



内部编号: 2024050066

国联证券股份有限公司

及其发行的公开发行债券

定期跟踪评级报告

分析师: 宫晨 王春苗 gongchen@shxsj.com wangchunmiao@shxsj.com

评级总监: 熊荣萍

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号:【新世纪跟踪(2024)100015】

评级对象: 国联证券股份有限公司及其发行的公开发行债券

本次跟踪			首次评级		
	主体/展期/债项/评级时间	主体/展期/债项/评级时间		主体/展期/债项/评级时间	
21 国联 04	AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 11 日		
21 国联 05	AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 8 月 12 日		
22 国联 02	AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 12 月 31 日		
22 国联 03	AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 4 月 21 日		
22 国联 04	AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 5 月 20 日		
22 国联 05	AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 9 月 23 日		
23 国联 01	AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 2 月 2 日		
23 国联 02	AAA/稳定/AAA/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 4 月 17 日		
22 国联 C1	AAA/稳定/AA+/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AA+/2023 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AA+/2021 年 12 月 31 日		
22 国联 C2	AAA/稳定/AA+/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AA+/2023 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AA+/2022 年 8 月 3 日		
23 国联 C1	AAA/稳定/AA+/2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AA+/2023 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AA+/2023 年 3 月 24 日		
23 国联 C2	AAA/稳定/AA+/2024 年 5 月 22 日	-	AAA/稳定/AA+/2023 年 7 月 7 日		

跟踪评级观点

主要优势:

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

主要风险:

- 宏观经济风险。当前我国经济伴随的区域结构性风险、产业结构性风险以及国际不确定性冲击因素风险仍存在,证券业运营风险较高。
- 市场竞争风险。国内证券公司同质化竞争较严重,同时,互联网金融发展对证券公司业务构成冲击,国联证券作为处于行业中游水平的区域性券商,将持续面临激烈的市场竞争压力。
- 盈利波动性较大。国联证券经纪业务、信用交易业务及证券投资业务均易受市场环境等因素影响,营收及盈利波动性较大。
- 证券投资业务风险。近年来,国联证券证券投资业务中债券投资及股权衍生品投资规模较大。在国内债券市场信用事件频发及股市波动性加大的情况下,公司证券投资业务风险管理能力将持续面临挑战。

跟踪评级结论

通过对国联证券主要信用风险要素的分析,本评级机构维持其 AAA 主体信用等级。认为上述公开发行公司债券还本付息安全性极强,并维持上述公开发行公司债券 AAA 信用等级;认为上述公开发行次级债券还本付息安全性较强,并维持上述公开发行次级债券 AA+信用等级。

未来展望

本评级机构预计国联证券信用质量在未来 12 个月持稳，给予其主体信用评级展望为稳定。

遇下列情形，或将导致公司主体信用等级/及其评级展望被下调：

- ① 公司经营规模或市场地位显著下滑；
- ② 有证据表明外部支持方的支持能力或意愿出现明显弱化；
- ③ 公司财务状况出现明显恶化。

主要财务数据及指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
总资产（亿元）	659.39	743.82	871.29	932.32
总资产*（亿元）	547.57	635.85	780.83	841.91
股东权益（亿元）	163.81	167.61	181.24	182.68
净资本（亿元）	148.01	163.59	149.02	175.42
营业收入（亿元）	29.67	26.23	29.55	1.73
净利润（亿元）	8.89	7.67	6.75	-2.17
资产负债率*[%]	70.08	73.64	76.79	78.30
短期债务/有息债务[%]	52.31	48.94	46.29	49.56
净资本/自营证券[%]	39.99	36.59	28.96	28.04
货币资金*/短期债务[%]	11.33	11.07	14.65	21.39
流动性覆盖率[%]	219.28	160.06	167.36	201.41
风险覆盖率[%]	206.78	192.35	173.98	187.60
资产管理业务手续费净收入/营业收入[%]	4.74	7.39	14.99	82.20
综合投资收益/营业收入[%]	57.91	46.23	62.48	-
业务及管理费/营业收入[%]	58.56	62.55	72.83	-
营收与利润波动性与行业倍数[倍]	1.58	1.51	0.66	-
平均资产回报率[%]	1.94	1.30	0.95	-

注：根据国联证券经审计的 2021-2023 年财务报表、未经审计的 2024 年一季度财务数据、2021-2023 年末及 2024 年 3 月末母公司净资本计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算；行业数据取自中国证券业协会官方网站。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：金融机构评级方法与模型（证券行业）FM-JR002（2022.12）

评级要素		风险程度
初始信用级别		aa
调整因素	合计调整	0
	其中：①ESG 因素	0
	②表外因素	0
	③其他因素	0
个体信用级别		aa
外部支持	支持因素	+2
主体信用级别		AAA

调整因素：无

支持因素：(+2)

作为国联集团下属金融类核心子公司之一，国联证券能够在资本补充、业务支持和业务协同等方面获得股东的有力支持。

同类企业比较表

企业名称 (简称)	2023 年/末主要经营及财务数据					
	股东权益 (亿元)	净利润 (亿元)	资产负债率* (%)	平均资产回报率 (%)	风险覆盖率 (%)	净稳定资金率 (%)
东吴证券	402.92	20.12	68.21	1.76	241.82	164.48
华安证券	211.49	12.92	66.97	2.14	235.56	174.76
南京证券	175.19	6.83	62.66	1.57	492.41	234.56
国联证券	181.24	6.75	76.79	0.95	173.98	133.48

注 1：东吴证券全称为东吴证券股份有限公司，华安证券全称为华安证券股份有限公司，南京证券全称为南京证券股份有限公司。

注 2：风险覆盖率及净稳定资金率为母公司口径，其余指标为合并口径。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照国联证券股份有限公司（以下简称“国联证券”或“公司”）2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）（以下简称“21 国联 04”）、国联证券股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）（以下简称“21 国联 05”）、国联证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“22 国联 02”）、国联证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（以下简称“22 国联 03”）、国联证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）（以下简称“22 国联 04”）、国联证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）（以下简称“22 国联 05”）、国联证券股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“23 国联 01”）、国联证券股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（以下简称“23 国联 02”）国联证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行次级债券（第一期）（以下简称“22 国联 C1”）、国联证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行次级债券（第二期）（以下简称“22 国联 C2”）、国联证券股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行次级债券（第一期）（以下简称“23 国联 C1”）及国联证券股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行次级债券（第二期）（以下简称“23 国联 C2”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据国联证券提供的经审计的 2023 年财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本报告出具日，国联证券已发行尚未偿付的债券余额为 270.00 亿元，明细情况详见下表。公司对已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 1. 国联证券未偿还债券情况（单位：亿元，%）

债券名称	发行规模	票面利率	起息日	备注
21 国联 04	10.00	3.65	2021-06-28	将于 2024-06-28 到期
21 国联 05	10.00	3.29	2021-08-30	将于 2024-08-30 到期
21 国联 07	15.00	3.50	2021-11-22	将于 2024-11-22 到期
22 国联 01	10.00	3.14	2022-01-24	将于 2025-01-24 到期
22 国联 C1	10.00	3.45	2022-02-24	将于 2025-02-24 到期
22 国联 02	10.00	3.80	2022-03-23	将于 2027-03-23 到期
22 国联 03	10.00	3.60	2022-04-28	将于 2027-04-28 到期
22 国联 04	11.00	2.99	2022-06-07	将于 2025-06-07 到期
22 国联 C2	15.00	3.10	2022-08-11	将于 2025-08-11 到期
22 国联 05	10.00	2.70	2022-11-11	将于 2025-11-11 到期
23 国联 01	26.00	3.15	2023-02-09	将于 2024-12-09 到期
23 国联 C1	10.00	3.65	2023-04-17	将于 2026-04-17 到期
23 国联 02	13.00	3.15	2023-04-25	将于 2026-03-18 到期
23 国联 C2	10.00	3.28	2023-07-21	将于 2026-07-21 到期
23 国联 F1	20.00	2.89	2023-08-25	将于 2026-08-25 到期
23 国联 F2	30.00	3.14	2023-10-20	将于 2026-10-20 到期
24 国联 01	15.00	2.80	2024-01-22	将于 2027-01-22 到期
24 国联 C1	15.00	2.83	2024-02-23	将于 2027-02-23 到期
24 国联 02	20.00	2.79	2024-04-01	将于 2031-04-01 到期

资料来源：国联证券

发行人信用质量跟踪分析

数据基础

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对国联证券 2021-2023 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）以及其后颁布及修订的具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他规定，并按照《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定（2023 年修订）》以及《关于印发<证券公司财务报表附注编制的特别规定（2018）>的通知》（会计部函[2018]590 号）等适用的相关规定披露有关财务信息。跟踪期内，公司可比期间数据未发生变化。

为弥补公募基金牌照空缺，国联证券于 2023 年 2 月收购中融基金管理有限公司（以下简称“中融基金”），并于 8 月将其更名为国联基金管理有限公司（以下简称“国联基金”）。此外，公司于 2023 年 9 月获得资管子公司设立批复，当年设立国联证券资产管理有限公司（以下简称“国联资管”），注册资本 10.00 亿元。截至 2023 年末，公司纳入合并范围的子公司共 6 家。

图表 2. 国联证券主要控股和参股公司情况（单位：亿元，%）

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	经营业务	成立时间	是否并表
国联通宝资本投资有限责任公司	国联通宝	6.00	100.00	投资管理	2010.01	是
华英证券有限责任公司	华英证券	2.00	100.00	承销保荐	2011.04	是
无锡国联创新投资有限公司	国联创新	5.00	100.00	股权投资	2019.07	是
国联证券（香港）有限公司	国联香港	港元 3.00 亿	100.00	证券业务	2020.02	是
国联基金管理有限公司	国联基金	7.50	75.50	公募基金	2013.05	是
国联证券资产管理有限公司	国联资管	10.00	100.00	资产管理	2023.09	是
中海基金管理有限公司	中海基金	1.47	33.41	基金、资管	2004.03	否

资料来源：国联证券（截至 2023 年末）

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2024 年第一季度，我国经济平稳开局，为实现全年增长目标打下良好基础，但仍面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

2024 年第一季度，全球经济景气度和贸易活动有所好转，经济体间的分化持续。经济增长与通胀压力的差异或促使欧洲央行较美联储更早开启降息，日本央行退出负利率政策在短期内的影响有限；持续攀升的债务规模推升风险，特别是在强势美元与利率高位的背景下，发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变、保护主义盛行、地缘冲突多发等将带来负面影响。

我国经济平稳开局，为实现全年增长目标打下良好基础，但仍面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。就业形势总体平稳，价格水平在低位运行。服务业生产活动受高基数影响增速放缓；工业生产稳步提升，企业经营绩效边际改善，其中有色、化工及电子信息制造表现相对较好。消费增速回落，维持服务消费强、商品消费偏弱的格局，促消费政策的成效有待释放；制造业、基建投资增速均回升，房地产投资继续收缩；出口改善的持续性有待观察，对美欧日出口幅降明显收窄，对“一

带一路”沿线国家和地区的出口表现相对较好。内外利差较大促使人民币对美元面临阶段性贬值压力，但人民币对一篮子货币有效汇率基本稳定，境外机构对境内股票、债券投资规模增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。我国积极的财政政策适度加力、提质增效，财政支出节奏较上年加快，专项债及超长期国债等财政资金将有力地发挥带动作用；稳健货币政策灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，央行在通过降准、“降息”促进社会综合融资成本稳中有降的同时，运用抵押补充贷款、再贷款等多种政策组合积极配合“三大工程”建设以及大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。

经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓：基数效应的褪去及居民大额商品的消费意愿不足导致消费增速回落；制造业投资保持较快增长，基建投资稳增长的功能持续，房地产业投资依旧低迷；出口表现仍具不确定性，价格回升和海外制造业补库或带动出口增速有所提高。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见[《宏观经济研究定期报告（2024 年 4 月）》](#)

（2）行业因素

我国证券业受到高度监管，整体信用质量较为稳定；但证券公司对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度仍较高，经营业绩受市场周期影响较大。2023 年，证券公司营收小幅增长，但净利润较去年略有下降。

我国证券业受到高度监管，证券公司市场准入、业务经营和日常管理等方面受到全面监管，证券公司设立和业务实施特许经营。近年来，证券行业监管重点集中在加强监管执法、建立严格和规范的法律制度环境，放开准入、扩大开放等方面，证券行业以及金融市场的规范程度不断提升。各证券公司业务转型持续推进，发展非通道类业务，但对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度仍较高，盈利水平易受证券市场景气度影响，周期性波动明显。

2023 年，A 股市场先扬后抑，表现平淡。市场交投活跃度同比下降，股基交易额有所下滑，两融月均规模仍微降；债券发行规模较去年同期小幅增长，二级市场交投维持活跃。在此背景下，2023 年，证券公司营收小幅增长，但净利润较去年略有下降。受益于债券市场震荡走强，叠加权益市场行情同比改善，自营业务成为证券公司重要的业绩贡献点；投行、经纪、信用和资管业务表现平淡。资产规模和资本实力方面，2023 年，证券公司总资产和净资产均保持小幅增长。2023 年以来，证券公司权益端首发及再融资节奏有所放缓，但未来，随着业务发展需要和再融资受限期限逐步到期，证券公司仍有动力通过增发和配股进一步扩充其资本实力。

展望 2024 年，在佣金率降幅趋缓但仍有一定压力的背景下，交易量指标仍是传统经纪业务的关键指标；市场风险偏好下降背景下，两融余额增长承压；股票质押减值损失风险有所下降，同时，需警惕部分证券公司股票质押业务规模较大，存量股票质押业务的风险仍将持续影响该类公司的信用质量。IPO 边际收紧影响投行业绩，但资本市场改革仍在继续，投行业务仍有一定增量空间。权益市场较大的波动性和持续的结构性价行将使得权益类投资收益与风险并存，在资产配置压力的影响下，证券公司固定收益类自营投资交易杠杆较高，同时尾部和结构性违约风险将导致部分信用下沉较大的证券公司面临较大的信用压力，自营业务压力仍将持续加大。去通道化进程持续推进，资管业务资金来源以银行委外资金为主的证券公司受托管理资产规模持续下滑，主动管理转型下，主动管理能力是证券公司资产管理业务的核心竞争力，仍需持续加强。

详见[《2023 年证券行业信用回顾与 2024 年展望》](#)

2. 业务运营

国联证券特许经营资质较为齐全，业务规模处于行业中游水平。证券经纪业务、证券投资业务、投资银行业务和信用交易业务是公司收入和利润的主要来源，资产管理与投资业务对公司的营业利润贡献持续提升。公司业务主要分布在江苏地区，在江苏省特别是无锡市具有一定的区域竞争力。跟踪期内，除经纪及财富管理业务营业收入仍略有下降外，公司其他业务板块营业收入均有不同程度回升，其中资产管理与投资业务板块营业收入增幅较大。近年来，公司股权衍生品业务发展较快，市场波动对其资产公允价值以及收益的影响较大。公司固定收益类自营业务投资规模快速增长，在债券市场信用事件频发的环境下，公司对固定收益投资信用风险的管理压力亦持续上升。信用交易业务方面，公司压降股票质押业务存量规模并审慎开展新业务，信用风险有所缓解，但仍需加强对股票质押式回购风险控制。

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

从业务种类来看，跟踪期内，除经纪及财富管理业务营业收入同比有所下滑外，国联证券其他各业务板块营业收入规模均有所回升。具体来看，2023 年受股基交易额及行业佣金率持续下降影响，公司经纪及财富管理业务板块营业收入同比下降 3.62%，该板块营业利润降幅较大。公司证券投资业务规模保持增长，跟踪期内公司证券投资资产及衍生金融工具公允价值变动产生较多浮盈，证券投资业务板块营业收入较上年有所回升。公司股权承销规模有所下降，债券承销规模保持增长，投资银行业务板块营业收入相对稳定。公司资产管理业务净收入保持增长，跟踪期内公司收购公募基金牌照开展公募基金管理业务，同时子公司国联通宝资本投资有限责任公司（以下简称“国联通宝”）私募股权业务收入亦实现较好投资收益，国联基金并表收入的增加以及私募投资业务收益的提升带动公司资产管理与投资业务营业收入大幅增加。受合并范围扩大、人员成本增加及资管业务管理费上升影响，公司成本费用投入规模有所上升，经济与财富管理业务及投资银行业务板块营业利润规模大幅下降，资产管理与投资业务营业利润小幅下降，2023 年公司营业利润同比下降 15.07%。综合而言，公司经纪及财富管理业务、投资银行业务和证券投资业务对公司营收贡献度较高，但易受成本费用投入及市场波动影响。

图表 3. 国联证券主业基本情况（单位：亿元、%）

业务	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入						
经纪及财富管理业务	8.47	28.57	7.77	29.61	7.49	25.33
信用交易业务	3.15	10.62	3.18	12.11	3.32	11.23
投资银行业务	5.56	18.73	5.13	19.57	5.17	17.49
证券投资业务	8.19	27.61	6.32	24.10	6.75	22.84
资产管理与投资业务	2.59	8.75	1.97	7.49	4.67	15.80
其他	2.00	6.72	2.02	7.70	2.23	7.56
分部间相互抵减	-0.29	-0.99	-0.15	-0.59	-0.08	-0.26
总额	29.67	100.00	26.23	100.00	29.55	100.00
营业利润						
经纪及财富管理业务	3.64	30.83	2.06	21.35	0.84	10.32
信用交易业务	2.97	25.14	2.99	31.07	3.23	39.83
投资银行业务	1.32	11.20	1.24	12.85	0.63	7.74
证券投资业务	6.60	55.95	5.29	54.95	5.74	70.69
资产管理与投资业务	1.15	9.74	0.92	9.59	0.91	11.16
其他	-3.69	-31.28	-2.72	-28.21	-3.15	-38.78
分部间相互抵减	-0.19	-1.58	-0.15	-1.61	-0.08	-0.96
合计	11.80	100.00	9.63	100.00	8.12	100.00

资料来源：国联证券

(1) 业务基础

国联证券营业网点集中在无锡市及江苏省内，并在全国范围内进行适当布局。截至 2023 年末，公司共有 15 家分公司及 86 家证券营业部。其中，位于江苏省内的证券营业部合计 56 家，主要分布于无锡、南京、苏州并实现对江苏省内各市的覆盖；无锡市内合计 3 家分公司，分别为宜兴分公司、江阴分公司和无锡分公司，上述各县级市范围内分别有 8 家、4 家及 21 家证券营业部。江苏省外营业部 30 家，主要分布于上海、北京、浙江等 8 个省（市、自治区）。整体来看，公司营业网点呈现以无锡及江苏省为重心，并向其他省、市、自治区不断辐射的格局。

互联网渠道方面，国联证券持续搭建并完善“大方向好医生”服务体系，构建线上获客服务能力，以“大方向”公众号等新媒体平台为载体完善线上服务矩阵，2023 年公司各平台积累用户粉丝超过 144 万户。

图表 4. 国联证券营业部数量及分布情况

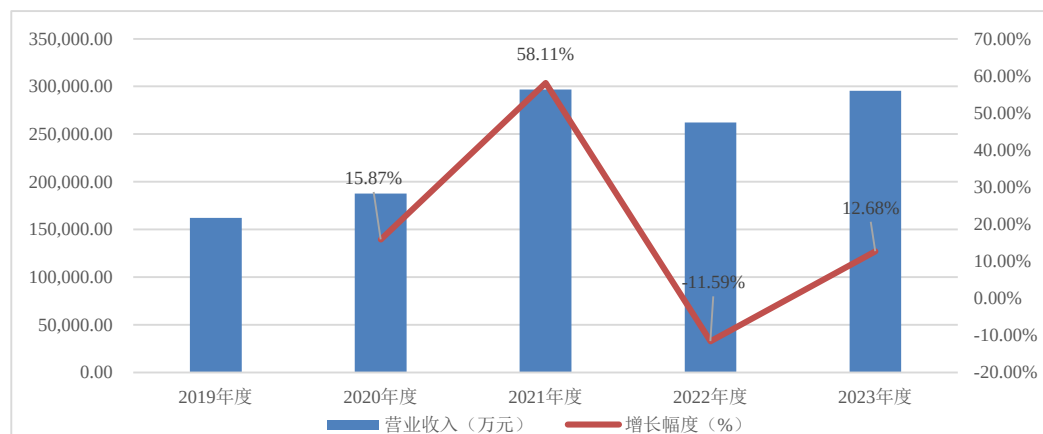
项目	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
营业网点（个）	88	87	86
其中：江苏省内	59	58	56
——无锡	22	21	21
——宜兴	10	8	8
——江阴	6	6	4
江苏省外	29	29	30

资料来源：国联证券

(2) 市场地位

近年来，受市场行情影响，国联证券营业收入波动幅度较大。2022 年证券行业整体业绩下滑，公司营业收入降幅较大。2023 年以来，得益于资本市场修复，公司各项业务收入均有不同程度回升，同时公司合并国联基金后并表收入范围有所扩大，当年公司营业收入大幅增长。2023 年，公司实现营业收入 29.55 亿元，同比增长 12.68%。

图表 5. 国联证券营业收入情况



资料来源：国联证券

国联证券各业务条线行业排名均处于中游水平。2021 年以来，公司各项业务排名相对稳定，证券投资业务中股权衍生品投资业务发展情况良好。随着行业景气度提升、资本市场改革创新持续深化影响以及公司各项业务规模进一步扩张，公司竞争力将进一步提升。

经纪及财富管理业务是国联证券营业收入的主要来源之一。跟踪期内，公司完成新一轮架构调整，设立财富管理委员会，围绕财富管理核心要素及公司战略布局，初步建立了符合财富管理业务发展的组织体系。公司持续推进买方视角的财富管理转型，客户规模保持增长，2023 年公司新增客户数 15.06 万户，累计总客户数 173.64 万户，同比增长 9.64%。跟踪期内，国内证券市场整体活跃度较去年同期有所下降，

公司沪深北市场股票基金成交额随之下降。2023 年，公司股基交易额为 2.21 万亿元，同比下降 8.83%。公司经纪业务佣金率随行业趋势持续下降，2023 年公司实现代理买卖证券业务净收入 3.80 亿元，同比下降 10.77%。基金投顾业务方面，截至 2023 年末，公司基金投顾总签约客户数 30.02 万户，同比增长 24.93%；授权账户资产规模 65.94 亿元，同比基本持平。

信用交易业务是国联证券重要的利润贡献点之一。融资融券业务方面，2023 年两融业务迎来多项政策调整，融资融券业务市场有所回暖。跟踪期内，公司针对客户的差异化、个性化需求实施融资融券业务推广方案，期末融资融券业务余额 102.16 亿元，较上年末增长 13.96%。2023 年公司实现融资融券业务收入 6.06 亿元，同比增长 6.64%。股票质押式回购业务方面，跟踪期内，公司股质业务采取存量置换为主的策略，在严控业务风险的前提下展业，期末股质业务余额有所下降。2023 年末，公司股票质押式回购业务本金余额 23.94 亿元，同比下降 37.93%；公司当年实现股票质押式回购利息收入 1.01 亿元，同比下降 22.89%。

国联证券的证券投资业务主要包括固定收益类投资、权益类投资和量化及衍生品类投资，其中固定收益类投资是公司证券投资业务的主要投资方向。2023 年末，公司证券投资规模为 514.58 亿元，较上年末增长 15.11%。公司固定收益业务已形成多品种多策略体系，持仓债券以利率债和 AA+及以上信用债为主，信用债主要分布在金融业和建筑业。2023 年末，公司债券投资业务规模为 293.49 亿元，较上年末增长 7.92%。权益类投资方面，公司始终以绝对收益为目标，聚焦低估值或具备较好成长性的行业和公司，在兼顾风险和收益的同时稳健开展业务。跟踪期内，公司权益类投资继续坚持防守反击的策略，根据市场波动情况进行仓位调整。衍生品投资方面，近年来公司不断进行产品创新，股权衍生品投资规模增长较快。2023 年末，公司股票投资规模合计 69.00 亿元，较上年末增长 75.39%，其中持有的高股息港股股票合计 36.00 亿元，其他主要为公司股权衍生品业务持有的股票；基金投资规模合计 92.57 亿元，主要为股权衍生品投资业务的对冲基金、量化私募基金和指数基金，以及公司为进行流动性管理配置的货币基金和债券基金；期末衍生金融资产公允价值为 17.47 亿元，较上年末增长 78.31%。2023 年，得益于资本市场修复，公司持有的证券投资资产及衍生金融工具公允价值变动收益规模大幅增长，当期综合投资收益为 18.47 亿元，同比增长 52.29%，综合投资收益率随之回升。

国联证券通过全资子公司华英证券从事投资银行业务，包括股权融资业务、债券融资业务和财务顾问业务。跟踪期内，受 IPO 阶段性收紧影响，华英证券股权承销金额有所下降，债券承销金额保持增长态势。2023 年，华英证券股权承销金额为 39.56 亿元，同比下降 23.92%；债券承销金额 515.81 亿元，同比增加 30.94%，增幅主要来自公司债。财务顾问业务方面，2023 年公司完成财务顾问项目 157 单，其中推荐新三板挂牌项目 6 单，定增项目 5 单。2023 年，公司实现投资银行业务净收入 4.89 亿元，同比增长 2.47%。

资产管理业务方面，在经历两年高速增长期后，2023 年国联证券资管业务规模增速略有放缓，当年公司平均受托资产管理规模 1045.51 亿元，同比增长 5.25%。具体来看，2023 年末公司资产管理业务期末受托资金 1172.93 亿元，其中公募基金（含大集合）、集合资产管理计划、单一资产管理计划及专项资产管理计划规模分别为 87.73 亿元、209.57 亿元、491.54 亿元和 384.08 亿元。从资管计划底层资产来看，公司管理的资产管理计划底层资产主要为债券、股票、基金、ABS 等。2023 年末，公司资产管理业务年末主要受托资产初始成本为 1201.24 亿元，其中债券和 ABS 占比分别为 48.67%和 31.97%。具体来看，底层债券投资以利率债和城投债为主，城投债发行主体区域分布较为分散；ABS 底层资产以消费金融贷款和融资租赁资产为主。2023 年，公司实现资产管理业务净收入 2.08 亿元，同比增长 12.17%。

基金管理业务方面，国联证券主要通过子公司国联基金开展公募基金业务，通过子公司国联通宝开展私募股权投资业务。截至 2023 年末，国联基金资产管理总规模 1487.67 亿元，其中非货币公募基金管理规模 1015.73 亿元，行业排名第 44 位，较 2022 年提升 2 位。跟踪期内，国联通宝加大对医疗器械、集成电路、智能制造等新投资领域布局，新设国联硕盈、国联通达等 5 只基金，新增管理规模 12.72 亿元。截至 2023 年末，国联通宝存续备案基金 20 只，存续管理规模 61.50 亿元，累计投资 19.74 亿元。

（3）风险管理水平

国联证券建立了符合监管要求并与其业务发展相适应的风控体系与实施举措。公司全面风险管理框架包

括四个层级：董事会及风险控制委员会、高级管理层及风险管理委员会、风险管理部及其他风险管理职能部门、部门内设的风险管理组织。2021-2023 年，公司的分类监管评级结果分别为 B 类 BB 级、A 类 A 级和 A 类 A 级。

近年来，国联证券资产配置结构相对稳定，主要集中于证券投资业务条线，其中固定收益投资规模占比较高。跟踪期内，公司股票/非上市股权融资、衍生金融工具及债券投资规模保持增长，期末自营投资规模有所上升；公司实施融资融券业务推广方案，期末融出资金规模有所回升；公司审慎开展股票质押式回购业务，期末股票质押式回购资金余额有所下降；公司大力开展债券质押式回购业务，期末买入返售金融资产规模增长较快。2023 年，受公司并购国联基金产生较多商誉影响，期末公司总资产规模增长较快，除买入返售金融资产占比有所上升外，其他各条线资产占比均略有下降。受限资产方面，2023 年末，公司所有权受限制的资产规模合计 226.20 亿元，主要为因卖出回购交易及债券借贷业务产生的受限资产，计入“交易性金融资产”及“其他债权投资”科目。

图表 6. 国联证券各类资产占总资产的比重情况

指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末
货币资金*（%）	3.66	3.25	4.05
证券投资业务规模（%）	67.60	70.31	65.90
其中：固定收益投资规模（%）	42.00	42.77	37.59
权益投资规模（%）	21.27	22.09	20.69
其它（%）	4.34	5.45	7.62
买入返售金融资产*（%）	5.40	5.13	6.80
其中：股票质押式回购（%）	4.61	3.42	1.71
融出资金（%）	19.71	13.86	12.97
小计（%）	96.35	92.56	89.72
总资产*（亿元）	547.57	635.85	780.83

资料来源：国联证券

（4）市场与信用风险

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

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

自营业务风控指标方面，近年来国联证券证券投资业务规模快速增长，尤其是固定收益类证券业务规模

增长较快，杠杆运用水平随之上升。2023 年，公司并购国联基金并设立资管子公司，期末净资本规模有所减少，公司净资本对自营证券的覆盖率小幅下降，风险覆盖率随之下降。固定收益类投资方面，2023 年末，公司自营业务中债券类投资规模为 293.49 亿元，占证券投资业务规模的 57.04%，其中利率债占比 29.39%，AA+及以上信用债占比 57.48%。此外，近年来公司股权衍生品业务发展较快，衍生金融工具公允价值受市场波动影响较大，投资收益随之波动。

信用交易业务方面，2023 年末，国联证券融资融券余额为 102.16 亿元，较上年末增长 13.96%；股票质押式回购业务本金余额为 23.94 亿元，较上年末下降 37.93%。跟踪期内，公司股票质押式回购业务采取以存量置换为主的策略，审慎开展新业务，近三年股质业务无新增不良，业务风险水平整体有所下降。

风险资产方面，受市场信用风险持续暴露影响，国联证券固定收益类投资中部分持仓债券出现逾期或违约，其中规模较大的为华夏幸福债券，初始投资成本为 1.66 亿元。2023 年末，华夏幸福相关债券公允价值合计 2921.00 万元，目前大部分持仓债券已签署展期协议，公司已收到部分款项。针对华夏幸福相关违约债券，公司根据外部第三方估值进行定期估值，并将持续关注剩余债券的处置进展。除华夏幸福债券外，2023 年末公司其他违约债券账面价值(含利息及利息调整)为 0.19 亿元，公司已计提减值 0.18 亿元。

图表 7. 国联证券市场与信用风控指标（单位：%）

指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末
净资本/自营证券	39.99	36.59	28.96
风险覆盖率	206.78	192.35	173.98

资料来源：国联证券

整体来看，国联证券建立了符合自身特点的市场与信用风险管理体系。公司固定收益类业务投资规模快速增长，在债券市场信用事件频发的环境下，较高的业务规模增速和投资杠杆将持续挑战公司的信用风险管理能力。公司股权衍生品业务发展较快，相应资产的公允价值及业务收益受市场波动影响较大。随着公司审慎开展信用交易业务，尤其是股票质押业务，公司信用交易业务风险得到较好控制。

（5）流动性风险

流动性风险是指国联证券无法以合理成本及时获得充足资金以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。

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

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

国联证券通过科学的财务预算、现金流量分析等方法，加强资金的流动性管理，严格控制投资规模，加强流动性覆盖率和净稳定资金率等流动性风险监管指标监控、压力测试，通过发行次级债、公司债等多种形式增加净稳定资金，防范资金的流动性风险。通过证券库、禁买池管理，行业投资比例限额管理，项目发行包销前的风险评估及压力测试等措施，防范资产转换的流动性风险。2023 年末公司流动性风险监管指标（母公司口径）流动性覆盖率为 167.36%，指标有所回升。

国联证券综合运用短期和中长期融资渠道筹措资金，包括开展债券卖出回购、转融通、债券借贷、债权收益权转让与回购、发行公司债券、发行收益凭证等方式。公司上市后，还可以公开或非公开发行股票、发行优先股、可转债等方式进行融资。公司短期债务以拆入资金和卖出回购金融资产为主，长期债务主要为应付债券。近年来，随固定收益类业务投资规模的增长，公司拆入资金以及债券发行规模的增加使得公司债务规模快速提升。2023 年末，公司拆入资金余额 53.14 亿元，较上年末增长 490.30%，均为银行拆入资金；期末应付债券规模 250.62 亿元，较上年末增长 28.60%。期限结构方面，近年来，公司长短期债务均有所增长。2021 年以来，随着公司陆续发行多期中长期债券，长期债务规模增长较快，短期债务占有息债务的比重逐年回落。公司持有一定规模的货币资金*，近年来货币资金*对短期债务的覆盖率相对稳定。

图表 8. 国联证券债务构成及债务覆盖情况

指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末
短期债务（亿元）	176.70	186.78	216.02
有息债务（亿元）	337.77	381.67	466.64
短期债务/有息债务（%）	52.31	48.94	46.29
货币资金*/短期债务（%）	11.33	11.07	14.65
流动性覆盖率（%）	219.28	160.06	167.36

资料来源：国联证券

注 1：短期债务=短期借款+衍生金融负债+交易性金融负债+卖出回购金融资产款+拆入资金+应付短期融资券+其他负债中应计入部分；

注 2：有息债务=短期借款+衍生金融负债+交易性金融负债+卖出回购金融资产款+拆入资金+应付短期融资券+应付债券+长期借款+其他负债中应计入部分。

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

（6）操作风险

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

财务

国联证券盈利能力在行业内居中游水平，公司营业收入及净利润水平受市场行情影响较大。2023 年，得益于前期业务结构的调整、人员投入以及当年并表范围扩大，公司营业收入规模大幅回升。公司固定收益类业务规模增速和投资杠杆较高，综合投资收益对营业收入贡献较高，但易受市场波动影响。成本费用方面，跟踪期内公司加大人员成本投入规模，当期业务及管理费大幅增长，净利润规模整体有所下滑。公司资本实力居行业中游水平，权益结构较为稳定，2023 年受并购及新设子公司影响，期末净资产规模有所下降。公司计划通过发行 A 股股份的方式收购民生证券，并撤回前期提交的非公开发行申请文件，需持续关注该收购进程及公司相应的资本补充计划。

1. 盈利稳定性

国联证券连续多年保持盈利，营业收入与净利润均处于行业中游水平。近年来，随着公司业务结构调整及不断拓展市场，公司营业收入及净利润逐年上升。跟踪期内，除经纪及财富管理业务营业收入仍略有下降外，公司其他业务板块营业收入均有不同程度回升，其中资产管理与投资业务板块营业收入大幅增长带动公司营业收入水平整体回升。受成本费用规模增长影响，2023 年公司净利润仍有所下滑。2024 年一季度，受市场行情剧烈波动影响，公司股权衍生品投资业务出现亏损，公司营业收入同比大幅下降，当期净亏损 2.17 亿元。整体来看，公司营业收入及净利润波动程度高于行业平均水平。

图表 9. 国联证券收入与利润情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入（亿元）	29.67	26.23	29.55
同比变动（%）	58.11	-11.59	12.68
行业同比变动（%）	12.03	-21.38	2.77
净利润（亿元）	8.89	7.67	6.75
同比变动（%）	51.16	-13.66	-12.09
行业同比变动（%）	21.32	-25.54	-3.15
营收与利润波动性与行业倍数[倍]	1.58	1.51	0.66

资料来源：国联证券、中国证券业协会

近年来证券投资业务逐渐成为公司盈利的重要来源，但收益表现易受市场环境影响；同时，随着固定收益类业务投资规模快速增长，在债券市场信用事件频发的环境下，公司较高的业务规模增速和投资杠杆亦将持续挑战公司的信用风险与市场风险管理能力。2023 年，得益于资本市场修复及证券投资规模的扩大，公司投资资产公允价值变动收益规模增长较多，综合投资收益规模同比增长 52.29%，综合投资收益对营业收入的贡献大幅回升。得益于前期在人力、研发方面的投入，公司资产管理业务保持较好的发展势头，近年来资产管理业务手续费净收入对公司营业收入的贡献度不断增长。

图表 10. 国联证券受托资产管理收入与综合投资收益对收入贡献情况（单位：%）

指标	2021 年	2022 年	2023 年
资产管理业务手续费净收入/营业收入	4.74	7.39	14.99
综合投资收益/营业收入	57.89	49.16	62.48

资料来源：国联证券

2. 盈利效率

从成本及费用结构看，国联证券管理费用主要分布于人工成本。2023 年，受公司并表范围扩大以及业务规模拓展影响，公司人工成本及营销费用增长较快，当年业务及管理费同比增长 31.20%，业务及管理费占营业收入的比重持续上升。此外，2023 年公司股票质押式回购业务规模及其他债权投资规模有所下降，公司转回相应科目计提的减值，当年公司合计转回信用减值损失 0.29 亿元。整体来看，2023 年公司成本费用规模增幅较大，考虑到未来受同业竞争加剧、业务扩张需求等因素影响，公司仍面临一定的成本费用管控压力。

图表 11. 国联证券营业成本构成

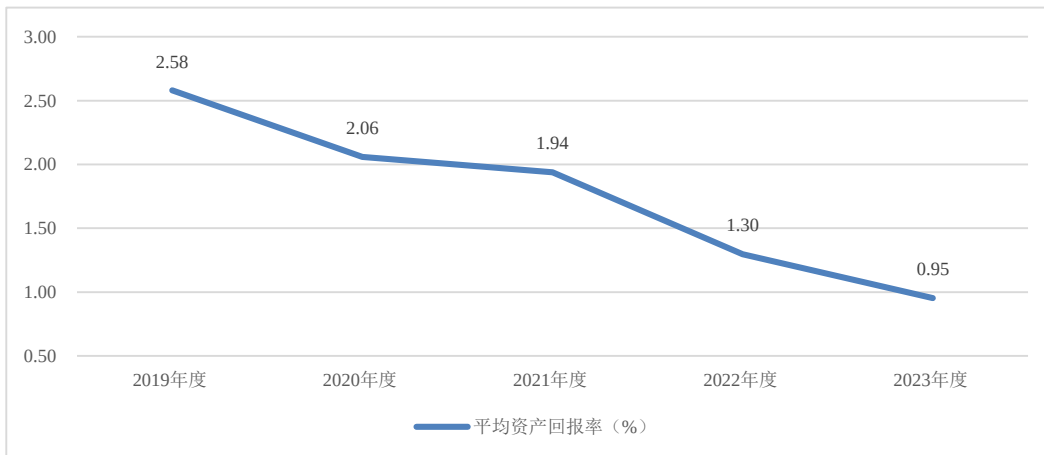
指标	2021 年	2022 年	2023 年
业务及管理费用变动（%）	63.83	-5.57	31.20
业务及管理费/营业收入（%）	58.56	62.55	72.83
信用减值损失（亿元）	0.30	0.03	-0.29

资料来源：国联证券

近年来，得益于并表范围扩大及业务规模增长，国联证券总资产规模快速增长。公司各项业务受市场环境的影响较大，2022 年净利润随行业趋势整体下滑，2023 年受成本费用增长影响净利润规模进一步下降，

公司平均资产回报率持续下滑。

图表 12. 国联证券平均资产回报率情况



资料来源：国联证券

3. 资本与杠杆

经过多次增资扩股，国联证券资本实力逐步增强。公司资本实力在行业中居中游水平，公司的资本补充渠道主要为股东投入资本及自身利润留存积累。2020 年上市融资及 2021 年非公开发行 A 股后，公司资本实力得到进一步增强，融资渠道亦得到拓宽。公司所有者权益主要分布于股本、资本公积、未分配利润及一般风险准备，所有者权益结构相对稳定。得益于经营积累，公司未分配利润保持较高增速。2023 年，公司并购国联基金，并设立资管子公司国联资管，使得公司期末净资本规模有所下降。为满足并购及业务开展需求，2023 年公司债务融资规模有所增长，期末杠杆水平持续上升。

图表 13. 国联证券资本实力

指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末
净资本（亿元）	148.01	163.59	149.02
资产负债率*（%）	70.08	73.64	76.79

资料来源：国联证券，中国证券业协会

注：本表中净资本为母公司口径。

此外，国联证券正在筹划通过发行 A 股股份的方式收购民生证券股份有限公司（以下简称“民生证券”）控制权并募集配套资金（以下简称“本次交易”或“本次重组”）。本次交易尚处于筹划阶段，截至本报告出具日，民生证券的资产评估结果及交易作价尚未确定。公司原于 2022 年计划非公开发行 A 股股票募集资金，以推进公司业务的进一步开展，受本次重组事项尚在推进中影响，公司于 2024 年 4 月撤回非公开发行 A 股申请文件。本评级机构后续将持续关注本次重组的进程以及公司相应的资本补充计划。

调整因素

1. ESG 因素

国联证券控股股东为无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“国联集团”），实际控制人为无锡市国资委。截至 2023 年末，国联集团直接持股 19.21%，通过其控制的国联信托股份有限公司、无锡市国联地方电力有限公司、无锡民生投资有限公司、无锡一棉纺织集团有限公司、无锡华光环保能源集团股份有限公司间接持股 29.40%，合计持股 48.60%，跟踪期内公司控股股东及实际控制人未发生变化。

国联证券为 A+H 两地上市企业，公司根据《公司法》、《证券法》等法律法规以及监管规定，建立了股东大会、董事会、监事会和管理层之间分权制衡的公司治理结构，其中股东大会是公司的权力机构。公司

设董事会，对股东大会负责。公司董事会共有 9 名董事，其中独立董事人数为 3 人；设董事长一人，由全体董事的过半数以上通过选举和罢免；董事长及董事任期 3 年，可以连选连任。公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，其中职工代表监事 2 人，担任公司监事应当符合证券监督管理机构规定的任职条件；监事任期 3 年，可以连选连任。公司监事会设监事会主席一人，监事会主席的任免，应当经三分之二以上监事会成员表决通过。公司设经理一名，由董事会聘任或解聘，经理每届任期 3 年，连聘可以连任；公司设董事会秘书一名，董事会秘书为公司的高级管理人员，对公司和董事会负责。

2. 其他因素

2024 年 4 月 25 日，国联证券发布关于筹划重大资产重组事项的停牌公告。公司正在筹划通过发行 A 股股份的方式收购民生证券控制权并募集配套资金。本次交易尚处于筹划阶段，截至目前，民生证券的估值及拟参与本次交易的交易对方尚未最终确定。本次交易构成关联交易，并预计构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组，本次交易不会导致公司实际控制人发生变更，不构成重组上市。

2023 年 12 月，国联证券收到国联集团书面通知，中国证监会已向民生证券出具《关于核准民生证券股份有限公司变更主要股东的批复》（证监许可〔2023〕2822 号），核准国联集团成为民生证券主要股东，对国联集团依法受让民生证券 3,470,666,700 股股份无异议。截至 2023 年末，民生证券第一大股东为国联集团，国联集团持股比例为 30.49%。当期末，民生证券资产总额为 599.42 亿元，所有者权益 158.28 亿元；当年民生证券实现营业总收入 37.99 亿元，净利润 6.83 亿元。

2024 年 5 月 14 日，国联证券发布《国联证券股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》（以下简称“交易预案”），拟通过发行 A 股股份的方式向国联集团、沅泉峪等 46 名交易对方购买其合计持有的民生证券 100.00% 股份，并向不超过 35 名特定投资者发行 A 股股份募集配套资金不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）。截至公告日，民生证券资产评估结果及交易作价尚未确定，交易预案已由公司董事会审议通过，尚需提交股东大会审议及相关监管部门批准。本评级机构将持续关注本次重组的进程以及公司相应的资本补充计划，以及上述事项对公司主体及其发行债券信用状况的影响

外部支持

国联证券的控股股东为国联集团。国联集团成立于 1997 年 12 月 16 日，是无锡市国资委出资设立并授予国有资产投资主体资格的国有企业集团，业务包括环保能源板块、纺织板块、金融板块和物流服务及电子制造板块，其中金融业务是国联集团的核心产业，是国联集团收入和利润的重要来源。国联集团控股无锡市大部分地方国有非银行金融资产，重要金融板块子公司包括国联证券、国联信托有限公司、国联期货有限责任公司、国联财务有限公司、江苏资产管理有限公司和无锡联合融资担保股份有限公司等，并于 2023 年成为民生证券的主要股东。业务支持方面，国联集团拥有众多下属公司和关联公司，行业涉及较广泛，能够为公司投资银行和研究等业务提供支撑。

国联集团资本实力强，截至 2023 年末，国联集团资产总额 2035.86 亿元，所有者权益 536.88 亿元；2023 年实现营业总收入 260.03 亿元，净利润 30.89 亿元。总体来看，公司能够在资本补充、业务支持和业务协同等方面获得股东的支持。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持国联证券主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持前述公开发行公司债券信用等级为 AAA，维持前述公开发行次级债券信用等级为 AA⁺。

附录一：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年一季度	-
总资产 [亿元]	659.39	743.82	871.29	932.32	-
总资产* [亿元]	547.57	635.85	780.83	841.91	-
总负债* [亿元]	383.76	468.24	599.59	659.23	-
股东权益 [亿元]	163.81	167.61	181.24	182.68	-
归属于母公司所有者权益 [亿元]	163.81	167.61	177.69	179.11	-
营业收入 [亿元]	29.67	26.23	29.55	1.73	-
营业利润 [亿元]	11.80	9.63	8.12	-3.00	-
净利润 [亿元]	8.89	7.67	6.75	-2.17	-
资产负债率*[%]	70.08	73.64	76.79	78.30	-
净资本/总负债*[%]	38.57	34.94	24.85	26.61	-
净资本/有息债务[%]	43.82	42.86	31.93	32.87	-
短期债务/有息债务[%]	52.31	48.94	46.29	49.56	-
净资本/自营证券[%]	39.99	36.59	28.96	28.04	-
货币资金*/短期债务[%]	11.33	11.07	14.65	21.39	-
资产管理业务手续费净收入/营业收入 [%]	4.74	7.39	14.99	82.20	-
综合投资收益/营业收入[%]	57.91	46.23	62.48	-	-
业务及管理费/营业收入[%]	58.56	62.55	72.83	-	-
营收与利润波动性与行业倍数[倍]	1.58	1.51	0.66	-	-
营业利润率[%]	39.77	36.71	27.47	-	-
平均资产回报率[%]	1.94	1.30	0.95	-	-
平均资本回报率[%]	6.59	4.63	3.87	-	-
监管口径数据与指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年一季度	监管 标准值
净资本 [亿元]	148.01	163.59	149.02	175.42	-
流动性覆盖率[%]	219.28	160.06	167.36	201.41	≥100%
风险覆盖率[%]	206.78	192.35	173.98	187.60	≥100%
净资本/净资产[%]	92.11	99.00	85.42	90.25	≥20%
自营权益类证券及证券衍生品(包括股指期货)/净资本[%]	35.33	48.76	52.91	40.68	≤100%
自营固定收益类证券/净资本[%]	188.87	232.66	264.15	289.88	≤500%

注：根据国联证券 2021-2023 年经审计的财务报表、未经审计的 2024 年一季度财务数据、2021-2023 年末及 2024 年 3 月末母公司净资本计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算；行业数据取自中国证券业协会官方网站。

指标计算公式

总资产* = 期末资产总额 - 期末代理买卖证券款 - 期末代理承销证券款 - 期末信用交易代理买卖证券款
总负债* = 期末负债总额 - 期末代理买卖证券款 - 期末代理承销证券款 - 期末信用交易代理买卖证券款
货币资金* = 期末货币资金 - 期末客户存款
短期债务 = 期末短期借款 + 期末衍生金融负债 + 期末交易性金融负债 + 期末卖出回购金融资产 + 期末拆入资金 + 期末应付短期融资券 + 期末应付合并结构性主体权益持有者款项 + 其他负债中应计入部分
有息债务 = 期末短期借款 + 期末衍生金融负债 + 期末交易性金融负债 + 期末拆入资金 + 期末卖出回购金融资产 + 期末应付短期融资券 + 期末应付债券 + 期末长期借款 + 期末应付合并结构性主体权益持有者款项 + 期末其他负债中应计入部分
综合投资收益 = 投资收益 - 长期股权投资收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益 + 公允价值变动收益 + 其他综合收益中应计入部分 + 利息收入中应计入部分
资产负债率* = 期末总负债* / 期末总资产* × 100%
净资产/总负债* = 期末净资产 / 期末总负债* × 100%
净资产/自营证券 = 期末净资产 / (期末交易性金融资产 + 期末债权投资 + 期末其他债权投资 + 期末其他权益工具投资 + 期末衍生金融工具) × 100%
短期债务/有息债务 = 期末短期债务 / 期末有息债务 × 100%
货币资金*/短期债务 = 期末货币资金* / 期末短期债务 × 100%
资产管理业务手续费净收入/营业收入 = 资产管理业务手续费净收入 / 营业收入 × 100%
综合投资收益/营业收入 = 综合投资收益 / 营业收入 × 100%
业务及管理费/营业收入 = 业务及管理费用 / 营业收入 × 100%
营收与利润波动性与行业倍数 = (近三年平均营收波动率*0.4 + 近三年平均净利润波动率*0.6) / (近三年行业平均营收波动率*0.4 + 近三年行业平均净利润波动率*0.6)
营业利润率 = 营业利润 / 营业收入 × 100%
平均资产回报率 = 净利润 / [(上期末总资产* + 本期末总资产*) / 2] × 100%
平均资本回报率 = 净利润 / [(上期末股东权益 + 本期末股东权益) / 2] × 100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资产为母公司数据。

附录二：

国联证券调整后资产负债表

财务数据	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
总资产* [亿元]	547.57	635.85	780.83	841.91
其中：货币资金* [亿元]	20.01	20.68	31.66	56.57
结算备付金* [亿元]	9.10	11.01	22.64	10.60
交易性金融资产 [亿元]	277.10	324.36	390.27	453.73
买入返售金融资产 [亿元]	29.58	32.64	53.07	51.50
其他债权投资 [亿元]	62.40	83.63	70.83	44.60
其他权益工具投资 [亿元]	25.79	29.26	36.00	41.33
融出资金 [亿元]	107.91	88.16	101.27	96.76
长期股权投资 [亿元]	1.03	0.97	0.76	0.76
总负债* [亿元]	383.76	468.24	599.59	659.23
其中：卖出回购金融资产款 [亿元]	127.96	149.93	144.22	225.36
拆入资金	8.50	9.00	53.14	20.41
应付短期融资款 [亿元]	21.25	7.05	2.56	0.55
应付债券 [亿元]	161.07	194.89	250.62	269.20
股东权益 [亿元]	163.81	167.61	181.24	182.68
股本 [亿元]	28.32	28.32	28.32	28.32
少数股东权益 [亿元]	-	-	3.55	3.57
负债和股东权益 [亿元]	547.57	635.85	780.83	841.91

注：根据国联证券经审计的 2021-2023 年财务报表及未经审计的 2024 年一季度财务数据整理、计算。其中，货币资金*和结算备付金*已分别剔除客户资金存款和客户备付金，其他负债*已剔除期货公司客户保证金，总资产*和总负债*为剔除代理买卖证券款、代理承销证券款和期货公司客户保证金后的净额。

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA、CCC 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。

附录四：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2021 年 1 月 13 日	AAA/稳定	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	-
	前次评级	2023 年 10 月 11 日	AAA/稳定	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
	本次评级	2024 年 5 月 22 日	AAA/稳定	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （21 国联 04）	历史首次评级	2021 年 6 月 11 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	报告链接
	前次评级	2023 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （21 国联 05）	历史首次评级	2021 年 8 月 12 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	报告链接
	前次评级	2023 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （22 国联 02）	历史首次评级	2021 年 12 月 31 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	报告链接
	前次评级	2023 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （22 国联 03）	历史首次评级	2022 年 4 月 21 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	报告链接
	前次评级	2023 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
	本次评级	2024 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （22 国联 04）	历史首次评级	2022 年 5 月 20 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	报告链接
	前次评级	2023 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （22 国联 05）	历史首次评级	2022 年 9 月 23 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	报告链接
	前次评级	2023 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （23 国联 01）	历史首次评级	2023 年 2 月 2 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	前次评级	2023 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （23 国联 02）	历史首次评级	2023 年 4 月 17 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	前次评级	2023 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 5 月 22 日	AAA	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （22 国联 C1）	历史首次评级	2021 年 12 月 31 日	AA ⁺	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	报告链接
	前次评级	2023 年 5 月 22 日	AA ⁺	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 5 月 22 日	AA ⁺	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （22 国联 C2）	历史首次评级	2022 年 8 月 3 日	AA ⁺	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 证券行业信用评级方法（2018）	报告链接

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告〈公告〉链接
	前次评级	2023 年 5 月 22 日	AA ⁺	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 5 月 22 日	AA ⁺	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （23 国联 C1）	历史首次评级	2023 年 3 月 24 日	AA ⁺	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	前次评级	2023 年 5 月 22 日	AA ⁺	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 5 月 22 日	AA ⁺	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-
债项评级 （23 国联 C2）	历史首次评级	2023 年 7 月 7 日	AA ⁺	宫晨、高飞	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 5 月 22 日	AA ⁺	宫晨、王春苗	新世纪评级方法总论（2022） 金融机构评级方法与模型（证券公司）FM-JR002（2022.12）	-