

东吴证券股份有限公司

评级驱动因素

长期主体评级由股东支持评级驱动：作为苏州唯一一家本地证券公司，东吴证券股份有限公司（“东吴证券”）为当地以及省内各类机构提供了持续多元的金融服务，苏州国际发展集团有限公司（“国发集团”）作为东吴证券实际控制人具有很强的意愿提供支持，其主体信用质量内含的政府支持能够有效传导至东吴证券。同时考虑到支持顺位、支持能力和过往支持记录等因素，惠誉博华评定东吴证券的股东支持评级为“a+”，长期主体评级由股东支持评级驱动。

凭借区位优势，市场地位稳步提升：东吴证券业务以苏州为核心覆盖江苏省内主要地区，依托长三角金融、科技、实体经济等多方面的禀赋优势，实现了业务的稳步增长，行业竞争实力持续提升。短期而言，尽管东吴证券向重资产业务倾斜的结构变化使得其营业收入更易受市场行情波动，但该现象属于行业共性表现，预计未来东吴证券仍能保持其业务发展的相对优势。

市场风险压力上升，信用风险整体可控：东吴证券业务扩张节奏表现相对稳健，固收类资产投资的增加以及杠杆的运用使得其面临的市场价格风险和利率风险均有不同程度的抬升。不过，东吴证券信用类资产敞口有明显收敛，特别是股票质押业务，近年来两融业务资产质量存在下行压力，维保比例仍相对充足，整体信用风险可控。另需关注近期监管机构对东吴证券立案事项的结果是否对其长期经营构成影响。

盈利能力有所提升但稳定性有待观察：东吴证券近年来盈利能力有所提升，“营业利润/平均净资产”在上市证券公司中处于中上水平；另一方面，东吴证券自营投资占比的升高使得未来存在盈利波动上升的风险，当前权益类资本市场整体表现低迷致使证券公司整体盈利承压，东吴证券未来盈利稳定性仍需观察。

资本长期处于充足水平：东吴证券资本长期保持充足水平，2024 年 6 月末风险覆盖率为 245.7%，远高于中国证监会要求的 100%最低下限。股权融资是东吴证券保持核心资本充足的重要方式，其亦阶段性地通过公开或非公开的方式发行长期限次级债券，用于业务经营的同时可在一定程度上提升资本水平。此外，东吴证券保持了较低的杠杆倍数。

短期流动性尚可，长期流动性表现稳定：为配合杠杆经营策略，东吴证券融资结构上短期债务融资规模明显上升，其中以质押回购规模增幅最大（2023 年 85.2%）。与之相应，东吴证券流动性覆盖率自 2021 年高位逐年下降，2023 年末为 214.3%。2024 年上半年，东吴证券杠杆水平有所收敛，期末流动性覆盖率回升至 293.8%。东吴证券净稳定资金率长期表现相对稳定，2024 年 6 月末为 155.7%。



A+
a
a+
稳定

适用评级标准

惠誉博华非银行金融机构评级标准-202404

相关研究

惠誉博华新版非银行金融机构评级标准解读及信用质量测试结果分布

分析师

王逸夫
+86 10 5663 3820
leon.wang@fitchbohua.com

李运桥
+86 10 5663 3821
yunqiao.li@fitchbohua.com

评级敏感性

可能“单独或共同”导致“正面评级行动/上调评级”的因素：

由于东吴证券的长期主体评级由股东支持评级驱动，若经惠誉博华评估来自于股东的支持能力及意愿显著提升，将导致东吴证券长期主体评级与股东支持评级同步提升。

个体实力评级

- 盈利能力提升，“营业利润/平均净资产”比率三年平均值稳定高于 10%以上；
- 流动性水平提升，流动性覆盖率上升至 350%以上且净稳定资金率保持稳健；
- 资本管理更加稳健，风险覆盖率稳定至 400%以上。

可能“单独或共同”导致“负面评级行动/下调评级”的因素：

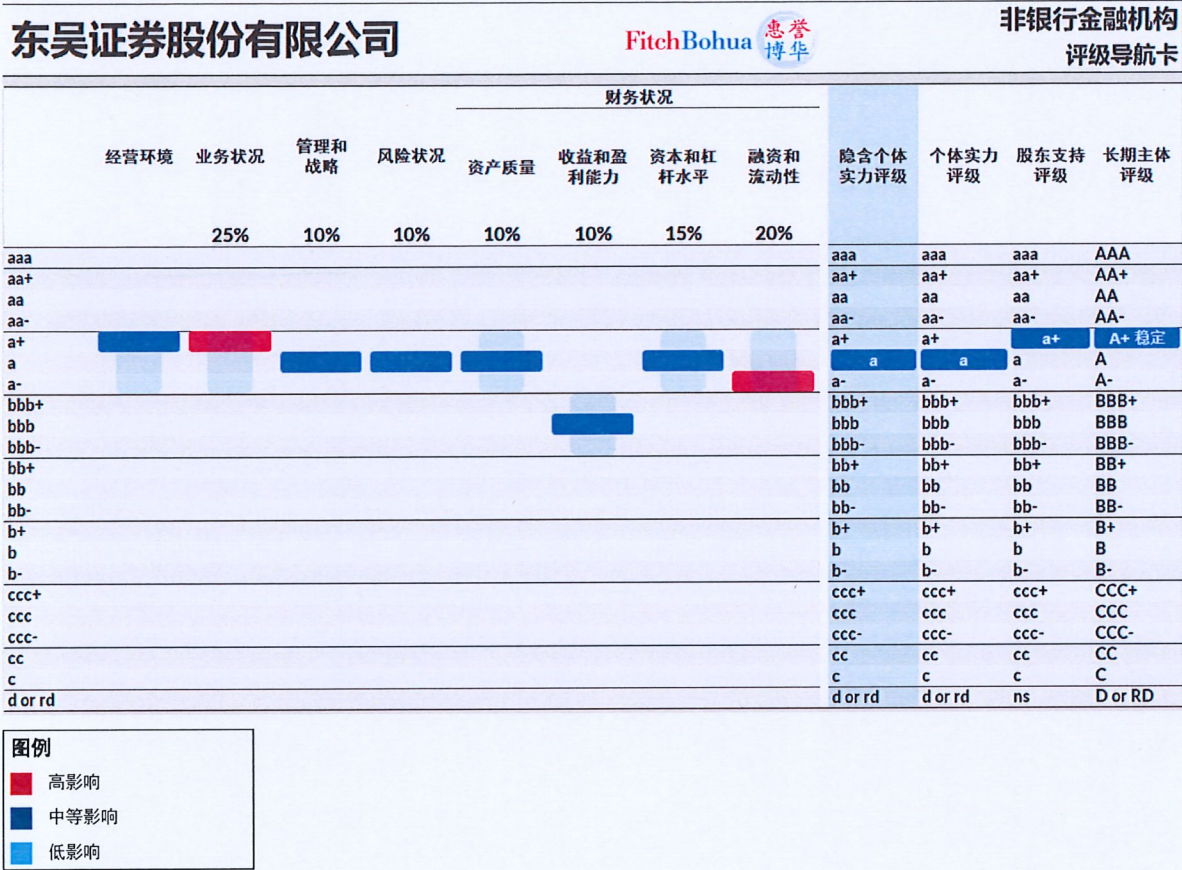
股东支持评级

- 若东吴证券股权结构发生明显变化或有证据表明其与国发集团或苏州市政府关联度减弱，或
- 国发集团或苏州市政府信用质量恶化，上述因素均可能会导致东吴证券股东支持评级以及长期主体评级的下调。

个体实力评级

- 因市场风险或信用风险因素，致盈利能力明显弱化，“营业利润/平均净资产”比率三年平均值低于 4%以下；
- 流动性风险上升，流动性覆盖率不足 120%；
- 资本水平弱化，风险覆盖率降至 200%以下。

评级导航卡



评级导航卡说明：

评级导航卡是惠誉博华对于受评主体开展评级行动时所使用的工具，它基于各行业评级方法，以图表的方式直观地展示发行人或受评主体的主要优势和劣势。在内容上导航卡模拟了分析师在评级业务中分析的流程和对各因素的看法，并为评级的关键驱动因素提供清晰和透明的信息。

评级导航卡展示出各项“关键评级驱动因素”的得分，颜色差异代表各因素影响程度的高低。最终级别确定过程中，会先评价所有因素的得分，然后根据权重计算出隐含个体实力评级，最终个体实力评级由信评委投票确定。此外，如果受评主体具有显著的外部支持，惠誉博华还将对外部支持能力和意愿进行评价，并通过“孰高原则”由个体实力评级和支持评级结果中较高者的级别得出受评主体的长期主体评级。

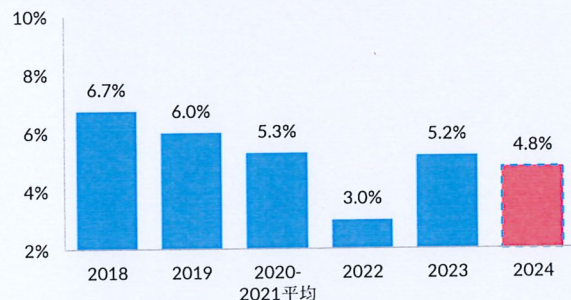
宏观经济、经营环境及行业状况

区域经济优势突出，支持政策助推行业格局重塑

2024 上半年，按不变价格计算中国 GDP 同比增长 5.0%，与年初政府设定的经济增长目标持平。不过从季度增速来看，继一季度经济增长超预期之后，二季度受有效需求不足拖累加重影响，GDP 同比增长 4.7%，较一季度回落 0.6 个百分点，明显低于市场预期。从环比看，经季节调整后，二季度 GDP 环比增长 0.7%。环比增速连续八个季度为正数，不过，若不考虑 2020 年至 2022 年三年疫情，该增速当属自 2010 年四季度以来最低水平，显示当前经济增长压力有所加大，逆周期、跨周期宏观调控政策亟需加码。分产业来看，与目前生产强、需求弱、外需旺、内需淡的经济增长特征相一致，第二产业增加值增长显著高于 GDP 增速，二季度录得 5.6%，尽管较一季度放缓 0.4 个百分点，但在三大产业中却是唯一一个高于经济增速的产业；同期，第一产业增加值同比增长 3.6%，较一季度加快 0.3 个百分点，第三产业增加值同比增速大幅回落，仅录得 4.2%，较一季度走低 0.8 个百分点，创下 2023 年疫情淡出、经济重启以来新低，除了有效需求不足，也受到金融业增加值核算方式调整导致的拖累。

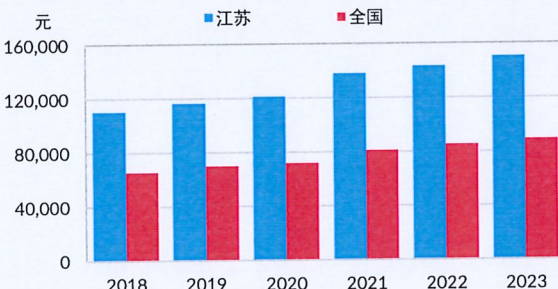
7 月召开的中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议分析了当前形势和任务，强调坚定不移实现全年经济社会发展目标，落实好宏观政策，积极扩大国内需求，因地制宜发展新质生产力，加快培育外贸新动能。惠誉博华预计，为了确保 2024 年经济增长目标完成，中央政府将加大宏观政策实施力度，围绕扩大内需、提振市场主体信心，加快推进针对性、组合性强的政策措施，推动经济快速增长。二十届三中全会甫一结束，一系列促进经济增长的宏观政策随即密集出台，7 月 19 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，会议决定统筹安排超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新政策措施，更好释放内需潜力。7 月 22 日，央行下调 1 年期和 5 年期以上 LPR 各 10 个基点，这无疑是央行对当前经济基本面的及时反应，也显示出政府实现全年经济增长目标的决心。7 月 25 日，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，提出统筹安排 3,000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。尽管三季度基数将显著抬高，经济增长压力不小，但基于政府决心与宏观政策再度发力，惠誉博华维持对 2024 年中国经济增长 4.8% 的预测。

GDP 增速



来源：Wind，惠誉博华

人均 GDP 对比



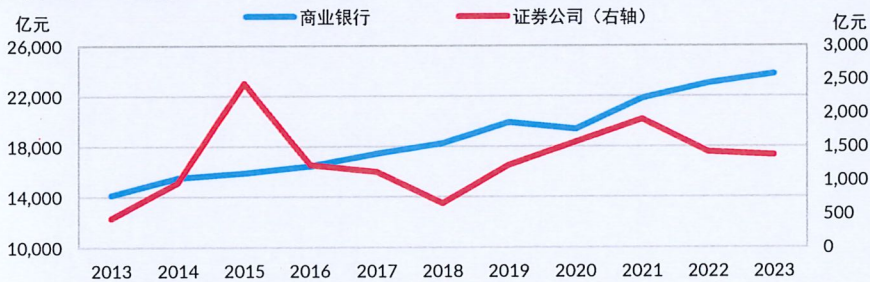
来源：Wind，惠誉博华

东吴证券前身为苏州证券，业务主要以江苏省内实体经济为依托，2020 年-2023 年，东吴证券为江苏省内非金融企业承销债券的规模占其整体债券承销规模的 90% 以上，服务省内企业股权融资的规模约占其整体股权保荐规模的 60%。江苏省是我国经济最发达省份之一，GDP 长期位居全国前列，是我国经济的主要增长引擎之一。2023 年，江苏全省地区生产总值达 12.8 万亿元，比上年增长 5.8%；人均地区生产总值为 15.0 万元，比上年增长 5.6%，显著高于全国平均水平。江苏省亦是我国制造业的主要基地，特别是在电子信息、汽车、机械和船舶制造领域，其中苏州、无锡和常州的工业化水平更为突出，江苏省领先的经济表现和活跃的民营实体为当地证券市场的平稳运行提供了基础。截至 2023 年末，江苏全省境内上市公司 690 家，省内企业通过发行、配股、增发、公司债在资本市场筹集资金 7,744.3 亿元。年末全省共有证券公司 6 家，证券分支机构 1048 家。全年证券交易额 105.2 万亿元，比上年增长 6.4%。

多年来，我国资本市场持续深化改革，多层次市场体系稳步推进，整体取得了长足发展。2023 年末，沪深两市上市公司达 5,107 家，十年间数量翻番，股票市值达 67.4 万亿元，与当年 GDP（现价）的比例为 53.5%；北交所以及科创板的设立在完善多层次资本市场体系建设的同时为国内科创企业发展注入了新的动力。自 2021 年以来，我国股票市场表现趋于平淡，沪深两市交易额呈现收缩趋势，2023 年累计录得 212.2 万亿元，较上年同期减少 5.5%，与当年 GDP（现价）之比亦下降至 168.3%；沪深两市筹资金额略有浮动，年末累计筹资金额为 6.0 万亿元，较上年增长 14.0%。我国债券市场十年间亦得到快速发展，现已成为全球第二大债券市场。2023 年，我国债券市场（银行间和交易所市场）共计发行各类债券 5.1 万只，发行规模超 70 万亿元，较上年分别增长 7.5% 和 15.5%。全年债券两市交易量达 350.8 万亿元，较上年增长 14.4%，2024 年上半年市场交易表现持续活跃。

证券公司经营环境与资本市场固有的高波动性紧密关联，以净利润为例，证券公司长期的波动幅度明显高于商业银行。当前，国内外金融和资本市场不确定性因素增多，行业波动进一步加剧的同时亦致中小证券公司盈利空间受到挤压。2023 年，证券公司资产规模合计近 12 万亿元，营业收入超过 4,000 亿元，前十大证券公司在资产规模市场份额继续保持在 40%左右，营业收入市场份额则逐步上升至近 50%的水平。近期，中央政府提出“培育一流投资银行”的发展方向并持续出台相关支持政策，对未来的行业格局将形成长期影响。证监会发布意见提出至 2035 年形成 2 至 3 家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构，简单对比国际头部证券公司（剔除商业银行信贷业务），我国头部证券公司整体在资产和营业收入规模上仍有一定差距，未来目标的实现仍需政策和市场因素的双重加持。近期证券行业内的整合重组浪潮加剧，2024 年 9 月国泰君安与海通证券发布公告两家机构将迎来合并，此前国信证券亦发布收购万和证券的交易预案，国联证券收购民生证券的方案已获得江苏省国资委的批复，此外浙商证券也在计划收购国都证券部分股份。证券公司之间的联合有利于更好地发挥资源优势，与“培育一流投资银行”的政策方向相符。

波动性对比—净利润



来源：国家金融监督管理总局，中国证券业协会，惠誉博华

综上，惠誉博华认为，江苏省的产业和经济优势明显，为东吴证券的业务发展奠定了良好的基础，同时，考虑到证券公司因与资本市场相互依存而内涵的高波动性，故评定东吴证券的经营环境评分为“a+”。

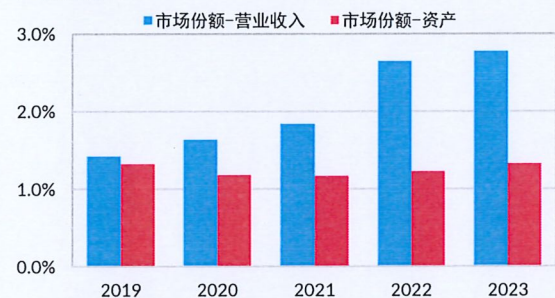
业务状况

扎根本地经济，市场地位提升

东吴证券成立于 1992 年，业务以苏州为核心覆盖江苏省内主要地区，依托长三角金融、科技、实体经济等多方面的禀赋优势，实现了业务的稳步增长，行业竞争实力持续提升。截至 2024 年 6 月末，东吴证券资产规模达 1,565.9 亿元，较上年末基本持平，上半年实现营业收入 50.5 亿元，较上年同期减少 5.4%。东吴证券共设立 30 家分公司，其中 17 家位于江苏省内，其他分公司分布于北京、上海、浙江等地区；下属东吴创投、东吴期货、东吴基金等 6 家海内外子公司。

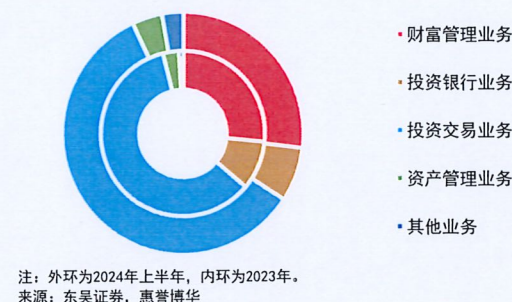
近年来，东吴证券营业收入增速快于行业水平，市场份额自 2020 年 1.6% 稳步提升 2023 年的 2.8%，业务实力有所增强，推荐承销等多项业务的行业排名均有提升。结构方面，东吴证券业务板块主要由财富管理业务、投资银行业务、投资交易业务和资产管理业务四部分构成，其收入结构变化趋势与行业整体情况趋近，自营的投资交易业务收入贡献度提升较快，2023 年贡献占比为 59.8%，较 2020 年的 40.9% 提升近 20 个百分点；以经纪业务为主的财富管理业务受市场交易活跃度下降，收入规模和占比在 2022 年和 2023 年连续两年下降；投资银行业务收入规模在 1,000 亿元左右浮动，收入占比下降至 10% 左右水平，东吴证券债券承销标的以公司债和企业债为主，近年来在承销规模和只数的排名均居行业前位，2023 年完成 IPO 保荐项目 11 单，行业排名 11。2024 年上半年，尽管东吴证券营业收入同比有所减少，但该现象属于行业同频表现，对该公司市场地位的负面影响相对有限。

市场份额变化



来源：东吴证券，中国证券业协会，惠誉博华

营业收入结构



注：外环为 2024 年上半年，内环为 2023 年。
来源：东吴证券，惠誉博华

东吴证券资产市场份额长期稳定维持在 1.3% 左右水平。结构上，东吴证券持续向重资产结构倾斜，金融投资规模的快速上升拉动资产增速于近两年超过行业平均水平，2023 年末金融投资规模达 905.6 亿元，较 2020 年末增长逾一倍，占比上升 16 个百分点至 57.5%；客户交易结算资金占比近年来因市场因素呈收缩趋势，2023 年末占比为 17.6%，较上年末下降 5.2 个百分点；信用类资产规模维持在 200 亿元左右浮动，2023 年末录得 230.0 亿元；东吴证券受托管理资金呈下降趋势，2023 年末为 621.2 亿元，结构上定向资产管理业务占比较高，年末占比为 37.1%，其次分别为专项和集合资管业务，收入结构上则以集合资管业务贡献度最高。2024 年上半年，东吴证券资产结构与上年末基本保持一致，在交易结构上有一定的调整，即大幅增加了地方政府债券的投资，2024 年 6 月末在其他债权投资科目下的持有规模为 163.5 亿元，较上年末 52.0 亿元增长两倍有余。

惠誉博华认为，东吴证券凭借长三角地区的区位优势获得了良好的业务发展基础，资产规模稳步增长，营业收入的市场份额持续上升，整体业务竞争实力有所提升。未来短期而言，东吴证券在业务状况方面仍将保持较强的竞争优势，尽管向重资产业务倾斜的结构变化使得其营业收入更易受市场行情波动，但该现象属于行业共性表现，预计东吴证券仍能保持其业务状况的相对优势。

管理和战略

管理层相对稳定且经营理念清晰

东吴证券建立了有效的治理结构，包括股东大会、董事会、监事会以及相关专业委员会等，在内部控制方面亦相应设置了前中后台横向的制衡机构，会计师事务所对该公司的财务报表连续多年提出了标准无保留的审计意见，管理层人员结构相对稳定。另外，东吴证券经营理念清晰，继续坚持以长三角地区为发展基础，在合规、科技、资本等方面均提出了战略性要求，并就各业务板块明确了未来一年的发展方向。

风险状况

市场风险上升，信用风险敞口收敛

东吴证券建立了与自身发展战略相适应的全面风险管理体系，包括制衡的管理制度、垂直的组织架构、信息技术系统、风险量化体系以及人才和风控文化等。东吴证券近期资产增速快于行业水平 5-9 个百分点，但从更长的时间维度观察，该公司资产增速与行业平均水平交替变化，整体持平，在业务扩张节奏表现相对稳健。

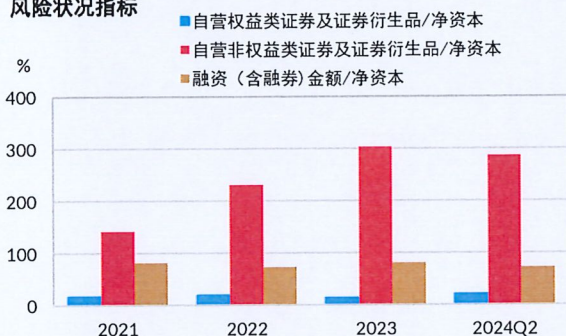
市场风险方面：近年来，东吴证券金融投资资产规模快速上升，2020 年-2023 年的复合增长率达到 26.8%，增加的金融资产标的以各类债券品种为主，2023 年末自营非权益类证券及证券衍生品/净资本为 304.1%，较上年末提升 72.4 个百分点，而自营权益类证券及证券衍生品/净资本比例继续保持低位。与此同时，东吴证券在固收类资产投资加大了杠杆运用，金融投资的质押比例自 2020 年的 24.2%持续上升至 50.0%。伴随着上述因素的影响，东吴证券的市场价格敏感性亦逐年上升，据其测算的数据显示，金融工具公允价值变动 10%导致的净收益变动占当期净利润的比例的绝对值自 2020 年的 48.5%持续上升至 2023 年的 65.8%。

利率风险方面，东吴证券受市场利率波动影响的资产主要以公允价值计量资产，亦是该公司主要的资产构成。据其测算的数据显示，东吴证券收益率上下移动 100 个基点对净利润的性影响（绝对值）占当期净利润的比例在 2020 年-2023 年在 10%左右浮动，对股东权益的影响（绝对值）占期末权益余额的占比随着其他债权投资科目下资产规模的增长上升至 2023 年末的 3.1%。整体而言，东吴证券自营投资规模的增长和杠杆的抬升使得其在面临的市场风险上升，更易债券市场价格波动的影响。

信用风险方面：东吴证券信用类资产敞口自 2021 年有明显收敛，特别是股票质押业务降至总资产 2%左右的水平（2024 年 6 月末进一步压降至 1.3%），两融业务规模整体保持平稳，从往年历史数据来看，东吴证券信用风险管理表现相对良好，当前更低的信用风险敞口使得其信用风险管理压力有所缓解。

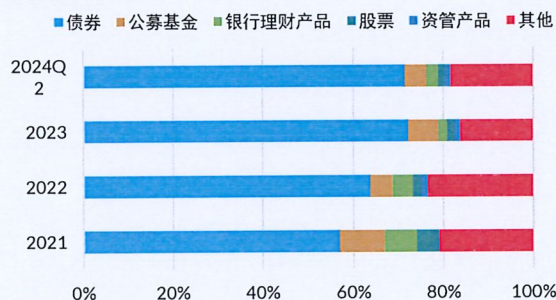
操作风险方面，东吴证券于 2024 年 4 月收到中国证监会立案告知书，涉嫌国美通讯、紫金药业非公开发行股票保荐业务未勤勉尽责。紫金药业现已退市，2016 年该公司定向增发 16 亿元，由东吴证券承销。东吴证券承销的国美通讯（ST 美讯）定向增发项目于 2021 年募集资金 1.7 亿元。自 2024 年 3 月以来，中国证监会监管处罚力度明显加强，期间逾 20 家证券公司遭中国证监会立案调查。惠誉博华认为，该事件对东吴证券现有投行业务将构成一定影响，未来仍需关注调查结果判断对东吴证券经营是否构成长远影响。此外，证券公司是强周期性及高波动性的持牌金融机构，该特征也反映在其风险状况评分中。

风险状况指标



来源：东吴证券，惠誉博华

金融投资结构



来源：东吴证券，惠誉博华

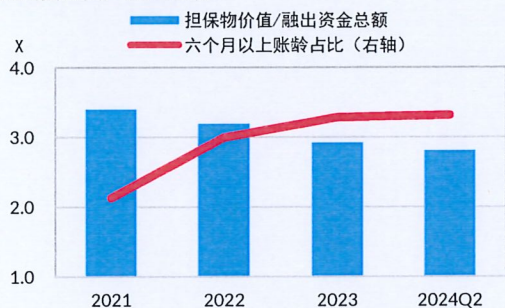
财务状况

资产质量-股票质押业务敞口可控，融出资金业务风险存在上升压力

东吴证券信用类资产主要来源于两融和股票质押业务。近年来，东吴证券股票质押类业务规模（计入买入返售金融资产科目）明显收缩，尽管 2023 年末规模较上年末增长幅度较大至 26.7 亿元，但明显低于 2017 年末 178.3 亿元的峰值，占其总资产的比重仅为 1.7%。当前股票市场下行波动使得股票质押业务风险增加，东吴证券账龄一年以上的股票质押业务规模存在上升趋势，但下行压力可控。考虑到股票质押业务的信用风险敞口得到有效控制且计提了较为充足的减值准备（2024 年 6 月末买入返售金融资产减值准备占比为 27.8%），惠誉博华认为东吴证券股票质押业务对整体资产质量形成的下行压力有限。

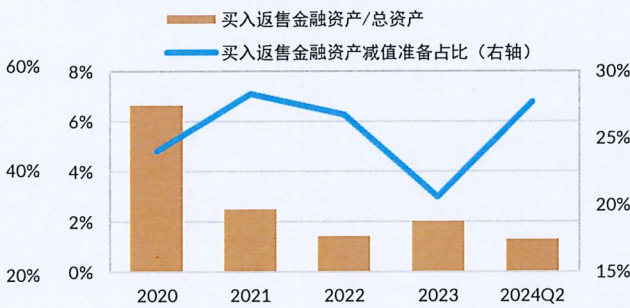
两融业务方面，东吴证券融出资金规模近年来在 200 亿元左右波动，2023 年末占总资产的比例为 12.1%，融券业务规模占比小且近年来无违约情况，融资融券金额/净资产自 2019 年快速下降至 80% 左右。通常，融出资金业务的交易期限为 6 个月，东吴证券 6 个月以上账龄的融出资金占比自 2020 年逐年上升，2024 年 6 月末录得 50.9%，在一定程度上表明东吴证券融出资金承担的信用风险在持续上升。尽管东吴证券担保物公允价值与融出资金总额之比在 2024 年 6 月末仍处于 2.8 倍的充足水平，但该担保倍数近几年呈现了一定的下行趋势，且考虑到目前融出资金的减值准备占比不足 1% 以及当前经济金融环境的外部影响，惠誉博华认为东吴证券在两融业务，特别是融资业务方面承受的信用风险存在上升压力。

融出资金资产质量表现



来源：东吴证券，惠誉博华

买入返售金融资产规模及减值比例

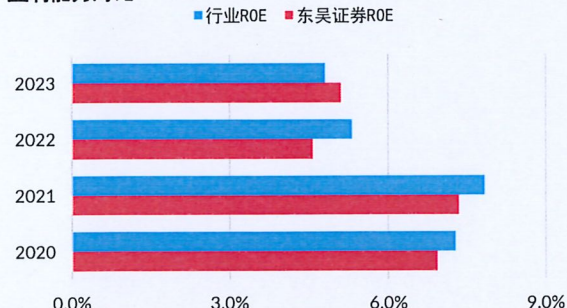


来源：东吴证券，惠誉博华

收入和盈利能力-盈利能力有所提升但稳定性有待观察

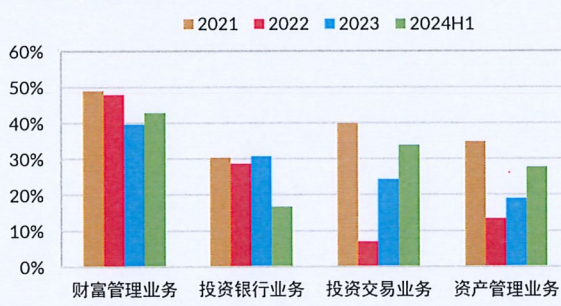
2024 年上半年，东吴证券实现净利润 11.7 亿元，较上年同期减少 16.1%，主要受制于资本市场疲软导致收入端表现低迷。从历史数据来看，东吴证券盈利表现趋于平稳，营业利润/平均净资产的波动性呈明显缓和趋势，该指标 2023 年为 6.6%。对比而言，东吴证券过往年份盈利指标与行业均值差距持续收窄，且其净资产/平均净资产指标于 2023 年超过了行业平均水平（4.8%），录得 5.1%。在上市证券公司中，东吴证券盈利指标亦提升至中上水平，以营业利润/平均净资产为例，其自 2021 年始高于上市证券公司的均值水平。

盈利能力对比



来源：东吴证券，中国证券业协会，惠誉博华

业务板块营业利润率



来源：东吴证券，惠誉博华

在从盈利结构来看，东吴证券财富管理业务营业利润率整体保持在各业务板块的最高水平且相对平稳，2023 年为 39.7%，较往年有所下降主要归因于交易佣金费率的下调，东吴证券于 2023 年下半年将沪深交易所 A 股、B 股证券交易经手费从万分之 0.487 降至万分之 0.341，大宗交易和其他交易所经手费均有不同程度下浮；投资银行业务 2023 年营业利润率为 30.8%，2024 年上半年利润率明显下行，主要受上半年股权融资市场收紧影响；投资交易业务的收入成本占比最高，营业利润率波动大，东吴证券固收交易为主的投资结构使得其在 2024 年上半年的债券牛市中受益，在一定程度上

缓解了当年盈利的下行压力；资产管理业务的盈利贡献度呈现稳步上升趋势，2024 年上半年营业利润率为 27.8%。成本方面，东吴证券业务及管理费用/经调整的营业收入（成本收入比）¹近年来在 50%-60%的区间浮动，与上市证券公司均值无明显差异，信用成本占比持续处于低位。

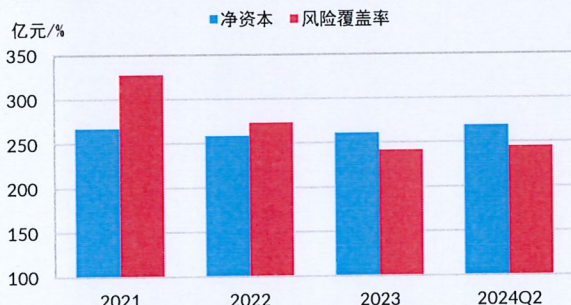
惠誉博华认为，从历史数据来看，东吴证券盈利表现多数时弱于行业平均水平，其近期盈利指标有所提升至上市公司中上水平，但自营投资占比的升高使得未来存在盈利波动上升的风险。2024 年，我国资本市场整体表现偏弱，预计证券公司整体盈利业绩表现欠佳，东吴证券盈利指标亦有下滑，未来盈利表现的稳定性仍需观察。

资本和杠杆水平 - 资本水平长期保持充足

东吴证券净资本规模近年来趋于平稳，2024 年 6 月末录得 269.3 亿元，规模排名保持在 20 名左右。该公司资本长期保持充足水平，2024 年 6 月末风险覆盖率为 245.7%，远高于中国证监会要求的 100%最低下限。东吴证券于 2021 年起在经营上加大了杠杆的运用，各项杠杆指标均有相应的起伏。截至 2023 年末，该公司净资本与负债的比例为 31.3%（2022 年末为 42.7%），高于监管要求的 8%下限；资本杠杆率为 21.0%（2022 年末为 25.3%），对比上市公司来看，东吴证券该指标与样本均值不存在明显差异。2024 年上半年，东吴证券杠杆水平有所下降，上述两项指标分别录得 33.8%和 22.3%。

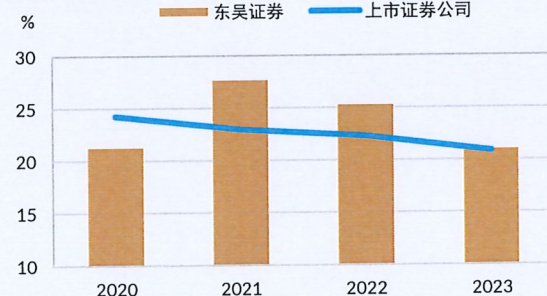
东吴证券在资本补充渠道多元，作为上市公司，该公司通过定向增发和配股在 2014 年至 2021 年间共募集资金净额 222.4 亿元，占 2023 年末所有者权益总额的 55.2%，股权融资是东吴证券保持核心资本充足的重要方式。此外，东吴证券亦阶段性地通过公开或非公开的方式发行长期限次级债券，用于业务经营的同时可在一定程度上提升资本水平。惠誉博华认为，东吴证券资本和杠杆水平长期表现与行业基本持平，整体保持了较低的杠杆倍数，资本长期处于充足水平。

资本指标



来源：东吴证券，惠誉博华

资本杠杆率对比

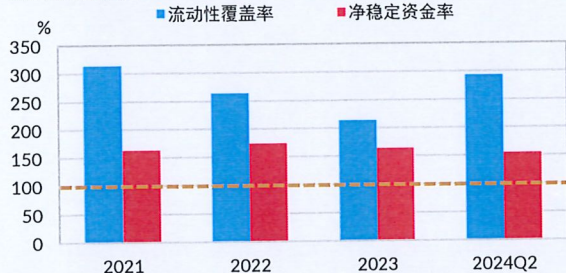


来源：东吴证券，上市公司年报，惠誉博华

融资和流动性 - 短期流动性尚可，长期流动性表现稳定

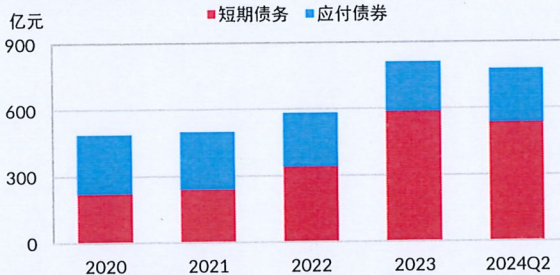
东吴证券融资渠道多元，融资结构上为配合杠杆经营策略短期债务融资规模明显上升。截至 2023 年末，东吴证券短期债务（未考虑应付债券一年内的到期金额）规模为 589.6 亿元，较上年末增长 72.7%，其中以质押回购规模增幅最大（2023 年 85.2%）。与之相应，东吴证券流动性覆盖率自 2021 年高位逐年下降，2023 年末为 214.3%，仍高于监管要求的 100%下限，交易性债券持有比例高是支撑其短期流动性的受益项。2024 年上半年，东吴证券整体杠杆水平有所收敛，短期债务规模收缩，期末流动性覆盖率回升至 293.8%。东吴证券净稳定资金率长期表现相对稳定，2024 年 6 月末为 155.7%。惠誉博华认为，东吴证券短期流动性压力有所抬升，但指标表现尚可，长期流动性表现相对稳定。

融资和流动性



来源：东吴证券，惠誉博华

有息债务结构



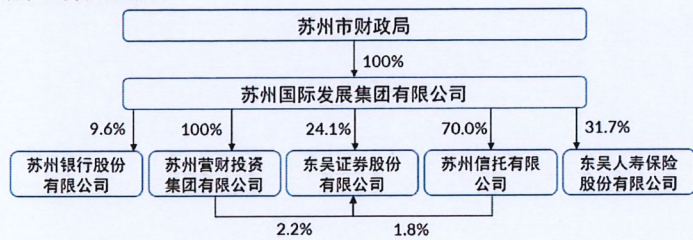
来源：东吴证券，惠誉博华

¹ 考虑到东吴证券其他业务成本为期货业务中的现货贸易形成的成本，故在测算该公司营业费用率时将该部分从营业收入中剔除。

股东支持评级

苏州国际发展集团有限公司（“国发集团”）是东吴证券第一大股东及实际控制人，2023 年末直接和间接持股比例合计 28.1%，在东吴证券董事会占据五席（5/7），是东吴证券股东支持评级的支持主体。国发集团是苏州市下辖唯一的金融控股公司，由苏州市财政局全资持有。除东吴证券外，国发集团并表管理的子公司覆盖信托、基金、资产管理和担保等多个金融行业，其亦是苏州银行股份有限公司（“苏州银行”）的第一大股东。惠誉博华认为，国发集团在苏州市经济转型发展中承担重要角色，苏州市政府在必要时“强烈预期”向国发集团提供额外支持，故评估国发集团主体信用质量为“很强”。

股东支持关系结构



注：时间节点至2023年末。
来源：国发集团，东吴证券，惠誉博华

支持意愿方面，我们认为国发集团承担苏州市所属持牌金融机构统筹协调的职能，即苏州市政府很有可能通过国发集团提供支持的金融机构不仅仅包括其并表子公司，亦包括国发集团长期保持第一大股东地位的苏州银行。因此，惠誉博华在考虑支持意愿时，会同时考虑东吴证券在集团以及苏州市金融体系的地位，作为苏州唯一一家本地证券公司，东吴证券为当地以及省内各类机构提供了持续多元的金融服务，国发集团具有很强的意愿向东吴证券提供支持，其主体信用质量内含的政府支持能够有效传导至东吴证券，但在重要性顺位上不高于苏州银行。从支持记录来看，国发集团参与东吴证券往年多次增资过程并长期保持第一大股东的地位，体现出很高的支持确定性。支持能力方面，在并表口径下，东吴证券是国发集团的核心且最大的子公司，资产占比保持在 70%左右的水平。惠誉博华认为，过高的母子公司资产相对规模比例表明母公司在并表层面可能无法提供充足的资本为子公司提供支持，进而限制了母公司的支持能力。综上，惠誉博华评定东吴证券的股东支持评级为“a+”。

股东支持		
股东信用水平		很强
调整幅度		-1
股东支持评级		a+
股东支持能力	股东层面监管	中性
	相对规模	负面
	子公司相对地位	正面
	声誉风险	中性
股东支持意愿	协同性	中性
	支持记录	中性
	子公司业绩前景	中性
	法律承诺	中性

图例

- 高影响
- 中等影响
- 低影响

附录 1：主要数据及指标

利润表主要数据	2024 年 1-6 月 (亿元) 未经审计	2023 年 (亿元) 经审计	2022 年 (亿元) 经审计	2021 年 (亿元) 经审计
利息净收入	6.5	9.6	12.1	7.3
手续费及佣金净收入	13.1	30.5	33.7	34.2
投资收益	11.9	23.4	15.2	24.5
公允价值变动收益	1.3	1.3	-7.4	3.1
其他业务收入	17.5	47.4	50.6	22.5
营业收入	50.5	112.8	104.9	92.5
业务及管理费	18.2	39.0	34.6	36.6
信用减值损失	-0.5	-0.3	-3.0	0.6
其他业务成本	17.4	47.4	50.6	22.4
营业利润	15.2	26.1	22.1	32.4
所得税费用	3.5	5.6	4.5	7.7
净利润	11.7	20.1	17.4	24.1
综合收益总额	17.2	25.1	16.6	22.1

资产负债表主要数据	2024 年 6 月末 (亿元) 未经审计	2023 年 (亿元) 经审计	2022 年 (亿元) 经审计	2021 年 (亿元) 经审计
资产				
货币资金	270.1	270.1	295.4	370.9
融出资金	180.0	190.4	169.4	202.2
买入返售金融资产	20.4	32.2	19.6	31.1
金融投资	901.8	905.6	713.0	484.2
资产总计	1,565.9	1,575.0	1,359.6	1,243.2
负债				
应付短期融资款	130.6	149.8	103.1	64.3
卖出回购金融资产款	304.9	391.6	211.5	157.0
代理买卖证券款	326.4	307.6	336.9	326.9
应付债券	242.9	224.2	244.2	258.8
负债合计	1,155.2	1,172.0	973.8	868.5
股东权益	410.8	402.9	385.8	374.7
负债及股东权益总计	1,565.9	1,575.0	1,359.6	1,243.2

主要指标	2024.06.30 (%)	2023.12.31 (%)	2022.12.31 (%)	2021.12.31 (%)
收益和盈利能力				
营业利润/平均净资产	/	6.6	5.8	9.9
净利润/平均净资产	/	5.1	4.6	7.3
风险状况及资产质量				
资产增长率	-0.6	15.8	9.4	17.9
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	20.1	13.8	19.3	16.8
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	287.7	304.1	231.7	142.7
融资（含融券）金额/净资本	72.7	81.2	73.7	82.2
资本和杠杆水平				
风险覆盖率	245.7	241.8	273.7	328.2
资本杠杆率	22.3	21.0	25.3	27.7
融资和流动性				
流动性覆盖率	293.8	214.3	264.3	314.2
净稳定资金比率	155.7	164.5	174.8	164.0

数据来源：东吴证券，惠誉博华

附录 2：评级符号及含义

(1) 主体评级符号含义

惠誉博华非银行金融机构主体评级符号适用于对非银行金融机构的主体信用评级，反映了惠誉博华对非银行金融机构主体债务违约相对可能性的观点，而并不是对违约概率的预测。具体等级划分为四等十一级，符号表示分别为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C，除 AAA 等级与 CCC 以下等级外，惠誉博华将对其余等级应用调整符号“+”或“-”，表示对应级别组内不同级别的相对水平，即略高或略低于对应等级。各等级含义如下：

等级设置	含义
AAA	信用质量极高，违约风险预期最低，反映了主体极强的偿债能力，且该偿债能力受可预见事项的负面影响极小。
AA	信用质量很高，违约风险预期很低，反映了主体很强的偿债能力，且该偿债能力受可预见事项的负面影响很小。
A	信用质量较高，违约风险预期较低，反映了主体较强的偿债能力，该偿债能力较更高级别可能更易受不利经济环境的负面影响。
BBB	信用质量良好，违约风险预期目前较低，有充足的偿债能力，但受不利经济环境的负面影响较大。
BB	投机，有一定违约风险，特别是当经济环境发生不利变化，然而商业或财务的灵活性为债务偿付提供了一定支持。
B	高度投机，违约风险较高，偿债能力受不利经济环境的负面影响很高，但仍保持着有限的安全边际，债务目前能够得到偿付。
CCC	违约风险很高
CC	违约风险非常高
C	即将违约，违约或类似违约事项已发生，或主体经营活动已停止，或偿债能力已严重受损。

(2) 个体实力评级

个体实力评级一般用于评估非银行金融机构受评主体内在违约的可能性，是主体信用评级的重要组成部分。个体实力评级不考虑股东或政府信用质量对受评主体的影响。个体实力评级含义与主体评级一致，但使用小写字母序列表示以作出区分，例如“aaa”。

(3) 政府和股东支持评级符号

政府支持评级（GSR）和股东支持评级（SSR）反映了惠誉博华对金融机构在其经营失败时，获得来自政府或股东方面的外部支持以避免其由第三方非政府债权人持有的高级金融债务违约可能性的观点。如果惠誉博华认为发行人获得的潜在支持保持不变，GSR 和 SSR 表明了发行人长期主体评级可能下降到的最低水平。各等级含义如下：

等级设置	含义
aaa	受评实体拥有最高的可能性获得外部支持。潜在支持者拥有 AAA 自身评级，且拥有最高的意愿去支持处在困境中的金融机构。
aa	受评实体拥有极高的可能性获得外部支持。潜在支持者拥有 AAA 或 AA 自身评级，且拥有极高的意愿去支持处在困境中的金融机构。
a	受评实体拥有很高的可能性获得外部支持。潜在支持者拥有很高的自身评级，且至少拥有很高的意愿去支持处在困境中的金融机构。
bbb	受评实体拥有较高的可能性获得外部支持。潜在支持者被授予较高评级，且至少拥有较高的意愿去支持处在困境中的金融机构。
bb	由于任何可能的潜在支持者其自身能力或意愿具有一定不确定性，导致受评实体能够获得支持的可能性一般。
b	由于任何可能的潜在支持者其自身能力或意愿具有重大不确定性，导致受评实体能够获得支持的可能性有限。
ccc 或更低	受评实体有可能获得外部支持，但该支持并不可靠。这可能由于自身缺少提供支持的意愿或因财政/财务能力非常薄弱而无法提供支持。

主动信用评级报告声明

惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）的信用评级均受限于特定限制和免责声明，请通过以下链接阅读相关限制和免责声明：

<https://www.fitchbohua.cn/%E8%AF%84%E7%BA%A7%E5%AE%9A%E4%B9%89>

（一）此外，评级的定义和使用条款、已发布的评级、标准和方法也可通过上述网站获得，惠誉博华的行为准则、保密制度、利益冲突防范制度、防火墙制度、合规及其他相关政策和程序可从该网站的核心制度部分获得。惠誉博华的公开评级和分析可在其网站上 www.fitchbohua.cn 公布，也可以通过包括但不限于惠誉博华出版物和第三方转销商的其他方式公布。

（二）本次主动评级有效期为自评级报告日期起一年；在有效期内，该信用评级结果有可能根据惠誉博华跟踪评级的结论发生变化。惠誉博华可自行决定提高、降低评级或将受评主体/发行人置于评级观察或撤销评级。

（三）上述评级是由惠誉博华做出的主动评级，惠誉博华、评级人员与受评主体不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。主动评级报告只作参考用途，任何人不得依赖作任何监管目的、融资、投资或其他用途。除非得到惠誉博华书面同意，否则任何人不得在任何文件、说明书、通信或网站中，披露、提及或援引上述主动评级。

（四）请注意主动评级风险：上述主动评级不涉及受评主体参与评级过程或非公开信息，惠誉博华亦未与受评主体进行沟通。在评级过程中，惠誉博华依据政策确定的标准使用其认为可靠的公开信息出具评级报告。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。但惠誉博华不能完全确保相关信息真实、准确、完整、充分。鉴于上述，主动评级的结果可能具有一定局限性。

（五）信用评级报告中对财务和其他信息的评级和预测具有内在的前瞻性，并包含对未来事件的假设和预测，而该等假设和预测本质上无法作为事实加以验证。因此，评级和预测仍可能受到在评级或预测发布或确认时未能预料到的未来事件或条件的影响。

（六）信用评级报告中的信息均按其“原本的形式”呈现，不含任何形式的直接或间接的声明或保证，惠誉博华不对报告或其任何内容能够满足报告接收方的任何要求作任何声明或保证。

（七）本次主动评级过程中采用了与委托评级完全一致的评级方法、评级流程和分析手段（唯一例外是，主动评级不涉及受评主体参与评级过程或非公开信息，惠誉博华亦未与受评主体进行沟通）。主动信用评级报告的评级结论是惠誉博华依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（八）惠誉博华评级是对一种证券的信用评价。惠誉博华的这一意见和报告是根据我们不断评估和更新的既定标准和方法编写的。评级结果和报告是惠誉博华的集体工作成果，没有任何个人或团体单独对评级结果或报告负责；信用评级报告中的分析师姓名仅用于联络，分析师个人不对报告中融入的分析师个人观点负责。

（九）惠誉博华出具评级报告时，依赖于公开渠道收集的专家工作资料，包括独立审计师对财务报表的意见，以及律师对法律和税务事项的意见。

（十）除非信用评级报告特别提及，本评级不涉及除信用风险之外可能导致损失的其他风险。

（十一）惠誉博华不参与任何证券的发行或出售。信用评级报告不是招股说明书也不是受评主体及其代理人收集、核实并提交给投资者的与证券销售有关的信息的替代品。信用评级报告仅为对受评主体信用状况的评价和认定，仅用于相关决策参考；评级并非某种决策的结论、建议等，并非推荐或建议购买、持有或出售任何证券的建议，惠誉博华不提供任何形式的投资建议。惠誉博华建议，报告接收方如有投资需求，可先自行进行独立财务、法律、会计及税务咨询。评级不对市场价格的合理性、任何证券对特定投资者的适用性或任何证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。报告接收方使用信用评级报告时，自行承担所有风险。惠誉博华不对任何依赖或不依赖于信用评级报告的承销、信贷、贷款、购买、战略或投资决策承担责任。

（十二）所有惠誉博华出具的信用评级报告均为合著作品；信用评级报告的版权由惠誉博华所有，未经惠誉博华书面许可，任何人不得复制、发布或转载报告的全部或任何部分。版权所有，侵权必究。

（十三）惠誉博华不属于获得美国“全国认可的统计评级机构”（NRSRO）资质的评级机构，信用评级报告的评级系根据惠誉博华在中国专用的信用等级体系授予，系惠誉博华对受评主体相对于中国境内其他受评主体的整体信用或对特定债务的偿债能力及偿债意愿的意见，并提供在中国境内信用风险的排序，而非根据惠誉评级公司（Fitch Ratings, Inc.）全球评级等级所授予的评级，不可也不应被视为或不实表述为“惠誉评级等级体系下授予的评级”，或者作为“全球评级等级体系下授予的评级”而加以依赖。惠誉博华及其任何关联方不对违反上述声明使用惠誉博华的评级所产生的任何损失负责。