提升。公司全年实现投资收益 27.64 亿元，同比增加 43.56%；在营业收入中的占比为 27.55%，较上年增长 11.41 个百分点，其中持有期间取得的收益 29.57 亿元，同比增长 87.78%；处置金融工具取得的收益 -4.46 亿元，较上年减少 4.67 亿元。未实现损益方面，公司 2018 年公允价值变动损益为 4.41 亿元，同比增长 7.15%。

在营业支出方面，由于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，人力成本在公司营业支出中占比相对较高，2018 年公司加强了人力成本控制，业务及管理费下降 11.26% 至 45.73 亿元，当期业务及管理费用率为 45.59%，较上年上升 2.37 个百分点，成本控制能力处于行业平均水平。

资产减值方面，由于新会计准则导致的会计调整，2018 年公司计提资产减值损失 8.24 亿元，较上年增长 54.77%。其中公司计提可供出售金融资产减值损失及买入返售金融资产坏账准备分别为 6.79 亿元和 1.61 亿元，较上年增长 95.55% 和减少 8.15%。

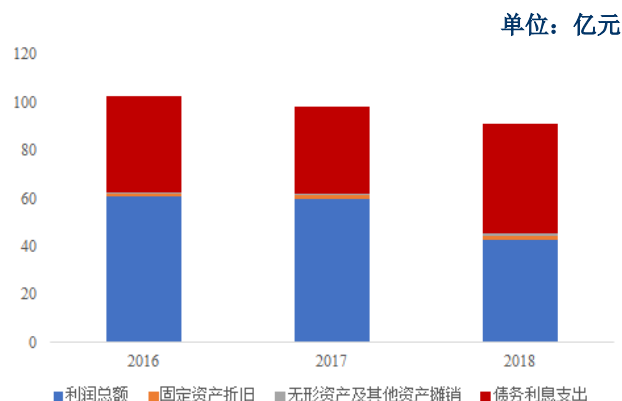
表 14：2018 年公司与同行业主要上市公司盈利能力指标比较

指标名称	广发证券	华泰证券	国信证券	光大证券	浙商证券	财通证券
营业收入（亿元）	152.70	211.09	100.31	77.12	36.95	31.68
业务及管理费（亿元）	76.21	97.50	45.73	51.24	16.73	20.55
净利润（亿元）	46.32	94.08	34.03	2.44	7.37	8.13
业务及管理费率（%）	49.91	46.19	45.59	66.44	45.27	64.86

数据来源：各公司年度报告，中诚信证评整理

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要由税前利润和利息支出构成。伴随营业收入规模下降，公司税前利润下滑；同时由于公司债务规模增长，导致利息支出增加，2018 年公司实现 EBITDA 91.46 亿元，同比减少 6.84%，获现能力有所减弱。

图 6：2016~2018 年公司 EBITDA 构成情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2018 年证券行业业绩整体下滑，公司营业收入亦下滑，但仍处于较高水平；分板块来看，经纪业务和投行业务收入出现较大幅度下滑，而随着债券投资规模的大幅增长，投资收益有所回升，对营业收入形成支撑。公司盈利能力仍处于较强的水平，但投资收益的稳定性仍需持续观察。

偿债能力

2018 年公司债券投资规模大幅增长，为适应业务发展，公司增大债券质押回购力度，卖出回购金融资产大幅增长。截至 2018 年末，公司总债务为 1,106.14 亿元，同比增长 24.55%。

从经营性现金流看，由于公司缩减信用业务规模，2018 年公司回购业务和融出资金业务现金流均转为净流入，故公司当期经营性现金流净流出规模缩小，全年经营活动净现金流为-44.68 亿元。

从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2018 年公司 EBITDA 利息倍数为 1.99 倍，较上年下降 0.74 倍；总债务/EBITDA 为 12.11 倍，较上年上升 3.06 倍。EBITDA 对债务本息的覆盖程度有所下降，但依然处于较好水平。

表 15：2016~2018 年公司偿债能力指标

指标	2016	2017	2018
总债务（亿元）	644.74	888.13	1,106.14
资产负债率（%）	65.36	67.62	70.71
净资产负债率（%）	188.68	208.88	267.72
经营活动净现金流（亿元）	-72.70	-229.43	-44.68
EBITDA（亿元）	102.95	98.17	91.46
EBITDA 利息倍数（X）	2.56	2.73	1.99
总债务/EBITDA（X）	6.26	9.05	12.11

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年末，公司不存在涉及金额占公司最近一期经审计净资产绝对值 10% 以上且绝对金额超过 1,000 万元的重大诉讼、仲裁事项。另外，2019 年 3 月，部分成都华泽钴镍材料股份有限公司（以下简称“华泽钴镍”）投资者因证券虚假陈述造成相关投资损失的民事赔偿事宜，分别向成都市中级人民法院对华泽钴镍及其董事等人员、国信证券等中介机构提起诉讼，要求华泽钴镍赔偿损失及承担诉讼费用，并要求华泽钴镍董事等人员及相关中介机构承担连带赔偿责任。国信证券涉案金额合计人民币 279,327,866.65 元，该案件开庭时间目前尚未确定，中诚信将对案件进展情况予以关注。

财务弹性方面，公司在各大银行等金融机构的资信情况良好，截至 2018 年末，公司获得总授信额度超过 2,000 亿元，其中已使用授信规模约 400 亿元。

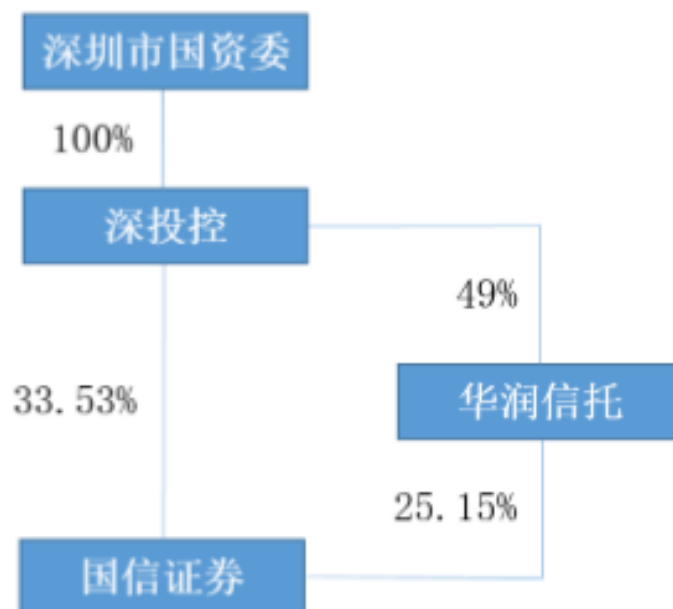
总体来看，2018 年公司财务杠杆率继续上升，整体资产质量较好、流动性强，资产安全性高。2018 年公司收入水平有所下降，与行业趋势基本相符，但降幅低于行业平均水平。就各项业务开展规模及负债规模而言，目前公司资本充足水平高，综合实力和抗风险能力极强。

结论

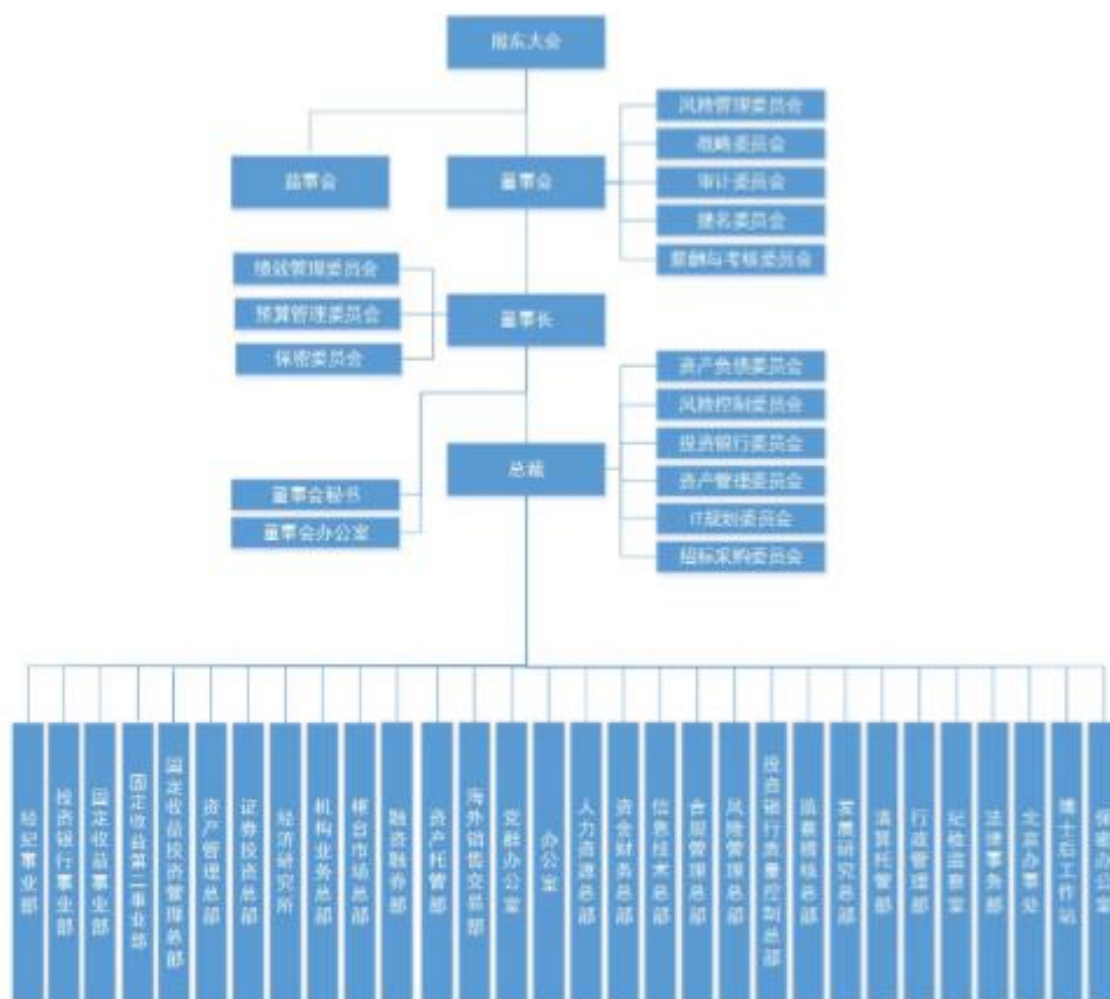
综上，中诚信证评维持国信证券主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，维持“国信证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“国信证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”、“国信证

券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”和“国信证券股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

附一：国信证券股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附二：国信证券股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附三：国信证券股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：亿元）	2016	2017	2018
自有资金及现金等价物	58.21	58.44	71.61
交易性金融资产	323.56	322.79	657.88
可供出售金融资产	206.71	223.55	279.61
衍生金融资产	-	0.05	1.38
长期股权投资	21.97	27.54	26.95
固定资产及在建工程	16.81	18.80	20.26
总资产	1,930.29	1,996.38	2,118.14
代理买卖证券款	531.79	385.78	324.55
总债务	644.74	888.13	1,106.14
所有者权益	484.45	521.43	525.27
净资本	463.68	445.52	397.33
营业收入	127.49	119.24	100.31
手续费及佣金净收入	89.11	72.02	49.88
经纪业务净收入	55.95	43.93	32.57
投资银行业务净收入	26.83	21.30	10.94
资产管理业务净收入	2.47	2.48	2.48
利息净收入	19.14	23.38	14.49
投资收益	25.29	19.25	27.64
公允价值变动收益（亏损）	-7.30	4.11	4.41
业务及管理费用	58.92	51.54	45.73
营业利润	60.30	61.22	42.07
净利润	45.56	45.79	34.03
EBITDA	102.95	98.17	91.46
经营性现金流量净额	-72.70	-229.43	-44.68
财务指标	2016	2017	2018
资产负债率（%）	65.36	67.62	70.71
风险覆盖率（%）（注）	250.07	230.69	220.78
资本杠杆率（%）（注）	27.03	23.77	20.21
流动性覆盖率（%）	241.20	723.84	301.43
净稳定资金率（%）	123.08	144.37	136.46
净资本/净资产（%）（注）	97.70	87.70	77.12
净资本/负债（%）（注）	66.78	47.09	34.77
净资产/负债（%）（注）	68.35	53.70	45.09
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）（注）	34.92	40.93	38.86
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）（注）	51.71	69.16	175.97
业务及管理费用率（%）	46.21	43.22	45.59
摊薄的净资产收益率（%）	9.42	8.78	6.53
净资产收益率（%）（注）	11.50	9.80	8.29
EBITDA 利息倍数（X）	2.56	2.73	1.99
总债务/EBITDA（X）	6.26	9.05	12.11
净资本/总债务（X）	0.72	0.50	0.36
经营性现金净流量/总债务（X）	-0.11	-0.26	-0.04

注：1、风险监管指标和净资本收益率为母公司报表口径；

2、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款。

附四：基本财务指标的计算公式

自有资金及现金等价物=货币资金-客户资金存款+结算备付金-客户备付金

资产负债率=（负债合计-代理买卖证券款）/（总资产-代理买卖证券款）

净资产负债率=（负债合计-代理买卖证券款）/所有者权益（含少数股东权益）

EBIT（息税前盈余）=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

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

业务及管理费用率=业务及管理费/营业收入

摊薄的净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/归属于母公司的所有者权益

净资产收益率（母公司口径）=净利润/净资产

总债务=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+期末应付债券+期末应付短期融资款+长期借款

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

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+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。