

信用等级公告

联合〔2019〕964号

华创证券有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对华创证券有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（面向合格投资者）进行综合分析和评估，确定：

华创证券有限责任公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

华创证券有限责任公司拟公开发行的 2019 年公司债券（面向合格投资者）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

华创证券有限责任公司公开发行 2019 年公司债券（面向合格投资者）信用评级报告

本次债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过 20 亿元（含）

债券期限：不超过 5 年（含）

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本，

最后一期利息随本金的兑付一起支付

评级时间：2019 年 6 月 28 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
自有资产（亿元）	212.25	293.05	316.84	320.66
自有负债（亿元）	100.16	187.22	208.93	210.13
所有者权益（亿元）	112.10	105.83	107.91	110.53
优质流动资产/总资产（%）	33.26	17.58	21.79	15.15
自有资产负债率（%）	47.19	63.89	65.94	65.53
营业收入（亿元）	19.64	14.46	18.26	6.44
净利润（亿元）	4.32	2.02	2.43	2.35
营业利润率（%）	29.90	19.12	17.90	48.38
净资产收益率（%）	5.84	1.86	2.27	2.15
净资本（亿元）	114.59	103.68	109.71	110.13
风险覆盖率（%）	329.65	197.60	243.31	244.91
资本杠杆率（%）	47.58	30.35	26.45	26.27
短期债务（亿元）	81.01	140.82	145.43	141.54
全部债务（亿元）	94.01	181.96	202.74	202.51
EBITDA（亿元）	12.82	9.93	11.45	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.98	1.47	1.49	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.05	0.06	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.64	0.50	0.57	--

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；2、本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径；3、公司 2019 年一季度合并财务报表未经审计，相关财务指标未年化；4、本报告中本次发债额度按 20.00 亿元进行计算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对华创证券有限责任公司（以下简称“公司”或“华创证券”）的评级反映了其作为国内综合性券商，资本实力较强，在贵州省内具有较强的区位优势。近年来，受证券市场环境波动及政策环境变化影响，公司业务结构趋于均衡，2018 年公司自营业务实现较好发展，带动收入和利润规模增长，显著优于行业平均水平；公司良好的研究能力亦为各类业务的进一步开展提供支持。此外，公司作为上市公司华创阳安股份有限公司（以下简称“华创阳安”）旗下主要控股子公司，融资渠道畅通。

联合评级同时也关注到公司业务易受经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化等因素影响，收入存在一定波动性，盈利能力仍有待提升；此外，随着公司业务规模扩大，债务规模呈增长趋势，其中短期债务占比较高，需对公司短期流动性管理保持关注。

未来随着公司综合金融服务平台搭建的完成，公司不断强化资源的整合，收入水平有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为国内综合性券商，近年来资产规模逐年增长，公司持续巩固在贵州省内的区域优势，在贵州省内保持明显的区位优势。

2. 公司股东华创阳安作为上市公司，融资渠道畅通，且对公司资金支持力度较大，2016 年向公司注资 73.48 亿元，使得公司资本实力进一步增强，处于行业中上水平。

3. 近年来，公司坚持金融科技创新，多项

互联网金融基础设施投入应用，首创“互联网+底层资本市场”模式，积极服务实体经济；同时，公司研究能力较好，为各类业务的开展提供支持。

关注

1. 经济周期变化、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素可能对公司业务发展和收益水平带来系统性风险。

2. 2017 年以来，随着公司债券质押回购业务规模扩大和债券发行规模增加，公司债务水平快速提升；从债务结构来看，公司短期债务占比较高，需对公司短期流动性管理保持关注。

3. 截至 2019 年 3 月末，公司股票质押业务部分客户存在违约，涉及违约本金规模较大，减值计提比例较小，需对后续追偿处置情况保持关注。

分析师

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

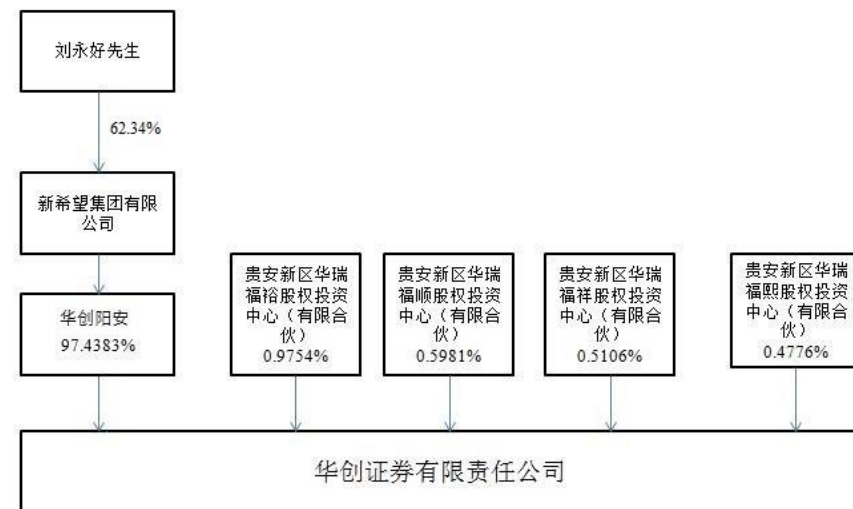
本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：  
联合信用评级有限公司

一、主体概况

华创证券有限责任公司（以下简称“公司”或“华创证券”）原名华创证券经纪有限责任公司，是 2002 年 1 月经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）（证监机构字[2002]6 号）批准，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，通过增资扩股成立的证券公司，公司设立时的注册资本为 2.00 亿元。2010 年 2 月，经中国证监会《关于核准华创证券经纪有限责任公司变更公司章程重要条款的批复》（证监许可[2010]231 号）核准，公司名称由“华创证券经纪有限责任公司”变更为“华创证券有限责任公司”。期间历经多次增资扩股，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。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本为 92.26 亿元，华创阳安持股 97.44%，为公司控股股东，自然人刘永好为公司实际控制人。

图 1 截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：证券经纪；证券投资咨询；证券投资基金销售；证券自营；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券资产管理；证券承销与保荐；为期货公司提供中间介绍业务；融资融券；代销金融产品业务。

截至 2018 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 2018 年末，公司共有 9 家分公司（其中 1 家在筹），70 家证券营业部，其中 47 家位于贵州省；公司在职人员合计 1,949 人。

截至 2018 年末，公司资产总额 355.72 亿元，其中客户资金存款 33.23 亿元、客户备付金 6.22 亿元；负债总额 247.81 亿元，其中代理买卖证券款 38.87 亿元；所有者权益合计 107.91 亿元，其中归

属母公司的所有者权益合计 107.28 亿元；母公司口径下净资产 109.71 亿元。2018 年，公司实现营业收入 18.26 亿元，净利润 2.43 亿元；经营活动现金流净额为-15.37 亿元，现金及现金等价物净增加额为 7.71 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 378.80 亿元，其中客户资金存款 47.74 亿元、客户备付金 9.37 亿元；负债总额 268.27 亿元，其中代理买卖证券款 58.13 亿元；所有者权益合计 110.53 亿元，其中归属母公司的所有者权益合计 109.89 亿元；母公司口径净资产为 110.13 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.44 亿元，净利润 2.35 亿元；经营活动现金流净额为 4.46 亿元，现金及现金等价物净增加额为 5.66 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。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“华创证券有限责任公司公开发行 2019 年公司债券（面向合格投资者）”，本次债券的发行总额为不超过人民币 20 亿元（含），债券期限不超过 5 年（含），发行期限及品种将根据发行时的市场情况确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券票面金额为 100 元人民币，按面值平价发行，发行的债券票面利率及其确定方式（固定或浮动利率）、以及展期和利率调整由股东会授权董事会与主承销商根据发行时的市场情况及合格投资者报价情况协商确定。本次债券在发行规模内可选择分期或者不分期发行方式。本次债券发行面向合格投资者公开发行，不向公司股东优先配售。本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

公司拟将本次债券募集资金全部用于补充公司营运资金。

三、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

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。我国证券市场经过逾 20 年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。

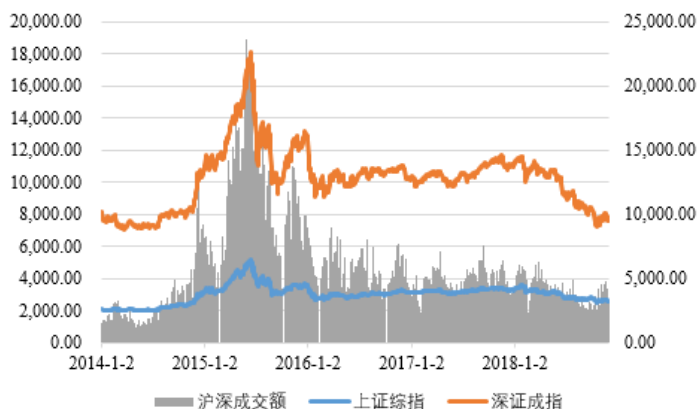
（1）证券市场发展概况

股票市场规模和交易活跃度下降，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生

近年来，股票市场震荡下行，2016 年股票市场价量齐跌；2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018 年，经济下行压力叠加外部不利环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年 1 季度，证券市场有所回暖。根据交易所公布的数据，截至 2018 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,584 家，股票市场总市值为 43.49 万亿元，较 2017 年底下降 31.16%，平均市盈率为 16.22 倍，较 2017 年减少 3.29 个倍数；2018 年全部 A 股成交额为 90.11 万亿元，日均成交额为 0.36 万亿元，同比减少均为 19.37%。截至 2018 年底，市场融资融券余

额为 0.76 万亿元，较 2017 年底下降 26.21%，其中融资余额占比为 99.11%，融券余额占比为 0.89%。股票一级市场发行方面，2018 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.21 万亿元，同比减少 21.43%，共完成 IPO 为 105 家、增发 267 家、配股 15 家、优先股 7 家。

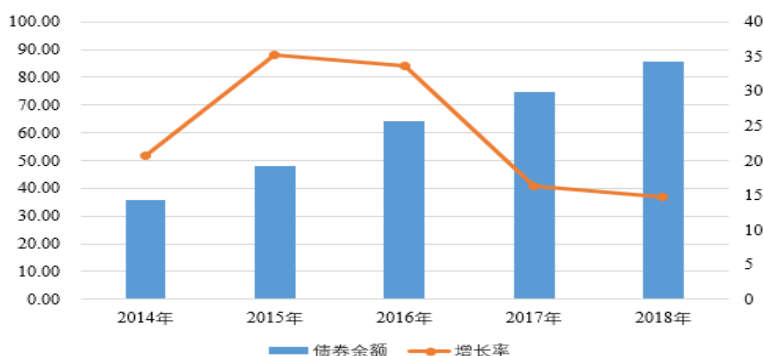
图 2 股票市场指数和成交额情况（单位：点，亿元）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

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。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；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。根据 Wind 资讯统计数据，截至 2018 年底，债券余额为 85.74 万亿元，较 2017 年底增加 14.79%。债券发行方面，2018 年境内共发行各类债券 3.90 万只，发行额达 43.83 万亿元，同比增长 7.43%。2018 年境内债券交易总金额为 1,240.83 万亿元，其中，现券交易成交金额为 149.79 万亿元，回购交易成交金额为 951.78 万亿元，同业拆借 139.27 万亿元。

图 3 债券市场余额和增长率（单位：万亿元，%）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2018 年全国期货市场累计成交额为 210.82 万亿元，同比增长 12.20%；其中，中国金融期货交易所的交易金额为 26.12 万亿元，同比增长 6.22%，占全国市场份额 12.39%。

多层次资本市场已初步建立并不断完善

中小板和创业板分别于 2004 年和 2009 年设立；新三板自 2012 年开始启动扩容并于 2013 年扩

大至全国。截至 2018 年底，挂牌企业数量达 10,691 家，较 2017 年底减少 8.07%；区域性股权交易市场建设也在持续推进中。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（以下简称“建议”）也对构建多层次资本市场提出了新的要求，《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 1 月，中央深改委审议通过了《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，标志着科创板最终落地进入倒计时。

金融创新产品和服务不断推出

在证券市场持续发展和监管政策推动下，金融创新产品和服务不断推出。在债券市场方面，推出了如非公开发行人公司债、中小企业可交换债、绿色债券、永续期债和熊猫债等品种，丰富了债券种类，提升了审批效率；在股票市场方面，优先股、融资融券、约定购回式证券交易、股权激励行权融资、股票质押式回购、RQFII 等相继推出，进一步丰富了投资工具；在衍生品市场方面，近年来推出了股指期货、国债期货、上证 50ETF 期权和原油期货等投资品种，为投资者提供了更加多元化的风险对冲工具。

（2）证券公司发展概况

近年来，随着资本市场建设力度的加大以及证券市场规模逐步扩大，证券公司的数量呈稳步增长态势。2014~2018 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，于 2015 年后趋于平稳，盈利能力呈现倒 U 型走势，2014~2015 年盈利水平快速提升，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2018 年盈利水平进一步大幅下降。一方面，证券市场资本中介业务规模的扩张和监管政策的推动使证券公司资本规模不断得到补充，这也在一定程度上提升了证券公司的抗风险能力；另一方面，创新类业务的发展进一步丰富了证券公司的收入来源。随着证券公司对创新类业务的重视和推进，逐步形成了传统业务和创新业务相互促进的格局。但从目前收入结构来看，仍以传统的经纪业务、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 1 证券行业概况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
证券公司家数(家)	120	125	129	131	131
盈利家数(家)	119	124	124	120	106
盈利家数占比(%)	99.17	99.20	96.12	91.60	80.92
营业收入(亿元)	2,602.84	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87
净利润(亿元)	965.54	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20
总资产(万亿元)	4.09	6.42	5.79	6.14	6.26
净资产(万亿元)	0.92	1.45	1.64	1.85	1.89
净资本(万亿元)	0.68	1.25	1.47	1.58	1.57

数据来源：中国证券业协会

2018 年，受国内外经济环境变化的影响，证券市场悲观情绪弥漫，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；同时，2018 年，证券行业延续严监管趋势，截至 2018 年底，证监会及其派出机构已对 40 家券商开出 58 份行政监管措施或行政处罚书，较 2017 年全年 4 张证监会罚单大幅增加；58 张罚单中，29 张罚单涉及合规风控问题，内控不健全问题密集暴露；另有 9 张罚单涉及债券承销业务，8 张涉及并购重组类处罚且罚没款金额较大，投行业务为重点监管范畴。从业务表现看，2018 年

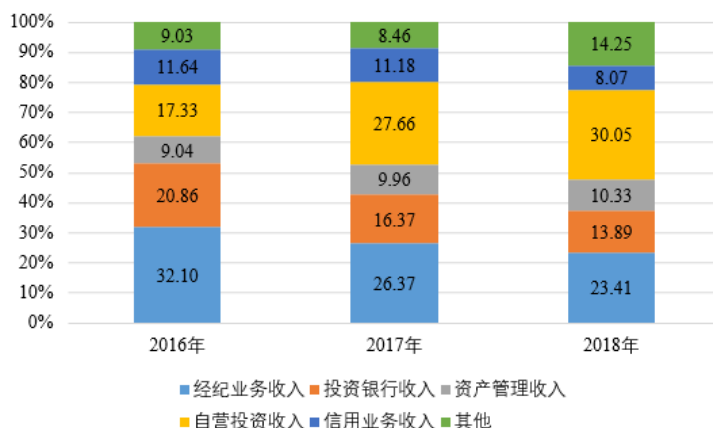
证券公司收入水平延续下降趋势，业绩降幅增大，盈利能力下滑明显；业务结构同质化较为严重，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，自营业务超过经纪业务成为第一大业务收入来源；截至 2018 年底，131 家证券公司总资产为 6.26 万亿元，较 2017 年底增加 1.95%；净资产为 1.89 万亿元，较 2017 年底增加 2.16%，净资本为 1.57 万亿元，较 2017 年底变动不大，资本实力保持稳定。2018 年，131 家证券公司中，106 家公司实现盈利，全年实现营业收入 2,662.87 亿元，全年实现净利润 666.20 亿元，分别同比减少 14.47%和 41.04%，降幅较 2017 年分别扩大 9.39 和 32.57 个百分点，经营业绩大幅下滑。

2019 年 1 季度，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，A 股三大指数均大幅上涨，债券市场进入平稳期；其中上证综指涨幅 23.93%，深成综指涨幅 36.84%，创业板涨幅 35.43%。截至 2019 年 3 月底，131 家证券公司总资产为 7.05 万亿元，较 2018 年底增加 12.62%；净资产为 1.94 万亿元，较 2018 年底增加 2.65%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年增加 3.18%。2019 年 1 季度，131 家证券公司中，119 家公司实现盈利，实现营业收入 1,018.94 亿元，实现净利润 440.16 亿元，分别同比增长 54.47%和 86.83%，经营业绩大幅改善。

2. 业务分析

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。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，近年来受证券市场交投活跃度低迷影响，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持在 20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大；2016 年，股票市场整体行情较为低迷，经纪业务和自营业务收入下滑较大，但受益于债券市场的繁荣，来自投行业务的承销与保荐业务收入增长较快，占比有所提升；2017 年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；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，前三大收入来源仍为自营、经纪和投行业务，自营业务收入占比进一步增加至 30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。

图 4 我国证券行业业务收入结构图

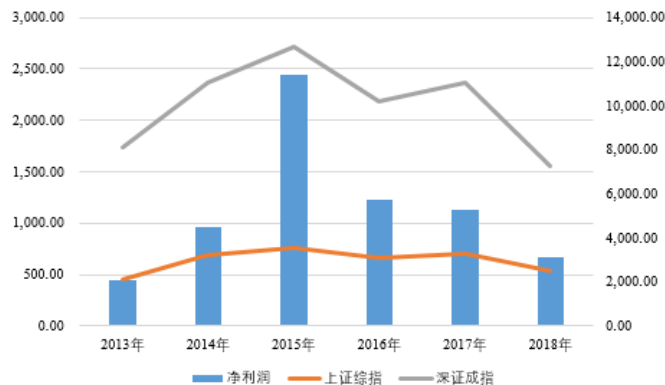


资料来源：中国证券业协会网站

证券公司的收益水平与证券市场交易量及市场指数正相关，2016 年我国证券行业净利润随着市场指数回落而大幅下降；2017 年，市场指数小幅上升，但中小创跌幅较大，证券公司净利润水平仍

小幅下降；2018 年，股票市场大幅下跌，证券公司盈利水平下滑显著。

图 5 证券行业净利润情况图



资料来源：中国证券业协会网站

(1) 经纪业务

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。2012 年 11 月，证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定》，意味着证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”，经纪业务迎来新的发展机遇。但 2015 年以来，股票市场交易量持续萎缩，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，证券公司的经纪业务即将进入转型期，轻型营业部应运而生。2017 年以来，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，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，未来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行情呈强相关性，具有较大的波动性。2016 年，股票市场行情景气度不高，同时，受市场竞争加剧、互联网金融的兴起等因素影响，经纪业务市场平均佣金率不断下滑，证券公司实现代理买卖证券业务净收入 1,052.95 亿元，仅为 2015 年收入的 39.13%。2017 年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 820.92 亿元，同比下降 22.04%。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 1 季度，证券市场有所回暖，全行业实现代理买卖证券业务净收入 221.49 亿元，同比增长 13.77%。

(2) 投资银行业务

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，2018 年基本延续了 2017 年低迷的市场走势；全年 IPO 发行规模合计 1,378.15 亿元，发行家数 105 家，分别较 2017 年下降 40.11% 和 76.03%；2017 年 10 月以来，IPO 审核趋严、过会率一直保持在较低水平，2018 年至今发审委累计审核 180 多家拟 IPO 企业事项，其中超过 105 家企业首发获通过，平均过会率在 59% 左右；同期，受再融资新规的影响，增发规模仅为 0.75 万亿元，同比下降 40.78%；证券公司债券承销较 2017 年有所好转，承销规模大幅增加，2018 年，证券公司承销各类债券金额 5.68 万亿元，同比增长 25.48%。

2018 年，131 家证券公司全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 369.96 亿元，同比下降 27.40%，占全行业营业收入的 13.89%，较 2017 年基本稳定。2019 年 1 季度，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 87.68 亿元，同比增长 18.44%，投行业务有所回暖。

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，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，表现出该业务集中度较高。2018 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额由 2017 年的 46.50% 提升至 57.66%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额由 39.33% 提升至 44.07%；可见，无论股市还是债市，大证券公司市场地位均进一步巩固。

但值得注意的是，在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司资金的流动性。股票承销业务受监管审批政策的影响较大，IPO 政策的变化对承销与保荐业务具有较大影响；同时，2018 年以来监管罚单集中于投行业务，未来仍面临严监管的合规风险。

（3）自营业务

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；2012 年来，自营业务在各家券商业务中发展较快，但 2016 年以后，随着证券市场波动加剧，自营业务收入不确定性增加。2014 及 2015 年股票市场大幅上涨，各证券公司加大了股票、基金和其它证券产品的投资比重，2016 年以来，随着股票市场趋冷，权益类资产占比有所下降，目前以固定收益投资类资产为主。2016 年，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）568.47 亿元，同比减少 59.78%。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，131 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）860.98 亿元，同比增长 51.46%，成为证券公司第一大收入来源。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，而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%，债券投资收益减缓自营业务降幅，但债券市场出现集中违约，2018 年新增 43 家违约主体，较 2017 年 9 家大幅增加，违约金额达 1,154.50 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；131 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）800.27 亿元，同比减少 7.05%。自营业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险，收入存在一定不确定性；且债券市场违约频发，需关注相关投资风险。2019 年 1 季度，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）514.05 亿元，同比大幅增长 2.15 倍，主要系股票市场回暖所致。

（4）资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小，但是各券商未来业务发展的一大重点。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。近年来，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。截至 2018 年末，证券公司资产管理业务规模为 14.11 万亿元，较 2017 年末下降 18.25%；2018 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.00 亿元，同比下降 11.35%。截

至 2019 年 3 月末，证券公司资产管理业务规模为 14.11 万亿元，较 2018 年末基本无变动；2019 年 1 季度，证券公司实现资产管理业务净收入 57.33 亿元，同比下降 15.43%。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，定向资管产品规模仍是主要部分，但其占比有所下降。

（5）其他业务

2012 年以来，证券公司其他业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的其他业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务、股票质押式回购业务等。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，融资融券业务发展迅速，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，2015 年以来出现下降并逐步趋稳。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2018 年底，两融余额 0.76 万亿元，较 2017 年底减少 26.21%；股票质押市值方面，根据中国证券登记结算公司披露的质押股份数量与各自股价乘积后合计计算，截至 2018 年底，市场质押市值约 4.23 万亿元，较 2018 年初最高点 6.49 万亿元大幅下降；截至 2018 年底，市场质押股数占总股本比约 9.83%，较 2018 年初约 9.60% 水平略有提升。2018 年 1 月，中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，要求分类评价结果为 A 类的证券公司，自有资金参与股票质押回购交易余额不得超过公司净资本的 150%；分类评价结果为 B 类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 100%；分类评价结果为 C 类及以下的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 50%，同时要求证券公司对外坏账计提减值准备。同期，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》，对融入方资格、初始交易金额、质押集中度以及资金用途都做出了限制，同时增加了融入方担保物范围。上述规定将引导股票质押业务聚焦实体经济，降低融资风险，也对证券公司风险控制能力提出了更高的要求；但在一定程度上影响了证券公司参与股票质押式回购交易规模，尤其是对中小证券公司影响较大。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2018 年，国内股市出现较大跌幅，证券公司股票质押业务面临较大市场风险和信用风险，对证券公司资产和盈利造成不利影响；同时，需考虑到股票质押规模仍然较大，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。

3. 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、专业化竞争演变。随着以净资本为核心的监管体系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。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力，例如华泰证券收购联合证券，宏源与申万合并，方正证券收购民族证券，中信证券收购万通证券，中信证券收购广州证券；2018 年以来，国内证券公司上市的有：天风证券、长城证券、南京证券、华西证券、华林证券等 5 家证券公司，同时中泰证券、湘财证券、华龙证券、德邦证券等多家中小型券商正处于辅导期或已提交了上市申请。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向 A 股的雄心。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。

CEPA 协议（内地与香港和澳门关于建立更紧密经贸关系的安排）下合资券商设立进程加速；2018 年 3 月，中国证监会发布《外商投资证券公司管理办法（征求意见稿）》，允许外资控股合资

证券公司，将外资持有证券公司的股权比例限制放宽至 51%，同时外商投资证券公司经营业务范围有所扩大。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。

同时，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 2018 年末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计 1,688.34 亿元，净利润 486.53 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 63.40%和 73.03%；截至 2018 年底，前十大证券公司资产总额为 3.74 万亿元，占全行业总资产的 59.75%，前十大证券公司以上指标占比均超过 55%，行业集中度较高。

表 2 截至 2018 年末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	1,568.31	6,531.33	372.21	98.76
2	国泰君安	1,336.73	4,367.29	227.19	70.70
3	海通证券	1,301.86	5,746.24	237.65	57.71
4	华泰证券	1,047.50	3,686.66	161.08	51.61
5	广发证券	886.29	3,891.06	152.70	46.32
6	招商证券	807.92	3,049.31	113.22	44.46
7	申万宏源	684.25	3,229.19	121.70	40.53
8	银河证券	663.38	2,513.63	99.25	29.32
9	国信证券	525.27	2,118.14	100.31	34.31
10	东方证券	522.72	2,268.70	103.03	12.81
合计		9,344.23	37,401.55	1,688.34	486.53

数据来源：wind 资讯

证券公司业务收入来源集中和盈利模式单一雷同，导致证券公司间竞争激烈的同时伴有不正当竞争现象。如 IB 业务市场资源有限，个别券商在投资者合规方面放水并因此被证监会立案调查；同时，为大力开展业务，多数券商在创新业务的风险控制上都滞后于产品设计。随着监管的日益加强，整个行业发展分化也日益明显，违规者将受到监管层的严肃治理，规范且竞争力强的公司则会取得相应发展。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验、业务规范和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势，行业集中度将进一步上升。

4. 风险因素

证券业务是与市场呈强周期关系的，具体风险主要体现如下：

（1）市场风险

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。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。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。2015 年以来，股票市场走势波动较大，市场风险加剧，对自营业务和信用业务影响较大，但也对证券公司应对市场风险的策略和技术提出了更高要求。

（2）信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。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。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。目前，宏观经济下行，实体经济经营困难，企业信用风险逐渐暴露，在一定程度上增加了债券投资类业务风险；同时，2017年以来，债券市场违约事件频发，2018年，股票质押业务风险不断集聚，证券公司固定收益投资类业务和股票质押业务面临信用风险加大。

（3）流动性风险

在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。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。近年来，随着创新业务的发展和深化，证券公司经营和资产负债结构日趋复杂化，流动性风险体现三种新趋势，一是资产流动性下降和负债杠杆率提高；二是表外业务膨胀发展隐含着表外负债的增长，未来以结构性投融资、资产证券化、部分资管产品为载体的表外业务在创新活动中也将迅速增长；三是资本性承诺的潜在冲击，新股发行市场化定价使得投行业务的包销风险不断加大，单个项目包销金额明显上升，低等级债券市场的扩大也将对证券公司以包销模式发展债券销售业务提供操作空间。

（4）操作风险

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人为失误；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。近年来，证券公司在制度和内控上不断加强和完善业务合规性，控制人为失误。2017年以来，我国拉开了金融严监管的序幕，从体制机制、政策措施、专项整治等多方面发力，2018年证券公司罚单激增，内部控制体系和投资银行业务成为重点监管范畴。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。

（5）法律政策风险

法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。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的波动影响较大，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。近年来，国家对证券市场的政策监管不断调整，证券公司开展上机遇与挑战并存；同时，证券公司创新业务蓬勃发展，须关注创新业务合规性与否所带来

的法律政策风险。

从我国实际情况看，证券公司在风险管理方面普遍面临着一些问题和挑战：第一，我国证券公司开展风险管理的时间还不长，由于产品和业务种类并不完善，风险复杂程度与国际同行业相比仍然较低，全面风险管理的理念未在行业内得到普遍重视。第二，随着全面风险管理理念的提出，证券公司面临着将已有的证券交易、结算、财务管理等不同信息系统进行整合的重要任务，基础数据和信息系统框架的整合成为制约证券公司风险管理水平提升的瓶颈。第三，受国内金融市场成熟度的限制，证券公司普遍缺乏风险对冲的工具，市场创设对冲产品的机制不足，市场风险管理工具的应用仍然有限。第四，证券公司对于操作风险基本处于定性管理阶段，缺乏量化管理的工具和手段。第五，由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，证券公司在创新活动中可能面临因管理水平、技术水平、风险控制能力、配套设施和相关制度等方面不能与创新业务相适应而导致的经营风险。

5. 未来动向

（1）风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续

证券公司风险主要包括市场风险、信用风险、流动性风险以及操作风险。目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

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8月，证监会公布了2018年证券公司分类评价结果。根据结果，除去33家证券公司按规定与其母公司合并评价外，在参选的98家券商中，获评A类的有40家，获评B类的有49家，获评C类的有8家，获评D类的有1家。与2017年相比，上调评级的有24家，维持评级的有47家，下调评级的有24家；其中，A类券商数量较2017年维持不变，行业整体表现较为稳定。但从券商个体来看，呈现出比较明显的分化态势，大型综合券商排名提升明显。而部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2018年1月，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》（以下简称“业务办法”），中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》（以下简称“风险管理指引”），从股票质押业务的交易和结算环节进一步规范，使股票质押市场回归理性；通过严控风控指标和强化业务流程管理，引导证券公司加强信用风险和流动性风险管理能力，有效控制系统性风险。

2018年3月，证监会正式发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，督促证券公司强化主体意识、完善自我约束机制，提升投行类业务内部控制水平，防范和化解投行类业务风险。

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》，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。

在证监会调整风控指标、修订分类监管规定、严处罚等举措下，体现出监管层对证券公司风险管理能力提出了更高要求，对证券公司保持了较强的监管力度，同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

(2) 资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司业务转型加速行业集中度提升，证券行业“强者恒强”的局面凸显，需对中小券商保持关注。

2018 年以来，证券公司经营业绩受市场和政策影响呈现较大下滑态势，但行业整体信用水平保持平稳。资管新规的落地、佣金率的探底、业务同质化的加剧以及传统业务牌照红利的渐失将倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点，随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力、金融科技运用，将加速证券行业集中度的提升；而《证券公司分类监管规定》也进一步突出监管导向，加分指标方面有利于大型综合券商通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力以及跨境业务能力等获得加分优势；由此，证券公司行业格局会进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面将进一步凸显，中小证券公司面临竞争更加激烈。

从企业个体层面来看，业务结构较单一的中小券商业绩稳定性较差，抵御市场和政策风险的能力较弱，在市场环境恶化的条件下，经营业绩下滑更为明显；加之其本身资本实力、股东支持及背景和应对市场周期性的内部控制能力偏弱，如经营环境持续恶化，此类证券公司盈利和资产继续恶化，将对其信用水平造成较大影响。

总体看，未来一段时间，随着资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司将加速转型，行业集中度有所提升，大中型证券公司资本实力保持平稳，行业整体信用水平稳定，但需对中小券商保持关注。

四、规模与竞争力

公司在贵州省内竞争优势明显，重组后资本实力进一步增强，融资渠道畅通。

公司是为立足于贵州省的综合类法人证券公司，截至 2018 年末，华创证券共拥有 9 家分公司（其中 1 家在筹）和 70 家营业部，其中 47 家营业部位于贵州省内，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。

2016 年公司重组完成后，股东变更为华创阳安，公司作为上市公司主要子公司，具有更为畅通的融资渠道，有利于公司业务进一步发展。2016 年 12 月末，公司股东华创阳安以扣除相关费用后的配套资金净额 73.48 亿元对华创证券进行增资，其中 14.97 亿元计入公司注册资本，其余 58.51 亿元计入公司资本公积，使得公司资本实力大幅增强，截至 2018 年末，公司注册资本为 92.26 亿元，净资产为 105.83 亿元，资本实力行业排名中上水平。

坚持金融科技创新，多项基于金融服务的互联网基础设施投入应用，首创“互联网+底层资本市场”模式，积极服务实体经济。

近年来，公司加强金融证券研究和 IT 自主开发能力建设。一是成功推出互联网投行模式金融服务平台，联通和支持中国证券业协会报价系统、地方区域市场以及银行、保险、信托等同业机构，实现了产品供给主体、产品种类以及平台销售渠道的多元化；二是完成了基于互联网的私募基金综合服务设施--基金公社的开发，搭建了 PBOX 与迅投投资管理系统，部署了极速柜台交易系统，形成具有行业竞争力的投资服务平台；推出华创 E 智通，初步实现证券交易的智能化，研究服务的产

品化，资产配置服务逐步趋于智能；创新保证金支付服务，进一步提升了产品和服务的交易快捷性。

公司各业务前端与地方区域市场加强服务对接，运用“互联网+底层资本市场”模式，通过投资银行手段和组合金融工具创设，将沉淀的基础资产转化为可交易、可持续融资的金融资产，扩大资产供给；围绕省属龙头企业、优势产业项目、中小企业集群以及美丽乡村建设，大力开展非标资产证券化等服务，通过与业务伙伴加强合作，积极提供产业投资、PPP项目、债务平滑基金等服务。

公司较强的研究能力为各项业务发展提供了有力支持

公司拥有独立研究所，近年来，公司研究所积极发挥智囊作用，加强研究成果输出与公司研究能力培育，积极配合开展各类投融资业务及品牌建设，2018年研究所累计签约机构达到103家，品牌影响力不断扩大。同时，近年来，公司研究所在新财富评选、“金牛奖最佳分析师”、“Wind最佳分析师”、“水晶球最佳分析师”等评选活动中多次获得各项荣誉，2018年，囊括各类奖项20余个，公司良好的投研能力能够为公司各项业务发展提供有力支持。

总体看，公司作为综合类证券公司，在贵州省内竞争优势明显，重组完成后，公司资本实力大幅增强，融资渠道畅通；近年来，公司着力打造互联网综合金融服务平台，并初具成效；公司具有良好的研究能力，为各类业务发展提供了有力支持。

五、公司治理

1. 公司治理

公司按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和国家证券监督管理机构的规定和要求制定《公司章程》，形成了股东会、董事会、监事会及经理层相互分离、相互制衡的公司治理结构和运作机制，并建立和逐步完善了包括基本制度、管理办法、工作细则三个层级的制度体系。

股东会为公司最高权力机构。公司每年按照规定召开股东大会，股东大会的通知方式、召开方式、表决程序和决议内容符合《公司法》和《公司章程》的要求。

目前，公司董事会共有8名董事，其中独立董事3名，职工董事1名；公司董事会设董事长1名，副董事长1名。董事会下设提名与薪酬委员会、审计与稽核委员会及合规与风险管理委员会三个专门委员会。2016年以来，公司董事会及其专门委员会按照相关议事规则召开多次会议，公司定期及临时董事会的召集、召开程序、议案的提出和审议均符合《公司法》、《公司章程》、《董事会议事规则》的相关规定。

公司监事会由5名监事组成，其中职工监事2名。近年来，监事会通过列席董事会会议、召开专题会议等方式实施监督职能，并对公司运营管理提出意见和建议。

公司经理层包括总经理、副总经理、财务总监、合规总监、首席风险官和董事会秘书等。经理层接受董事会的考核与监督，并按照股东会和董事会的要求进行日常经营管理工作。

2017年，公司开始推行执行委员会制度，设执行委员会，执行委员会是为落实公司董事会确定的经营方针和战略而设立的最高经营管理机构。执行委员会对董事会负责，可根据公司经营发展需要设立有关专门委员会。执行委员会各专门委员会在执行委员会授权范围内负责公司各业务或管理领域的议事协调和组织决策等工作。截至2018年末，公司执行委员会有委员10名，由董事长提名，董事会聘任或者解聘。公司执行委员会设主任委员1名，由公司董事长陶永泽先生担任。重组完成后，公司成为上市公司控股子公司，在信息披露、法人治理上等方面更为规范。

总体看，近年来，公司治理架构持续完善，治理机制运行良好。

2. 内部控制及合规管理

公司根据自身业务发展情况持续调整内部组织结构（公司组织结构见附录 1），建立健全并有效实施内部控制是公司董事会的责任；监事会对董事会建立与实施内部控制进行监督；经理层负责组织领导公司内部控制的日常运行。公司按照业务条线建立并逐步完善各项业务管理制度，对相应业务流程中的报告、授权、批准、执行、记录等事项进行了明确规定，有效确保了业务的规范开展和风险防范。

公司已经建立了较为完善的合规管理体系。公司董事会是公司合规管理的最高决策机构，负责公司合规管理基本政策的审批、评估和监督实施，对公司合规管理的有效性承担最终责任。公司经理层负责按照董事会制定的合规管理基本制度，传达、落实董事会的合规政策并督促执行，确保合规政策和程序得以遵守。公司聘任了合规总监，设置了合规与法律事务部协助合规总监，独立地开展合规管理工作。合规总监带领合规与法律事务部，通过完善合规管理制度、开展合规培训与宣传、检查与监测、考核与问责等合规管理工作，以及落实反洗钱和信息隔离墙等专项工作，确保公司经营管理和员工执业行为持续合规。公司各单位负责人对本单位经营管理活动的合规性负首要责任，并有责任监督其单位员工执业行为的合规性。近年来，公司逐渐完善合规管理组织架构，增强总部和分支机构合规专员的作用，发挥业务部门合规岗的能动性，将合规管理工作融入具体业务操作流程中，防范处置合规风险隐患。

公司稽核监察部负责公司各部门、各分支机构经营管理活动的稽核审计及关键岗位人员的离任审计。稽核监察部通过常规审计、离任审计、专项审计和专项核查，对公司内部控制制度建设及执行情况、经营管理和经济效益情况，以及合规风险管理情况进行审计检查。稽核监察部对于审计发现的风险隐患和内部控制存在的薄弱环节提出了改进建议，并定期向董事会及其审计委员会、监事会及经理层报告工作。近年来，稽核监察部根据业务发展和管理需要开展工作，对发现的问题进行揭示并提出建议，针对稽核发现的问题落实整改督办，确保满足监管部门的监管要求和内部业务发展需求，促进公司优化控制环境。

监管处罚方面，2016 年 10 月，华创证券上海三元路营业部因违规给投资者开立新三板账户、未审慎评估投资者专业背景等问题，被上海市证监局处罚，暂停其在全国中小企业股份转让系统新开客户交易权限业务六个月。2017 年 12 月，公司因存在部分证券研究报告署名人与质控审核人为同一人及部分研究所人员未取得相应资格证书的现象，被证券业协会采取警示的自律管理措施。2018 年，公司未受到监管行政处罚。2019 年 1 月，因公司在“16 保千里 01”项目中存在未能识别并督促债券发行人纠正募集资金使用违规的情形，江苏证监局对公司及公司相关人员采取出具警示函的监管措施。公司已针对上述监管措施进行整改。2016~2018 年，公司证监会分类评级分别为 BBB 级、BB 级和 A 级。

总体看，公司内部控制体系比较健全，内控管理制度与流程运作较为有效，但内部控制和合规管理方面管控能力仍待提升。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要的业务板块包括证券及期货经纪业务、证券自营业务、投资银行业务、信用交易业务、资产管理业务和其他业务。近年来，公司围绕“互联网+投资融资与财富管理”，推进经营模式转型，完善综合服务体系，全面推广互联网综合金融服务，公司坚持以“客户为中心”，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。

受证券市场震荡影响，2016~2018 年，公司实现营业收入有所波动，分别为 19.64 亿元、14.46 亿元和 18.26 亿元，由于市场行情低迷以及旗下贵州股权交易中心业务剥离，导致 2017 年公司收入同比下降 26.40%，2018 年在自营业务收入拉动下，当年收入同比增长 26.28%，明显好于行业平均水平（-41.04%）。2016~2018 年，公司净利润波动下降，年均复合减少 24.97%，2018 年为 2.43 亿元，同比增长 20.04%，优于行业平均水平（-14.47%）。

从细分业务收入来看，2016~2018 年，公司证券及期货经纪业务收入波动减少，年均复合下降 4.96%，2018 年为 4.92 亿元，同比增长 19.20%；近年来公司自营业务稳步开展，收入逐年增长，年均复合增长 120.75%，2018 年自营业务收入为 5.09 亿元，同比大幅增长 104.46%，主要系债券二级市场行情较好，公司债券投资收益较高所致；受政策环境变化影响，投资银行业务收入逐年下降，年均复合减少 44.57%，2018 年为 1.57 亿元，同比下降 42.66%；信用交易业务收入波动增长，年均复合增长 50.45%，主要系股票质押业务规模快速扩大所致，2018 年信用交易业务收入同比下降 12.88% 至 2.04 亿元，主要系市场竞争激烈，业务费率下降所致；公司投资管理业务收入波动增长，年均复合增长 37.43%，2018 年为 3.78 亿元，同比下降 6.87%；公司其他业务收入（含抵销）规模分别为 5.13 亿元、-1.30 亿元和 0.85 亿元，2017 年同比大幅下降，主要系旗下贵州股权交易中心平台剥离所致。

从收入结构来看，公司营业收入结构受市场行情影响有所变化，经纪业务占比较为稳定，自营业务收入占比逐年提升，投行业务收入占比快速下降，但从行业看，整体收入结构较均衡。2018 年，公司营业收入中证券及期货经纪业务、自营业务收入和投资管理业务收入占比相对较高，分别为 26.95%、27.88%和 20.68%，信用交易业务和投资银行业务分别占比 11.19%和 8.62%，其他业务对营业收入贡献较小。

表 3 公司营业收入及占比情况（单位：亿元，%）

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券及期货经纪业务	5.45	27.73	4.13	28.55	4.92	26.95	1.06	16.47
信用交易业务	0.90	4.59	2.34	16.22	2.04	11.19	0.37	5.82
证券自营业务	1.04	5.32	2.49	17.22	5.09	27.88	3.64	56.46
投资银行业务	5.12	26.08	2.75	18.99	1.57	8.62	0.32	5.03
投资管理业务	2.00	10.18	4.05	28.04	3.78	20.68	0.67	10.34
其他业务及抵销	5.13	26.09	-1.30	-9.02	0.85	4.68	0.38	5.88
合计	19.64	100.00	14.46	100.00	18.26	100.00	6.44	100.00

资料来源：2016~2018 年审计报告分部报告，2019 年 1~3 月数据由公司提供。

注：2016 年投资管理业务收入仅包含资产管理业务收入，2017 年以后投资管理业务收入包含资产管理业务、私募基金管理业务以及另类投资等业务收入。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.44 亿元，较上年同期大幅增长 73.71%，主要系 2019 年一季度股市行情上涨，公司证券及期货经纪业务和自营业务收入大幅增长带动。从收入结构来看，2019 年一季度营业收入主要来自于自营业务、证券及期货经纪业务和投资管理业务，分别占比 56.46%、16.47%和 10.34%。

总体看，近年来，受证券市场行情波动影响，公司营业收入水平有所波动，自营业务收入占比逐年提升，整体收入结构较为均衡。由于公司业务受市场行情及政策环境影响较大，收入增长存在一定不确定性。

2. 业务运营

(1) 证券及期货经纪业务

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。2015年起，公司推行营业部“总分行”经营模式及组织结构，实现营业部向金融服务公司分支机构的转型发展，实现多元化、差异化经营。近年来，公司不断加快营业网点及分支机构的建设，截至2018年末，公司共有9家分公司（其中1家在筹）和70家证券营业部，其中47家位于贵州省，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。受证券市场行情波动影响，2016~2018年，公司证券及期货经纪业务收入波动下降，年均复合减少4.96%，2018年为4.92亿元，同比增长19.20%。

从代理买卖证券业务来看，2016~2018年，受证券市场行情波动影响，公司代理买卖证券交易量有所波动，2018年，公司代理买卖证券交易额为3,979.29亿元，同比略有增长；近三年公司市场份额逐年上升，2018年增至0.37%。公司主要以代理股票交易为主，2018年，公司代理买卖股票交易额为3,443.18亿元，占全部交易量的86.53%，代理买卖基金和债券规模有所增长，分别为432.32亿元和103.79亿元。2019年1~3月，公司代理买卖证券交易额为1,438.15亿元，其中代理买卖股票交易额1,344.59亿元，代理买卖证券业务市场份额增至0.38%。2016~2018年，公司经纪业务平均佣金率分别为0.7478‰、0.6854‰和0.5439‰，呈下降趋势，但目前公司佣金率仍高于行业平均水平，尚存一定下降空间。

表4 公司代理买卖证券情况（单位：亿元，%）

业务类型	2016年		2017年		2018年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	4,599.02	0.36	3,814.20	0.34	3,443.18	0.38
基金	58.08	0.01	53.42	0.05	432.32	0.42
债券	17.69	0.05	92.00	0.19	103.79	0.16
合计	4,674.79	0.30	3,959.63	0.31	3,979.29	0.37

资料来源：公司提供

机构销售与研究业务方面，公司研究所积极发挥智囊作用，加强研究成果输出与公司基本能力培育，积极配合开展各类投融资业务及品牌建设，2018年累计签约机构达到103家，品牌影响力不断扩大。按照Wind统计数据显示，2016~2018年，华创证券基金分仓成交额占比分别为2.35%、1.93%和2.19%，基金分仓佣金收入分别为1.76亿元、1.42亿元和1.49亿元，排名行业第19位、第21位和第20位，具有较强市场竞争力。

金融产品销售业务方面，公司围绕财富管理转型，以客户需求为导向，不断完善制度和优化流程，丰富产品种类，以不同类型的金融产品满足客户投资需求，金融产品销售业务收入持续稳步增长，2016~2018年三年复合增长170.09%，2018年为853.27万元。

表5 公司金融产品销售业务情况表（单位：万元）

项目	2016年	2017年	2018年
公司资产管理计划	568,216.50	330,164.25	29,333.46
推介金融产品申购赎回量	233,893.01	64,164.84	269,401.35
推介金融产品收入	116.97	380.51	853.27

资料来源：公司提供

期货经纪业务方面，近年来华创期货深化基础建设，夯实传统期货经纪业务，抓住市场机遇，努力提升经纪业务市场份额，促进客户权益增长。2016~2018 年末，华创期货客户权益总额逐年增长，年均复合增长 54.75%。截至 2018 年末，华创期货客户权益总额 7.52 亿元，较年初增长 11.90%，2018 年全年期货经纪业务成交量 1,426.05 万手（双边），同比增长 94.12%。

表 6 华创期货主要业务指标表

项目	2016 年	2017 年	2018 年
成交金额（万亿元）	0.37	0.43	0.78
成交手数（双边）（万手）	819.11	734.64	1,426.05
期末累计有效开户数（户）	2,329	5,177	7,593
期末客户权益（亿元）	3.14	6.72	7.52

资料来源：公司提供

总体看，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。近年来，受市场波动影响，公司经纪业务收入有所波动，但市场份额逐步提升；联合评级关注到经纪业务受市场影响较大，收入稳定性偏弱。

（2）信用交易业务

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。目前公司信用业务主要由运维中心负责。公司于 2012 年获得融资融券业务资格，并开展融资融券业务。2016~2018 年，信用交易业务收入波动增长，年均复合增长 50.45%，2018 年信用业务收入为 2.04 亿元，同比下降 12.88%。2016~2018 年末，华创证券信用业务杠杆率分别为 23.80%、68.52%和 77.31%，随着信用业务规模扩大，信用业务杠杆率呈逐年上升趋势，但仍属适中水平。

两融业务方面，公司建立了融资融券业务风险控制指标体系，建立了以融资融券交易系统内置逐日盯市模块、风险实时监控系统（包含融资融券风险实时监控模块）和净资本监控系统组成的风险监控平台，实现了业务总量监控、信用账户分类监控、自动预警和压力测试分析等功能。2016~2018 年末，公司融资融券规模逐年增长，年均复合增长 4.01%。截至 2018 年末，公司融资融券余额为 17.99 亿元，较上年末增长 5.08%，两融账户数目为 11,669 户；2018 年实现融资融券业务利息收入 1.28 亿元，同比小幅下降 7.25%。截至 2019 年 3 月末，随着市场行情回暖，两融业务余额较年初进一步增至 21.78 亿元。

表 7 公司融资融券业务情况表（单位：万户，亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
期末融资融券账户数目	0.94	1.12	1.17
期末融资融券余额	16.63	17.12	17.99
融资融券业务利息收入	1.31	1.38	1.28

资料来源：公司提供

股票质押式回购业务方面，2017 年以来，公司股票质押业务呈高速发展状态，近三年公司股票质押账户余额快速增长，年均复合增长 163.73%。截至 2018 年末，公司股票质押账户余额为 70.20 亿元，较上年末增长 26.42%。随着规模增长，2018 年公司实现股票质押业务收入 3.90 亿元，同比增长 58.74%。受 2018 年下半年股市行情下跌影响，股票质押业务信用风险增加，公司主动加强股票质押业务风险控制，截至 2019 年 3 月末，公司股票质押账户余额有所下降，为 67.06 亿元。

表 8 公司股票质押业务情况表（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
期末股票质押账户余额	10.09	55.53	70.20
股票质押业务利息收入	0.82	2.46	3.90

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司融资融券业务无违约情况，股票质押业务存在多起风险事件，涉及质押股票标的包括“蓝色光标”、“河北宣工”、“*ST 节能”、“*ST 猛狮”、“天夏智慧”、“上海莱士”、“*ST 荣联”和“三七互娱”等，涉及违约本金合计 20.31 亿元，公司已与融资方沟通补仓或已向司法机构提起诉讼，已计提资产减值准备 1.94 亿元，减值计提比例较低，需对后续追偿情况保持关注。

总体看，随着公司积极发展信用交易业务，近三年信用交易业务规模快速增长；信用交易业务受市场环境和政策环境影响较大，收入增长稳定性有待观察，此外，联合评级也关注到公司股票质押业务存在较大规模违约情况，虽然已经计提减值但仍面临一定进一步损失风险。

（3）自营业务

目前公司自营业务主要由固定收益部负责。公司证券自营业务实行相对集中、权责统一的投资决策与授权体制，实行“董事会-投资决策机构-自营业务部门”的三级投资决策机构，形成投资、研究、风险控制三位一体的投资管理系统。公司自营投资结合市场实际情况具体执行公司自营部门拟定的投资策略计划，其中投资经理负责投资组合的具体构建与维护，并向交易员下达交易指令。公司自营业务总规模、赢利目标、杠杆倍数以及可承受的风险限额等，由投资决策委员会拟定，报公司董事会批准后执行。公司自营业务以固定收益类投资为主，近年来公司自营业务稳步开展，收入逐年增长，年均复合增长 120.75%，2018 年自营业务收入为 5.09 亿元，同比大幅增长 104.46%，显著提升了公司收入水平。

近年来，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。近三年末，公司自营投资规模逐年增长，年均复合增长 28.19%，主要来自债券投资规模增长。截至 2018 年末，公司自营投资规模 171.61 亿元，较上年末小幅增长 4.74%。从投资结构来看，2016 年公司自营业务投资以债券和基金为主，2017~2018 年，公司自营投资主要以债券投资为主。2018 年以来，公司丰富自营投资，截至 2018 年末基金、股票及理财产品投资规模较上年末有所增加，其中债券投资占比 86.28%，基金投资占比 4.93%，股票投资占比 1.32%，理财产品占比 4.80%，其他投资占比 2.67%。公司债券投资种类主要以城投债、利率债为主，对于信用债投资，公司要求外部评级在 AA+以上，截至 2018 年末，公司所投债券无违约情况，整体风险可控。截至 2019 年 3 月末，公司自营投资规模为 182.71 亿元，较年初增长 6.47%，主要系基金、股票、理财和其他投资规模增加所致，债券投资规模有所减少。

表 9 公司自营投资业务情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	69.24	66.30	151.20	92.29	148.07	86.28
基金	32.87	31.48	0.36	0.22	8.47	4.93
股票	0.65	0.62	1.05	0.64	2.26	1.32
理财产品	--	--	1.41	0.86	8.23	4.80
其他	1.68	1.61	9.81	5.99	4.58	2.67
合计	104.43	100.00	163.84	100.00	171.61	100.00

资料来源：公司提供

2016~2018 年末，公司自营权益类证券及其衍生品/净资本分别为 1.05%、1.26%和 4.25%，呈逐年上升趋势；自营非权益类证券及其衍生品/净资本分别为 117.19%、163.18%和 156.15%，呈波动上升趋势，2018 年较上年末下降 7.03 个百分点，主要系债券投资规模下降所致，上述两项指标符合监管要求。

总体看，近年来，公司扩大自营业务投资规模，公司自营业务以固定收益类投资为主，受债券市场行情影响，收入规模有所波动，2018 年取得较好收益。联合评级关注到公司自营业务受市场行情影响较大，且 2018 年以来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。

(4) 投资银行业务

公司于 2012 年 3 月获得保荐机构资格，目前公司投资银行业务主要涉及首次公开发行股票并上市及上市公司再融资之保荐、承销与上市推荐业务；企业债券及中小企业私募债券的发行、承销与上市推荐业务；上市公司资产重组、兼并收购及股权激励等财务顾问业务；全国中小企业股份转让系统挂牌推荐、融资及并购重组业务。近年来，投资银行业务坚持创新转型，全面布局客户需求为导向的综合金融服务，并且积极调整业务组织架构和绩效考核模式，增强中后台运营支撑，加强跨业务条线横向协作。由于市场行情、政策环境变化，公司储备项目受到一定影响，使得近三年公司投资业务收入呈逐年下降趋势，年均复合减少 44.57%；2018 年，公司实现投资银行业务收入 1.57 亿元，同比下降 42.66%。

随着市场行情变化和政策环境变化，公司投行业务发展受到一定不良影响。股权融资业务方面，2016~2018 年，公司完成股权类主承销项目分别为 6 个、7 个和 2 个，股权类主承销金额逐年下降。2018 年，公司无 IPO 主承销项目，完成 2 单再融资项目，主承销金额 7.79 亿元。2016~2018 年，公司股票主承销金额分别排名行业第 46 位、第 43 位和第 54 位，处于行业中游水平。债券融资业务方面，2016~2018 年，公司完成债券类主承销项目分别为 26 个、33 个和 18 个，债券主承销金额逐年减少，2018 年，公司完成 18 单债券主承销项目，较上年减少 15 单，债券主承销金额合计 87.75 亿元，同比下降 20.51%。2016~2018 年，公司债券主承销金额分别排名行业第 49 位、第 46 位和第 50 位。新三板业务方面，受新三板市场热度下行影响，公司新三板推荐挂牌家数由 2016 年的 62 家逐年降至 6 家。并购重组业务方面，2016~2018 年，公司完成并购重组项目分别为 4 家、1 家和 2 家。

表 10 公司投资银行主承销项目情况（单位：家，亿元）

项目		2016 年		2017 年		2018 年	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额
股权	IPO	1	2.98	2	7.08	--	--
	再融资	5	53.26	5	41.96	2	7.79
	小计	6	56.24	7	49.04	2	7.79
债券承销		26	180.7	33	110.39	18	87.75
新三板挂牌		62	--	16	--	6	--
并购重组		4	--	1	--	2	--

资料来源：公司提供

注：上表统计数据均不包括分销情况

2019 年 1~3 月，公司无落地 IPO 和再融资项目，完成债券主承销 4 只，债券主承销金额为 25.80 亿元，无新三板挂牌或并购重组项目。同期，公司投资银行业务仅实现收入 0.32 亿元，较上年同期有所增长。

从投行项目储备来看，截至 2019 年 3 月末，公司在审项目 6 个，其中债券 5 个、再融资 1 个；已拿批文未实施项目 10 个，其中债券 8 个、再融资 2 个，暂无 IPO 项目储备，整体项目储备情况较

好。

总体看，公司投行业务排名行业中游水平，近年来，受市场行情及政策环境变化影响，公司投行业务收入逐年下降，目前投行储备项目情况较好。

（5）资产管理业务

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理财。近年来，公司在“去杠杆，防风险”的基调下，一方面继续严控资管业务风险，加快主动转型工作；另一方面充分发挥资金端和资产端的组织优势，通过创设单一资管产品、集合资管产品和纾困计划等形式，为支持实体经济和民企发展提供综合金融服务。近三年，公司资管业务手续费收入小幅波动，年均复合减少 1.41%，2018 年为 1.94 亿元，同比下降 16.24%，主要系资管业务整体规模下降所致。

2016~2018 年末，公司受托管理资产波动下降，年均复合减少 17.29%，2018 年末，公司受托管理资产总规模为 1,534.34 亿元，较上年末下降 31.89%，主要系通道业务规模大幅下降所致，但业务结构得到一定改善，主动管理业务占比由 2017 年末的 22.97% 增至 37.32%。2019 年以来，公司继续推进主动转型，截至 2019 年 3 月末，资产管理规模较年初下降 4.51% 至 1,465.08 亿元，其中主动管理业务占比增至 40.03%。

表 11 公司资产管理业务情况表（单位：亿元）

项目		2016 年末		2017 年末		2018 年末	
		规模	占比	规模	占比	规模	占比
按产品类型划分	集合理财	47.71	2.13	65.63	2.91	46.80	3.05
	定向理财	2,185.32	97.43	2,165.30	96.12	1,470.19	95.82
	专项理财	10.01	0.45	21.85	0.97	17.35	1.13
按管理方式划分	主动管理	454.57	20.27	517.46	22.97	572.54	37.32
	被动管理	1,788.47	79.73	1,735.32	77.03	961.80	62.68
合计		2,243.04	100.00	2,252.78	100.00	1,534.34	100.00

资料来源：公司提供

总体看，受监管政策影响，近年来，公司资管业务规模呈下降趋势，但公司持续加强主动型产品的管理业务，主动管理规模有所增长，资管业务结构逐渐调整优化。

（6）子公司业务

截至 2018 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 2018 年末注册资本 3.00 亿元，主要从事项目投资；投资管理、资产管理、投资咨询。2018 年，金汇资本在投资端实现了行业、领域、募资三突破，推动私募基金管理业务发展，全年共完成 4 支私募股权基金产品备案，涉及行业有医疗健康、大数据等，涵盖并购基金、产业基金等。截至 2018 年末，金汇资本总资产为 4.47 亿元，净资产为 4.22 亿元；2018 年实现营业收入 1.10 亿元，净利润 5,851.19 万元。

华创期货成立于 1995 年 8 月，经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理，截至 2018 年末注册资本为 1.00 亿元，公司持股 62.50%。截至 2018 年末，华创期货总资产为 9.95 亿元，净资产为 1.69 亿元；2018 年实现营业收入 1.48 亿元，净利润 2,198.95 万元。详细期货经纪业务见证券及期货经纪业务分析中的期货业务分析。

兴贵投资成立于 2017 年 5 月 9 日，系公司全资子公司，截至 2018 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 2018 年末，兴贵投资总资产为 12.27 亿元，净资产为 12.21 亿元；2018 年实现营业收入 983.94 万元，投

资收益 6,334.82 万元，净利润 5,758.07 万元。

总体看，公司子公司业务发展情况良好，对公司收入与利润形成了较好的补充。

3. 未来发展

公司作为以证券服务业为核心的控股平台，转型、创新和国际化将成为公司发展的主基调，因此公司未来发展战略为：继续加强控股平台建设，通过内涵式和外延式发展，基于互联网生态圈，坚持 IT 自主，充分利用创新金融工具和信息技术，以创新为驱动，通过探索设立或并购具有综合协同效应的相关金融业态及金融科技机构，打造具有金融科技研发优势和差异化核心竞争力的多元化金融科技集团，不断提升公司价值，持续为公司全体股东带来良好的投资回报。

一是持续深化“互联网+底层资本市场”非标投融资服务模式，不断提升区域资本市场综合服务能力。二是打造数字经济生态圈，增强数字金融服务能力，服务数字中国、数字贵州建设战略。三是持续提升以金融科技为支撑的机构服务能力，打造私募客户“头等舱”，为私募提供包括另类数据采集，大数据分析，新闻信息挖掘，负面舆情预警等在内的“头等舱”专业服务。四是打造三大客户服务线，加强业务协同。五是以产品为核心，强化综合营销服务体系建设，梳理三大客户服务线产品与服务内容，强化产品营销组织，着力加强“业务协同”和“资源共享”，打造一体化的综合服务体系，增强体系销售能力，建设统一业务平台推进业务运作的规范化与员工行为的 IT 化，健全适应公司转型需要的人力资源组织与考核体系，推动“研究投行化、投行研究化”，夯实转型基础。

总体看，公司具有较明确、清晰的未来发展规划，能够对公司业务开展形成良好指导。

七、风险管理分析

公司风险管理的总体目标是通过建立以净资本为核心的风险监管体系，在确保资本安全的前提下，审慎开展各项业务，实现风险调整的资本收益率最大化。公司根据监管要求，建立并不断完善公司风险管理架构，目前形成了四个层次的风险管理架构。其中，第一层次系董事会及其下设的合规与风险管理委员会、审计与稽核委员会、监事会，董事会是风险管理的最高机构，负责审批总体风险管理战略与重大政策，确定公司可以承受的总体风险水平，监督和评价风险管理的全面性及有效性；第二层次系执行委员会及其下设的合规与风险管理委员会，执委会审议公司经营事项时，需听取合规总监和首席风险官的意见，并结合合规总监和首席风险官的意见进行表决；第三层次系合规与法律事务部、风险管理部、稽核审计部、计划财务部、办公室；第四层次系各业务、管理部门及各分支机构合规风控专员。

公司通过建立全面风险管理体系，不断优化风险管理的治理架构、风险管理策略、风险监控指标、风险评估流程，将风险管理贯穿事前、事中和事后各个过程。公司根据业务特点，尤其对创新业务进行了严格的风险把控，着重在事前和事中进行风险管理，并针对创新业务不断修改、完善相关风险监控指标与风险评估流程，确保创新业务的稳健推进。

公司建立了以净资本核心的风险指标动态监控系统，覆盖所有影响净资本及其他风险控制指标的业务活动环节，动态计算净资本等各项风险控制指标，能够及时反映有关业务和市场变化对公司风险控制指标的影响。

1. 市场风险管理

公司涉及的市场风险是指持有的金融工具的公允价值或未来现金流量因市场价格变动而发生波

动的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。

公司通过独立于业务部门的风险管理部对公司整体市场风险进行全面的评估、监测和管理，并将评估、监测结果向管理层汇报。风险管理部主要通过 VaR 和敏感性分析等方法对正常波动情况下的可能损失进行衡量，同时采用压力测试对于极端情况下的可能损失进行评估。公司对业务部门设置了风险限额以控制盈亏波动水平和市场风险暴露程度，风险控制部对风险限额进行每日监控。当接近或突破风险限额时，风险管理部将向相关业务管理人员进行预警提示。

利率风险是指金融工具的公允价值因市场利率不利变动而发生损失的风险。持有的具有利率敏感性的各类金融工具因市场利率不利变动导致公允价值变动的风险是利率风险的主要来源。公司利用敏感性分析工具对持有的利率敏感性金融工具进行量化分析，评估市场风险对收益及权益的影响，据此进行利率风险敞口控制。

汇率风险是指金融工具的公允价值或未来现金流量因外汇汇率变动而发生波动的风险。公司的外币资产、负债主体为客户交易资金，客户外币资产、负债的汇率风险独立于公司。公司只有少量因 B 股业务形成的自有外币资产与负债，面临的汇率风险很小。

2. 信用风险管理

公司信用风险主要来自两个方面：一是融资融券业务的信用风险；二是债券投资的违约风险。

融资融券业务的信用风险主要包括客户未及时足额偿还负债、客户担保比例不足并未能及时补足、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方面。公司在开展融资融券业务时，通过对客户进行风险教育，并对征信、授信等环节进行严格把控，保证了目标客户具有良好的资信水平；通过对标的证券、交易集中度、客户维持担保比例等指标的严格监控，保证了客户违约风险的可控、可查；通过客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式保证了公司融出资金的安全。

公司建立了内部信用评价机制来控制债券违约和降级信用风险，通过对可投资信用产品的信用等级限制以及分散化投资策略降低因债券发行人信用风险带来的损失；通过交易对手准入制度、黑名单制度限定交易对手的最低等级要求，最小化因交易对手违约带来的损失程度。

3. 流动性风险管理

流动性风险是指持有的金融工具不能以合理的价格迅速变现而遭受损失及无法偿还到期债务的风险。公司对资金实行统一管理和运作，注重资金管理体系的建设，明确了资金拆借、回购、发行债券等业务的具体职权部门。由于实施客户资产第三方存管，不存在挪用客户资金及由其产生的偿还义务，故公司面临的流动性风险主要是自有负债的偿付风险。公司持有大量自有货币资金及流动性较好的金融工具，能够满足自有负债的偿付需求，同时公司在银行间市场等交易场所具有较好的资信水平，建立了比较稳定的拆借、回购等短期融资通道，从而使整体流动性能有效保持在较为安全的水平。

流动性指标方面，2016~2018 年末，公司净稳定资金率分别为 346.50%、149.55%和 154.90%，2017 年较上年末大幅下降 196.95 个百分点，主要系债券投资业务及股票质押式回购业务规模的扩大使业务所需的稳定资金大幅增加所致；流动性覆盖率分别为 2,566.67%、362.76%和 327.63%，2017 年大幅下降主要是债券投资业务及股票质押式回购业务规模的扩大使公司未来 30 日内现金净流出金额大幅增加所致；公司净稳定资金率和流动性覆盖率均仍处于较高水平，流动性较好。

4. 操作风险管理

公司通过建立和不断完善的法人治理体系与内部控制制度，健全操作风险识别和评估体系，加强识别和评估内部控制有效性等措施，有效降低了操作风险发生的概率。

为实现各项业务的合理隔离，规范不同业务部门间的合作与交流活动，切实防范利益冲突及内幕交易，公司根据相关法律、法规及相关制度，制定了《信息隔离墙管理办法》，对有利益冲突的业务，在物理上和制度上采取严格的业务隔离措施，对投资银行、证券经纪、证券投资、研究咨询、资产管理等业务在人员、信息、账户、清算、资金上严格分开管理，保持相对独立；信息技术部门、财务部门、风险管理部门与业务部门人员不得相互兼任；对因业务需要知悉内幕信息的人员，制定严格的批准程序和监督措施。

总体看，公司风险偏好较为审慎，风险管理体系初步搭建，能够满足当前业务发展的需要。行业创新的发展趋势要求公司进一步加强风险计量、风险管理系统等方面的建设。

八、财务分析

1. 财务概况

公司 2016~2018 年财务报表均经立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具了无保留意见，2019 年一季度财务报表未经审计。从合并范围来看，2017 年合并范围子公司减少 2 家，新增子公司 3 家，2018 年合并范围子公司减少 1 家，由于新增、减少合并子公司规模均较小，合并范围变化对公司财务数据影响较小；整体看，公司财务数据可比性较好。

截至 2018 年末，公司资产总额 355.72 亿元，其中客户资金存款 33.23 亿元、客户备付金 6.22 亿元；负债总额 247.81 亿元，其中代理买卖证券款 38.87 亿元；所有者权益合计 107.91 亿元，其中归属母公司的所有者权益合计 107.28 亿元；母公司口径净资产 109.71 亿元。2018 年，公司实现营业收入 18.26 亿元，净利润 2.43 亿元；经营活动现金流净额为-15.37 亿元，现金及现金等价物净增加额为 7.71 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 378.80 亿元，其中客户资金存款 47.74 亿元、客户备付金 9.37 亿元；负债总额 268.27 亿元，其中代理买卖证券款 58.13 亿元；所有者权益合计 110.53 亿元，其中归属母公司的所有者权益合计 109.89 亿元；母公司口径净资产为 110.13 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.44 亿元，净利润 2.35 亿元；经营活动现金流净额为 4.46 亿元，现金及现金等价物净增加额为 5.66 亿元。

2. 资产质量与流动性

随着公司业务规模的扩大，近三年公司资产规模逐年增长，年均复合增长 17.81%，截至 2018 年末，公司资产总额为 355.72 亿元，较年初小幅增长 6.43%，主要系自有货币资金增加和自营投资规模扩大所致。公司资产以自有资产为主，近三年自有资产占比均在 82%以上。2016~2018 年末，公司自有资产逐年增长，年均复合增长 22.18%，2018 年末公司自有资产为 316.84 亿元，较年初增长 8.12%，主要由系自有货币资金（占比 8.50%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 38.28%）、买入返售金融资产（占比 27.60%）和可供出售金融资产（占比 8.85%），自有结算备付金和融出资金占比较小。2016~2018 年，公司优质流动资产分别为 69.51 亿元、51.06 亿元和 68.17 亿元，占总资产的比例分别为 33.26%、17.58%和 21.79%，占比波动下降，但资产流动性仍较好。

表 12 公司资产情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
资产总额	256.30	334.21	355.72
其中：自有货币资金	31.96	15.98	26.93
自有结算备付金	2.44	3.38	2.58
融出资金	16.59	17.07	15.92
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	101.38	102.46	121.30
买入返售金融资产	45.69	73.23	87.46
可供出售金融资产	2.24	34.96	28.03
自有资产	212.25	293.05	316.84
优质流动资产	69.51	51.06	68.17
优质流动资产/总资产	33.26	17.58	21.79

资料来源：公司财务报表，净资本及风控指标监管报表，联合评级整理。

注：上表优质流动性资产取自净资本及风险控制指标监管报表，优质流动资产/总资产计算公式见附件 3。

2016~2018 年末，公司货币资金波动减少，年均复合减少 8.19%，主要系受行情影响客户资金存款下降所致。截至 2018 年末，公司货币资金为 60.16 亿元，较年初增长 18.68%，主要系自有货币资金增长所致，其中自有货币资金占比 55.23%，以银行存款为主。

2016~2018 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产逐年增长，年均复合增长 9.38%，主要系公司自营投资规模扩大所致。截至 2018 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产账面价值 121.30 亿元，较年初增长 18.39%，其中主要以债券投资为主，占比 94.30%，其余为少量基金和股票等资产。

2016~2018 年末，公司买入返售金融资产逐年增长，年均复合增长 38.35%，主要系公司股票质押回购业务规模增长，以及债券买入返售规模扩大所致。截至 2018 年末，公司买入返售金融资产为 87.46 亿元，较年初增长 19.44%，其中股票质押回购占比 77.17%，股票质押回购融出资金剩余期限分布在 3 个月内占比 24.41%、3 个月至 1 年内占比 62.81%、一年以上占比 12.77%。截至 2018 年末，公司股票质押回购业务的担保物公允价值合计覆盖倍数为 1.62 倍。

2016~2018 年末，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 254.00%，主要系 2017 年公司新增持有 24.09 亿元的债券和 8.96 亿元的信托计划所致。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产为 28.03 亿元，较年初减少 19.83%，主要系长期债券投资规模下降，且公司减持信托计划所致；其中债券占比 40.67%，其他理财产品占比 27.28%，基金占比 10.39%。截至 2018 年末，公司对可供出售金融资产计提减值准备 314.23 万元，主要系针对基金计提。

公司持有至到期投资均为持有至到期的债券。2016~2018 年末，公司持有至到期投资波动增长，年均复合增长 205.47%，主要系 2017 年末持有至到期债券规模大幅增长。截至 2018 年末，公司持有至到期投资为 22.28 亿元，较年初下降 15.65%。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额和自有资产分别为 378.80 亿元和 320.66 亿元，均较年初小幅增长；其中优质流动性资产为 47.94 亿元，较年初有所下降，占总资产比例下降至 15.15%。

总体看，近年来随着公司业务规模的扩大，公司资产规模实现较快增长，主要以各类投资资产和买入返售金融资产为主，公司资产流动性有所下降，但仍处于较好水平，整体资产质量较高。

3. 负债及杠杆水平

2016~2018 年末，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 31.09%，主要系卖出回购金融资产规

模增长及对外融资规模扩大所致。公司负债以自有负债为主，截至 2018 年末，公司自有负债占负债总额的 84.31%，为 208.93 亿元，较年初增长 11.60%，其中卖出回购金融资产占比 52.33%、应付债券占比 27.43%、应付短期融资券占比 9.62%、拆入资金占比 7.66%。

表 13 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
自有负债	100.16	187.22	208.93
其中：卖出回购金融资产	68.47	127.64	109.33
应付债券	13.00	41.13	57.31
应付短期融资款	8.18	9.18	20.09
拆入资金	4.36	4.00	16.00
非自有负债	44.05	41.16	38.87
其中：代理买卖证券款	44.05	41.16	38.87
负债合计	144.20	228.39	247.81
自有资产负债率	47.19	63.89	65.94
净资本/负债	114.91	55.56	52.75
净资产/负债	109.61	55.66	50.45

资料来源：公司财务报表，联合评级整理。

2016~2018 年末，公司卖出回购金融资产波动增长，年均复合增长 26.37%，主要系公司债券质押回购业务规模扩大所致。截至 2018 年末，公司卖出回购金融资产为 109.33 亿元，较年初下降 14.34%；其中债券质押式回购占比 85.23%，债券买断式回购占比 10.27%，其余为两融收益权转让；2018 年末，公司债券质押式回购剩余期限均在一个月以内，利率在 0.97%~14.00%。

2016~2018 年末，公司应付债券规模逐年增加，年均复合增长 109.97%，截至 2018 年末，公司应付债券为 57.31 亿元，较年初增长 39.32%，主要系 2018 年新发行固定收益凭证和次级债所致。

2016~2018 年末，公司应付短期融资款逐年增加，年均复合增长 56.73%，截至 2018 年末，公司应付短期融资款为 20.09 亿元，较年初增长 118.91%，主要系新发短期固定收益凭证所致。

2016~2018 年末，公司拆入资金波动增长，年均复合增长 91.57%，截至 2018 年末，公司拆入资金为 16.00 亿元，较年初大幅增长 12.00 亿元，主要通过银行拆入。

2016~2018 年末，受市场行情影响，公司代理买卖证券款逐年下降，年均复合减少 6.05%，截至 2018 年末，公司代理买卖证券款为 38.87 亿元，较年初下降 5.56%。

从有息债务来看，随着公司对外融资规模扩大，公司有息债务规模不断扩大，近三年年均复合增长率为 46.86%。截至 2018 年末，公司全部债务规模为 202.74 亿元，较年初增长 11.42%；其中短期债务占比 71.23%，长期债务占比 28.27%，短期债务占比较高。

从负债水平来看，2016~2018 年，公司自有资产负债率分别为 47.19%、63.89%和 65.94%，杠杆水平逐年上升，但仍处于行业正常水平；母公司口径的净资本/负债指标分别为 114.91%、55.56%和 52.75%，净资产/负债指标分别为 109.61%、55.66%和 50.45%，负债规模快速增加导致指标大幅下降，但仍高于监管标准。

截至 2019 年 3 月末，公司负债总额为 268.27 亿元，较年初小幅增长 8.26%，主要系 2019 年以来股票市场行情回暖，代理买卖证券款增加所致；公司自有负债和有息债务规模分别为 210.13 亿元和 202.51 亿元，均较年初变化不大，有息债务中短期债务占比仍较高。截至 2019 年 3 月末，自有资产负债率为 65.53%，杠杆水平较年初变化不大。

总体看，近年来，随着业务规模扩大，公司对外融资需求增长，使得公司负债规模增长较快，债务负担增加，杠杆水平快速上升，但仍处于行业正常水平；同时联合评级关注到，公司短期债务占比较高，需关注公司流动性管理。

4. 资本充足性

公司主要通过股东增资和发行次级债券等方式补充净资本。2016年公司股东华创阳安以募集资金净额73.48亿元对公司增资，并且公司于2016年、2017年、2018年发行共4只次级债，分别募集资金8.00亿元、20.00亿元和15.00亿元。

2016~2018年末，公司所有者权益波动减少，年均复合减少1.89%，主要系未分配利润减少影响。截至2018年末，公司所有者权益为107.91亿元，较年初增加1.97%，其中归母所有者权益为107.28亿元；归母所有者权益中，实收资本占比86.00%，未分配利润占比7.38%，其余占比较少，所有者权益稳定性强。2016年，公司未进行现金分红，2017~2018年，公司现金分红8.00亿元和0.32亿元，分别占前一年可分配利润的73.46%和6.59%，2018年利润留存对公司所有者权益补充效果较好。

从主要风控指标来看，2016~2018年末，公司母公司口径（下同）的净资本和净资产规模均呈波动下降趋势，分别年均复合减少2.15%和2.03%。截至2018年末，公司净资本和净资产规模分别为109.71亿元和104.91亿元，分别较上年末增长5.82%和1.00%，净资本/净资产指标为104.91%，较上年末上升4.76个百分点。2016~2018年末，公司各项风险资本准备之和波动增长，年均复合增长13.89%，2017年末较上年末增长50.94%，主要系持有的信托规模增长，计提的风险准备金增加所致，随着2018年公司减持信托投资规模，2018年末公司各项风险资本准备之和较上年末下降14.07%；受风险准备变动影响，近三年公司风险覆盖率分别为329.65%、197.60%和243.31%。受公司杠杆水平增加影响，近三年公司资本杠杆率逐年下降，分别为47.58%、30.35%和26.45%。公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 14 公司风险控制指标监管报表（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	监管标准	预警指标
核心净资本	101.59	89.68	83.71	--	--
附属净资本	13.00	14.00	26.00	--	--
净资本	114.59	103.68	109.71	--	--
净资产	109.30	103.87	104.91	--	--
各项风险资本准备之和	34.76	52.47	45.09	--	--
风险覆盖率	329.65	197.60	243.31	≥100	≥120
资本杠杆率	47.58	30.35	26.45	≥8	≥9.6
净资本/净资产	104.84	99.81	104.57	≥20	≥24

资料来源：公司净资本及风控指标监管报表

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益为 110.53 亿元，较年初小幅增长；归属于母公司所有者权益为 109.89 亿元，其中实收资本占比 83.95%；所有者权益稳定性较好。

总体看，近年来，公司净资产规模处于行业中上游水平，所有者权益稳定性较好；随着近年股东增资和次级债券发行，公司资本充足性维持在较好水平，各项风险控制指标均优于监管指标。

5. 盈利能力

2016~2018 年，公司营业收入波动减少，年均复合减少 3.59%，主要系受市场行情波动影响，手续费及佣金净收入减少所致，公司营业收入主要来源于手续费及佣金净收入和投资收益，2018 年占

比分别为 46.75%和 42.16%，投资收益对营业收入贡献度增加。2018 年公司营业收入为 18.26 亿元，同比增长 26.28%，主要系自营业务投资收益和公允价值变动收益增加所致，2018 年，公司投资收益和公允价值变动损益分别为 7.70 亿元和 1.65 亿元。

从营业支出来看，2016~2018 年，公司营业支出波动增长，年均复合增长 4.34%，主要由业务及管理费构成，三年占比分别为 83.10%、93.89%和 79.82%。2018 年，公司营业支出为 14.99 亿元，同比增长 28.18%，主要系股票质押业务出现风险，计提资产减值准备所致；其中业务及管理费 11.96 亿元，资产减值损失 2.86 亿元。2016~2018 年，公司营业费用率和薪酬收入比均呈波动增长趋势，成本管理强度有所减弱。

2016~2018 年，公司净利润波动下降，年均复合减少 24.97%，2018 年公司净利润为 2.43 亿元，同比增长 20.04%，主要系投资收益拉动。从盈利能力指标来看，受盈利规模下降影响，2016~2018 年，公司净资产收益率和自有资产收益率整体呈下降趋势，2018 年分别为 2.27%和 0.80%。

表 15 公司盈利情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	19.64	14.46	18.26
其中：手续费及佣金净收入	12.88	9.09	8.53
投资收益	5.63	5.94	7.70
其他业务收入	4.04	1.57	1.11
公允价值变动损益	-0.91	-1.39	1.65
营业支出	13.77	11.69	14.99
其中：业务及管理费	11.44	10.98	11.96
资产减值损失	0.02	0.12	2.86
营业利润	5.87	2.76	3.27
净利润	4.32	2.02	2.43
营业利润率	29.90	19.12	17.90
薪酬收入比	35.86	50.62	44.32
营业费用率	58.25	75.94	65.53
自有资产收益率	2.22	0.80	0.80
净资产收益率	5.84	1.86	2.27

资料来源：公司财务报表，联合评级整理。

2019 年 1~3 月，随着市场行情回暖，公司营业收入和净利润分别为 6.44 亿元和 2.35 亿元，同比分别增长 73.71%和 210.08%，主要系公允价值变动收益增长所致。

总体看，受证券市场行情波动和子公司业务剥离影响，近年来公司营业收入及净利润有所波动，2018 年在自营投资收入增长带动下，公司利润及收入规模均有所增长，但盈利能力仍有待提升；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，收入增长存在一定不确定性。

6. 现金流

从现金流来看，2016~2018 年，公司经营活动现金流量均呈净流出状态，但净流出规模逐年减少，年均复合减少 51.52%，其中 2016 年净流出规模较大，主要系公司在股东增资后，通过自营业务加大投资规模导致的现金流出；2017 年以来净流出规模大幅减少，主要系处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产净减少额规模下降所致。

从投资性现金流来看，2016~2018 年，公司投资活动现金净流出规模分别为 8.73 亿元、0.99 亿

元和 0.72 亿元，公司投资活动较少，2016 年净流出规模较大主要系公司处置的贵州白酒交易所股份有限公司，扣除了处置时白酒交易所的货币资金余额造成的负值，导致公司处置子公司及其他营业单位收到的净额为-8.92 亿元。

从筹资性现金流来看，2016~2018 年，公司筹资活动现金流均呈净流入态势，净流入规模波动下降，分别为 80.54 亿元、19.91 亿元和 23.79 亿元，2016 年股东华创阳安配套资金注入影响，使得筹资活动现金净流入规模较大，2018 年对外融资规模增加导致净流入规模较 2017 年有所增加。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流转变为净流入状态，为 4.46 亿元；投资活动净流出规模为 0.38 亿元；筹资活动现金流净额为 1.58 亿元。

表 16 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营性现金流量净额	-65.37	-36.89	-15.37
投资性现金流量净额	-8.73	-0.99	-0.72
筹资性现金流量净额	80.54	19.91	23.79
现金及现金等价物净增加额	6.46	-17.99	7.71
年末现金及现金等价物余额	79.24	61.25	68.96

资料来源：公司财务报表

总体看，近三年，随着公司业务规模扩大，公司经营活动现金流均呈净流出状态，净流出规模有所下降；公司投资活动较少；筹资性现金流受股东注资和债务偿还的影响，净流入规模波动下降。

7. 偿债能力

受公司利润波动影响，2016~2018 年，公司 EBITDA 波动减少，年均复合下降 5.51%。2018 年，公司 EBITDA 为 11.45 亿元，同比增长 15.31%，主要由利润总额和利息支出构成，分别占比 28.97% 和 67.03%，折旧、摊销占比较小。2016~2018 年，EBITDA 利息倍数分别为 1.98 倍、1.47 倍和 1.49 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍、0.05 倍和 0.06 倍，EBITDA 对债务的覆盖程度较弱，但能对利息支出形成较好保障。

表 17 公司偿债能力指标情况表（单位：亿元，倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA	12.82	9.93	11.45
EBITDA 利息倍数	1.98	1.47	1.49
EBITDA 全部债务比	0.14	0.05	0.06

资料来源：公司财务报表，联合评级整理。

截至2019年3月31日，公司已取得银行授信629.70亿元，已使用银行授信120.20亿元，可使用的授信额度为509.50亿元，间接融资渠道畅通。

截至2019年3月末，公司无对外担保情况。

截至2019年3月末，公司涉及数起诉讼，其中被诉案件3起，涉诉金额合计3.34亿元；其中2.68亿元被诉事项系公司接受合肥美的电冰箱有限公司（以下简称“合肥美的”）委托作为管理人成立了资金规模为3亿元的“华创恒丰86号定向资产管理计划”；2016年3月，公司根据合同约定及委托指令与陆家嘴国际信托有限公司（以下简称“陆家嘴信托”）签订《单一信托管理合同》，并由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，合肥美的要求贵州安泰归还全部贷款，因除贵州安泰还款3,500万元以外余款尚未收回，合肥美的向安徽省高级人民法院提起诉讼，要求公司承担连带赔偿责任。2017年8月10日，最高人民法院裁定本案由贵州省高级人民法院管辖，2017年12月6日，华创证券收到贵州省高级人民法院的《应诉通知书》，目前尚未开庭审理。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的自行处理与承担。公司仍存在一定或有负债风险。

根据人行征信报告，截至2019年4月25日，公司征信报告无信贷记录。

总体看，公司盈利能力对利息保障程度较好，但对债务的保障程度较弱；考虑到公司作为上市公司控股子公司，融资渠道多样，直接和间接融资能力强，整体公司偿债能力很强。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券发行对公司目前负债的影响

截至2019年3月底，公司债务总额为202.51亿元。本次公司债发行规模为不超过20.00亿元，假设本次债券发行规模为20.00亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度较小，本次债券发行后对公司债务负担影响不大。

以2019年3月底财务数据为基础，假设本次债券发行规模为20.00亿元，若本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率较2019年3月末上升2.02个百分点至67.55%，杠杆水平进一步上升。

2. 本次债券偿债能力分析

以2018年末的财务数据为基础，按本次公司债发行规模为20.00亿元进行计算，截至2018年末，公司优质流动性资产对本次债券本金覆盖倍数为3.41倍，该类资产可对债务形成良好保障；所有者权益为本次债券本金的5.40倍，对本次债券的本金覆盖程度较好；2018年，公司EBITDA为本次债券本金的0.57倍，EBITDA对于债券本金覆盖程度较好。此外，公司作为上市公司控股子公司拥有较为顺畅的融资渠道，能够为本次债券提供较强的现金流保障。

表 18 本次公司债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	保障倍数（2018年末）
优质流动性资产/本次债券本金	3.41
所有者权益/本次债券本金	5.40
EBITDA/本次债券本金	0.57

资料来源：公司审计报告，净资产及风控指标报表，联合评级整理。

综合以上分析，并考虑到公司作为综合类证券公司，自身资本实力较强，近年来业务稳步发展，业务结构趋于均衡，资本充足性较好，公司对本次债券的偿付能力很强。

十、综合评价

公司作为国内综合性券商，资本实力较强，在贵州省内具有较强的区位优势。近年来，受证券

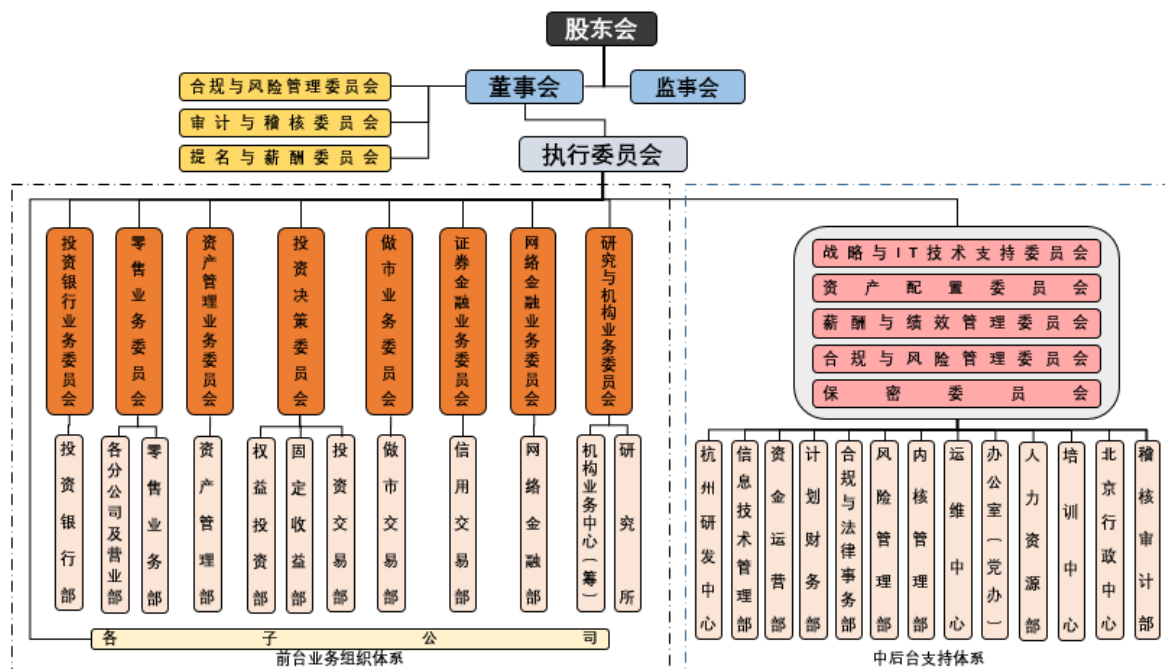
市场环境波动及政策环境变化影响，公司业务结构趋于均衡，2018 年公司自营业务实现较好发展，带动收入和利润规模增长，显著优于行业平均水平；公司良好的研究能力亦为各类业务的进一步开展提供支持。此外，公司作为上市公司华创阳安旗下主要控股子公司，融资渠道畅通。

联合评级同时也关注到公司业务易受经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化等因素影响，收入存在一定波动性，盈利能力仍有待提升；此外，随着公司业务规模扩大，债务规模呈增长趋势，其中短期债务占比较高，需对公司短期流动性管理保持关注。

未来随着公司综合金融服务平台搭建的完成，公司不断强化资源的整合，收入水平有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2018 年末华创证券有限责任公司 组织结构图



附件 2 华创证券有限责任公司 主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
自有资产（亿元）	212.25	293.05	316.84	320.66
所有者权益（亿元）	112.10	105.83	107.91	110.53
自有负债（亿元）	100.16	187.22	208.93	210.13
自有资产负债率（%）	47.19	63.89	65.94	65.53
优质流动资产/总资产（%）	33.26	17.58	21.79	15.15
营业收入（亿元）	19.64	14.46	18.26	6.44
净利润（亿元）	4.32	2.02	2.43	2.35
营业利润率（%）	29.90	19.12	17.90	48.38
营业费用率（%）	58.25	75.94	65.53	60.59
薪酬收入比（%）	35.86	50.62	44.32	45.45
自有资产收益率（%）	2.22	0.80	0.80	0.74
净资产收益率（%）	5.84	1.86	2.27	2.15
净资本（亿元）	114.59	103.68	109.71	110.13
风险覆盖率（%）	329.65	197.60	243.31	244.91
资本杠杆率（%）	47.58	30.35	26.45	26.27
流动性覆盖率（%）	2,566.67	362.76	327.63	308.08
净稳定资金率（%）	346.50	149.55	154.90	148.77
信用业务杠杆率（%）	23.80	68.52	77.31	--
短期债务（亿元）	81.01	140.82	145.43	141.54
长期债务（亿元）	13.00	41.13	57.31	60.97
全部债务（亿元）	94.01	181.96	202.74	202.51
EBITDA（亿元）	12.82	9.93	11.45	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.98	1.47	1.49	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.05	0.06	--
EBITDA/本次债券金额（倍）	0.64	0.50	0.57	--

附件 3 有关计算指标的计算公式

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%
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
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)

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+其他负债科目中的有息债务

长期债务=长期借款+应付债券

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 华创证券有限责任公司公开发行 2019 年公司债券（面向合格投资者）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年华创证券有限责任公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

华创证券有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。华创证券有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注华创证券有限责任公司的相关状况，如发现华创证券有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如华创证券有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至华创证券有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送华创证券有限责任公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年六月二十八日