联储证券有限责任公司

2019 年公开发行公司债券

信用评级报告

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.

概述

编号：【新世纪债评(2019)010643】

评级对象： 联储证券有限责任公司 2019 年公开发行公司债券

主体信用等级： AA
评级展望： 稳定
债项信用等级： AA
评级时间： 2019 年 6 月 14 日

计划发行： 不超过 10 亿元（含 10 亿元）
发行目的： 补充营运资金
本次发行： 不超过 10 亿元（含 10 亿元）
偿还方式： 每年付息一次，到期一次还本
存续期限： 不超过 5 年（含 5 年）
增级安排： 无

主要数据及指标

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位：人民币亿元			
总资产	64.66	178.90	183.64
总资产*	51.67	152.21	170.06
股东权益	16.09	56.15	56.15
归属于母公司所有者权益	16.09	56.15	56.15
净资本	15.18	44.81	42.74
总负债*	35.58	96.06	113.91
营业收入	4.85	7.08	6.80
净利润	1.55	0.83	0.40
资产负债率*（%）	68.87	63.11	66.98
净资本/总负债*（%）	42.66	46.65	37.53
净资本/有息债务（%）	65.48	56.60	38.85
员工费用率（%）	32.36	46.72	52.68
受托客户资产管理与基金管理业务净收入/营业收入（%）	40.48	17.19	4.36
营业利润率（%）	29.55	15.95	7.22
平均资产回报率（%）	3.97	0.82	0.25
平均资本回报率（%）	12.80	2.30	0.72

注：根据联储证券 2016-2018 年经审计的财务报表、2016-2018 年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，其中资产负债表数据及指标取自各期期末数。

评级观点

主要优势：

- **资本实力快速提升。**得益于 2015 年及 2017 年的多次增资，联储证券资本实力得到增强。
- **业务资质齐全。**联储证券特许经营资质较齐全，具有较好的业务发展基础。

主要风险：

- **宏观经济风险。**当前我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段，经济下行压力较大，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，其他金融机构也在部分业务领域对证券公司构成竞争，联储证券将持续面临激烈的市场竞争压力。
- **盈利稳定性有待提升。**联储证券利润贡献主要来源于自营业务及投行业务，经营受证券市场波动及政策影响较大，盈利稳定性有待进一步提升。
- **业务发展考验风险管理能力。**近年来，联储证券业务品种的不断丰富与规模的逐步扩大，尤其是资管业务及股票质押业务规模快速发展，对公司的融资能力和风险管理提出更高要求。目前资管业务部分产品发生违约，对于剩余产品的存续期管理亦加重了公司风险管理的压力。同时，股票质押业务平均履约保障系数持续下降也将持续考验公司对信用风险的管理能力。
- **自营投资收益波动较大。**联储证券债务投资规模占比较高，整体杠杆水平亦较高，后续债券市场调整或将持续挑战公司风险管理能力。

分析师

刘兴堂 liuxingtang@shxsj.com
王隽颖 wangjy@shxsj.com
Tel：(021) 63501349　Fax: (021)63500872

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

➢ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

联储证券有限责任公司 2019 年公开发行公司债券

信用评级报告

一、 公司概况

联储证券前身为众成证券经纪有限公司，于 2001 年 7 月由山东、河南、湖南、沈阳、西安五家证券交易中心联合改组设立，设立时期注册资本为 0.50 亿元。2014 年 7 月，公司以未分配利润和资本公积转增注册资本，注册资本增至 2.00 亿元。2015 年，经证监会深圳监管局核准，公司变更注册资本，注册资本由 2.00 亿元增至 6.00 亿元并引入 5 家新股东，分别为北京正润创业投资有限责任公司（现已更名为“北京正润投资集团有限公司”）、北京中禾金盛资产管理有限责任公司、北京智君汇信投资管理有限公司、上海众归投资管理有限公司和上海启易投资管理有限公司。2016 年公司更名为“联储证券有限责任公司”，期间经过多次股权调整及增资扩股，截至 2018 年末，公司注册资本为 25.73 亿元。

北京正润投资集团有限公司持有联储证券 22.02%的股份，为公司第一大股东；江苏华西村股份有限公司及北京中禾金盛资产管理有限责任公司分别持有公司 14.77%和 13.08%的股份，为公司第二及第三大股东。公司董事基本情况详见附录三。

图表 1. 联储证券前十大股东情况

序号	股东名称	出资额（亿元）	持股比例（%）
1	北京正润投资集团有限公司[1]	5.67	22.02
2	江苏华西村股份有限公司	3.80	14.77
3	北京中禾金盛资产管理有限责任公司[2]	3.37	13.08
4	山东五证交投资控股有限公司	2.04	7.92
5	青岛融海金融控股有限公司	1.28	4.97
6	宜宾县叙州区烨烽天然气有限责任公司	1.20	4.66
7	江苏洋河酒厂股份有限公司	1.00	3.89
8	上海恒盟投资中心（有限合伙）[3]	1.00	3.89
9	江苏中南建设集团股份有限公司	0.87	3.38
10	青岛融实国顺民安投资中心（有限合伙）[4]	0.78	3.03

[1]北京正润投资集团有限公司系益科正润投资集团有限公司控股子公司，益科正润投资集团有限公司成立于 2007 年，是一家以以风险投资、矿业投资、财富管理为主业的投资控股型企业。其财富管理业务主要通过北京富国大通资产管理有限公司、北信瑞丰基金管理有限公司开展；矿业投资业务方面，拥有 8 家矿业子公司，在山东、甘肃等地拥有多宗黄金、有色金属等矿业项目的探矿权和采矿权。

[2] 北京正润创业投资有限责任公司曾为北京中禾金盛资产管理有限责任公司法人股东，后于 2014 年 11 月 15 日变更为上海资衢投资合伙企业（有限合伙）。

[3] 钜派投资集团全资子公司，钜派投资集团成立于 2010 年 3 月 18 日，后经融资引入清科集团、易居中国、新浪、瑞士宝盛等股东，于 2015 年在美国纽交所成功上市（NYSE：JP）。

[4] 青岛融实国顺民安投资中心（有限合伙）与青岛融海金融控股有限公司，实际控制人皆为李沧区国有资产管理办公室。

序号	股东名称	出资额（亿元）	持股比例（%）
合计	-	21.01	81.61

资料来源：联储证券（截至 2018 年末）

联储证券具有较为齐全的证券特许经营资质，业务范围涵盖了证券经纪；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；证券资产管理；融资融券；代销金融产品；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；以及中国证监会批准或允许开展的其他业务。同时，公司下设立青岛联储创新投资有限公司从事另类投资业务；下设联储润达股权投资管理有限公司从事私募投资业务。

图表 2. 联储证券主要子公司情况

公司名称	持股比例（%）
青岛联储创新投资有限公司	100.00
联储润达股权投资管理有限公司	100.00

资料来源：联储证券（截至 2018 年末）

截至 2018 年末，联储证券资产总额为 183.64 亿元，所有者权益为 56.15 亿元。2018 年公司实现营业收入 6.80 亿元，净利润 0.40 亿元。

二、 债项概况

（一） 本次债券概况

本次债券发行总规模不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）。本次债券期限为不超过 5 年（含 5 年）。本次债券募集资金将用于补充营运资金。

图表 3. 联储证券拟发行债券概况

债券名称：	联储证券有限责任公司 2019 年公开发行公司债券
发行规模：	不超过 10 亿元（含 10 亿元）
本次规模：	不超过 10 亿元（含 10 亿元）
债券期限：	不超过 5 年（含 5 年）
债券类型：	公司债券
付息方式：	采用单利按年计息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付
担保方式：	无担保

资料来源：联储证券有限责任公司 2019 年公开发行公司债券募集说明书

截至报告出具日，联储证券已发行尚未偿付的债券（不包含短期融资券）共 20.00 亿元，其中公司债券 10.00 亿元，次级债券 10.00 亿元。

图表 4. 联储证券已发行尚未偿付债券情况

债券名称	发行规模（亿元）	票面利率（%）	起息日	备注
18 联储 C1	10.00	6.60	2018-09-21	将于 2020-09-21 到期
19 联储 01	10.00	6.00	2019-03-19	将于 2021-03-19 到期

资料来源：联储证券（截至报告出具日）

（二） 本次债券募集资金用途

本次债券的募集资金将用于补充营运资金。

三、 经营环境

（一） 宏观经济和政策环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长

随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019 年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（二） 证券行业运营状况与风险关注

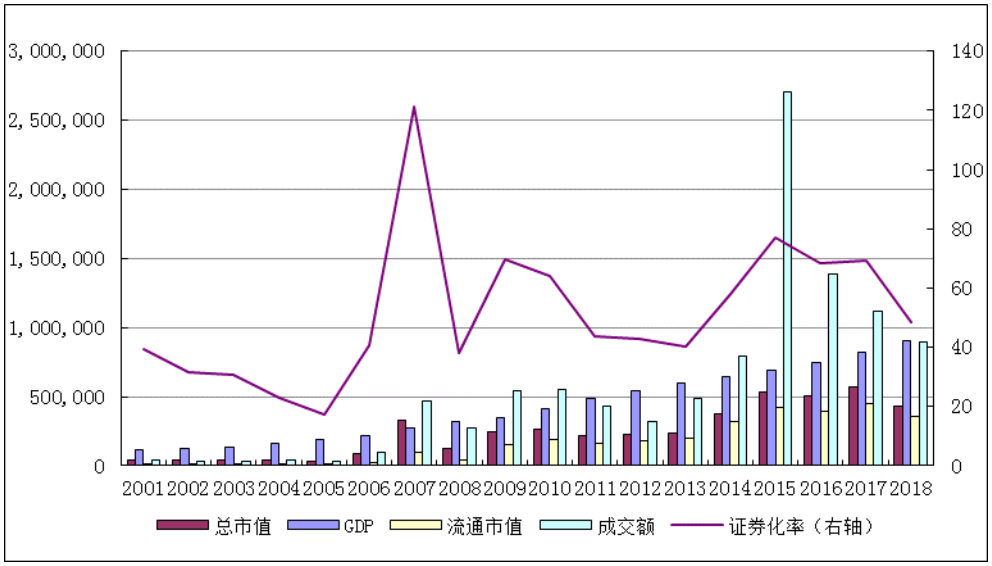
近年来，我国证券市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善，但与成熟市场相比，风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性仍较强。由于证券业受到高度监管，证券公司业务得到较大保护，这也成为证券公司信用质量的重要支撑。证券业同质化竞争较严重，且随着证

券市场层次与参与主体的日益丰富，其他金融机构及互联网金融使得证券业面临日益激烈的市场竞争压力。而证券公司创新业务的开展在优化证券公司业务结构的同时，也抬高了其杠杆经营程度，对证券公司资本补充、融资能力和风险管理能力提出更高要求。

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

根据沪深交易所统计数据，截至 2018 年末，沪深两市境内上市公司共有 3584 家，市价总值 43.49 万亿元。

图表 5. 中国股市发展情况及证券化率（单位：亿元，%）

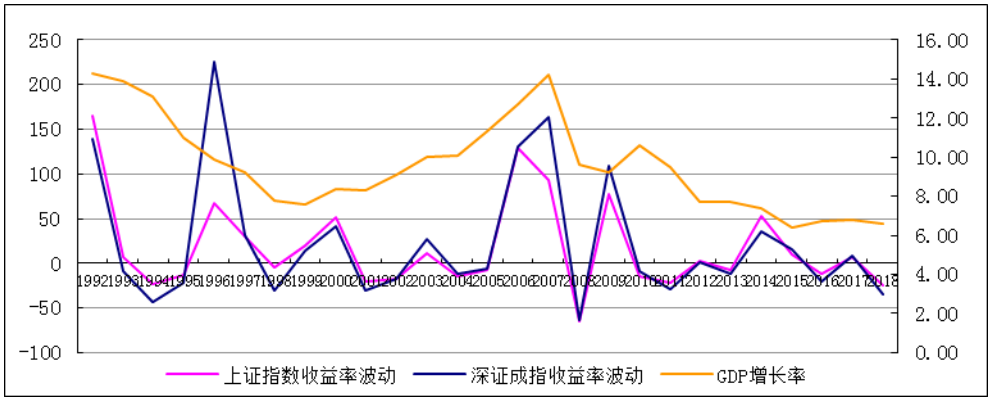


资料来源：Wind

注：证券化率=股市总市值/GDP×100%。

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

图表 6.　GDP 增长率与上证指数及深证成指收益率波动情况（单位：%）

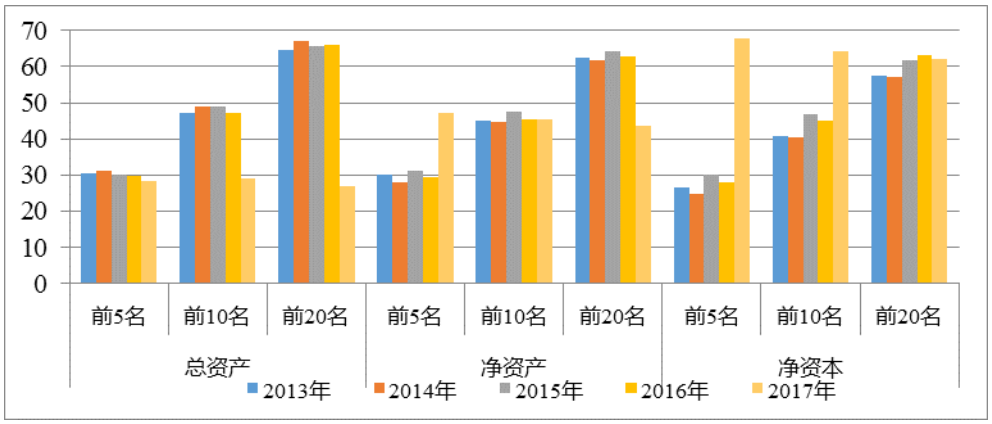


资料来源：Wind

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

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

图表 7.　证券业集中度变化情况（单位：%）

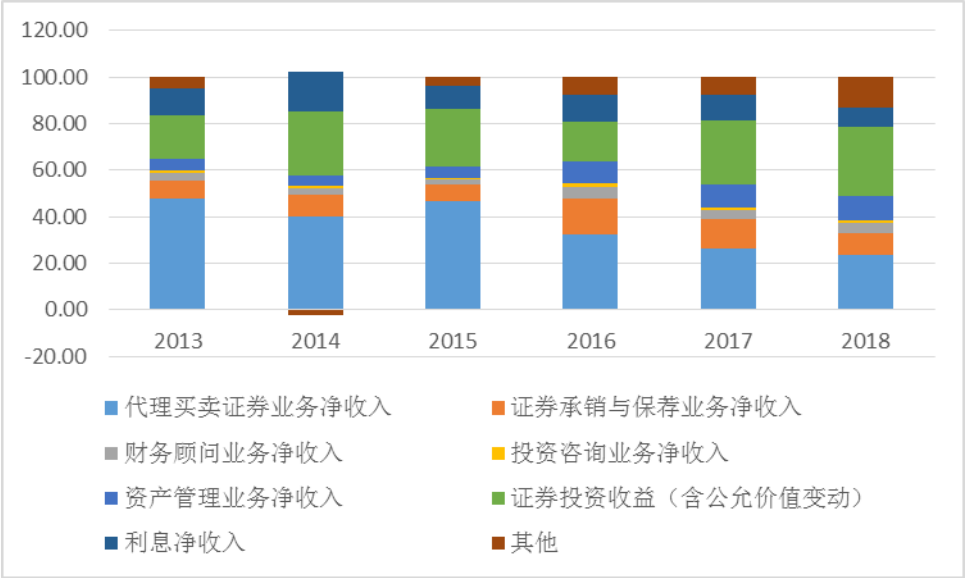


资料来源：中国证券业协会

目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。一方面，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险。而且，近年来，互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面临激烈的市场竞争压力。另一方面，随着我国金融市场的持续改革，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，杠杆经营程度上升后，证券公司在资本补充、融资能力和风险管理能力等方面有待同步提高。

受市场发展水平和监管环境影响，国内证券公司业务模式相对单一，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，盈利水平易受证券市场景气度影响，周期性波动明显。近年来，佣金率整体下滑促使证券公司推动转型，积极抢占融资融券市场份额。2016 年，投行业务借助政策推动，业务收入确认加快，在证券公司收入结构中占比增速较快，项目储备充足和承销能力较强的证券公司将在业务结构转型和收入结构优化的过程中得到较强支撑。2017 年，股票质押式业务规模迅速增长，为证券公司盈利稳定性提供了一定补充。同时，全年股票市场慢牛的走势以及市场投资风格的转变亦使得证券公司自营投资表现有所改善。但监管政策的持续收紧对证券公司合规风控能力提出了更高的要求。2018 年以来，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策带来的全球性信用收缩，股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期有所减少，各证券公司均加快业务转型，推进非通道类业务的发展。

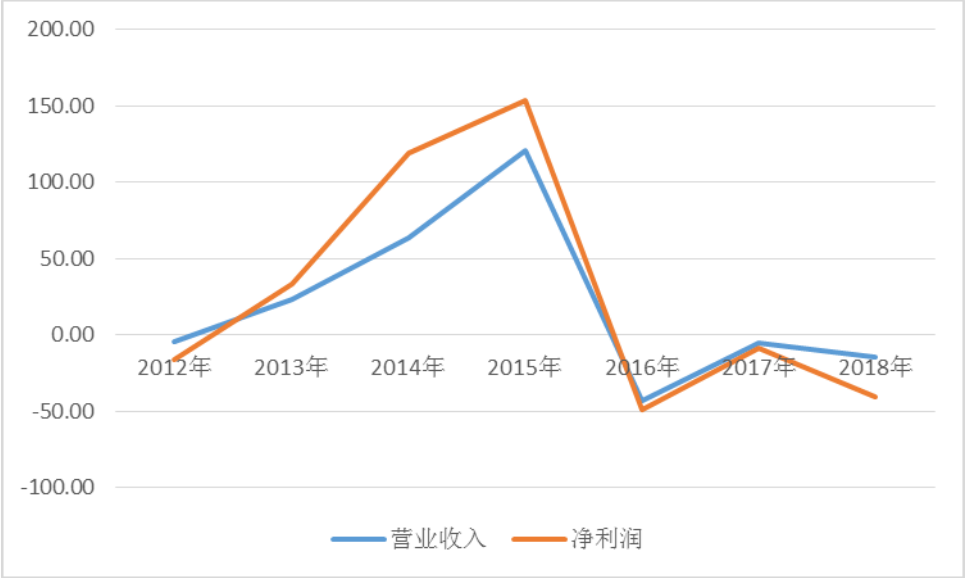
图表 8.　证券公司营业收入结构情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

2018 年以来，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策带来的全球性信用收缩，我国股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。债券市场交投活跃，根据 Wind 资讯统计，截至 2018 年 11 月末，银行间和交易所债券合计成交 132.62 万亿元，总成交量较去年同期增长 47.26%。同期末，债券市场合计发行额为 40.08 万亿元，较去年同期发行额增长 6.65%。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期有所减少。经纪业务及自营业务受市场波动影响较大；新股及再融资规模的下降亦导致投行业务收入的降低；市场两融规模维持稳定，但整体债务规模增长侵蚀了证券公司的利息收入；大资管新规对资产管理业务的监管影响逐步减小，业务盈利情况有一定回升。

图表 9. 证券业历年营业收入与净利润增幅情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

我国证券监管部门审慎推进证券市场的金融创新与对外开放。近年来，证券市场创新步伐与开放进程有所加快，融资融券、直投业务、股指期货等创新业务与品种陆续推出，创业板成立、三板市场升级扩容，QFII 与 QDII 适用对象逐步拓宽和提高，创新为市场与机构注入了活力。随着我国对外开放水平的提高，我国证券市场的创新度和开放度将进一步提高。

四、 业务与战略

近年来，得益于多次增资扩股，联储证券由单一经纪业务证券公司迅速发展成为全牌照、全国布局的综合类证券公司。公司目前仍处于业务转型初期，各项业务营业收入及利润贡献波动较大，存在一定的发展空间。

（一） 业务竞争力

近年来，得益于多次增资扩股，联储证券由单一经纪业务证券公司迅速发展成为全牌照、全国布局的综合类证券公司。公司各项业务发展速度较快，营业收入连年持续增长，但受营业成本、市场环境及政策等因素影响，公司盈利水平波动较大。

从营业收入及利润结构来看，联储证券处于业务转型初期，各项业务营业收入及利润贡献波动较大。因营业部网点铺设速度较快，各营业部仍处在客户资源积累阶段，公司经纪业务整体盈利情况不佳，但得益于信用业务两融业务和股票质押式回购业务利息收入的稳定增长，整体业务分部营业利润有所好转；自营业务方面，固定收益类证券投资规模的快速增长推动了该业务板块营业收入和营业利润快速提升；公司资产管理业务亦处于高速发展阶段，2016 年盈利情况较好，但随资管新规落地及受民企经营情况恶化的影响，该业务部分产品发生违约，业务发展速度出现下滑，盈利情况有所波动；公司投资银行

业务发展较为稳定，2018 年受 IPO 审核持续收紧影响，该业务分部盈利水平有所下降。

图表 10. 联储证券营业收入结构按业务分部划分（单位：亿元，%）

营业收入	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
经纪业务及信用业务	0.94	19.42	1.30	18.42	2.77	40.74
其中：手续费及佣金净收入	0.67	13.85	0.60	8.43	0.56	8.23
利息净收入	0.27	5.57	0.67	9.47	2.07	30.41
自营业务	1.30	26.79	2.33	32.87	3.12	45.87
资产管理	1.96	40.48	1.22	17.19	1.13	16.67
投资银行	0.44	9.10	1.79	25.30	0.99	14.63
其他	0.20	4.21	0.44	6.22	-1.22	-17.91
合计	4.85	100.00	7.08	100.00	6.80	100.00
营业利润	**2016 年**		**2017 年**		**2018 年**	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
经纪业务及信用业务	-0.09	-6.51	-0.63	-55.46	0.40	82.22
自营业务	1.00	70.09	1.97	174.32	2.88	586.71
资产管理	0.93	65.12	0.10	8.59	0.60	122.68
投资银行	0.26	18.23	0.90	79.89	-0.11	-22.82
其他	-0.67	-46.93	-1.21	-107.34	-3.28	-668.79
合计	1.43	100.00	1.13	100.00	0.49	100.00

资料来源：联储证券 2016-2018 年审计报告中“六、分部报告”

注：2018 年分部报告其他分部营业收入主要包含利息支出 1.71 亿元，营业支出主要包含业务及管理费用 1.93 亿元。

1. 经纪业务

联储证券原为单一经纪业务证券公司，具备一定的客户基础。自增资以来，公司经纪业务快速扩张，营业部网点数量大幅增长。截至 2018 年末，公司证券营业部数量已增至 62 家（其中 5 家营业部获批筹建中），基本完成了对全国区域的布局。

得益于线下渠道的不断完善，联储证券经纪业务客户数量和市场份额不断提升。根据 Wind 数据统计，2016-2018 年公司股、基交易额分别为 1442.90 亿元、2411.32 亿元和 3643.40 亿元；股、基交易额市场份额占比分别为 0.052%、0.099%和 0.183%；2016 年及 2017 年市场份额排名分别 64 位和 78 位。同期，公司代理买卖证券业务净收入分别为 0.46 亿元、0.56 亿元和 0.48 亿元，公司部均代理买卖证券业务净收入分别为 95.40 万元/家、98.14 万元/家和 76.89 万元/家，公司净佣金率[5]分别为 0.0317%、0.0232%和 0.0131%。综合而言，受市场环境影响，加之网点新设速度较快，近年来公司经纪业务营业收入及营业利润波动仍然较大，盈利能力较弱。同时，为获取客户资源，公司经纪业务佣金率持续下滑，营业部部均代理买卖证券业务净收入亦受到一定影响。

[5] 净佣金率=代理买卖证券业务净收入/股、基交易额*100%

2. 证券信用业务

随客户资源的逐步积累，联储证券信用业务亦开始快速发展，2016-2018年公司融资融券利息收入分别为0.07亿元、0.25亿元和1.02亿元。信用业务已逐步成为营业收入及利润的重要增长点，目前公司信用业务主要包括融资融券业务、股票质押式回购交易业务等。

融资融券业务方面，近年来证券市场持续震荡，两融余额快速减少，联储证券两融业务起步较晚，受影响程度较小，期间两融账户及融出资金余额均维持增长。截至2017年末及2018年末，公司两融账户开户数分别为1612户和1953户，实际融出资金余额分别为7.98亿元和12.32亿元。

股票质押业务方面，联储证券于2016年5月取得股票质押式回购业务资格。自取得业务资格以来，公司股票质押业务规模持续增长，截至2017年末及2018年末，公司股票质押回购余额分别为15.40亿元和20.20亿元，其中自有资金参与金额分别为8.92亿元和13.72亿元。但股票质押业务规模的增长亦在一定程度上加重了公司信用风险管理的压力，且2018年以来市场持续震荡，公司股票质押业务平均履约保障比例持续下降。截至2018年末，公司该业务平均履约保障比例为184.12%。此外，截至2018年末，公司已有一笔股质业务发生违约，质押标的为九有股份，资金融入方为天津盛鑫元通有限公司，涉及金额为1.63亿元（暂计），目前公司正通过多种方式进行资产保全、控制项目风险。

图表11. 联储证券信用业务情况（单位：亿元、户）

项目	2016年	2017年	2018年
融资融券业务余额	1.75	7.98	12.32
股票质押式回购业务待回购余额（自有资金）	0.30	8.92	13.72
融资融券利息收入	0.07	0.25	1.02
股票质押回购利息收入	0.00	0.19	0.77

资料来源：联储证券

图表12. 联储证券自有资金出资未解押股票质押业务标的情况（单位：万股、元/股、万元）

股票名称	股东名称	质押股数	质押均价	质押参考市值
九有股份	天津盛鑫元通有限公司	6980.00	5.16	36031.00
富祥股份	喻文军	236.00	37.32	8807.44
南大光电	上海同华创业投资股份有限公司	320.00	34.70	11104.00
开尔新材	邢翰学	2157.49	10.85	23399.12
海伦哲	江苏省机电研究所有限公司	2840.00	5.57	15818.80
昌红科技	徐燕平	1551.00	5.59	8670.09
昌红科技	李焕昌	2802.36	6.72	18828.92
数知科技	张敏	337.00	39.03	13153.11
双环传动	李绍光	1400.00	5.86	8204.00
京山轻机	京山京源科技投资有限公司	3074.00	10.35	31829.30

股票名称	股东名称	质押股数	质押均价	质押参考市值
金科股份	天津润泽物业管理有限公司	3767.00	5.98	22526.66

资料来源：Wind 数据（截至 2018 年末）

注 1：质押均价=质押公告日股价（不复权）*该次质押质押股数/合计质押股数；质押参考市值=质押均价*质押股数；

注 2：质押均价及质押股数计算包含补充质押，以此计算的质押参考市值与实际质押市值存在一定偏差。

图表 13. 联储证券违约股票质押业务情况（单位：股）

代码	名称	股东名称	已质押股份数目	平均履约保障系数	进展情况
600462.SH	九有股份	天津盛鑫元通有限公司	69800000	151.19%	受理立案

资料来源：上市公司公告

3. 自营业务

自 2015 年增资以来，随资本实力的提升，联储证券自营业务规模快速扩大，逐步发展成为公司营业收入和利润的最主要贡献点。2017 年公司进一步增资至 25.73 亿元，净资产增至 27.88 亿元后，2017 年末其证券投资规模为 118.65 亿元，较上年末增长 867.13%。2018 年以来，公司对投资种类和方式进行了相应部署和调节，丰富了投资品种，实现了投资种类和配置的多样化。2018 年末公司证券投资规模较年初减少 2.00 亿元，为 116.65 亿元。

联储证券自营业务主要通过自有资金投资国债、企业债、公司债、基金专户理财以及货币基金等固定收益类金融产品，2017 年末公司债券类投资占比为 84.27%，债券类投资规模达 99.99 亿元。2018 年末公司以债券类投资为主，其中以中期票据和公司债占比较高。其他类投资主要系公司子公司对外进行的股权投资；理财产品主要系公司受让的关联方“共青城润达投资管理合伙企业”收益权。

得益于较为合理的资产配置，联储证券综合投资收益持续提升。2017 年及 2018 年，公司综合投资收益分别为 3.01 亿元和 4.85 亿元。受证券投资规模快速增长的影响，同期末公司净资本对证券投资规模的覆盖度快速下降，分别为 37.77%和 36.64%。

图表 14. 联储证券自营业务投资情况

	2016 年	2017 年	2018 年
证券投资规模（亿元）	12.27	118.65	116.65
其中：股票（%）	2.87	2.05	3.16
债券（%）	35.59	84.27	74.81
基金（%）	59.91	5.49	5.12
理财产品（%）	0.00	4.37	5.24
其他（%）	1.63	3.81	11.67
净资本/证券投资规模（%）	123.72	37.77	36.64
综合投资收益（亿元）	0.91	3.01	4.69
其中：可供出售金融资产公允价值变动（亿元）	-0.37	-0.18	-0.40
公允价值变动收益（亿元）	-0.19	0.79	0.06

	2016 年	2017 年	2018 年
综合投资收益率（%）	10.13	4.60	3.98

资料来源：联储证券

注 1：证券投资规模=以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产-可供出售金融资产中按成本计量的权益工具+持有至到期投资；

注 2：综合投资收益=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+可供出售金融资产公允价值变动净额；

注 3： 综合投资收益率=综合投资收益×2/（期初证券投资规模+期末证券投资规模）×100%。

4. 投资银行业务

联储证券投资银行业务专注于新三板和 A 股市场，致力于新三板产业链以及为中国境内企业提供首发上市、再融资、并购重组、债券发行与承销、资产证券化、场外市场业务等投资银行服务。

自 2016 年底取得保荐机构资格以来，联储证券已成功参与赛轮金宇集团股份有限公司非公开发行人民币普通股（A 股）股票项目，担任联合主承销商；参与宁波维科精华集团股份有限公司非公开发行股票项目，担任副主承销商。

自 2017 年 1 月底取得新三板推荐业务资质以来，联储证券已成功推荐挂牌新三板企业两家，并有一家已取得同意挂牌函，正在办理挂牌手续中；另协助四家企业完成新三板定向发行；作为独立财务顾问，协助完成涉及五家新三板挂牌企业的收购事项。

自 2016 年初公司取得债券承销资质以来，联储证券致力于为地方平台、企业、上市公司及金融机构提供全方位、系统性的债权融资及投资服务，公司固收条线成功承销 16 华安债、17 泰交 02 等多只公司债券。2018 年，公司债券承销规模为 95.30 亿元，其中主承销规模 78.92 亿元，排名全行业第 47 名；ABS 项目承销成功发行规模为 7.39 亿元，北金所债权融资计划成功发行规模为 24.60 亿元。

5. 资产管理业务

联储证券通过成立上海资产管理分公司负责对客户委托的资产进行投资管理、实现客户资产保值和增值。自 2015 年 8 月 17 日获得证券资产管理业务资格以来，公司设立多个业务团队，业务范围涵盖资产证券化、非标债务融资、上市公司并购、定增及股票质押等多个业务领域。

联储证券资产管理业务发展初期非标业务规模增速较快，非标业务中以上市民营企业融资为主。随资管新规出台，行业监管政策趋严趋紧，公司逐步转向推进标准化业务发展，非标业务基本停滞。截至 2018 年末，公司资产管理业务受托规模合计为 98.04 亿元。同年末，集合资产管理业务受托规模为 48.02 亿元，其中存量非标业务规模约为 40 亿左右，分别为政信类项目 20 亿元左右、民企融资类项目 20 亿元左右（包含已违约产品）；剩余规模主要包含固定收益

类、FOF 等产品。同年末公司专项资产管理业务和定向资产管理业务受托规模分别为 15.51 亿元和 34.51 亿元，专项资管计划分别丰汇租赁六期资产支持专项计划和联储证券科誉高瞻租赁一期资产支持专项计划，发行金额分别为 11.43 亿元和 4.31 亿元；定向资管计划以通道类业务为主，管理费率约为万分之一至万分之二。

业务净收入方面，近年来，联储证券资管业务收入增速较快，但随着资管新规落地及受民企经营情况恶化的影响，该业务部分产品发生违约，业务发展速度出现下滑，盈利情况有所下降。2016-2018 年，公司资产管理业务净收入合计分别为 1.96 亿元、1.22 亿元和 0.30 亿元。

图表 15. 联储证券资产管理业务情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
期末集合资产管理业务受托规模（亿元）	99.76	77.88	48.02
期末定向资产管理业务受托规模（亿元）	41.58	42.02	34.51
期末专项资产管理业务受托规模（亿元）	-	25.46	15.51
集合资产管理业务净收入（亿元）	1.92	1.12	0.21
定向资产管理业务净收入（亿元）	0.04	0.05	0.08
专项资产管理业务净收入（亿元）	-	0.05	0.01
资产管理业务净收入合计（亿元）	1.96	1.22	0.30
资产管理业务收入行业排名（位）	32	36	-

资料来源：联储证券、证券业协会

注：2015 年排名为受托客户资产管理业务净收入排名。

联储证券资产管理业务较快的规模增速亦使得其风险管理压力快速提升。截至 2018 年末，根据 Wind 数据查询，公司已累计有 6 只产品发生违约。截至报告出具日，公司已开展资产保全，具体处置进度见图表 16。鉴于公司资管业务项目中仍有部分非标类民企融资项目处于存续期，在宏观经济增速放缓、民企经营业绩恶化的情况下，该类项目违约风险仍然较高，公司仍需加强对存续期项目的风险管理。此外，截至 2018 年末，公司存续定向产品已有股质业务发生违约，主要为对接秋林集团的股质资金，资金融入方分别为天津嘉颐实业有限公司，涉及金额分别为 3.81 亿元（暂计）。目前公司已对该公司股东提起诉讼。

图表 16. 联储证券资产管理业务部分违约产品情况（单位：亿元）

产品名称	产品成立时间	逾期时间	规模	融资方	资金用途	处理进展
联储证券-中弘新奇 1 号集合资产管理计划	2016/7/19	2017.12	5.00	浙江新世界影视	补充流动资金	已裁决并申请强制执行
联储证券-聚诚 1 号集合资产管理计划	2016/8/18	2018.9	1.70	韬蕴资本	补充企业流动性	有首封资产，已轮候查封资产，已诉讼
联储证券-聚诚 5 号集合资产管理计划	2017/12/29	2018.12	3.00	宏图高科	购买宏图高科对宏图三胞的 4 亿元应收账款，并最终用于鸿图高科供应链采购	有查封资产，待仲裁
联储证券-聚诚 9 号集合资产管理计划	2016/11/15	2018.6	5.00	凯迪生态	收购生物质发电原料	有查封冻结资产，已一审判决
联储证券-聚诚 15 号集合	2017/1/4	2018.6	3.00	东方金珏	补充流动资金；采	已一审判决

产品名称	产品成立时间	逾期时间	规模	融资方	资金用途	处理进展
资产管理计划					购黄金、玉石原料	
联储证券-聚诚 16 号集合资产管理计划	2017/2/23	2018.8	3.00	盛运环保	补充符合国家法律法规的项目营运资金	有首封资产，已一审判决

资料来源：Wind 数据（截至报告出具日）

图表 17. 联储证券资产管理业务部分存续非标类资产管理计划情况（单位：亿元）

产品名称	产品成立时间	集合计划资产净值	融资方	资金用途
联储证券聚诚 7 号-陕国投.联储证券亿阳集团贷款集合资金信托计划	2016/9/30	2.53	亿阳集团股份有限公司	补充流动资金
联储证券聚诚 13 号-中航信托·天启(2016)185 号联储证券 4 号陕西旅游集团项目集合资金信托计划	2016/11/22	0.98	中金旅资产管理有限公司	信托贷款-日常经营周转
联储证券聚诚 20 号-国民信托-金贵银业信托计划	2017/4/21	0.90	锦荣贸易有限责任公司	受让原材料供应商对金贵银业享有的应收账款
联储证券聚诚 25 号-国民信托申旺 5 号事务管理集合资金信托计划	-	-	锦荣贸易有限责任公司	受让原材料供应商对金贵银业享有的应收账款
联储证券众信融益 1 号-股票质押式回购（秋林集团）	2016/8/26	3.67	天津嘉颐实业有限公司	补充流动资金

资料来源：Wind 数据

图表 18. 联储证券定向资管计划违约股票质押业务情况（单位：股）

代码	名称	股东名称	已质押股份数目	平均履约保障系数	进展情况
600891.SH	秋林集团	天津嘉颐实业有限公司	136630000	137.84%	已判决

资料来源：上市公司公告

（二） 发展战略

联储证券未来将继续围绕着“扩大优势、补强短板，全面提升综合竞争实力”的指导思想，以实现收入增长为经营目标，加大业务拓展力度，进一步提质增效；加强跨部门协作，提高满足客户综合金融需求的能力；高度重视合规、风控工作，确保公司平稳、健康发展；进一步完善激励机制，加强人才队伍建设；做好中后台基础工作，为业务发展提供有力保障。

五、 风险管理

联储基本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。近年来，公司业务品种的不断丰富与规模的逐步扩大，尤其是资管业务及股票质押业务规模快速发展，对公司的融资能力和风险管理提出更高要求。目前公司资管业务部分产品发生违约，对于剩余产品的存续期管理亦加重了公司风险管理的压力。同时，股票质押业务平均履约保障系数持续下降也将持续考验公司对信用风险的管理能力。

联储证券基本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。证监会对公司 2016-2018 年的分类监管评级结果分别为 B 类 BBB 级、B 类 BBB 级和 B 类 BB 级。

（一） 市场与信用风险

联储证券市场风险敞口主要集中在自营投资业务、自有资金参与的资产管理业务等。

自 2015 年增资以来，联储证券自营业务规模快速提升。2016 年末公司自营非权益类证券及其衍生品和自营权益类证券及其衍生品占净资本的比重分别快速升至 278.18%，后得益于资本实力提升及逐步调整标的配置情况，于 2018 年末逐步降至 218.27%。公司权益类证券及证券衍生品投资规模较小，但因公司其他权益投资规模有所增长，2018 年末净资本对其覆盖比例升至 14.84%。整体来看，公司自营业务风控指标均处在监管标准之内，非权益类证券及证券衍生品投资比重较高，规模较大。

图表 19. 联储证券监管指标情况（单位：%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	预警标准	监管标准
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	278.18	240.75	218.27	≤400%	≤500%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	6.19	5.51	14.84	≤80%	≤100%

资料来源：联储证券

联储证券信用风险敞口主要分布在融资类业务（融资融券、约定购回式交易和股票质押式回购业务）、固定收益自营业务等领域。

固定收益自营业务方面，联储证券开展的固收自营债券投资的信用评级和主体评级符合内部风险限额指标规定。债券组合中信用债大部分保持在 AA 级以上。截至 2018 年末，公司 AAA 级债券持仓规模为 37.12 亿元，AA 级及以上债券持仓规模为 36.95 亿元；2017 年末及 2018 年末合并口径债券投资修正久期分别为 1.37 年及 2.17 年，杠杆率分别为 3.97 和 4.13，2018 年末公司债券投资 DV01 为 182.27 万元。

资本中介业务方面，联储证券通过对客户风险教育、适当性管理、尽职调查、征信评级、分级授信管理、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式有效地控制了信用风险。截至 2017 年末及 2018 年末，公司两融维持担保比率分别为 259.42%和 206.60%；同期末，公司股票质押业务平均履约保障比例分别为 180.09%和 184.12%。介于 2018 年四季度权益类市场的持续下跌，公司股票质押业务平均履约保障比例仍将持续下降，信用业务风险管理仍然较大。

联储证券采取规范尽职调查机制、提高项目准入标准、强化项目投后管理等有效风险应对措施化解相应风险隐患。

资产管理业务方面，联储证券通过风险管理部对资产管理计划的各项风险进行全面的监督和检查。同时在交易系统中将设置各类合规性指标进行限制，实现交易事前可控制。对日常资管计划出现的各类问题，公司风险管理部及时的进行风险提示，提出风险管理建议，并督促相关部门及时整改。公司资产管理业务较快的规模增速使得风险管理压力快速提升，目前公司已有部分非标类

资管计划发生违约。鉴于公司资管业务项目中仍有部分非标类民企融资项目处于存续期，在宏观经济增速放缓、民企经营业绩恶化的情况下，该类项目违约风险仍然较高，公司仍需加强对存续期项目的风险管理。

综合而言，联储证券建立了符合自身特点的市场与信用风险管理制度体系。公司债券自营投资业务债券杠杆较高，整体市场风险管理压力较大。同时，介于 2018 年四季度权益类市场的持续下跌，公司股票质押业务平均履约保障比例仍将持续下降，信用业务风险管理仍然较大。此外，公司已有部分非标类资管计划发生违约。在宏观经济增速放缓、民企经营业绩恶化的情况下，公司在存续期的非标类民企融资项目违约风险仍然较高，公司仍需加强对存续期项目的信用风险管理。

（二） 流动性风险

联储证券针对流动性风险建立了以净资本为核心的风险监控体系，每月生成净资本计算表，通过监控系统监控净资本的变化，并分析差异原因。同时根据《证券公司风险控制指标管理办法》和《证券公司流动性风险管理指引》建立了以“资产负债率、净资产负债率、自营权益投资比率、净资本比率、流动性覆盖率（LCR）、净稳定资金率（NSFR）”等影响公司流动性风险的监控指标。公司严格控制自营业务投资规模，自营投资占净资本的比例严格控制在监管机关的要求之内。在控制规模的同时，对所投资证券资产的变现能力也规定了相应的投资比例进行限制并适时监控。此外，公司还逐步建立了资金业务的风险评估和监测制度，严格控制流动性风险。

从资产构成占比情况看，自 2017 年开始，联储证券证券自营投资业务占据了公司资产构成的绝大比例。2018 年以来，随经纪和信用业务的逐步开展以及自营业务标的调整，公司资产构成有一定微调，整体来看仍以证券自营投资为主，融出资金和股票质押式回购占比有小幅增长。截至 2018 年末，公司融出资金、买入返售金融资产规模分别为 12.16 亿元和 19.37 亿元，股票质押式回购业务余额为 10.79 亿元。

图表 20. 联储证券资产构成占比情况（单位：%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
货币资金*	2.31	3.26	3.56
自营投资业务	23.74	77.95	68.59
买入返售金融资产	62.70	8.86	11.39
其中：股票质押式回购	0.58	5.86	6.35
融出资金	3.38	5.23	7.15
小计	**92.14**	**95.30**	**90.69**
总资产*	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：联储证券

注：本表货币资金已扣除客户资金存款，比例计算已扣除代理买卖和承销证券款。

从债务构成情况来看，联储证券主要通过发行长期限债券、资产支持证券、两融收益权转让等中长期负债手段，以及卖出回购债券、发行短期限债券等短

期负债手段支持信用交易业务及自营投资业务开展。近年来，随固定收益投资规模的增长及其他业务发展资金需要，公司逐步加大固定收益投资杠杆，卖出回购金融资产款提升较快。截至 2018 年末，公司卖出回购金融资产款为 65.10 亿元，占短期债务比重为 68.30%。从债务期限来看，公司短期债务占比较高，2018 年末短期债务占有息债务的比重为 86.65%，公司较短的债务期限结构将对流动性管理形成一定压力。

图表 21. 联储证券债务构成情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
卖出回购金融资产款	34.55	72.54	65.10
短期债务	34.55	94.40	95.33
有息债务	34.55	94.40	110.01
短期债务/有息债务	100.00	100.00	86.65
货币资金*/短期债务	3.46	5.25	6.35

资料来源：联储证券

注 1：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；

注 2：有息债务=期末短期借款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付短期融资券+期末应付债券+期末长期借款+期末应付合并结构性主体权益持有者款项。

整体看，证券自营投资业务的固定收益投资规模波动以及信用业务的快速增长将持续挑战联储证券的资本补充和外部融资能力，并对其流动性管理构成压力。公司仍需加强流动性风险管理能力，以应对突发性流动性风险事件。

（三） 操作风险

联储证券操作风险主要是指由于人员、内部程序、系统的不完善或失误，以及企业外部事件冲击而给公司带来损失的风险，按风险类型分为人员风险、流程风险、技术风险和外部风险。

在操作风险管理方面，联储证券开展员工入职审查、信息隔离墙管理、合规教育、合规检查和合规考核等工作，严格落实员工执业行为合规管理；关键岗位权限分离，加强重要业务环节的审核与监控，重要业务环节设置 A/B 角，建立操作、复核与审批机制；相关业务人员持证上岗，禁止使用不具备资格人员开展业务；提出操作风险管理系统的需求和方案，持续跟踪业内动态，已完成初步设计工作。

综合而言，联储证券已基本具有可操作的管理制度、健全的组织架构、基本的信息技术系统、量化的风险指标体系、人才队伍、有效的风险应对机制。

六、 盈利能力

联储证券营业收入增速较快，但整体盈利能力及盈利稳定性仍然较弱，盈利能力在行业内居中下游，综合竞争力仍有待提升。

近年来得益于增资扩股及业务范围的拓展，联储证券收入规模持续增长，2016-2018 年，公司分别实现营业收入 4.85 亿元、7.08 亿元和 6.80 亿元。受市场环境以及业务拓展成本的影响，公司盈利情况有所波动，同期分别实现净利润 1.55 亿元、0.83 亿元和 0.40 亿元。从排名情况来看，公司收入增速较好，但盈利能力及盈利稳定性较弱，整体盈利水平仍处于行业中下游。

图表 22. 联储证券收入与利润情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入（亿元）	4.85	7.08	6.80
营业收入行业排名（位）	86	79	-
净利润（亿元）	1.55	0.83	0.40
净利润行业排名（位）	77	77	-

资料来源：联储证券、证券业协会

从各业务线的盈利情况来看，近年来联储证券利润主要来源于自营业务以及投资银行业务，资产管理业务营业利润率波动幅度较大，经纪业务各营业部仍处于展业初期，尚未能形成较为稳定的盈利。

从成本及费用结构看，联储证券仍处于业务快速拓展阶段，业务及管理费占营业收入的比重持续波动。未来受业务发展需求、同业竞争加剧、创新业务需求等因素影响，公司人员成本仍将面临上升压力。

图表 23. 联储证券成本费用情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	4.85	7.08	6.80
业务及管理费用	3.36	5.70	5.76
职工薪酬	1.57	3.31	3.58
业务及管理费/营业收入	69.34	80.52	84.81
职工薪酬/业务及管理费	46.67	58.02	62.11

资料来源：联储证券

综合而言，联储证券营业收入增速较快，但整体盈利能力仍然较弱，在行业内居中下游，综合竞争力仍有待提升。公司盈利贡献点主要来源于自营业务和投行业务，但盈利稳定性较易受市场环境影响而出现波动。受业务发展需求、同业竞争加剧、创新业务需求等因素影响，公司人员成本仍将面临上升压力。

七、 资本与杠杆

联储证券资本实力提升较快，杠杆处于行业平均水平。

联储证券资本实力提升较快，公司于 2015 年及 2017 年分别获得三次增资，截至 2017 年末整体注册资本已由 6.10 亿元增至 25.73 亿元。2018 年末，公司净资产和净资本分别为 56.19 亿元和 42.74 亿元。

图表 24. 联储证券资本实力（单位：亿元，位）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
净资产	16.09	56.12	56.19

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
行业排名	89	67	-
净资本	15.18	44.81	42.74
行业排名	91	72	-

资料来源：证券业协会

截至 2018 年末，联储证券合并口径股东权益构成中股本和资本公积占比分别为 45.82%和 49.65%。整体来看，在增资完成后，公司股东权益结构已趋于稳定，但仍需关注未来分红政策的变化及对公司股东权益结构稳定性的影响。

图表 25. 联储证券净资产构成情况（单位：%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
股本	84.50	45.83	45.82
资本公积	3.79	49.66	49.65
其他综合收益	-1.73	-0.81	-1.52
盈余公积	1.97	0.71	0.76
一般风险准备	3.94	1.42	1.52
未分配利润	7.52	3.21	3.77
股东权益合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：联储证券

近年来，虽联储证券资产规模持续扩张、资本实力不断增强，但固定收益投资规模的增长亦使得其资产负债率和杠杆经营程度一直维持在行业较高水平。从风险监管指标来看，公司各项指标维持较好。在监管持续趋严趋紧的环境下，公司仍需防范因监管处罚导致的分类评价下降。

图表 26. 联储证券资产负债率及监管指标情况（单位：%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	预警标准	监管标准
资产负债率*	68.87	63.11	66.98	-	-
净资本	15.18	44.81	42.74	-	-
净资本/净资产	94.35	79.84	76.07	≥24%	≥20%
净资本/负债	42.66	46.65	37.53	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	45.21	58.43	49.34	≥12%	≥10%
风险覆盖率	390.01	313.74	189.24	≥120%	≥100%

资料来源：联储证券

注：本表中净资本及风险控制指标均为母公司数据。

八、 本次债券偿付保障分析

（一） 货币资金*及可变现金融资产规模较大

根据联储证券 2018 年审计报告，截至 2018 年末，公司持有货币资金*6.05 亿元，同时可供出售金融资产中可即时变现的金融资产规模较大，能够对本次债券的偿付提供较好保障。

（二） 具有畅通的融资渠道

联储证券拥有较畅通的债务性融资渠道，可根据实际情况综合运用同业拆借、债券回购等多种融资方式，借入资金用于补足偿债资金缺口，保障债券本息兑付。

跟踪评级安排

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

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

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

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

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

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

附录一：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2016 年	2017 年	2018 年	-
总资产（亿元）	64.66	178.90	183.64	-
总资产*（亿元）	51.67	152.21	170.06	-
股东权益（亿元）	16.09	56.15	56.15	-
归属于母公司所有者权益（亿元）	16.09	56.15	56.15	-
营业收入（亿元）	4.85	7.08	6.80	-
营业利润（亿元）	1.43	1.13	0.49	-
净利润（亿元）	1.55	0.83	0.40	-
资产负债率*（%）	68.87	63.11	66.98	-
权益负债率（%）	221.19	171.08	202.84	-
净资本/总负债*（%）	42.66	46.65	37.53	-
净资本/有息债务（%）	43.93	47.47	38.85	-
货币资金*/总负债*	3.36	5.16	5.31	-
员工费用率（%）	32.36	46.72	52.68	-
手续费及佣金净收入/营业收入（%）	65.48	56.60	43.42	-
受托客户资产管理与基金管理业务净收入/营业收入（%）	40.48	17.19	4.36	-
营业利润率（%）	29.55	15.95	7.22	-
平均资产回报率（%）	3.97	0.82	0.25	-
平均资本回报率（%）	12.80	2.30	0.72	-
监管口径数据与指标	**2016 年末**	**2017 年末**	**2018 年末**	**监管标准值**
净资本（亿元）	15.18	44.81	42.74	-
风险覆盖率（%）	390.01	313.74	189.24	≥100%
净资本/净资产（%）	94.35	79.84	76.07	≥20%
净资本/负债（%）	42.66	46.65	37.53	≥8%
净资产/负债（%）	45.21	58.43	49.34	≥10%
自营权益类证券及证券衍生品（包括股指期货）/净资本（%）	6.19	5.51	14.84	≤100%
自营固定收益类证券/净资本（%）	278.18	240.75	218.27	≤500%

注：根据联储证券 2016-2018 年经审计的财务报表、2016-2018 年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，其中资产负债表数据及指标取自各期期末数。

附录二：

联储证券调整后资产负债简表

财务数据	2016 年末	2017 年末	2018 年末
总资产*（亿元）	**51.67**	**152.21**	**170.06**
其中：货币资金*（亿元）	1.20	4.96	6.05
结算备付金*（亿元）	0.13	0.09	0.23
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（亿元）	4.86	13.38	47.19
买入返售金融资产（亿元）	32.40	13.49	19.37
可供出售金融资产（亿元）	7.41	105.27	69.46
长期股权投资（亿元）	0.00	2.00	0.47
总负债*（亿元）	**35.58**	**96.06**	**113.91**
其中：卖出回购金融资产款（亿元）	34.55	72.54	65.10
拆入资金	0.00	0.97	5.47
应付短期融资款	0.00	20.89	24.75
应付债券	0.00	0.00	14.69
股东权益（亿元）	**16.09**	**56.15**	**56.15**
其中：股本（亿元）	13.59	25.73	25.73
负债*和股东权益（亿元）	**51.67**	**152.21**	**170.06**

注：根据联储证券 2016-2018 年经审计的财务报表整理、计算，其中资产负债表数据及指标取自各期期末数。

附录三：

公司董事基本情况

姓名	职务	履历
吕春卫	董事长、北京正润投资集团有限公司董事长	曾任山东证券投行部副总经理、中国运载火箭技术研究院 704 所计财处处长、西部担保信用有限公司总经理、联储证券有限责任公司副董事长
张翔东	副董事长	曾任上海易富网络技术有限公司电子商务部经理，富友证券经纪有限公司上海营业部总经理，青海证券副总裁，中科智控股集团有限公司证券投资部负责人，天风证券副总裁，联储证券有限责任公司总经理
丁可	董事、总经理	曾任山东济南化工厂财务处副处长；天同证券有限责任公司投资银行部副总经理；国联证券股份有限公司投行部总经理、公司副总裁；华英证券有限责任公司总裁、监事会主席、工会主席
许森源	董事、合规总监、董事会秘书	曾任兴业证券股份有限公司经纪业务总部服务负责人、南京营业部副总经理等职务，第一创业证券股份有限公司经纪业务部董事副总经理、福州营业部、上海营业部总经理等职务，北京正润投资集团有限公司董事总经理兼北京富国大通投资管理有限责任公司总经理，联储证券有限责任公司资产管理总部总经理、董事会办公室主任
李全	董事、南开大学金融学院金融学教授、博士生导师	曾任中国财政科学研究院研究员
汤维清	董事、江苏华西村股份有限公司董事长、江苏华西集团有限公司副总经理、一村资本有限公司董事长、一村资产管理有限公司董事长	曾任招商证券股份有限公司副总裁，招商资本管理有限公司董事长，中信基金副总经理，博时基金管理有限公司董事
李珂	董事、青岛融海金融控股有限公司董事长、青岛融海国有资本投资运营有限公司董事长	山东省青岛市李沧区湘潭路街道办事处工作人员，山东省青岛市李沧区政府办公室副科长，山东省青岛市李沧区区委办公室副科长，山东省青岛市李沧区兴城路街道办事处主任助理，山东省青岛市李沧区浮山路街道办事处副主任，李沧区发展和改革局副局长
任洪秀	公司党委副书记	曾任河南省延津县粮食局二库主管，河南省郑州市华侨友谊公司财务科副科长，河南证券交易中心财务部经理、财务总监，众成证券经纪有限公司财务总监、副总经理、党委副书记、总经理，联储证券有限责任公司常务副总经理、党委副书记

资料来源：联储证券（截至报告出具日）

附录四：

各项数据与指标计算公式

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

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资本为母公司数据。

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

本次评级所依据的评级技术文件

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

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。

营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180124

名　　称	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
类　　型	有限责任公司（国内合资）
住　　所	上海市杨浦区控江路1555号A座103室K—22
法定代表人	朱荣恩
注册资本	人民币3000.0000万元整
成立日期	1992年7月30日
营业期限	1992年7月30日 至 不约定期限
经营范围	资信服务，企业资产委托管理，债券评估，为投资者提供投资咨询及信息服务，为发行者提供投资咨询服务。【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】

登记机关

2016年 08月 18日

企业信用信息公示系统网址：http://www.sgs.gov.cn/notice

中华人民共和国国家工商行政管理总局监制

中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：宋荣恩

注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K—22

编号：ZPJ003

中国证券监督管理委员会(公章)

2012 年 11月2 日

中国证券业执业证书

姓　　名：王隽颖

性　　别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编　　号：R0070217100005

执业注册记录

仅供联储证券公司债发行使用
他用无效

证书取得日期 2017-10-24　　证书有效截止日期 2019-12-31

2017 年 10 月 25 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

姓　　名：刘兴堂

性　　别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编　　号：R0070212090003

执业注册记录

仅供联储证券公司债发行使用.他用无效.

证书取得日期：2012-09-26

2018 年 11 月 19 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。