

信用评级公告

联合〔2021〕3963号

联合资信评估股份有限公司通过对华创证券有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华创证券有限责任公司主体长期信用等级为AA⁺，“19华创03”“19华创04”“20华创01”“20华创02”信用等级为AA⁺，“20华创03”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月十一日

华创证券有限责任公司 公开发行相关债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	上次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
华创证券有限责任公司	AA+	稳定	AA+	稳定	稳定
20 华创 03	AA	稳定	AA	稳定	稳定
20 华创 02	AA+	稳定	AA+	稳定	稳定
20 华创 01	AA+	稳定	AA+	稳定	稳定
19 华创 04	AA	稳定	AA	稳定	稳定
19 华创 03	AA+	稳定	AA+	稳定	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 华创 03	15.83 亿元	15.83 亿元	2023/9/25
20 华创 02	4.70 亿元	4.70 亿元	2025/5/18
20 华创 01	10.90 亿元	10.90 亿元	2024/5/18
19 华创 04	3.70 亿元	3.70 亿元	2024/10/30
19 华创 03	16.30 亿元	16.30 亿元	2023/10/30

评级时间：2021 年 6 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司行业信用评级方法	V3.1.202011
证券公司主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		评级结果		AA ⁺	
评价内容	评价结果		风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2		
			行业风险	3		
		自身竞争力	公司治理	2		
			风险管理	1		
			业务经营分析	2		
			未来发展	2		
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	2		
			资本充足性	2		
			杠杆水平	2		
		流动性因素		2		
调整因素和理由					调整子级	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华创证券有限责任公司（以下简称“公司”或“华创证券”）的跟踪评级反映了其作为全国性综合类券商之一，自身资本实力较强；经纪业务在贵州省内具有较强的竞争优势，公司良好的研究能力亦为各类业务提供支持。2020 年，公司整体经营状况良好，盈利水平保持稳步提升趋势。目前，公司各项风险指标持续优于监管要求，资本充足性良好。

联合资信也关注到，证券市场波动、监管政策变化、市场信用风险上升带来的风险暴露增加等因素，可能对公司经营带来不利的影响。2020 年，公司杠杆水平有所上升，且一年内到期债务占比较高，需关注短期流动性管理。

未来随着资本市场的持续发展、公司各项业务的稳步推进，公司整体竞争力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“20 华创 03”的信用等级为 AA，维持“20 华创 02”“20 华创 01”“19 华创 04”“19 华创 03”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

- 自身资本实力较强，股东支持力度大。**公司作为国内综合性券商之一，2020 年资产规模维持持续增长，自身资本实力较强。公司股东华创阳安股份有限公司系 A 股上市公司，融资渠道多样且较为畅通；公司作为其核心全资子公司，在资金等方面能够得到股东较大支持。
- 业务发展良好，贵州区位优势明显，研究能力较强。**2020 年，公司各项业务发展良好，营业收入和净利润稳步提升；经纪业务在贵州省内保持明显的区位优势；研究所具备较强的研究能力，能够为各类业务提供支持。
- 资本充足，内控保持良好水平。**公司各项风险指标持续优于监管要求，资本充足性较好；2020 年，公司证监会分类评级为 A 级，内控保持良好水平。

关注

- 公司经营易受环境影响。**经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响。

分析师：张晨露 张帆

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
 中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. **关注短期流动性管理。**公司杠杆水平有所提升；截至2020年末，公司一年内到期的债务占比较高，需对公司短期流动性管理保持关注。
3. **关注自营及信用业务信用风险。**公司持有较大规模的固定收益类证券及信用业务债权，2020年，公司自营投资固定收益类证券保持无违约情况，但随着外部信用风险增加，仍需对相关资产信用风险状况保持关注。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
自有资产（亿元）	316.84	340.85	367.65
自有负债（亿元）	208.93	227.07	248.28
所有者权益（亿元）	107.91	113.79	119.37
优质流动性资产/总资产（%）	21.79	14.01	10.97
自有资产负债率（%）	65.94	66.62	67.53
营业收入（亿元）	18.26	25.02	32.22
利润总额（亿元）	3.32	7.37	9.31
营业利润率（%）	17.90	29.05	28.76
净资产收益率（%）	2.27	4.90	6.11
净资本（亿元）	109.71	99.39	109.08
风险覆盖率（%）	243.31	202.35	273.88
资本杠杆率（%）	26.45	25.41	24.17
短期债务（亿元）	145.44	122.40	129.70
全部债务（亿元）	202.75	217.70	233.62

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径；资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2021/5/21	张晨露 张帆	证券公司行业信用评级方法 V3.1.202011 证券公司主体信用评级模型（打分表） V3.1.202011	阅读全文
AA ⁺	稳定	2017/5/31	张伟 贾一晗	（原联合信用评级有限公司）证券公司信用评级方法（2014年1月）	--
AA	稳定	2015/5/18	刘洪涛 陈凝	（原联合信用评级有限公司）证券公司信用评级方法（2014年1月）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号；私募债评级报告无阅读全文链接

声 明

一、本报告引用的资料主要由华创证券有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用投资咨询有限公司（以下简称“联合咨询”）为该公司提供了培训服务。由于联合资信与关联公司联合咨询之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等 方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、联合资信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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



华创证券有限责任公司

公开发行相关债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于华创证券有限责任公司(以下简称“公司”或“华创证券”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

华创证券有限责任公司(以下简称“公司”或“华创证券”)成立于 2002 年 1 月,前身为华创证券经纪有限责任公司,系在剥离原贵州实联信托投资股份有限公司和原贵州省国际信托投资公司证券资产的基础上增资扩股设立,初始注册资本为 2.00 亿元,后于 2010 年 2 月更为现名。经多次增资,截至 2015 年末,公司注册资本增至 15.79 亿元。2016 年 8 月,中国证监会核准华创阳安股份有限公司(以下简称“华创阳安”,原河北宝硕股份有限公司,于 2018 年 7 月更为现名)向贵州省物资集团有限责任公司等 13 家华创证券股东发行股份并募集配套资金。2016 年 9 月,华创阳安发行股份购买公司控股权实施完毕,公司控股股东变更为华创阳安。2016 年 12 月,华创阳安以配套募集资金净额 73.48 亿元对公司增资,其中 14.97 亿元计入注册资本,其余 58.51 亿元计入资本公积,截至 2016 年末,公司注册资本增至 30.75 亿元。2017 年 5 月,公司以资本公积转增注册资本 61.51 亿元,公司注册资本增至 92.26 亿元,其中华创阳安持股 97.44%。2019 年 9 月,华创阳安现金收购了公司其他股东持有的 2.5617% 股权,成为公司唯一股东。截至 2021 年 3 月末,公司注册资本及实收资本均为 92.26 亿元,华创阳安持股 100.00%,为公司控股股东;由于华创阳安于 2020 年 2 月转变为无实际控制人状态,因此公司亦转变为无实际控制人状态。截至

2021 年 3 月末,华创阳安持有公司的股份未被质押。

公司经营范围包括:法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营;法律、法规、国务院决定规定应当许可(审批)的,经审批机关批准后凭许可(审批)文件经营;法律、法规、国务院决定规定无需许可(审批)的,市场主体自主选择经营。(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;证券投资基金销售业务;为期货公司提供中间介绍业务;融资融券业务;代销金融产品业务。)

截至 2020 年末,公司合并范围内一级子公司共 3 家,分别为金汇财富资本管理有限公司(以下简称“金汇资本”)、华创期货有限责任公司(以下简称“华创期货”)和兴贵投资有限公司(以下简称“兴贵投资”)。截至 2020 年末,公司共有 11 家分公司,75 家证券营业部,其中 47 家营业部位于贵州省。

截至 2020 年末,公司合并资产总额 431.25 亿元,其中客户资金存款 51.83 亿元、客户备付金 10.16 亿元;负债合计 311.88 亿元,其中代理买卖证券款 63.60 亿元;所有者权益 119.37 亿元,其中归属于母公司所有者权益 118.57 亿元。2020 年,公司营业总收入为 32.22 亿元,利润总额为 9.31 亿元,净利润为 7.12 亿元,其中归属于母公司所有者净利润 7.02 亿元;经营活动产生的现金流量净额为 17.70 亿元,现金及现金等价物净增加额 12.04 亿元。

公司注册地址:贵州省贵阳市云岩区中华北路 216 号;法定代表人:陶永泽。

三、债券概况及募集资金使用情况

本报告跟踪债券情况详见下表,募集资金均已按指定用途使用,其中,“20 华创 02”“20

华创 01”“19 华创 04”“19 华创 03”已在付息日正常付息，“20 华创 03”尚未到首次付息日。

表 1 截至报告出具日跟踪债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 华创 03	15.83	15.83	2020/9/25	3 年
20 华创 02	4.70	4.70	2020/5/18	5 年
20 华创 01	10.90	10.90	2020/5/18	4 年
19 华创 04	3.70	3.70	2019/10/30	5 年
19 华创 03	16.30	16.30	2019/10/30	4 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，

全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2 2016 - 2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）

增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺

差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季

看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署,2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性,要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持对经济恢复的必要支持力度,政策操作上要更加精准有效,不急转弯,同时保证不出现重大系统性风险;要重点落实八项任务,加快形成以内循环为主的“双循环”新格局,“要迈好第一步,见到新气象”。

在此基调下,积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效,更可持续”,强调要兼顾稳增长和防风险需要,保持政府总体杠杆率基本稳定,为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制,提高资金的拨付效率;另一方面强调财政支出的压减,对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧,而对于重大项目 and 刚性支出,要保证支付力度。

稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021 年货币政策将“稳”字当头,保持好正常货币政策空间的可持续性;发挥好定向降准、定向中期借贷便利(TMLF)、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具,延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具,引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度;进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系,落实碳达峰、碳中和中长期决策部署,引导金融资源向绿色发展领域倾斜,推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体,2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先,投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长,仍将在经济增长中发挥关键作用,同时投资结构将进一步优化,形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次,消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降,2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱,消费继续修复。第三,出口继续保持较高速增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长,海外疫情形势为出口增长的主要影响因素,

整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响,联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、行业分析

公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等,核心业务属证券行业。

1. 证券行业概况

近年来股票市场波动较大,债券市场规模保持增长;2020 年,股指全年表现强势,交易活跃度大幅回升,市场利率出现大幅波动,债券违约向国企蔓延。

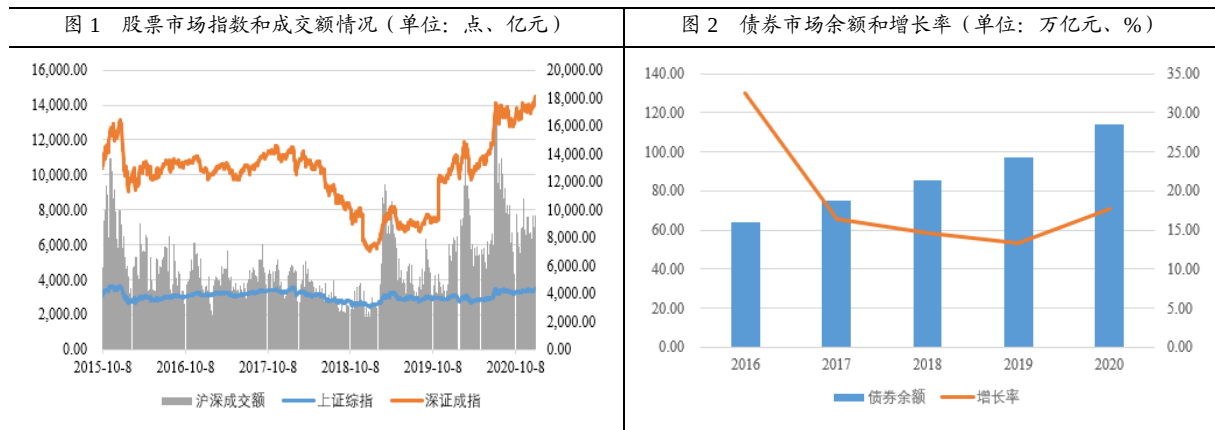
近年来,股票市场震荡加剧,2018 年,经济下行压力叠加不利外部环境,沪深指数跌幅较大,投资交易量进一步萎缩;2019 年,市场预期有所回暖,股票市场先扬后抑,股票市场一季度大幅上涨,贡献全年大部分涨幅,市场成交量亦大幅增长;2020 年,股票市场全年表现强势,呈现震荡上涨的“慢牛”格局,市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据,截至 2020 年底,上交所和深交所上市的公司合计 4154 家;股票市场总市值为 79.72 万亿元,较 2019 年底增长 34.46%;平均市盈率为 25.64 倍,较 2019 年增长 5.29 个倍数。2020 年全部 A 股成交额为 206.02 万亿元,日均成交额为 0.85 万亿元,同比增长 63.05%。截至 2020 年底,市场融资融券余额为 1.62 万亿元,较 2019 年底增长 58.84%,其中融资余额占比为 91.54%,融券余额占比为 8.46%。股票一级市场发行方面,2020 年,上交所和深交所共实际募集资金 1.67 万亿元,同比增长 8.20%,共完成 IPO 为 396 家、增发 362 家、配股 18 家、优先股 8 家,可转债和可交债分别为 206 家和 41 家。

债券市场方面,近年来,在宽松货币政策和金融严监管双向影响下,债券市场规模不断增加,整体利率水平波动下降,信用债市场有所分化,高等级债券受到追捧。2017 年,在严监管和“降杠杆”政策下,债券市场有所调整;2018 年下半年以来,定向降准配合积极财政政策使债市出现分化,地方债和高等级债券认购资金充裕,同时资金链断裂导致的违约事件不断发生;2019 年,

债券市场违约常态化,货币市场利率延续下降趋势,国债收益率保持平稳;2020年,债券市场规模逐年增长,受疫情影响以及货币政策逐步退出,市场利率出现大幅波动,5月份利率探底后逐步回升,中债信用债净价指数总体平稳,但债券违约向国企蔓延。根据 Wind 统计,截至 2020 年底,债券余额为 114.30 万亿元,较 2019 年底增长 17.72%。债券发行方面,2020 年境内共发行各类债券 5.03 万只,发行额达 56.89 万亿元,同

比增长 25.90%。2020 年境内债券交易总金额为 1282.19 万亿元。其中,现券交易成交金额为 241.09 万亿元,回购交易成交金额为 893.97 万亿元,同业拆借 147.13 万亿元。

衍生品市场方面,根据中国期货业协会统计数据,2020 年全国期货市场累计成交额为 437.53 万亿元,同比增长 50.56%。其中,中国金融期货交易所的交易金额为 115.44 万亿元,同比增长 65.80%,占全国市场份额 26.38%。



资料来源: Wind, 联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场,推进股票和债券发行交易制度改革,提高直接融资比重,降低杠杆率”,同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月,证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式,科创板正式开板;7 月 22 日,科创板首批公司上市交易,中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 6 月,证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》,建立新三板企业转板上市制度,新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市,

加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大,证券公司规模逐年增长,盈利水平受市场行情及政策影响较大;2020 年,证券公司业绩大幅增长。

近年来,证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020 年,证券公司总资产和净资产规模逐年扩大,2019 年以来增幅较大;盈利能力呈现 U 型走势,2018 年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降;2019 年和 2020 年,受市场行情和利好政策等因素影响,证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看,证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主,营业收入水平较易受到市场行情的影响,未来转型压力较大。

表 3 证券行业概况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
证券公司家数 (家)	129	131	131	133	139
盈利家数 (家)	124	120	106	120	127

盈利家数占比 (%)	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入 (亿元)	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润 (亿元)	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产 (万亿元)	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产 (万亿元)	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本 (万亿元)	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

数据来源: 中国证券业协会

2020 年, 国内新冠肺炎疫情爆发, 为应对疫情, 国家出台一系列流动性宽松政策, 加之资本市场改革政策不断推出, 国内经济逐步恢复, 证券市场整体表现较好。2020 年, 证券公司行业维持严监管态势, 随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进, 监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露, 2020 年以来涉及证券公司的罚单超过 150 张, 远高于上年罚单数量, 多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看, 2020 年证券公司经营业绩大幅提升, 各业务板块收入均实现不同程度增长; 业务结构方面, 经纪、自营、投行仍是收入的主要构成, 经纪和投行业务占比较 2019 年有所提升。截至 2020 年底, 139 家证券公司总资产为 8.90 万亿元, 较 2019 年底增长 22.50%; 净资产为 2.31 万亿元, 较 2019 年底增长 14.10%, 净资本为 1.82 万亿元, 较 2019 年底增长 12.35%。2020 年, 139 家证券公司实现营业收入 4484.79 亿元, 实现净利润 1575.34 亿元, 分别同比增长 24.41% 和 27.98%, 经营业绩同比大幅增长, 其中有 127 家公司实现盈利。

2. 行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续; 2020 年多项利好政策密集出台, 新证券法等纲领性文件出台, 将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

2017 年 7 月, 证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》, 对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化, 引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控, 在风险可控的基础上, 鼓励券商回归主业, 促进证券公司业务质量的改观和提升, 带动证券公司综合实力的增强。

2018 年 4 月, 中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《指导意见》), 基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定, 最大程度上消除监管套利空间, 避免资金脱实向虚; 同时, 对投资非标限制有一定放开, 《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下, 可适当投资非标产品, 为非标业务发展留下一定政策空间。

2018 年 11 月, 证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量集合资产管理业务对标公募基金进行管理, 符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019 年 7 月, 证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》, 并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛, 从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求, 要将有实力的、优质的股东引入券商, 也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019 年 10 月, 证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020 年 1 月, 证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》, 提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。

2020 年 2 月, 《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》等再融资新规颁布, 为上市公司再融资松绑, 增强资本市场服务实体经济的能力, 助力上市公司抗击疫情, 国内经济全面修复。

2020年3月,新《证券法》正式实施,加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制,公司债、企业债注册制已全面实施,创业板注册制改革正式落地。2020年6月,《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》等四文件发布,创业板试点注册制。

2020年5月,《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》发布,次级债公开发行放开,拓宽证券公司融资渠道,有助于证券公司降本增效。

2020年7月,证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》,此次修订进一步体现合规审慎导向,引导差异化发展,对规模指标有所弱化,利好中小型券商,但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月,证监会发布了最新证券公司分类结果,参选的98家证券公司中,32家券商评级上调,25家券商评级下降,39家评级与2019年持平。从评价结果来看,2020年分类评级结果较上年有所提升,中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加,体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

2021年3月,证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定,修改证券公司主要股东定义,适当降低主要股东资质要求,落实新《证券法》并简化股权相关审批事

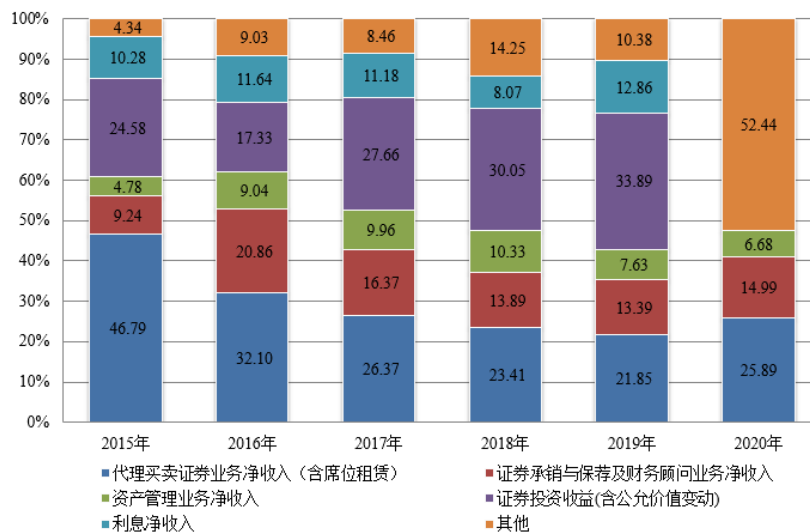
项等,进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

3. 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主;2020年证券公司盈利水平显著上升,服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成,近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度,同时经纪业务佣金率水平逐年下探,经纪业务收入占比不断下降,但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2018年,受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响,证券公司各板块收入均有所下滑,自营业务收入占比升至30%以上,投行和经纪业务收入占比下降。2019年,受股票市场回暖、交投活跃度提升影响,以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升;经纪业务收入占比较为稳定。2020年,经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升,投行业务占比小幅提升,证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升,财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露2020年全行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入
资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务,易受市场交易量和佣金率的影响,具有较大的波动性。

近年来,竞争加剧使佣金率下行,经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降;同时,证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来,证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度,经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时,重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面,经纪业务与股票市场景气度呈强相关性,具有较大的波动性。2018年,随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营,股票市场投资热情减退,成交量有所下降;受此影响,2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元,同比减少24.06%。2019年,市场预期有所回暖,股票市场先扬后抑,市场成交量亦大幅增长。2019年,133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)787.63亿元,同比增长26.34%。2020年,股票市场指数于二季度快速上涨,下半年随着货币政策逐步退出,市场指数横盘调整,全年交易量大幅增长,证券公司实现代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)1161.10亿元,同比增长47.42%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性;投资银行业务以证券承销与保荐业务为主,再融资、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化,企业融资需求不断增加,债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性,2019年以来,受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松,投资银行业务收入大幅增长;年末再融资、并购重

组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2020年以来,A股IPO审核家数及过会率明显提升,2020年,发审委审核IPO家数634家,其中605家通过审核,过会率达95.43%,远高于2019年全年277家审核家数、247家通过家数及89.17%的通过率。2020年,IPO发行规模合计4699.63亿元,发行家数396家,分别同比增长85.57%和95.07%。受再融资新规利好政策影响,2020年,再融资规模8854.34亿元,同比增长26.10%,扭转下降趋势。科创板方面,2020年共有229家科创类公司提交上交所上市委审核,218家获得通过,通过率很高,预计募集资金规模2262.60亿元。债券市场方面,2020年,证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资,2020年证券公司承销各类债券金额10.05万亿元,同比增长32.09%。基于上述因素,2020年,全行业实现投资银行业务净收入672.11亿元,同比增长39.26%。

就市场格局来看,证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景,在大型融资项目上具有明显的竞争优势,几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目,显示该业务集中度较高。2020年,股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为52.83%;债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时,创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力;新证券法等纲领性文件出台,强化中介机构“看门人”的责任,促使证券公司提升专业服务能力,投行业务快速发展的背景下,合规风控成为证券公司核心竞争力。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资,该业务与证券市场关联度高,面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资,2012年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策,意味着券商自营业务从传统单边投资向

多领域投资、多交易工具的方向转变。2018 年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018 年债券市场新增 43 家违约主体，较 2017 年的 9 家大幅增加，违约金额达 1154.50 亿元，系 2017 年违约金额的 3.42 倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续 2018 年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长；同时，2019 年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2020 年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨 36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。2019 年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020 年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63 亿元，同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置的转型。2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”

等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2020 年末，证券公司资产管理业务规模为 10.51 万亿元，较 2019 年末下降 14.48%；2020 年，证券公司实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2020 年融资融券业务大幅增长且风险可控，股票质押业务规模继续压缩，风险继续化解。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2020 年末，融资融券余额 1.62 万亿元，较 2019 年末增长 58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。截至 2020 年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为 5.42%，较年初下降 0.79 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。但目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 31.72%。

4. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展,净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。2019年11月,证监会明确提出要推动打造航母级证券公司,推动证券行业做大做强。2020年7月,证监会提出,鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段。2020年3月,中信证券完成对广州证券股份有限公司100%股权的并购,进一步稳固了其龙头券商的地位;4月,天风证券已基本完成对恒泰证券29.99%股权的收购;10月,国联证券和国金证券因合并过程中为就核心条款未达成一致意见,宣布终止并购,成为继6月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此,证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显,市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位,弥补自身业务短板,实现跨区域的资源调配。

近年来,证券公司扎堆补充净资本,2019年,国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市,2020年以来,湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”,中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司已实现A股上市,首创证券、信达证券、万联证券、国开证券、财达证券等证券公司已处于IPO辅导期或已过会阶段。2020年,共计16家上市证券公司完成增发和配股,其中海通证券和国信证券分别增发募资200.00亿元和150.00亿元,招商证券完成配股募资126.83亿元,资本金规模大幅提升,行业内头部效应有所加强。区域竞争方面,部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势,比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019年10月,证监会宣布,自2020年4月1日起,取消证券公司外资股比限制。截至2020

年12月末,中国内地外资控股证券公司已达8家,其中四家为新设立合资证券公司(野村东方国际证券有限公司、大和证券(中国)有限责任公司、星展证券(中国)有限公司、摩根大通证券(中国)有限公司),另外4家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司(瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司)。此外,证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券2家国内券商,行业竞争进一步加剧。短期来看,国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势,证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限;长期来看,随着证券行业进一步开放,外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战,放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机,有利于证券行业整体优化。

2019年11月,证监会明确表态要打造“航母级证券公司”,同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面,具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司,也将引导证券公司实现差异化和专业化发展,重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组,证券公司行业市场集中度大幅提高。按2020年末证券公司所有者权益排序,2020年前十大证券公司实现营业收入合计2994.25亿元,净利润995.85亿元,占全行业营业收入和净利润的比重分别为66.76%和63.21%。截至2020年底,前十大证券公司资产总额为5.85万亿元,占全行业总资产的65.70%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过60%,行业集中度较高。

表4 截至2020年末/2020年主要证券公司财务数据(单位:亿元)

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37

4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

资料来源: Wind

5. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险,主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险,主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略,设定投资限额和风险集中度指标,对投资、承销、资产管理等活动进行监控,通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量,并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等,其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面,证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018 年以来,债券市场违约常态化,2020 年部分国企违约超预期,债券市场分化加剧,证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况;控制自营业务投资规模,

并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则;关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况,并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产;通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段,解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务流程来控制操作风险;健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法;构建信息隔离墙制度体系,规范从业人员执业行为,防止内幕交易和利益冲突;加强业务检查稽核力度,保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行;加大对员工的培训,提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下,如今的证券市场对证券公司的风险控制能力,尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面:一方面我国证券市场受法律及政策影响较大,政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大,从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响;另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为,从而可能使其面临一定的经营风险。

6. 未来动向

监管力度加强,证券行业严监管态势将延续;需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对2021年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公

司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”，于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

公司业务发展多元化，资本规模及主要业务排名均在行业中上游水平。截至2020年末，公司共有11家分公司，75家证券营业部，其中47家营业部位于贵州省，在贵州省内具有较强的竞争优势，其余营业部分别位于上海、北京、广东、浙江、江苏等经济发达地区以及湖北、重庆、广西、四川等中西部地区的中心城市，公司在西南地区的影响力持续扩大，较多的经营网点为公司业务发展提供了很好的平台。另外，公司研究所在业内具备一定知名度和品牌影响力，截至2020年末研究所累计签约机构达到178家，2020年公司分仓佣金收入排名行业第22位，保持较强的竞争力，公司良好的投研能力能够为各项业务发展提供有力支持。

六、基础素质分析

1. 产权状况

2020年，公司产权结构未发生变化。截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本均为92.26亿元，华创阳安持股100.00%，为公司控股股东，由于华创阳安于2020年2月转变为无实际控制人状态，公司亦无实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是全国性综合类证券公司，资本实力及经营实力较强，主要业务均处于行业中上游水平，其中经纪业务在贵州省内竞争优势明显，投研能力较强。

公司是全国大型综合性证券公司之一，业务资质齐全，具有较强的经营实力。截至2020年末，公司合并资产总额431.25亿元，母公司口径净资产109.08亿元。2020年公司证监会分类评级仍保持在A级，体现出公司合规经营、财务稳健，并具有较强的资本实力和风险控制能力。

表5 公司主要业绩排名（单位：名）

项目	2018年	2019年	2020年
净资本	38	41	/
营业收入	39	38	/
证券经纪业务收入	43	45	/
客户资产管理业务收入	37	39	/

投资银行业务收入	53	52	/
融资类业务收入	47	41	/
证券投资收入	30	32	/

注：1.2018 年和 2019 年参与排名的证券公司数量均为 98 家；2.2020 年排名结果未公布

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

3. 外部支持

公司控股股东为上市公司，融资渠道多样，对公司支持力度较大。

公司控股股东华创阳安作为A股上市公司（股票代码“600155.SH”），直接及间接融资渠道畅通。公司作为华创阳安的全资且核心子公司，在资金、管理等方面获得了华创阳安的较大支持。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用记录，截至2021年5月17日，公司无未结清和已结清的关注类和不良或违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2020年末，公司已取得银行授信476.50亿元，已使用银行授信132.60亿元，可使用的授信额度为343.90亿元，间接融资渠道畅通。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员存在变动，但对公司经营无重大影响，公司管理体系未发生重大变化，内控管理整体水平较高但仍需进一步完善。

跟踪期内，公司内部管理及主要制度未发生重大变化，公司高级管理人员发生了变更，但对公司经营无重大影响。2020年6月，公司选举产生第六届董事会及监事会。其中，董事会成员包括陶永泽（董事长）、彭波（副董事长）、张小艾、陈强、巫兰、华中炜、马朝松（独立董事）、娄爱东（独立董事）、张子学（独立董事），公司董事会成员由8人变更为9人，其中3名独立董事均发生变更，巫兰为新增董事，其余成员无变化；监事会成员包括邱健（监事会主席）、董卫东、

姜敏斐、李云波、欧阳勇，其中仅姜敏斐为新任监事，其余成员无变化。公司董事会及监事会成员变更对公司经营无重大影响。

受到监管处罚方面，2020年3月，因公司在开展证券投资咨询业务过程中存在违规行为，贵州证监局对公司出具警示函。公司已针对上述监管措施进行整改。2020年，公司证监会分类评级维持A级，处于较好水平，但内控管理仍有待进一步加强。

八、重大事项

公司未能如期收回前期支付的大额股权转让保证金，此外，华创阳安拟非公开发行股票用于向公司增资，需持续关注相关事件进展。

2019年11月，华创证券与北京嘉裕投资有限公司（以下称“北京嘉裕”）签署了《关于太平洋证券股份有限公司之股份转让协议》及《关于太平洋证券股份有限公司之表决权委托协议》，并向北京嘉裕支付了保证金人民币15.00亿元，北京嘉裕将持有的5.81亿股太平洋证券股份有限公司（以下称“太平洋证券”）股份质押给华创证券。2020年6月，交易双方签署了《关于太平洋证券股份有限公司之股份转让协议及表决权委托协议之终止交易协议》，北京嘉裕应按约定返还华创证券支付的保证金及利息，但北京嘉裕未能按协议约定如期履行还款义务。截至2020年末，华创证券仅收到北京嘉裕偿还资金人民币5000万元。华创证券已向北京市第一中级人民法院申请对北京嘉裕资产进行诉前财产保全，法院已对北京嘉裕持有的3.49亿股太平洋证券股份有限公司实施冻结，并已正式受理此案件。截至2020年末，北京嘉裕共持有太平洋证券7.44亿股，而公司拥有北京嘉裕质押的5.81亿股太平洋证券股份有限公司优先受偿权，并通过诉前财产保全对3.49亿股实施冻结（包含剩余未质押1.63亿股），即华创证券已质押或冻结了北京嘉裕持有太平洋证券全部股份共计7.44亿股。未来仍需持续关注该事件进展对于华创证券经营的相关影响。

此外，根据股东华创阳安于2021年3月7日发布的公告，华创阳安非公开发行股票预案已

经公司董事会审议通过，本次非公开发行股票数量不超过约5.22亿股（含），募集资金不超过人民币80.00亿元（含），扣除发行费用后拟全部用于向华创证券增资，以增加华创证券资本金，补充其营运资金，优化业务结构，扩大业务规模，提升市场竞争力和抗风险能力。本次非公开发行已经公司股东会审议通过，仍需中国证监会核准后方可实施。若成功实施，公司资本实力将进一步增加。

九、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业收入和净利润实现较好增长，业务结构有所变动，经纪业务及自营业务贡献度仍较高。但公司主营业务受经济环境、证券市场及监管政策等因素影响较大，未来收入增长存在一定不确定性。

公司主营业务可划分为证券及期货经纪业务、信用交易业务、自营投资业务、投资银行业务和资产管理业务等。2020年，公司持续围绕“互联网+投资融资与财富管理”不断推进经营模式转型，完善综合服务体系，调整业务结构，严格控制风险，强化资源整合，向服务创新发展。

2020年，随着证券市场升温、市场交投活跃

度提升，公司营业收入主要在证券及期货经纪业务收入和自营投资业务收入的拉动下同比增长28.77%。随着收入增长，公司净利润亦呈增长趋势，2020年为7.12亿元，同比增长31.07%。2020年公司营业收入和净利润增幅均高于行业平均水平（24.41%和27.98%）。

从收入结构来看，2020年公司证券及期货经纪业务收入和自营投资业务收入贡献度整体仍维持较高水平，投资银行业务收入占比有所上升，而信用交易业务收入和资产管理业务收入占比有所下滑。2020年，公司营业收入中证券及期货经纪业务、信用交易业务、投资业务和投行业务分别占比30.06%、14.80%、39.73%和13.01%。

具体来看，2020年，公司证券及期货经纪业务收入同比增长37.35%，主要系证券市场升温、交投活跃度上升所致。2020年，公司信用交易业务实现收入4.77亿元，同比减少8.34%。自营投资业务在2020年实现收入12.80亿元，同比增长21.17%。由于公司股权及债券承销业务在2020年均取得较好发展，投行业务收入2020年维持上升趋势，同比大幅增长74.26%。受资管新规实施、业务结构调整影响，公司资产管理业务收入2020年同比变化不大，对营业收入的贡献处于较低水平。

表6 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券及期货经纪业务	5.23	28.62	7.05	28.18	9.68	30.06
信用交易业务	5.18	28.35	5.20	20.78	4.77	14.80
自营投资业务	5.48	30.01	10.57	42.22	12.80	39.73
投资银行业务	1.57	8.62	2.41	9.61	4.19	13.01
资产管理业务	1.94	10.64	1.43	5.72	1.45	4.49
其他	-1.14	-6.25	-1.63	-6.52	-0.67	-2.08
合计	18.26	100.00	25.02	100.00	32.22	100.00

资料来源：公司提供、联合资信整理

2. 证券及期货经纪业务

公司经纪业务营业网点布局主要集中在贵州地区，在贵州省内具有较强的地域优势。2020年，公司证券及期货经纪业务收入和市场份额稳定增长，但佣金率有所下滑；机构销售和研

究业务发展良好。

公司证券及期货经纪业务资格齐全，主要业务包括向客户提供代销股票、基金、债券等金融产品，提供交易通道、业务办理、投资咨询、理财规划等系列服务。截至2020年末，公司共有

11家分公司，75家证券营业部，其中47家营业部位于贵州省，在贵州省内保持明显区域优势，其余营业网点及分支机构分布于上海、北京、广东、浙江、江苏等经济发达地区以及湖北、重庆、广西、四川等中西部地区的中心城市，全国性网点布局不断完善。2020年，公司经纪业务手续费净收入为8.82亿元，同比增长42.37%。

从代理买卖证券业务来看，2020年市场交

投活跃度提升，在股票和基金交易量增长拉动下，公司代理买卖证券交易额合计1.16万亿元，同比增长94.72%。公司代理买卖证券市场份额在2020年增至0.50%。公司主要以代理股票交易为主，2020年代理买卖股票交易额占全部交易量的69.32%。公司代理买卖证券业务平均佣金率在市场竞价下延续下滑趋势，2020年为0.3378‰，处于行业平均水平。

表 7 公司代理买卖证券情况（单位：亿元、%）

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	3443.18	0.38	5025.31	0.39	8,062.43	0.39
基金	432.32	0.42	792.42	0.86	3,324.54	3.02
债券	103.79	0.16	155.24	0.19	243.40	0.20
合计	3979.29	0.37	5972.97	0.41	11630.38	0.50
平均佣金率（‰）	0.5439		0.4793		0.3378	

资料来源：公司提供，联合资信整理

机构销售与研究业务方面，2020年，公司继续恪守以研究为本源，推进产品服务体系化和数字化建设，开拓私募机构客户，深化公募客户服务。截至2020年末，公司签约公募机构91家，保险机构21家，私募机构66家，已实现中大型机构客户的全面覆盖。公司研究体系建设逐步成熟，队伍建设不断健全，市场影响力进一步扩大。从基金分仓收入来看，按照Wind统计数据显示，

2020年公司基金分仓成交额占比为1.68%，基金分仓佣金收入为2.36亿元，排名行业第22位，继续保持了较强市场竞争力。

金融产品销售业务方面，公司持续围绕财富管理转型，不断丰富产品种类。2020年以来，由于公司将场外代理推介业务纳入代理销售金融产品业务进行核算，使得2020年推介金融产品申购赎回量及推介金融产品收入大幅增长。

表 8 公司金融产品销售业务情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
公司资产管理计划销售量	29333.46	11540.35	68580.09
推介金融产品申购赎回量	269401.35	296351.95	3051452.30
推介金融产品收入	853.27	761.73	26003.23

注：2020 年统计口径新纳入场外代理推介业务，且无法追溯调整之前数据，2020 年数据可比性较差

资料来源：公司提供，联合资信整理

期货经纪业务方面，随着2020年市场活跃度上升，2020年末华创期货客户权益总额为6.57亿元，较上年末增长0.92%，变化不大。2020年

期货经纪业务双边成交量为1911.08万手，同比增长27.47%。2020年成交金额合计1.00万亿元。

表 9 华创期货主要业务指标表

项目	2018 年	2019 年	2020 年
成交金额（万亿元）	0.78	0.75	1.00
成交手数（双边）（万手）	1426.05	1499.23	1911.08
期末有效开户数（户）	7593	9307	11107

期末客户权益（亿元）	7.52	6.51	6.57
------------	------	------	------

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 信用交易业务

受市场环境及政策导向影响，2020年公司融资融券业务实现较快发展，股票质押业务规模继续被压缩。公司股票质押业务存在违约情况，需对后续追偿情况保持关注。

公司信用交易业务主要有融资融券业务和股票质押式回购交易业务等。

两融业务方面，由于2020年市场交投活跃度提升，公司两融业务发展较快，截至2020年末，公司融资融券账户数目保持增长趋势。2020年

公司两融业务较快发展，期末融资融券余额较上年末快速增长75.50%至50.20亿元，全年利息收入同比增长44.10%至2.63亿元。

股票质押式回购业务方面，截至2020年末，公司股票质押业务余额较上年末下降25.91%至36.11亿元，2020年股票质押业务利息收入为2.84亿元，同比下滑28.45%。

截至2020年末，公司信用业务杠杆率为72.64%，较上年末上升4.29个百分点，但仍处于合理水平。

表 10 公司信用交易业务情况表（单位：万户、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
期末融资融券账户数目	1.17	1.32	1.49
期末融资融券余额	17.99	28.60	50.20
融资融券业务利息收入	1.28	1.83	2.63
期末股票质押业务余额	70.20	48.74	36.11
股票质押业务利息收入	3.90	3.97	2.84

资料来源：公司提供，联合资信整理

从信用交易业务风险状况来看，截至2020年末，公司融资融券业务涉及风险事件1起，交易余额0.13亿元，公司已采取提起诉讼、进行司法保全冻结等措施。公司股票质押业务存量风险项目共12个，涉及违约本金合计15.34亿元，已累计计提减值准备6.98亿元，减值计提比例45.49%；公司已提起诉讼，并对部分项目融资人或担保人财产进行司法保全，需对后续追偿情况保持关注。此外，公司个别定向资管产品底层资产亦涉及股票质押风险项目，公司已根据委托人委托提起诉讼，产品均无自有资金参与且公司不负有直接责任。

4. 自营投资业务

2020年，公司自营投资业务规模进一步扩大，收入规模较好增长；投资结构仍以债券为主。因自营投资业务受市场行情影响较大，且市场信用债信用风险频发，需对公司所持债券的信用风险保持关注。

公司自营投资业务主要由固定收益部、权

益投资部和做市交易部负责。2020年，公司根据市场走势，适时调整投资策略，在控制组合久期、确保流动性安全基础上，合理使用杠杆工具，加强投资运作。随着公司自营业务稳步开展，2020年自营投资业务收入保持增长的趋势，2020年为12.80亿元，同比增长21.17%，系公司第一大收入来源。

截至2020年末，公司自营投资规模为215.49亿元，较上年末增长13.20%，主要系债券投资规模增加所致。从投资结构来看，2020年，公司自营投资仍以债券投资为主，占全部自营投资的74.49%。截至2020年末，公司债券投资合计160.51亿元，较上年末增长15.33%，投资种类倾向于城投债、国债等，对于信用债投资，公司择券级别倾向在AA+及以上。截至2020年末，公司股票和基金投资分别为20.89亿元和14.06亿元，分别占总投资的9.69%和6.53%，其中基金主要为公募基金。其他投资主要系资管产品；2020年末其他投资为20.03亿元，较上年末小幅增长，主要系投资的上市公司纾困类项目。

截至2020年末，公司所投债券无违约情况，自营持有的纾困类资管计划底层资产无违约情况，公司投资业务整体风险可控。

2020年末，公司自营权益类证券及其衍生

品/净资本为10.64%，较2019年末有所上升；自营非权益类证券及其衍生品/净资本为179.69%，同比有所下降；两项指标均符合监管标准。

表 11 公司自营投资业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	148.07	86.28	139.17	73.11	160.51	74.49
基金	8.47	4.93	13.49	7.09	14.06	6.53
股票	2.26	1.32	18.75	9.85	20.89	9.69
理财产品	8.23	4.80	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.58	2.67	18.96	9.96	20.03	9.29
合计	171.61	100.00	190.37	100.00	215.49	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

5. 投资银行业务

公司投行业务具备一定行业竞争力，投行业务排名行业中游水平。2020年股权及债券承销业务均良好发展，公司储备项目情况较好。

公司投资银行业务主要包括股权融资业务、债券融资业务、财务顾问业务和新三板业务。2020年公司股权及债券承销业务稳步发展，公司实现投资银行业务收入4.19亿元，同比增长74.26%，主要系市场和政策环境变化以及公司积极推动投行业务转型所致，投资银行业务收入排名行业第45位（数据来源于Wind）。

2020年，公司投行业务持续推进变革，通过组织机构调整、打通销售体系、加强中后台管控、优化考核机制等一系列改革，重塑投行业务体系，努力向新型投行转型。2020年，公司投行业

务获得“2020中国区债券融资团队君鼎奖”

“2020中国区中小板项目君鼎奖”和“2020中国区债券项目君鼎奖”等奖项。

股权融资业务方面，2020年，公司完成股权类主承销项目13个，股权类主承销金额为80.74亿元，保持增长趋势，具体而言，共完成4单IPO项目和9单再融资项目。

债券融资业务方面，2020年，由于市场资金面有所宽松，公司全年完成37单债券主承销项目，债券主承销金额合计254.47亿元，主承销规模同比增长31.01%。

其他业务方面，2020年公司新三板推荐挂牌项目数量有所增加，由2019年的0个增至2020年的2个；2020年，公司作为财务顾问完成并购重组项目3个。

表 12 公司投资银行主承销项目情况（单位：个、亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额
股权承销	2	7.79	4	24.41	13	80.74
其中：IPO	0	0.00	0	0.00	4	13.57
再融资	2	7.79	4	24.41	9	67.17
债券承销	18	87.75	28	194.24	37	254.47
其中：公司债	12	49.45	17	123.13	29	186.97
ABS	0	0.00	6	38.01	7	63.00
新三板挂牌	6	--	0	--	2	--
并购重组	2	--	2	--	3	--

注：上表股权及债券承销统计数据均为主承销口径，并购重组按担任财务顾问口径进行统计

资料来源：公司提供，联合资信整理

从投行项目储备来看,截至2020年末,公司在审项目25个,其中含IPO项目6个、再融资项目2个、债券项目17个;已拿批文未实施项目38个,其中财务顾问1个、再融资项目1个、债券项目31个、ABS项目5个;整体项目储备情况较好。

6. 资产管理业务

受监管政策及业务转型影响,2020年公司资产管理规模进一步下降,通道业务持续收缩,主动管理规模占比有所增长;公司资管业务收入贡献度较低,有待进一步发展。

公司资产管理业务主要包括集合资产管理

业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。2020年公司资管业务持续转型,全年实现收入1.45亿元,同比变化不大,对营业收入的贡献度较低。

受持续压缩通道业务影响,2020年末,公司受托管理资产总规模为620.90亿元,较上年末下降41.04%;主动管理业务规模亦有所收缩,较上年末下降39.37%,2020年末主动管理业务占比51.68%。公司资产管理业务仍以定向理财产品为主,占比75.00%,占比较2019年末有所降低。

表 13 公司资产管理业务情况表(单位:亿元、%)

项目		2018 年末		2019 年末		2020 年末	
		规模	占比	规模	占比	规模	占比
按产品类型划分	集合	46.80	3.05	42.71	4.06	59.52	9.59
	定向	1470.19	95.82	961.65	91.32	465.65	75.00
	专项	17.35	1.13	48.67	4.62	95.73	15.42
按管理方式划分	主动型	572.54	37.32	529.25	50.26	320.90	51.68
	被动型	961.80	62.68	523.78	49.74	300.00	48.32
合计		1534.34	100.00	1053.03	100.00	620.90	100.00

资料来源:公司提供,联合资信整理

7. 子公司业务

2020年公司子公司业务稳步发展,对公司收入与利润形成了较好的补充。

截至2020年末,公司纳入合并报表一级子公司包括金汇资本、华创期货和兴贵投资。

金汇资本成立于2013年8月,系公司全资子公司,截至2020年末注册资本1.00亿元,主要从事项目投资、投资管理、资产管理、投资咨询。截至2020年末,金汇资本总资产为1.98亿元,净资产为1.96亿元;2020年实现营业收入2.08亿元,净利润1.93亿元。

华创期货成立于1995年8月,公司持股62.50%,截至2020年末注册资本为1.00亿元,经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理。截至2020年末,华创期货总资产为9.30亿元,净资产为2.03亿元;2020年全年实现营业收入6956.42万元,净利润2006.06万元。详细期货经纪业务见上文。

兴贵投资成立于2017年5月,系公司全资子

公司,截至2020年末注册资本20.00亿元,主要从事《证券公司证券投资品种清单》所列品种以外的金融产品、股权等另类投资业务。截至2020年末,兴贵投资总资产为17.69亿元,净资产为17.44亿元。2020年全年实现营业收入1.12亿元,净利润8842.46万元。

8. 未来发展

公司定位明确,制定了较为清晰的发展路径,符合自身特点和未来发展的需要。

在行业转型的背景下,未来华创证券的总体发展战略为:坚持立足贵州,辐射全国,积极服务实体经济的价值取向,创新体制机制,发挥集体决策优势,充分利用新兴金融工具和信息科技,开展场景金融和客户服务创新,努力为地方政府和实体经济发展作出更多更好贡献。

华创证券将依托区域优势,不断优化业务结构,提升差异化发展能力,推动公司经营实现快速健康发展。具体经营计划如下:

①夯实业务发展，突出工作重点。从业务条线、分支机构（分公司、营业部）、业务前端与后台支持等多个维度，加强业务布局和工作部署，加大对零售经纪、财富管理、私募服务等体系建设的投入，建立和完善“大经纪”服务体系，打造完整综合金融生态链，突出工作重点，做好发展平衡，强化分担协作，提高资源整合利用效率。

②紧紧围绕金融科技平台建设，创新体制机制。开拓业务视野，拓宽市场格局，推动华创证券调整运营架构，构建“业务加强领导、操作授权充分、责任落实到位”的运行机制，不断提升管理水平和运作效率。

③合规管理与风险控制。推进风险管理IT系统建设，通过IT化、全覆盖、全方位落实全面风险管理要求，纳入全面风险管理体系，督促各部门和团队切实做到“项目有调查，操作有留痕，风险管控到位，责任落实到人，不搞利益输送，不做内幕交易，不碰高压线，规避业务风险”。

④加强员工队伍建设。要加强员工薪酬激励体系建设，形成有市场竞争力的多元激励机制，注重短期激励与长期发展，创造良好和谐的工作氛围，留住和用好现有人才，增强外部人才吸引力，提升公司感召力。

十、财务分析

1. 财务概况

公司2018—2019年财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2020年财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年财务报表均被出具了标准无保留的审计意见。从合并范围来看，2019年公司合并范围新增1家子公司，2020年财务报表合并范围无变化；整体看合并范围变动对财务数据的影响不大。

会计政策和会计估计变更方面，公司自2020年1月1日起执行《企业会计准则第14号——收入》（2017年修订）。修订后的准则规定，首次执行该准则应当根据累积影响数，调整期初留存权益及财务报表其他相关项目金额，

对可比期间信息不予调整。该准则实施未导致公司收入确认方式发生重大变化，对财务报表影响不大。2020年，公司主要会计估计未发生变更。本报告财务分析中，2018/2019年财务数据取自2019/2020年审计报告的上年比较数据。

综上，公司财务数据可比性较强。

截至2020年末，公司合并资产总额431.25亿元，其中客户资金存款51.83亿元、客户备付金10.16亿元；负债合计311.88亿元，其中代理买卖证券款63.60亿元；所有者权益119.37亿元，其中归属于母公司所有者权益118.57亿元。2020年，公司营业总收入为32.22亿元，利润总额为9.31亿元，净利润为7.12亿元，其中归属于母公司所有者净利润7.02亿元；经营活动产生的现金流量净额为17.70亿元，现金及现金等价物净增加额12.04亿元。

2. 资金来源与流动性

2020年，公司负债规模持续增长，债务负担增加，杠杆水平有所上升，但仍处于行业适中水平；公司债务结构偏向以短期债务为主，一年内到期债务占比较高，需关注公司流动性管理。

随着对外融资规模扩大，公司负债规模维持增长趋势，以自有负债为主，占比仍在80%左右。截至2020年末，公司负债总额311.88亿元，较上年末增长12.90%，主要系卖出回购金融资产款和代理买卖证券款增加所致，其中自有负债为248.28亿元，较年初增长9.34%。截至2020年末，公司负债主要由卖出回购金融资产款（占比38.80%）、应付债券（占比33.32%）和代理买卖证券款（占比20.39%）构成。

2020年末，公司卖出回购金融资产为121.00亿元，较上年末增长18.29%；其中债券质押回购占比93.31%，到期期限均在1个月内，其余为债券买断回购业务。2020年末应付债券为103.93亿元，较上年末增长9.05%，主要系公司新发行公司债券和次级债券所致。2020年末代理买卖证券款较上年末增长29.36%，主要系证券市场行情走高、交易量上涨所致。

表 14 公司负债情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
负债总额	247.81	276.24	311.88
自有负债	208.93	227.07	248.28
其中: 卖出回购金融资产款	109.33	102.29	121.00
应付债券	57.31	95.30	103.93
应付短期融资款	20.09	7.42	0.72
拆入资金	16.00	8.02	6.99
非自有负债	38.87	49.17	63.60
其中: 代理买卖证券款	38.87	49.17	63.60
全部债务	202.75	217.70	233.62
其中: 短期债务	145.44	122.40	129.70
长期债务	57.31	95.30	103.93
自有资产负债率	65.94	66.62	67.53
净资本/负债	52.75	43.99	44.18
净资产/负债	50.45	48.17	45.88

注: 长短期债务计算未根据到期期限拆分应付债券
资料来源: 公司财务报表和监管报表, 联合资信整理

从杠杆水平来看, 2020 年末公司杠杆水平继续上升, 自有资产负债率由 2019 年末的 66.62% 增至 67.53%, 仍处于行业适中水平; 随着负债规模持续增加, 净资产/负债指标持续下降, 公司净资本/负债指标变化不大, 2020 年分别为 45.88% 和 44.18%, 但均高于监管标准。

从债务情况来看, 2020 年末公司全部债务较上年末增长 9.61% 至 233.62 亿元, 以短期债务为主。

从债务期限结构来看, 截至 2020 年末, 公司有息债务 (不包括交易性金融负债和衍生金融负债) 合计 232.64 亿元, 其中一年内到期债务占比 76.08%, 一年以上到期的债务占比 23.92%, 为应付债券; 公司债务期限结构偏短, 要求公司实现较好流动性管理。

表 15 截至 2020 年末公司有息债务到期期限结构

到期期限	金额 (亿元)	占比 (%)
1 年以内	176.99	76.08
1 年以上	55.65	23.92

表 16 公司资产情况表 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额	355.72	390.02	431.25

合计	232.64	100.00
----	--------	--------

注: 上表债务统计口径未包括交易性金融负债和衍生金融负债
资料来源: 公司提供

随着业务规模的扩大, 2020 年末公司资产规模持续增长, 其中自营投资资产占比仍较高; 公司资产流动性有所下降, 处于一般水平。

随着公司业务规模的扩大, 公司资产规模持续增加, 公司资产以自有资产为主, 2020 年自有资产占比仍在 85% 以上。截至 2020 年末, 公司资产总额 431.25 亿元, 较上年末增长 10.57%, 其中自有资产较上年末增长 7.86%; 公司资产由货币资金 (占比 16.76%)、融出资金 (占比 9.33%)、买入返售金融资产 (占比 11.97%)、交易性金融资产 (占比 43.81%) 等科目构成。2020 年末, 公司优质流动资产/总资产同比 2019 年末下降 3.04 个百分点至 10.97%, 主要系资产规模扩大的同时, 自有货币资金减少和冻结或质押的信用评级 AAA 级以下, AA+ 级 (含) 以上的信用债规模增加所致, 资产流动性一般。

其中：自有货币资金	26.93	23.57	20.45
融出资金	15.92	26.08	40.24
买入返售金融资产	87.46	65.71	51.62
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	121.30	--	--
可供出售金融资产	28.03	--	--
持有至到期投资	22.28	--	--
交易性金融资产	--	154.66	188.94
债权投资	--	17.62	12.54
其他债权投资	--	17.55	13.48
其他资产	1.57	19.07	18.77
自有资产	316.84	340.85	367.65
自有资产/资产总额	89.07	87.39	85.25
优质流动性资产	68.17	46.91	39.52
优质流动资产/总资产	21.79	14.01	10.97

注：优质流动性资产/总资产中分子分母均取自风控指标监管报表；该表中资产科目未剔除第三方在结构化主体中权益部分
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司货币资金为 72.28 亿元，较上年末增长 8.48%，主要系当年客户资金存款增加所致；其中自有货币资金为 20.45 亿元，以银行存款为主。

截至 2020 年末，公司融出资金为 40.24 亿元，较上年末大幅增加 54.30%，主要系当年两融业务规模扩大所致；公司融出资金担保物公允价值合计 153.46 亿元，覆盖程度较好，融出资金计提减值准备 42.11 万元。

截至 2020 年末，公司买入返售金融资产为 51.62 亿元，较上年末下降 21.43%，主要系公司债券买断式回购规模减少所致。其中股票质押回购为 36.38 亿元，较上年末下降 25.81%，债券回购规模合计 20.65 亿元，较上年基本持平。股票质押式回购业务中，剩余期限分布在 1 个月以内的占比 41.39%，1~3 个月内占比 4.02%，3~12 个月内占比 49.27%。公司买入返售金融资产担保物账面价值合计 85.18 亿元，对本金的覆盖比例为 149.35%；已计提减值准备合计 5.41 亿元，计提比例 9.49%。

截至 2020 年末，公司交易性金融资产公允价值合计 188.94 亿元，其中债券占比 71.18%、公募基金占比 7.44%、股票/股权占比 10.77%，其余为投资的少量资管产品和其他资产占比 10.60%。公司交易性金融资产初始成本为 187.09 亿元。

截至 2020 年末，公司债权投资合计 12.54 亿元，均为债券投资，其中企业债占比 67.73%、公司债占比 7.96%；计提减值准备 30.83 万元，计提比例 0.03%。其他债权投资合计 13.48 亿元，其中企业债占比 75.76%、公司债占比 2.71%、其他占比 21.53%。

截至 2020 年末，公司其他资产合计 18.77 亿元，较上年末小幅下降 1.61%，主要系计提减值准备增加所致。其中其他应收款账面价值 18.33 亿元，占其他资产的比重为 97.69%，计提坏账准备 2.37 亿元，计提比例为 11.44%。

截至 2020 年末，公司受限资产合计 151.76 亿元，占同期末资产总额的 35.19%，主要为因卖出回购抵押证券受限，各类受限资产具体情况如下表所示。

表 17 截至 2020 年末公司受限资产情况表
(单位：亿元、%)

项目	期末账面价值	占资产总额的比例	受限原因
货币资金	0.01	0.0013	风险准备专户存款
交易性金融资产	121.21	28.11	其中卖出回购抵押证券 115.89 亿元
债权投资	11.92	2.76	卖出回购抵押证券
其他债权投资	13.14	3.05	卖出回购抵押证券
存出保证金	5.48	1.27	保证金
合计	151.76	35.19	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 资本充足性

2020 年末，公司所有者权益稳步增长，稳定性仍较好；公司各项风险控制指标均优于监管要求，资本充足性较好。

截至 2020 年末，公司所有者权益为 119.37 亿元，较年初小幅增加 4.91%，主要系未分配利润及一般风险准备增加所致；其中归母所有者权益为 118.57 亿元。归母所有者权益中，实收资本占比 77.81%、未分配利润占比 12.83%、一般风险准备占比 6.39%，其余占比较少，所有者权益稳定性较好。从利润分配情况来看，2020 年公司现金分红 1.38 亿元，占前一年可分配利润

的 11.85%，利润留存对公司所有者权益补充效果较好。

随着新增次级债发行和利润留存，2020 年末公司母公司口径（下同）净资产增至 109.08 亿元，较上年末上升 9.75%；母公司口径净资产为 113.29 亿元，较上年末增长 4.09%；净资产/净资产有所增长，2020 年末为 96.29%；风险覆盖率大幅增长，由上年末的 202.35% 增至 273.88%；流动性覆盖率较上年末大幅升高 212.27 个百分点至 401.89%；净稳定资金率小幅增长至 140.88%，公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 18 公司风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	监管标准	预警指标
核心净资本	83.71	86.34	88.30	--	--
附属净资本	26.00	13.05	20.78	--	--
净资产	109.71	99.39	109.08	--	--
净资产	104.91	108.84	113.29	--	--
各项风险资本准备之和	45.09	49.12	39.83	--	--
风险覆盖率	243.31	202.35	273.88	≥100	≥120
资本杠杆率	26.45	25.41	24.17	≥8	≥9.6
净资本/净资产	104.57	91.32	96.29	≥20	≥24
流动性覆盖率	327.63	189.62	401.89	≥100	≥120
净稳定资金率	154.90	134.51	140.88	≥100	≥120

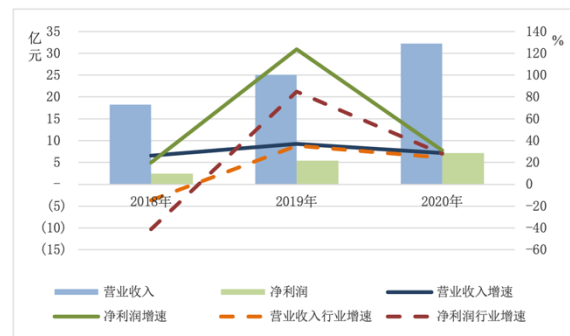
资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 盈利能力

2020 年，公司收入及利润取得较好增长，盈利能力保持较强水平；另外，投资收益对公司收入贡献度较高，受市场行情影响较大，盈利波动性较大。

2020 年，公司实现营业收入合计 32.22 亿元，同比增长 28.77%，具体收入结构变动请见本报告经营概况部分。在营业收入的带动下，公司净利润亦呈增长趋势，2020 年实现净利润 7.12 亿元，同比增长 31.07%；公司营业收入及净利润增速均高于行业平均增速（24.41%、27.98%）。

图 4 公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司财务报告、行业公开数据，联合资信整理

从营业支出来看，公司营业支出主要由业务及管理费构成，2020 年占比 81.92%。2020 年，公司营业支出为 22.95 亿元，同比增长 29.29%，一方面主要系员工薪酬增长导致业务及管理费增加，另一方面公司针对存量的股票质押风险

项目新增计提信用减值损失所致。

表 19 公司营业支出构成 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
业务及管理费	11.96	79.82	15.57	87.69	18.80	81.92
各类减值损失	2.86	19.10	1.67	9.41	3.63	15.80
其他	0.16	1.09	0.52	2.90	0.52	2.27
营业支出	14.99	100.00	17.75	100.00	22.95	100.00

注: 各类减值损失含资产减值损失、信用减值损失及其他资产减值损失
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

2020 年, 公司营业费用率和薪酬收入比分别为 58.36%和 43.45%, 成本管控能力有所提升。从盈利指标来看, 2020 年营业利润率变化不大, 自有资产收益率和净资产收益率分别提升至

2.01%和 6.11%, 公司盈利水平有所提升。

从同行业对比来看, 在规模相近的证券公司中, 公司杠杆水平适中, 盈利稳定性一般, 盈利能力较强。

表 20 公司盈利指标 (单位: %、名)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业费用率	65.53	62.22	58.36
薪酬收入比	44.32	44.48	43.45
营业利润率	17.90	29.05	28.76
自有资产收益率	0.80	1.65	2.01
净资产收益率	2.27	4.90	6.11
净资产收益率排名	55	38	--

资料来源: 公司财务报告、证券业协会排名, 联合资信整理

表 21 截至 2020 年末证券公司行业财务指标比较 (单位: %)

项目	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
中银国际证券股份有限公司	6.38	2.50	58.05	8.28	59.08
南京证券股份有限公司	6.01	2.67	50.74	42.51	53.76
万联证券股份有限公司	5.47	1.88	51.43	34.43	68.91
国联证券股份有限公司	6.30	2.06	56.52	61.41	71.28
平均值	6.04	2.28	54.19	36.66	63.26
华创证券	6.11	2.01	58.36	37.45	67.53

注: 因无法对比样本 2020 年审计报告附注, 上表用于对比的样本公司自有资产及自有负债均未扣除纳入合并范围的第三方结构化主体持有者款项, 相关指标可能不够精确, 但不影响总体分析结果

资料来源: 公司审计报告、公开资料, 联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险低。

截至 2020 年末, 公司无对外担保情况。

截至 2020 年末, 公司涉及被诉案件 2 起, 涉诉金额合计 2.42 亿元 (不含利息损失); 其中 2.12 亿元被诉事项如下: 合肥美的电冰箱有限公司 (以下简称“合肥美的”) 于 2016 年 3 月委托公司成立资金规模为 3 亿元的“华创恒丰 86 号定向资产管理计划”。按照合同约定及合肥美的指令,

公司与陆家嘴国际信托有限公司 (以下简称“陆家嘴信托”) 签订《单一资金信托信托合同》, 将该笔资金投入陆家嘴信托。陆家嘴信托与贵州安泰再生资源科技有限公司 (以下简称“贵州安泰”) 签订《信托贷款合同》, 将该笔资金借予贵州安泰。2016 年 5 月合肥美的发现贵州安泰公司诈骗, 向合肥市公安局报案, 经检察院公诉, 法院判决贵州安泰及其法定代表人申建忠等人犯合同诈骗罪并承担相应刑事责任。2019 年 7 月,

合肥美的以侵权责任纠纷为由向安徽省合肥市中级人民法院对被告聂勇、李恩泽、重庆银行贵阳分行、公司、陆家嘴信托提起诉讼，要求被告对合肥美的的赔偿损失2.115亿元及利息损失。2019年8月，安徽省合肥市中级人民法院裁定驳回合肥美的的起诉，合肥美的不服裁定提起上诉。2019年12月，安徽省高级人民法院裁定撤销安徽省合肥市中级人民法院裁定，指令安徽省合肥市中级人民法院立案审理。本案于2020年10月13日开庭审理，截至2020年末此案尚未判决。在此涉诉事项中，公司根据与合肥美的、恒丰银行股份有限公司签订的《华创恒丰86号定向资产管理计划资产管理合同》的约定，严格按照合肥美的的投资指令进行资产管理，因该投资产生的相关投资风险、纠纷与诉讼均由合肥美的自行处理与承担。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

截至2021年4月末，公司存续债券的短期偿债压力较小，公司对存续期内债券偿还能力很强。

截至2021年4月末，公司存续债券余额共96.93亿元。考虑行权条件下，一年内到期的应付债券余额42.40亿元；公司存续债券于2021年达到未来待偿债券本金峰值42.40亿元。公司对存续债券保障情况如下表：

表 22 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	金 额
一年内到期债券余额	42.40
未来待偿债券本金峰值	42.40
优质流动资产/一年内到期债券余额	0.93
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.45

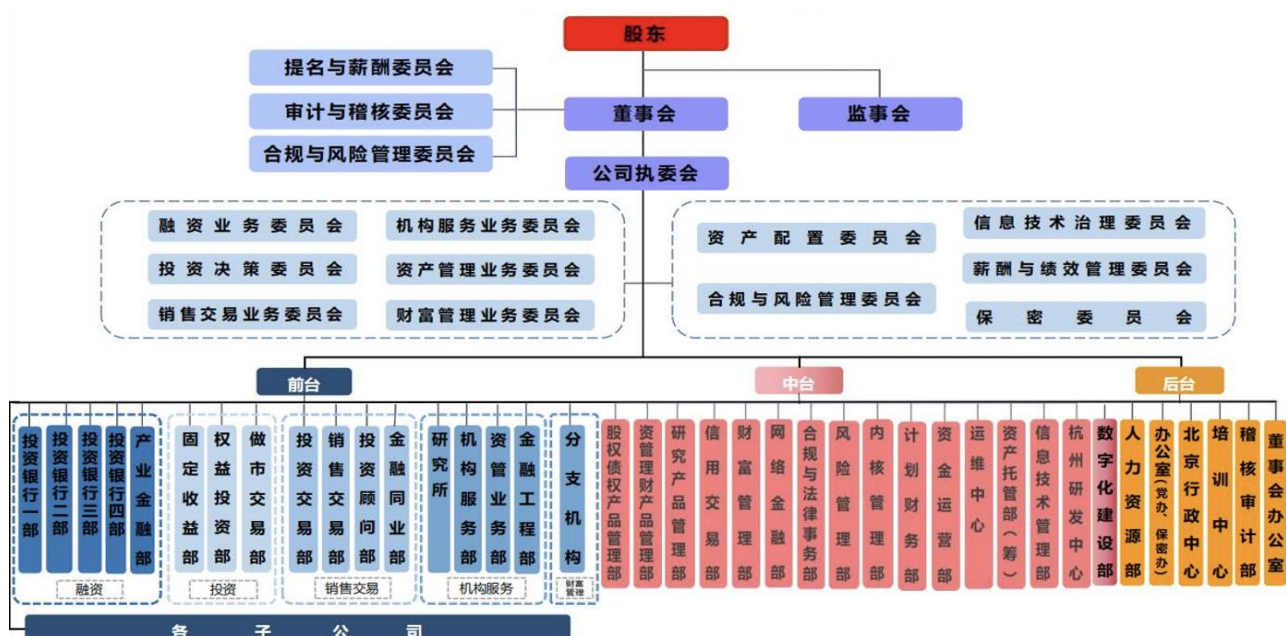
注：存续债券余额按截至2021年4月底数据统计，计算一年内到期债券余额和未来待偿债券本金峰值时假设债券在最近一个行权日全额回售或赎回
资料来源：联合资信整理

总体看，公司优质流动资产对一年内到期债券保障能力尚可，EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力一般。综合考虑公司行业地位、业务竞争力及股东背景等其他优势，公司对存续债券的短期偿债压力较小。

十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“20华创03”的信用等级为AA，维持“20华创02”“20华创01”“19华创04”“19华创03”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2020 年末华创证券有限责任公司 组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 华创证券股份有限公司主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
自有资产（亿元）	316.84	340.85	367.65
自有负债（亿元）	208.93	227.07	248.28
所有者权益（亿元）	107.91	113.79	119.37
优质流动性资产/总资产（%）	21.79	14.01	10.97
自有资产负债率（%）	65.94	66.62	67.53
营业收入（亿元）	18.26	25.02	32.22
利润总额（亿元）	3.32	7.37	9.31
营业利润率（%）	17.90	29.05	28.76
营业费用率（%）	65.53	62.22	58.36
薪酬收入比（%）	44.32	44.48	43.45
自有资产收益率（%）	0.80	1.65	2.01
净资产收益率（%）	2.27	4.90	6.11
盈利稳定性（%）	34.92	45.77	37.45
净资本（亿元）	109.71	99.39	109.08
风险覆盖率（%）	243.31	202.35	273.88
资本杠杆率（%）	26.45	25.41	24.17
流动性覆盖率（%）	327.63	189.62	401.89
净稳定资金率（%）	154.90	134.51	140.88
信用业务杠杆率（%）	81.73	68.35	72.64
短期债务（亿元）	145.44	122.40	129.70
长期债务（亿元）	57.31	95.30	103.93
全部债务（亿元）	202.75	217.70	233.62

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
自有资产	总资产 - 代理买卖证券款 - 代理承销证券款 - 信用交易代理买卖证券款 - 结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债 - 代理买卖证券款 - 代理承销证券款 - 信用交易代理买卖证券款 - 结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债 / 自有资产 × 100%
营业利润率	营业利润 / 营业收入 × 100%
薪酬收入比	职工薪酬 / 营业收入 × 100%
营业费用率	业务及管理费 / 营业收入 × 100%
自有资产收益率	净利润 / [(期初自有资产 + 期末自有资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差 / 利润总额均值 × 100%
信用业务杠杆率	信用业务余额 / 所有者权益 × 100%;
优质流动资产/总资产	优质流动资产 / 总资产 × 100%; 优质流动资产取自监管报表; 总资产 = 净资产 + 负债 (均取自监管报表)
EBITDA	利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

注: 短期债务 = 短期借款 + 应付短期融资款 + 拆入资金 + 融入资金 + 交易性金融负债 + 衍生金融负债 + 卖出回购金融资产 + 其他负债科目中的短期有息债务
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他负债科目中的长期有息债务
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。