

信用评级公告

联合〔2020〕4910号

联合资信评估股份有限公司通过对华西证券股份有限公司及其拟发行的 2020 年度第十期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估，确定华西证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，华西证券股份有限公司 2020 年度第十期短期融资券（不超过 19 亿元）信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二〇年十二月八日



华西证券股份有限公司

2020年度第十期短期融资券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：A-1

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 19 亿元(含)

本期债券期限：不超过 91 天

偿还方式：到期一次还本付息

募集资金用途：本期短期融资券所募集资金主要用于补充流动资金及相关法律法规未禁止的其他短期资金用途

评级时间：2020 年 12 月 8 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》	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型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	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
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	2
			业务经营分析	1
			未来发展	2
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	1
			资本充足性	2
			杠杆水平	1
		资金来源与流动性	2	
		调整因素和理由		
公司实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会，且持股比例较大的股东四川剑南春（集团）有限责任公司和四川省宜宾五粮液集团有限公司均为四川省内知名企业，股东背景强大				+1

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”）对华西证券股份有限公司（以下简称“公司”或“华西证券”）的信用评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司，股东背景很强，资本实力很强，具有齐全的证券业务牌照及多元化的运营模式，综合竞争力很强。受益于证券市场回暖，近年来公司各项业务整体发展状况较好，其中 2019 年的营业收入和净利润实现大幅增长；2017—2020 年，公司在证监会分类评级保持 A 类水平，内部管理水平较高。目前，公司杠杆水平适中，资本较充足。

同时，联合资信也关注到经济周期变化、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的不利影响；2017—2019 年，公司债务规模波动增长且短期债务占比较大，债务结构有待优化；2020 年以来，公司短期债务占比有所下降，债务结构有所优化，但仍需对偿债能力和流动性状况保持关注。

未来随着资本市场的持续发展、各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力有望进一步增强。联合资信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期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期短期融资券的违约风险极低，安全性最高。

优势

1. 在四川省内具备较强竞争优势。公司作为全国综合类证券公司，在深耕四川的基础上，逐步形成辐射全国的经营网络布局，业务区域范围不断拓宽，具备较强的区域竞争优势。
2. 业绩排名提升。公司在证监会分类评级中连续多年被评为 A 类，同时其经营业绩在行业内排名稳中有升。
3. 融资渠道及资本补充渠道畅通。公司融资渠道较为畅通，A 股上市提升了资本实力，资本保持充足水平。

关注

1. 营业收入易受资本市场波动影响。公司营业收入主要来自经纪业务和证券投资业务，业务规模及收入等方面受

分析师：张 祎

张晨露

高得锋

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

资本市场波动的影响较大，未来业务发展、收入的持续增长情况需关注。

2. 公司信用风险需持续关注。近年来，资本市场信用风险事件多发，需持续关注公司信用业务和债券投资业务的信用风险状况。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
自有资产（亿元）	374.30	345.82	507.83	606.97
自有负债（亿元）	246.10	161.82	310.89	402.69
所有者权益（亿元）	128.20	184.00	196.94	204.28
优质流动性资产/总资产（%）	11.81	19.38	19.21	/
自有资产负债率（%）	65.75	46.79	61.22	66.34
营业收入（亿元）	26.72	25.45	39.37	20.93
利润总额（亿元）	10.20	8.45	14.32	9.24
营业利润率（%）	49.37	44.07	47.52	55.45
净资产收益率（%）	8.22	5.41	7.52	/
净资本（亿元）	115.72	158.81	165.68	173.29
风险覆盖率（%）	332.61	478.16	348.77	316.35
资本杠杆率（%）	27.05	43.06	31.29	27.07
短期债务（亿元）	185.44	95.86	237.81	243.94
全部债务（亿元）	231.39	151.83	294.77	362.93
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.20	1.03	1.45	/

注：1. 公司 2020 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中涉及净资产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
AAA	稳定	2020/11/30	张祎 张晨露 高得锋	证券公司行业信用评级方法	阅读全文
AAA	稳定	2018/5/30	张祎 贾一晗	证券行业评级方法	阅读全文
AA+	稳定	2014/1/2	田兵 赖金昌 刘睿	证券公司与财务公司（债务）资信评级	阅读全文

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号

声 明

一、本报告引用的资料主要由华西证券股份有限公司（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、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（期）债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

华西证券股份有限公司

2020 年度第十期短期融资券信用评级报告

一、主体概况

华西证券股份有限公司（以下简称“公司”或“华西证券”）前身为华西证券有限责任公司，成立于 2000 年 6 月，是在原四川省证券股份有限公司与四川证券交易中心合并重组的基础上设立而成。历经数次增资扩股，2014 年 7 月，经四川省工商行政管理局核准，华西证券有限责任公司由“有限责任公司”整体变更为“股份有限公司”，本次整体变更后，原“华西证券有限责任公司”的资产、负债、股东权益全部由“华西证券股份有限公司”承继，以截至 2013 年底经审计的母公司净资产折股，注册资本由 14.13 亿元变更为 21.00 亿元。

2018 年 2 月，公司在深圳证券交易所主板实现上市，股票简称“华西证券”，股票代码“002926.SZ”，本次发行募集资金净额为 48.62 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司注册资本 26.25 亿元，泸州老窖集团有限责任公司直接及间接持有公司 28.52% 的股权，为公司的控股股东，公司实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会，公司控股股东持有的公司股权不存在被质押情况。

公司经营范围：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；证券投资；证券资产管理；证券投资基金代销；融资融券；代销金融产品；为期货公司提供中间介绍业务；中国证监会批准的其他业务。

截至 2019 年末，公司在全国设有 109 家营业部，分布于 18 个省、4 个直辖市、1 个自治区，其中四川省内 56 家，省外 53 家；3 家全资子公司：华西期货有限责任公司（以下简称“华西期货”）、华西金智投资有限责任公司（以下简称“华西金智”）、华西银峰投资有限责任公

司（以下简称“华西银峰”）。截至 2019 年末，公司在职员工数量合计 3,749 人。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2019 年末，公司资产总额 678.27 亿元，其中客户资金存款 140.40 亿元、客户备付金 24.22 亿元；负债合计 481.34 亿元，其中代理买卖证券款 170.44 亿元；所有者权益合计 196.94 亿元，母公司口径净资产 165.68 亿元；2019 年，公司实现营业总收入 39.37 亿元，利润总额 18.65 亿元，净利润 14.32 亿元；经营活动现金流净额 13.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 46.61 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司资产总额 812.28 亿元，其中客户资金存款 164.64 亿元、客户备付金 30.40 亿元；负债合计 607.99 亿元，其中代理买卖证券款 202.31 亿元；所有者权益合计 204.28 亿元，母公司口径净资产 173.29 亿元；2020 年 1—6 月，公司实现营业总收入 20.93 亿元，利润总额 11.83 亿元，净利润 9.24 亿元；经营活动现金流净额 -7.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 40.32 亿元。

公司注册地址：四川省成都市高新区天府二街 198 号；法人代表：杨炯洋。

二、本期债券概况

截至本期短期融资券发行日，公司已发行且尚在存续期内的短期融资券合计 25.00 亿元。公司拟在不超过 44.00 亿元的注册额度内分期发行短期融资券。本期债券名称为“华西证券股份有限公司 2020 年度第十期短期融资券”，本期债券发行总规模为不超过 19.00 亿元（含）。本期债券的期限不超过 91 天。本期债券为固定利率债券，发行利率通过招标系统招标决定，在债券存续期内利率不变。本期债券面值 100.00 元，按面值平价发行。本期债券采用单

利按年计息，不计复利，到期时一次性还本付息。

本期债券无担保。

本期短期融资券所募集资金主要用于补充流动资金及相关法律法规未禁止的其他短期资金用途。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的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。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷

中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017—2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长率；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；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，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含

电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺

差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，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 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比

一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2,461 亿元，较上年多增 1,256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降

7.6%)。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口(0.93 万亿元)大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月(5.9%)略有回落，但较上年同期(5.1%)仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适

度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；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（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大(-11.7%)，下半年有望在货币信贷政策支持、

最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、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

股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，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。根据交易所公布的数据，截至 2019 年底，上交

所和深交所上市的公司合计 3777 家；股票市场总市值为 59.29 万亿元，较 2018 年底增长 36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 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。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。2019 年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

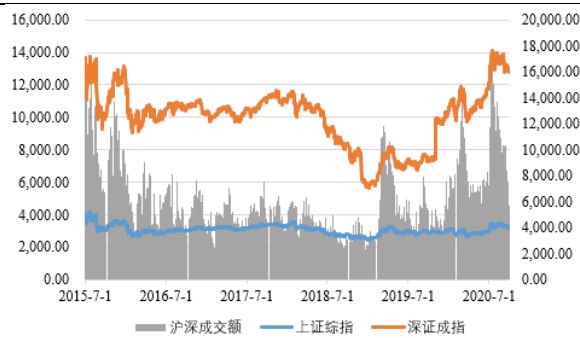
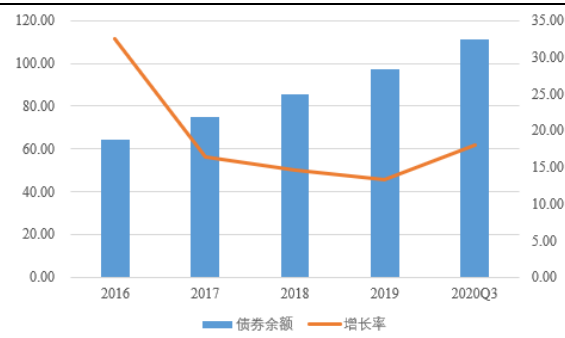


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



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。

随着资本市场建设力度的加大，证券市场规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影

响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2015—2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019 年增幅较大；盈利能力呈现倒 U 型走势，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年证券公司盈利水平小幅下降，2018 年盈利水平进一步大幅下降；2019 年，受市场行情和政策等因素影响，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 2 证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数（家）	125	129	131	131	133
盈利家数（家）	124	124	120	106	120
盈利家数占比（%）	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入（亿元）	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87	3,604.83
净利润（亿元）	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20	1,230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层

引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业

务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3604.83 亿元和净利润 1230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

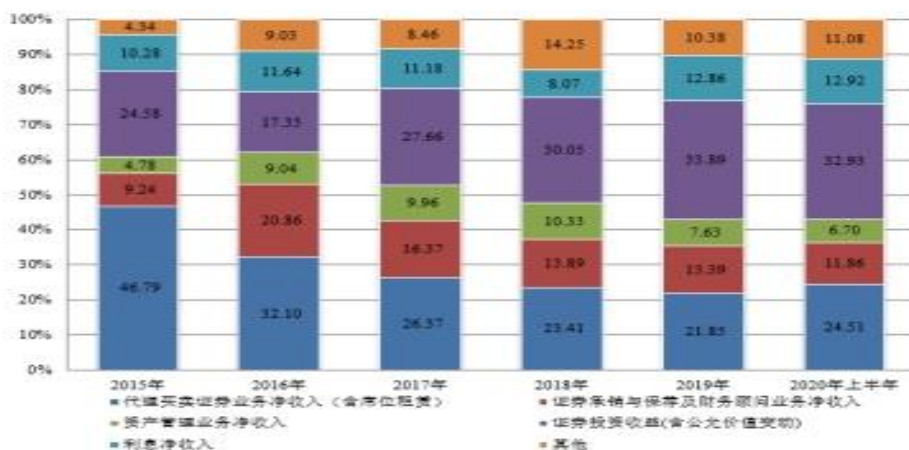
2020 年前三季度，随着国内疫情防控落实和复工复产推进，我国经济稳步增长，A 股指数逐步企稳，中小创指数和沪深交易额大幅增长；其中上证综指涨幅 4.31%，深成综指上涨 21.32%，沪深交易额同比增长 59.12%。截至 2020 年 9 月底，135 家证券公司总资产为 8.57 万亿元，较 2019 年底增加 18.04%；净资产为 2.24 万亿元，较 2019 年底增加 10.89%，净资本为 1.79 万亿元，较 2019 年底增加 10.49%。2020 年前三季度，135 家证券公司中，126 家公司实现盈利，实现营业收入 3423.81 亿元，实现净利润 1326.82 亿元，分别同比增长 31.08%和 42.51%，经营业绩同比大幅增长。

2. 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；2019 年证券公司盈利水平显著上升，前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

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。2017 年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理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，自营业务收入占比增加至 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 年上半年，经纪业务收入占比小幅增长，连续多年下降后有所回升，其他业务占比变动较小，业务结构稳定。

图 3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



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。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，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年前三季度，证券公司代理买卖证券业务净收入900.08亿元，同比增长33.08%。

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。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下降10.58%，延续下降走势。科创板方面，自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委，109家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模1027.22亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019年证券公司承销各类债券金额7.78万亿元，同比增长31.92%。基于上述因素，2019年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入482.65亿元，同比增长30.46%。2020年前三季度，投行业务收入482.20亿元，同比增长40.19%。

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。2019年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为48.36%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为42.42%。联合资信也关注到，在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时，科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资本且令其面临更大投资风险，或将减弱证券公司盈利稳定性；因此，此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

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。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，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长 51.46%，成为第一大收入来源。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。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 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。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 2019 年末，证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元，较 2018 年末下降 12.90%；2019 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.16 亿元，同比基本持平。2020 年前三季度，证券公司资管业务收入 212.64 亿元，同比增长 12.52%。

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；2019 年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。

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 2019 年末，融资融券余额 1.02 万亿元，较 2018 年末增长 34.88%，系股票市场回暖所致。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。根据深交所数据，截至 2019 年 11 月末，深沪两市股票质押回购融资余额 9429 亿元，较 2018 年末下降 20.94%；股票质押回购质押股票总市值 1.8 万亿元，占 A 股总市值 3.3%，较 2018 年末下降 1.3 个百分点，较 2017 年底峰值下降 2.90 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% 的上市公司为 469 家，较年初减少 117 家，降幅分别为 13.80% 和 20.00%。截至 2020 年 9 月末，全市场质押股份市值占总市值比重

为 6.21%，较年初下降 1.46 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。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%。

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。2019 年，已有至少 5 家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，联合资信也关注到，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、市场行情的变化以及个股“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。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、宏源证券与申万证券合并、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。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。2020 年以来已有 6 家上市券商完成定向增发募集货币资金，其中海通证券和国信证券分别募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。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、粤开证券等多家新三板挂牌证券公司未来将筹备 A 股上市，其中华龙证券和开源证券已于新三板退市。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 1 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立 5 家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）、野村东方国际证券、大和证券（中国）和星展证券（中国）。同时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 2019 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 2354.94 亿元，净利润 780.77 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.89% 和 62.75%。截至 2019 年底，前十大证券公司资产总额为 4.51 万亿元，占全行业总资产的 62.78%。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 3 截至 2019 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	1,654.50	7,917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1,460.94	5,593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1,411.19	6,367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1,256.55	5,621.81	248.63	90.57
5	广发证券	941.37	3,943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3,817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3,535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3,156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2,856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2,246.44	140.93	49.14
合计		10,200.34	45,056.60	2,354.94	780.77

数据来源：WIND

4. 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—2019 年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，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。

5. 未来动向

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。

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。

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。

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。

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,证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商,加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布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。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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年6月末,公司注册资本26.25亿元,泸州老窖集团有限责任公司直接及间接持有公司28.52%的股权,为公司的控股股东,公司实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模和竞争力

公司作为全国性综合类上市证券公司,具有很强的经营实力。

公司是全国性综合类上市证券公司之一,业务资质齐全,可为投资者提供综合性的证券金融服务,同时公司还通过子公司经营期货、直投等业务,形成多元化运营模式。公司业务网点遍布四川、北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、大连和杭州等地,截至2020年6月末,公司共设有111家证券营业部和17家分公司,其中四川省内56家营业部。2018年2月公司于深圳证券交易所首发上市,截至2019年末母公司口径净资产165.68亿元,资本实力很强。公司经纪业务和融资融券业务具有优势,盈利能力较好,2019年,净资产收益率排名第18位,证券经纪业务收入排名第22位,融资融券业务利息收入排名第25位。

2017—2020年公司在证监会分类评级中均被评为A类,体现了公司较强内部管理能力。

表4 公司主要业绩排名(单位:名)

项目	2017年	2018年	2019年
净资本	36	28	25
营业收入	36	32	22
证券经纪业务收入	21	23	22
客户资产管理业务收入	46	39	/
投资银行业务收入	41	50	27
融资类业务收入	26	25	24
证券投资收入	38	31	33

注:2019年“客户资产管理业务收入”排名为“资产管理业务收入排名”,公式为“资产管理业务净收入-资产管理业务月均受托资产总净值*万分之3”

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. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验;员工岗位构成较为合理,能够满足日常经营需求。

截至本报告出具日,公司拥有高级管理人员8名,具有丰富的金融行业从业经验。

公司董事长鲁剑雄先生,1965年1月出生,中国国籍,无境外居留权,大学学历,现任公司党委书记、董事长。1987年7月至1988年7月,中国人民银行乐山市分行调研室见习;1988年7月至1990年10月,中国人民银行乐山市分行调研室、办公室干部;1990年10月至1993年9月,

中国人民银行乐山市分行调研室副主任；1993年9月至1997年12月，中国人民银行乐山市分行调研室主任；1997年12月至1998年7月，中国人民银行眉山地区分行调查统计科负责人；1998年7月至1998年12月，中国人民银行眉山地区分行调查统计科科长；1998年12月至1999年12月，中国人民银行眉山市中心支行调查统计科科长；1999年12月至2001年9月，中国人民银行眉山地区分行货币信贷统计科科长；2001年9月至2003年12月，中国人民银行青神县支行党组书记、行长；2003年12月至2004年7月，中国人民银行眉山市中心支行办公室主任、党委办公室主任；2004年7月至2008年4月，中国人民银行眉山市中心支行党委委员、副行长；2008年4月至2011年7月，中国人民银行眉山市中心支行党委委员、副行长兼国家外汇管理局眉山市中心支局副局长；2011年7月至2012年8月，中国人民银行泸州市中心支行党委副书记、副行长兼国家外汇管理局泸州市中心支局副局长；2012年8月至2020年10月，中国人民银行泸州市中心支行党委书记、行长兼国家外汇管理局泸州市中心支局局长；2020年10月至今，任公司党委书记、董事长。

公司总裁杨炯洋先生，1967年7月出生，中国国籍，无境外居留权，研究生学历。现任公司董事、总裁，华西银峰投资有限责任公司董事长。1993年5月至1996年9月，任深圳市特力（集团）股份有限公司会计；1996年9月至2005年3月，历任国信证券有限责任公司投资银行业务部门副总经理、总经理、投资银行事业部副总裁；2005年3月至2007年9月，任公司投资银行事业部总裁；2007年9月至2008年12月，任公司董事、副总裁；2008年12月至2014年7月，任公司董事、总裁。2010年5月至2013年11月任华西金智投资有限责任公司董事长；2012年11月起任华西银峰投资有限责任公司董事长；2014年7月起任公司董事、总裁。

截至2019年末，公司在职员工合计3,749人。从学历构成来看，硕士及以上学历800人，占比21.34%；本科学历2,382人，占比63.54%；大专

及以下567人，占比15.12%。

4. 外部支持

公司股东背景很强，能够为公司四川区域能保持竞争优势给予支持。

公司实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会，且持股比例较大的股东四川剑南春（集团）有限责任公司和四川省宜宾五粮液集团有限公司等均为四川省内知名企业，为公司立足于四川省内的发展提供了条件。公司始终坚持落实“以四川为根据地”的战略，积极打造各项业务在四川区域的优势地位，其中公司营业网点在四川省覆盖率超过70%，具有明显的渠道网点优势。公司积极开展区域综合开发工作，完善中小企业融资客户开发与服务链条，推进分公司的设立，省内重点拓展中小企业融资客户和地州市政府融资平台。公司经纪业务具有较强的市场竞争力，尤其在四川省当地市场具有明显的竞争优势，近年来公司经纪业务收入在四川省内均排名第一。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91510000201811328M），截至2020年9月1日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/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6月末，公司无对外担保情况；同期公司获得银行授信630亿元，已使用130亿元，间接融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构。

公司根据《公司法》和《证券法》等法律法规要求，建立了“三会一层”的现代企业制

度。公司设置股东大会为最高权力机构，依法行使职权，包括决定公司的经营方针和投资计划、修改公司章程等。

公司设立董事会，对股东负责。董事会由10名董事组成。董事会设董事长1人，副董事长1人；董事会成员中独立董事5人。董事会行使下列职权：向股东报告工作；执行股东的决定；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

监事会为公司监督机构，公司监事会由3名监事构成，其中职工监事1名，监事会设监事会主席1名。公司监事会对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司的财务，监事会还通过列席董事会和经营管理层会议、对分支机构进行现场调研等形式履行监督职能。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。由董事会聘任高级管理人员8名，其中总经理1名、副总经理4名（其中1名副总裁兼任财务负责人）、首席风险官1名、合规总监1名以及董事会秘书1名。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度计划和投资方案；拟订公司的内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度等。

2. 管理水平

公司不断完善内部控制体系，规范内部控制制度，加强对各部门、分支机构以及控股子公司的管控，但相关管控水平仍需提高。

公司按照《公司法》《证券法》等法律法规及公司章程的规定，建立了分工明确、相互制衡的内部控制体系。公司监事会根据公司《章程》的规定，履行监督职责。监事会通过检查公司财务状况，履行财务监督职责。通过监事列席董事会会议，对董事会决议事项提出质询，对公司重大事项的决策进行监督，定期或不定期听取公司财务运行和合规管理情况汇报。

公司稽核审计部按照《稽核审计工作管理

制度》的规定，通过现场稽核和非现场稽核方式，对公司各职能部门、业务条线执行国家有关法律法规及公司规章制度的情况进行独立的监督检查，向董事会和监事会报告工作。

公司合规总监对公司及其工作人员的经营管理和执业行为的合规性进行审查、监督和检查。合规法务部负责协助合规总监推行合规管理，具体组织识别、评估、监测和报告合规风险，进行合规审核、合规检查、合规调查、合规培训和合规咨询。各部门、分支机构的合规管理岗位对所在业务条线、所在部门管理的业务或事务范围内的合规风险进行识别、评估、检查、监控和报告。

公司首席风险官负责组织风险管理部推动公司全面风险管理体系建设，识别、监测、评估和报告公司整体风险水平，并为业务决策提供风险管理建议，协助指导和检查各部门、分支机构的风险管理工作。风险管理部对自营投资、资产管理、融资融券、约定购回式证券交易、股票质押式回购等业务进行风险监控，参与投行业务定价及压力测试工作，牵头并配合业务部门识别、评估、监测、报告、控制和处置业务经营中的各类风险；拟定公司风险偏好和容忍度方案、流动性风险管理方案、风险限额管理方案等；通过风险信息管理系统动态对公司关键风险指标进行监控，判断和预测各类风险指标的变化，及时预警超越各类、各级风险限额的情况。

公司通过相关制度明确各部门、岗位的目标、职责和权限，建立相关部门之间、岗位之间的制衡和监督机制。公司对分支机构采取交易集中、清算集中等集中管理模式，对分支机构财务负责人、分支机构信息技术负责人实行垂直管理，以增强对分支机构的管控力度。同时，公司对控股子公司关联交易、对外担保、重大投资、信息披露等活动制定了相应的控制政策和操作流程。

收到处罚方面，2018年9月11日，公司由于在开展债券发行业务过程中，未接受托管协议在临时受托事务报告中披露重要事项及发布

临时受托管理报告，及在新三板挂牌项目推荐尽调过程中未能勤勉尽责被四川证监局采取出具警示函行政监管措施。公司从完善制度、加强培训、严肃问责等方面采取了相应措施，进行整改完善。2020年一季度，公司全资子公司华西期货有限责任公司收到中国人民银行成都分行行政处罚意见告知书，华西期货存在未按照规定报送大额交易报告或者可疑交易报告的违法违规行为，决定对华西期货处20万元罚款，对华西期货1名相关直接责任人员处1万元罚款。华西期货及相关直接责任人员按时缴纳罚款。根据整改计划就反洗钱内控制度、客户身份识别及资料保存、可疑交易报告等方面及时整改，并进一步建立健全反洗钱工作制度流程，充实完善反洗钱工作组织体系，加大反洗钱技术系统投入，建立完善反洗钱工作的考核奖惩机制。

2017—2020年，公司的证监会分类评级结果均为A类A级，内控管理水平保持在较好水平。

七、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，公司营业收入和净利润呈波动增长态势；得益于市场回暖以及各项业务积极发展，2019年公司营业收入和利润总额实现较大幅度的增长；2020年上半年，受市场波动的影响，公司营业收入和净利润均较上年同期有所下降。

公司所经营的业务板块包括经纪及财富管理业务、投资业务、投资银行业务、资产管理业务和信用业务等，其中经纪及财富管理业务对收入贡献度最高，同时，投资银行业务和投资业务发展态势较好，对收入贡献度逐渐提高。

2017—2019年公司分别实现营业收入26.72亿元、25.45亿元和39.37亿元，年均复合增长21.40%；实现利润总额分别为13.15亿元、11.16亿元和18.65亿元，年均复合增长19.08%。

从收入结构来看，2017—2019年，公司经纪及财富管理业务收入波动下降，占比亦呈逐

年下降的态势，经纪及财富管理业务收入占营业收入的比重分别为51.42%、39.72%和33.10%，仍是公司最主要收入来源之一。信用业务方面，受益于公司股票质押业务发展状况良好，2017—2019年，公司信用业务收入呈持续增长态势，年均复合增长31.81%，信用业务收入占营业收入的比重分别为15.55%、21.89%和18.31%，占比呈波动上升态势。2017—2019年，公司投资银行业务收入波动增长，年均复合增长24.40%，投资银行业务收入占营业收入的比重分别为12.57%、6.57%和13.22%，占比呈波动上升态势。2017—2019年，资产管理业务发展较为迅速，年均复合增长12.60%，资产管理业务收入占营业收入的比重分别为4.21%、6.92%和3.60%，占比呈波动下降态势。2017—2019年，公司加大了对投资业务的投入，在行情波动的情况下较好把握了市场机会，公司投资业务收入呈持续增长态势，年均复合增长75.21%，投资业务收入占营业收入的比重分别为15.54%、23.25%和32.35%，占比逐年上升。2017—2019年，公司其他业务收入分别为0.19亿元、0.42亿元和-0.23亿元，公司其他业务对收入的贡献度较低。

2020年1—6月，公司实现营业收入20.93亿元，同比增长4.42%，增幅低于行业平均水平（+19.26%）；净利润9.24亿元，同比增长7.96%，增幅低于行业平均水平（+24.73%）。2020年1—6月，公司经纪及财富管理业务收入9.03亿元，同比增长25.32%，主要系2020年上半年交易活跃，经纪业务佣金收入增加所致，占公司营业收入的比重为43.12%；信用业务收入4.28亿元，同比增长23.38%，主要系融资融券业务规模增加，相应利息收入增加所致，占营业收入的比重为20.45%；投资业务收入4.43亿元，同比下降39.49%，主要系受市场调整影响，自营投资收入同比减少所致，占营业收入的比重为21.16%；投资银行业务收入2.07亿元，同比增长14.30%，主要系2020年上半年公司债券发行业务规模增长所致，占营业收入的比重为9.87%；资产管理业务收入0.71亿元，同比增长54.11%，

主要系资产管理业务规模有所增长所致，占营业收入的比重为3.37%。

表5 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪及财富管理业务收入	13.74	51.42	10.11	39.72	13.03	33.10	9.03	43.12
信用业务收入	4.15	15.55	5.57	21.89	7.21	18.31	4.28	20.45
投资银行业务收入	3.36	12.57	1.67	6.57	5.20	13.22	2.07	9.87
资产管理业务收入	1.12	4.21	1.76	6.92	1.42	3.60	0.71	3.37
投资业务收入	4.15	15.54	5.92	23.25	12.74	32.35	4.43	21.16
其他业务收入	0.19	0.71	0.42	1.65	-0.23	-0.58	0.43	2.03
合计	26.72	100.00	25.45	100.00	39.37	100.00	20.93	100.00

资料来源：公司审计报告、公司提供，联合资信整理

2. 业务运营

（1）经纪及财富管理业务

2017—2019年，受市场波动影响，公司经纪及财富管理业务有所波动；公司营业网点在四川地州市具有明显的渠道网点优势和较强的区域竞争力。

公司经纪及财富管理业务主要包括证券和期货经纪业务、推广和代理销售金融产品业务、提供专业化研究和咨询服务业务等。经纪及财富管理业务是公司最主要的收入来源。

公司经纪及财富管理业务在四川省内具有较强的市场竞争力。2017—2019年公司分别新设营业部6家、15家和13家，截至2020年6月末，公司在全国设有111家营业部，分布于18个省、4个直辖市、1个自治区，其中四川省内57家；公司营业网点在四川地州市覆盖率超过70%，具有明显的渠道网点优势和较强的区域竞争力。

2017—2019年公司经纪及财富管理业务手续费净收入分别为13.74亿元、10.11亿元和13.03亿元，年均复合减少2.62%；2018年，公司经纪及财富管理业务收入同比下降26.31%，主要系资本市场低迷，市场活跃度大幅下降，股票和基金交易量较上年萎缩所致。2019年随着证券市场回暖，交易量大幅增加，公司经纪及财富管理业务收入规模有所上升，实现业务收入13.03亿元，同比增长28.92%，代理买卖证券业务收入为经纪及财富管理业务收入的主要来源，2019年实现收入11.79亿元，较上年同期增长

39.02%，根据中证协公布的未经审计数据，公司代理买卖证券业务净收入市场份额为1.37%，较上年上升0.04个百分点。

2020年1—6月，公司经纪及财富管理业务收入9.03亿元，同比增长25.32%，占公司营业收入的比重为43.12%；2020年1—6月，公司代理买卖证券业务净收入市场占有率为1.39%。

（2）投资银行业务

2017—2019年，公司投行业务整体发展较好，处于行业中游水平，其中债券承销规模大幅增长，是投行业务收入主要来源；目前投行项目储备较好。

公司投资银行业务主要包括证券承销与保荐业务、财务顾问业务及新三板推荐业务。

2017—2019年，公司投资银行业务手续费净收入分别为3.36亿元、1.67亿元和5.20亿元，年均复合增长24.40%。2018年公司投资银行业务收入同比大幅减少50.20%，主要系2018年资本市场资金面较紧，股权融资市场较为低迷，公司投行业务规模大幅减少所致；2019年，公司投资银行业务手续费净收入5.20亿元，同比大幅增长211.30%，主要系2019年公司完成IPO、可转债等项目发行，同时债券承销业务规模增长所致。投资银行业务净收入中，以承销和保荐业务收入为主。

承销和保荐业务方面，2017—2019年公司分别实现承销和保荐净收入2.61亿元、1.03亿元和4.34亿元。股权融资方面，2017年和2019年公

司主承销IPO项目均为3个，2018年公司未有主承销IPO项目；2017—2019年公司再融资家数分别为4家、1家和1家。债权融资方面，2017—2019年，公司主承销债券分别为8单、17单和36单。

财务顾问业务方面，公司以发现价值、创造价值为目的，为客户提供法律、财务、政策咨询等方面的顾问服务，以及金融工具、交易

结构、交易流程等产品设计服务。2017—2019年，公司分别实现财务顾问收入0.76亿元、0.66亿元和1.02亿元。

2019年，公司完成1家新三板公司推荐挂牌，截至2019年末，对54家挂牌企业履行持续督导职责，承担做市业务的挂牌企业4家。

表6 公司投行业务情况表（单位：个、亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
主承销IPO家数	3	0	3
主承销再融资家数	4	1	1
主承销债券笔数	8	17	36
主承销债券金额	41.35	145.55	291.95
承销和保荐净收入	2.61	1.03	4.34

资料来源：公司提供

2020年1—6月，公司实现投资银行业务收入2.07亿元，同比增长14.30%。2020年上半年，公司完成安宁股份IPO项目，完成24只公司债、1只企业债的主承销发行，承销金额为162亿元。

从投行项目储备来看，截至2020年6月末，公司股权融资及财务顾问业务在会审核项目10个，其中首发项目8个，再融资项目2个；已通过审核待发行配股项目1个。

（3）投资业务

2017—2019年，公司股票和基金投资规模持续增加，债券仍为公司最主要的投资品种，也是公司投资业务最重要的收入来源。

公司的投资业务主要包括公司债券投资业务、股票投资业务、衍生金融业务及子公司另类投资业务。

2017—2019年末，公司投资业务规模逐年上升，三年分别为61.39亿元、67.53亿元和94.88亿元，年均复合增长24.32%，主要系公司股票和基金投资规模增加所致；从投资结构上来看，

公司投资业务以固定收益类投资为主，近三年，债券投资占比分别为59.16%、47.15%和42.19%，占比持续下降，债券投资仍是公司最重要的投资产品；近三年，公司基金投资规模持续增长，年均复合增长24.09%，占比分别为33.97%、32.22%和33.85%，主要为货币基金。公司投资业务中股票投资规模呈持续增长态势，年均复合增长132.36%，近三年占比分别为6.86%、20.63%和23.95%。

2018年以来，公司投资业务发展情况较好，主要系公司加大了投资业务的投入，年中投资规模大幅增加，较好地抓住了债券投资市场机会所致。

截至2019年末，公司自营权益类证券及其衍生品/净资本为14.58%，较年初上升11.46个百分点；自营非权益类证券及其衍生品/净资本147.11%，较年初大幅上升83.07个百分点，远优于预警标准。

表7 公司投行业务情况表（单位：个、亿元）

项目	2017年			2018年			2019年		
	规模	占比	投资收益	规模	占比	投资收益	规模	占比	投资收益
股票	4.21	6.86	1.01	13.93	20.63	0.21	22.73	23.95	3.12
债券类	36.32	59.16	0.60	31.84	47.15	5.08	40.03	42.19	7.24

基金	20.86	33.97	0.92	21.76	32.22	0.22	32.12	33.85	1.47
合计	61.39	100.00	2.52	67.53	100.00	5.51	94.88	100.00	11.83

注：1. 上表规模=期内投资及其他证券交易活动占用资金累计日积数/期内天数

2. 收益=投资活动相关收入(包括但不限于投资收益、利息收入及其他综合收益)-投资活动相关成本(包括但不限于融资成本及利息开支)

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

截至2020年6月末，公司自营权益类证券及其衍生品/净资产为11.26%，较年初下降3.32个百分点；自营非权益类证券及其衍生品/净资产201.65%，较年初大幅上升54.54个百分点，远优于预警标准。2020年上半年，公司债券投资业务无新增违约情况；截至2020年6月末，公司对前期持有的违约债券已计提1.29亿元减值准备，计提较充分。

(4) 资产管理业务

2017—2019年，公司资产管理业务规模呈波动增长态势，资管业务产品以定向产品为主。

公司资产管理业务主要为公司作为集合、定向和专项资管产品以及私募基金管理人提供的资产管理服务。

2017—2019年，母公司口径资产管理业务规模波动增长，年均复合增长5.89%。公司资产管理业务以定向资产管理业务为主，占比分别为80.74%、65.45%和54.69%，占比持续下降。集合资产管理业务方面，公司集合资产管理业务规模波动增长，年均复合增长29.62%；2018年末集合资管计划规模119.48亿元，较年初大幅

减少31.71%，主要系资管新规出台后，公司主动收缩集合资产管理业务所致；2019年末集合资管计划规模293.94亿元，较年初大幅增长146.02%。定向资产管理业务方面，2017—2019年均复合下降12.85%；截至2018年末，公司定向资产管理业务受托资金规模605.32亿元，较年初大幅下降34.85%，主要系公司资管通道业务规模减少所致；截至2019年末，定向资产管理业务受托资金规模290.74亿元，较年初增长45.38%。公司2017年新增专项资管业务，主要是资产证券化业务，截至2018年末受托资金规模199.99亿元，较年初大幅增长329.07%；截至2019年末受托资金规模290.74亿元，较年初增长45.38%。

2017—2019年，母公司资产管理业务净收入呈波动下降态势，年均复合下降11.58%；2018年母公司资产管理业务净收入1.37亿元，同比增长24.77%，主要系资产证券化业务快速发展、收入大幅增长所致；2019年母公司资产管理业务净收入0.86亿元，同比下降37.00%，主要系年中规模较小，年末规模有所增长所致。

表8 2017—2019年末母公司资产管理业务规模情况(单位：亿元)

项目		2017年		2018年		2019年	
		受托资金	净收入	受托资金	净收入	受托资金	净收入
按产品类型	集合	174.96	0.64	119.48	0.27	293.94	0.19
	定向	929.14	0.29	605.32	0.64	705.65	0.33
	专项	46.61	0.17	199.99	0.46	290.74	0.34
	合计	1,150.72	1.10	924.79	1.37	1,290.33	0.86

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020年1—6月，公司实现资产管理业务收入0.71亿元，同比增长54.11%；截至2020年6月末，母公司资管业务规模合计1,433.45亿元，较2019年末增长11.09%。2020年上半年，公司资

产证券化业务获得证券时报“2020年中国区资产证券化君鼎奖”“2020年中国区资产证券化项目君鼎奖”等多个奖项。

(5) 信用业务

受证券市场回暖影响，公司融资融券业务和股票质押式回购业务规模和营收均有所增长；公司股票质押式回购业务未形成不良债权。

公司信用业务主要包括融资融券业务、股票质押式回购业务，约定购回式证券交易业务规模很小。

2017—2019年，公司融资融券业务规模波动增长，年均复合增长9.71%。2017年—2019

年，公司融资融券业务利息收入分别排名行业第21位、第21位和第25位，处于行业较好水平。

融资融券业务方面，2019年来，证券市场回暖，公司年末融资融券余额增长35.72%至111.82亿元，全年实现融资融券利息收入6.70亿元，同比增长2.32%，融资融券利息收入增速大幅低于融资融券余额的增速，主要系费率有所下降所致。

表9 2017—2019年公司融资融券业务情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
期末余额	92.91	82.39	111.82
利息收入	6.99	6.55	6.70

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

公司股票质押业务于2013年8月开展，2017—2019年，公司股票质押回购业务期末余额分别为54.10亿元、38.55亿元和63.26亿元，年均复合增长8.13%。2018年公司股票质押回购业务期末余额较2017年末大幅下降28.74%，主要系伴随着监管新规的实施，股票质押回购业务监管环境趋严，公司主动压缩股票质押回购业务规模所致；截至2019年末，公司自有资金（含纾

困计划）对接股票质押业务融出资金余额为63.26亿元，较上年末增长64.08%。2017—2019年，公司股票质押回购业务实现利息收入分别为2.28亿元、2.83亿元和4.33亿元，年均复合增长37.81%。截至2019年末，整体履约保障比例为236.22%，高于风险线水平。截至2019年末，公司股票质押式回购业务未发生本金损失，未形成不良债权，风险可控。

表10 2017—2019年末公司股票质押业务情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
期末余额	54.10	38.55	63.26
利息收入	2.28	2.83	4.33

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

2013年3月，公司约定购回式证券交易业务正式开展，近年来业务规模较小且呈逐年收缩

从业务放大倍数来看，2017—2019年末公司信用业务杠杆率分别为114.86%、66.94%和89.84%，杠杆水平有所波动。

2020年1—6月，公司信用业务收入4.28亿元，同比增长23.38%。截至2020年6月末，公司融资融券业务余额122.56亿元，较2019年末增长9.93%；公司自有资金（含纾困计划）对接股票质押业务融出资金余额为44.57亿元，2020年1—6月，股票质押式回购业务实现利息收入2.02

趋势，2019年实现收入41.51万元，期末规模为606.92万元。

亿元，同比增长11.05%，截至2020年6月末，自有资金对接股票质押存续项目综合履约保障比例257.37%，公司股票质押式回购业务未发生本金损失。

公司子公司发展状况较好，但盈利水平一般。

截至2019年末，华西期货注册资本和实收资本均为6.00亿元，公司持股比例为100.00%，华西期货为公司下属的期货子公司。截至2019

年末，华西期货资产总额为28.65亿元，净资产为8.38亿元；2019年，华西期货实现营业总收入1.18亿元，净利润为0.46亿元。

截至2019年末，华西银峰注册资本和实收资本均为10.00亿元，公司持股比例为100.00%，华西银峰主营业务为金融产品投资和股权投资。截至2019年末，华西银峰资产总额为10.72亿元，净资产为10.68亿元；2019年，华西期货实现营业总收入0.71亿元，净利润为0.58亿元。2020年3月3日，公司第二届董事会2020年第二次会议审议通过了《关于对全资子公司华西银峰投资有限责任公司增资的议案》，拟对华西银峰增资10亿元，增资完成后华西银峰注册资本变更为20亿元。截至评级报告出具日，该增资尚未办理完成。

华西金智为公司下属的私募投资基金子公司。截至2019年末，华西金智资产总额为5.31亿元，净资产为5.20亿元；2019年，华西期货实现营业总收入0.40亿元，净利润为0.21亿元。

3. 未来发展

公司战略定位较明确，制定的措施可行性较高，有助于公司目标的逐步实现，但经营易受市经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响，未来发展存在一定不确定性。

公司制定了“华西证券未来五年（2019年—2023年）战略规划”，全力打造财富管理、投资银行以及投资管理三大支柱业务，使其成为公司未来3~5年收入增长的“三驾马车”。财富管理方面，通过聚集核心客群，丰富财富管理服务产品服务体系，推动金融科技应用落地，加快财富管理转型，提升财富管理业务竞争优势；投资银行方面，以并购业务作为突破口，围绕专精行业战略客户生命周期投融资需求、联动财富、资管构建投行内外部生态，同时，优化投行组织架构，强化业务专精于服务的能力与支持保障；投资管理方面，以自营固收作为优势突破口，布局FICC转型，发展衍生金融、打造量化特色，强化板块协同，中长期成为公司

重要收入来源。

围绕公司投研支持、机构销售、PB外包以及资管产品创设等跨业务关键能力打造机构服务和券商资管两大平台，与三大支柱业务协同，推动业务发展。机构服务平台方面，以投研能力和机构战略客户统筹管理为抓手，打造具有区域特色的研究所，培育川内机构战略客户，推动机构金融业务发展；券商资管平台方面，中短期通过深化与各业务单位协同、做大资管规模，长期培育资产配置和主动管理核心能力，打造潜力收入增长点。

八、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理体系，较好地支持和保障了各项业务的发展，整体风险管理水平较高。但随着业务规模增长及创新业务的推出，要求公司进一步提高风险管理水平。

公司成立以来严格按照《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》《证券公司内部控制指引》《证券公司风险控制指标管理办法》《证券公司全面风险管理规范》《证券公司流动性风险管理指引》等相关法律和法规规章要求，制订了《风险管理制度》《合规管理制度》《流动性风险管理办法》《风险控制指标管理规定》《风险限额管理办法》《压力测试试行办法》《证券自营业务风险监控管理办法》《资产管理业务风险监控管理办法》《融资融券业务风险监控实施细则》等一系列规章制度，建立了全面、系统的风险控制政策与程序，严格遵循规范化、计量化、系统化的原则，以实现风险的可测、可控、可承受，针对不同资产建立了审批、授权和责任承担制度，先后出台了涵盖经营管理各个方面的规章制度。公司建立了较为完整的风险管理组织架构，董事会、经营管理层、各职能部门、各业务部门及分支机构职责明确。2013年8月，公司成立了风险管理委员会，并制定了相关议事规则，公司风险管理控制体系不断完善。

公司建立了四个层级的风险管理组织架构：第一层级是董事会及其下设风险控制委员会和审计委员会；第二层级是首席风险官及合规总监；第三层级是专职风险管理部门；第四层级是各业务经营部门及职能管理部门。各层级风险管理主体依据各自承担的风险管理职责开展风险管理工作。公司针对各业务条线面临的风险制定一整套风险管理制度，同时建立风险监控与评价考核制度，以保证风险管理制度的有效执行。

公司提倡全业务、全过程、全员工风险管理文化，风险管理三道防线：业务部门直接进行业务操作，面向客户提供产品和服务，了解业务所蕴含的真实风险，是全面风险管理的第一道防线，应当从源头识别、评估并控制业务风险；风险管理部门、合规法务部门、资金运营部门等专职部门作为全面风险管理的第二道防线，通过完善风险管理制度、限额等体系，同时监控各项监管指标和风险限额指标，及时发现风险并采取措施控制公司总体风险；内外部稽核为风险管理的第三道防线，通过稽核审计对业务部门及职能部门风险管理的有效性进行评估，并提出改进建议。

市场风险管理

市场风险是由于市场风险因素，如股票价格、指数、利率水平的变动而导致公司资产组合价值发生变化，造成公司损失的风险。

公司当前面临的主要市场风险为权益类市场风险（受个股、股指等价格变动影响）以及固定收益类市场风险（受利率水平，信用利差水平等变动影响）。

针对市场风险，公司构建了以风险价值VaR、风险敏感度指标、压力测试等为核心的风险管理模型和指标体系。权益类投资风险指标包括组合市值、行业集中度、个股集中度、流动性风险指标等，固定收益类投资风险指标包含投资组合久期、DV01、行业集中度、发行方集中度等。公司制定了《市场风险管理办法（试行）》和《风险价值模型VaR方法论》，以95%为置信

区间，采用历史模拟法，计算投资组合的风险价值VaR。公司制定了《风险限额管理办法》，对市场风险中的各类风险指标进行了限额设定，通过完善的授权分配机制、及时的监控与报告，预警与处置。

信用风险管理

信用风险是指由于公司客户、债券发行人、交易对手等违约或其信用评级、履约能力降低而造成损失的风险。公司当前面临的信用风险主要来源于固定收益自营投资、融资融券、股票质押回购、约定购回等资本中介业务等。

公司固定收益类自营业务主要投资对象为政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短期融资券。公司制定了《信用风险管理办法》和《风险限额管理办法》，对债券投资的信用评级集中度、发行方集中度等信用风险指标制定了相应的限额管理方案，防止信用风险的过度集中。公司对信用类固定收益证券投资注重分散投资，并密切跟踪投资对信用评级变化。

在融资融券、约定式购回、股票质押式回购交易业务方面，为防范此类业务客户的信用风险，公司制定、实行一整套涉及整个业务流程的风险防范、监控、应对机制。公司严格控制业务的总规模，建立以净资本为核心的业务规模监控和调整机制；公司《风险限额管理办法》中制定融资融券、约定式购回、股票质押式回购交易业务风险控制指标及阈值，指标包括维持担保比率、单一客户、单一证券集中度等风控指标，公司建立了逐日盯市制度，对交易进行实时监控、主动预警，通过客户资信审核、授信审核、客户账户监控、发送补仓或平仓通知、及时提示交易规则等措施，严格控制业务的信用风险。

流动性风险管理

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

公司制定了《流动性风险管理办法》和《流动性风险应急预案实施细则》，并开展了多次流

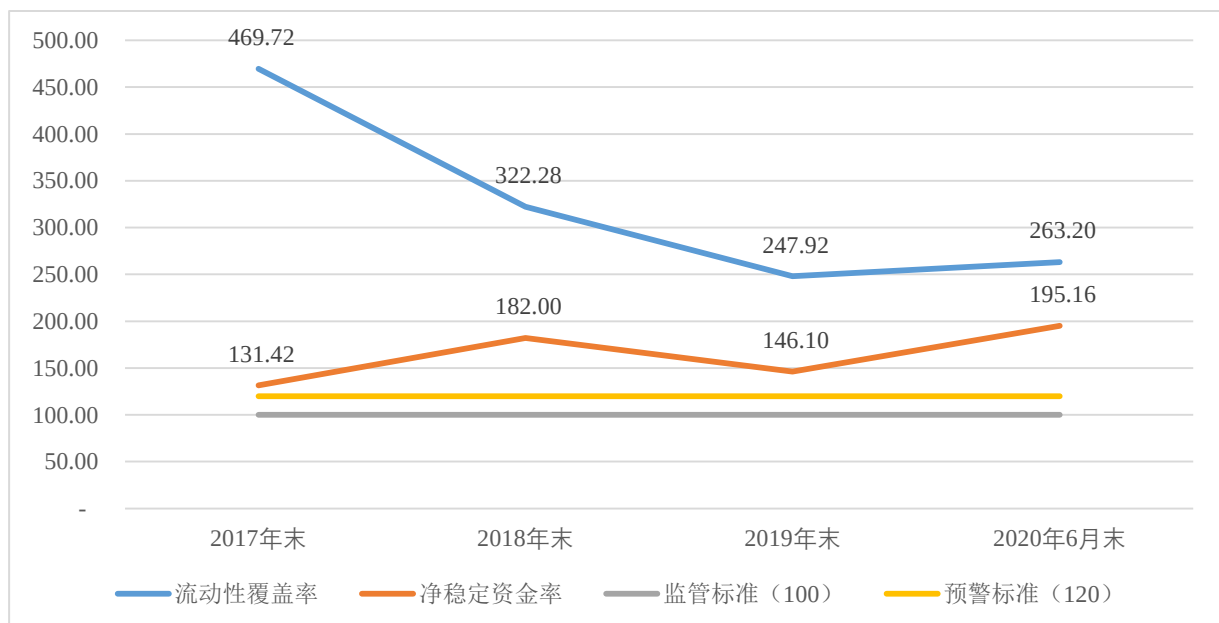
动性风险管理培训。

根据公司董事会决议，公司的整体风险偏好为稳健型，将流动性覆盖率和净稳定资金率分别作为公司短期和长期的流动性风险容忍度衡量指标，公司流动性覆盖率和净稳定资金率容忍度均为100%。每年初和每月初按照中国证券业协会的要求，在年度综合压力测试、流动性专项压力测试和月度压力测试中，以预计或规定压力情景下的净稳定资金率和流动性覆盖率为基础对公司进行流动性压力测试，考察公

司在未来一年和一个月抵御流动性风险的能力。流动性检测工具包括合同期限错配评估、流动性风险容忍度指标和风险限额指标监测、优质流动性资产动态管理、与市场有关的监测工具、对日常现金流量的监测及抵（质）押品监测。

2017—2019年末及2020年6月末，公司流动性覆盖率及净稳定资金率均处于预警标准以上，流动性指标表现较好。

图4 公司流动性指标情况（单位：%）



资料来源：公司风险控制指标报表，联合资信整理

操作风险管理

操作风险是指因内部人为操作失误、内部流程不完善、信息系统故障或不完善、交易故障等原因而导致的风险。

公司根据中国证监会《证券公司内部控制指引》等规定，继续完善风险管理和内部控制架构；经纪业务、自营业务、资产管理业务、投资银行业务以及创新业务之间的信息隔离墙制度，防止出现内幕交易、利益冲突、利益输送等违规行为。公司进一步规范业务操作规程；建立技术防范体系，完善实时监控系统，对业

务进行实时监控和风险预警，对员工从业行为的规范性进行监测；通过合规检查和稽核审计，及时发现操作风险；提高合规及风险管理绩效考核的力度；加大对员工的合规管理及风险管理培训，宣传和营造全员合规、主动合规的合规文化，努力提高员工合规意识和风险管理能力，构建依法合规经营的企业文化。公司在合规法务部设置制度执行督导岗，组织安排定期或不定期对各业务部门及子公司制度落实执行的情况进行抽查和督导。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年年度合并财务报表和2020年1—6月财务报表，2018年度合并财务报表由四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019年度合并财务报表由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，公司2018—2019年财务报表均被出具了无保留意见的审计报告，2020年1—6月财务报表未经审计。2019年，成都金智全胜股权投资基金管理有限公司和华西东方投资管理（北京）有限公司因注销不再纳入公司财务报表的合并范围，2019年公司无新增纳入财务报表范围的结构化主体，因清算而不再纳入合并范围的结构化主体3个。总体看，公司合并范围变化较小，财务数据可比性很强。

截至2019年末，公司资产总额678.27亿元，其中客户资金存款140.40亿元、客户备付金24.22亿元；负债合计481.34亿元，其中代理买卖证券款170.44亿元；所有者权益合计196.94亿元，母公司口径净资产165.68亿元；2019年，公司实现营业总收入39.37亿元，利润总额18.65亿元，净利润14.32亿元；经营活动现金流净额13.08亿元，现金及现金等价物净增加额46.61亿元。

截至2020年6月末，公司资产总额812.28亿元，其中客户资金存款164.64亿元、客户备付金30.40亿元；负债合计607.99亿元，其中代理买卖证券款202.31亿元；所有者权益合计204.28亿元，母公司口径净资产173.29亿元；2020年1—6月，公司实现营业总收入20.93亿元，利润总额11.83亿元，净利润9.24亿元；经营活动现金流净额-7.39亿元，现金及现金等价物净增加额40.32亿元。

2. 资金来源与流动性

2017—2019年，公司债务规模波动增加，杠杆水平有所提升，但仍处于行业适中水平。

2017—2019年，公司负债总额波动增长，年均复合增长13.00%，自有负债规模波动增长，年均复合增长13.31%。截至2019年末，公司负债总额481.34亿元，较上年末增长69.60%，主要系公司应付短期融资券、卖出回购金融资产款和代理买卖证券款增长所致。公司自有负债310.61亿元，同比大幅增长92.45%，主要系应付短期融资券、卖出回购金融资产款和代理买卖证券款增长所致，其中，应付短期融资款占比21.16%，卖出回购金融资产款占比为41.07%，应付债券占比为25.74%。

2017—2019年末，公司应付短期融资款呈波动增长态势，年均复合增长20.69%；截至2018年末，应付短期融资款11.28亿元，较2017年末下降75.00%，主要系短期收益凭证规模增加所致；截至2019年末，应付短期融资券65.72亿元，较年初大幅增长482.64%，主要系发行短期公司债及短期收益凭证融入资金规模增加所致。

2017—2019年末，公司卖出回购金融资产款波动下降，年均复合减少3.96%；截至2018年末，卖出回购金融资产款52.07亿元，较2017年末大幅减少62.35%，主要系公司两融收益权转让回购及质押式回购规模大幅减少所致；截至2019年末，公司卖出回购金融资产款为127.57亿元，同比大幅增长144.99%，主要系公司债券质押回购业务融入资金规模增加所致，按标的物来看，全部为债券，卖出回购金融资产款担保物147.28亿元，保障效果较好。

2017—2019年末，公司应付债券呈持续增长态势，年均复合增长31.92%；截至2018年末，应付债券55.97亿元，较年初增长21.80%，主要系公司2018年新发行10亿元的公司债券所致；

截至2019年末，公司应付债券79.96亿元，较上年末增长42.87%，主要系2019年公司发行“19华股01”和“19华股02”所致。

表 11 公司负债情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
负债总额	376.97	283.81	481.34	607.99
自有负债	241.92	161.40	310.61	/
其中: 卖出回购金融资产款	138.32	52.07	127.57	167.92
应付债券	45.95	55.97	79.96	118.99
应付短期融资款	45.12	11.28	65.72	64.72
拆入资金	2.00	25.00	21.51	11.30
全部债务	231.39	151.83	294.77	362.93
其中: 短期债务	185.44	95.86	237.81	243.94
长期债务	45.95	55.97	56.96	118.99
自有资产负债率	65.36	46.79	61.22	/
净资本/负债 (母公司口径)	48.03	99.87	53.74	43.31
净资产/负债 (母公司口径)	52.47	114.41	62.82	49.89

资料来源: 公司财务报表和监管报表, 联合资信整理

2017—2019 年末, 公司的自有资产负债率有所波动, 分别为 65.36%、46.79% 和 61.22%; 2018 年末公司自有资产负债率较上年末下降 18.63 个百分点, 主要系公司交易所质押式回购业务和银行间买断式回购业务规模大幅减少, 导致自有负债下降幅度远远大于自有资产所致; 截至 2019 年末, 公司自有资产负债率为 61.22%, 较上年末大幅上升 14.43 个百分点, 但仍处于行业适中水平。

2017—2019 年末, 公司债务规模波动下降, 全部债务年均复合增长 12.87%; 截至 2019 年末, 公司全部债务规模 294.77 亿元, 较年初大幅增长 94.15%, 主要系应付短期融资券、卖出回购金融资产款和应付债券大幅增长所致。公司债务结构变化较大, 2017—2019 年末公司短期债务占比较大且波动上升, 分别为 80.14%、63.14% 和 80.68%, 公司存在一定短期偿债压力。

截至 2020 年 6 月末, 公司负债总额为 607.99 亿元, 较年初增长 26.31%, 主要系卖出回购金融资产款、代理买卖证券款和应付债券大幅增长所致。截至 2020 年 6 月末, 公司全部债务¹为 362.93 亿元, 其中, 短期债务为 243.94 亿元, 占全部债务的比重为 67.21%; 长期债务为 118.99 亿元, 占全部债务的比重为 32.79%;

短期债务占比较上年末有所下降, 公司债务结构有所优化, 但仍以短期为主。

2017—2019 年, 公司资产规模大幅增长, 资产仍以自有资产为主, 资产流动性较好, 资产质量较高。受货币资金和交易性金融资产大幅增加的影响, 2020 年以来, 公司资产总额大幅增长。

2017—2019 年末, 公司资产总额波动增长, 年均复合增长 15.87%, 自有资产有所波动, 年均复合增长 17.10%。2017—2019 年末, 公司自有资产占资产总额的比重分别为 73.27%、73.83% 和 74.83%, 呈持续上升态势。2019 年以来, 公司资产总额大幅增长, 截至 2019 年末, 公司资产总额 678.27 亿元, 较年初增长 44.99%, 主要系客户资金存款、结算备付金、融出资金、买入返售金融资产和金融投资规模增加所致; 截至 2019 年末, 公司自有资产 507.55 亿元, 较上年末增长 46.95%, 占资产总额的比重为 74.83%, 较上年末上升 1.00 个百分点。截至 2019 年末, 公司资产总额主要由货币资金 (占比 22.62%)、结算备付金 (占比 5.43%)、融出资金 (占比 16.75%)、买入返售金融资产 (占比 12.69%) 和金融投资资产 (占比 38.62%) 组成。

¹ 本报告中全部债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+交易性金融负债+衍生金融负债+卖出回购金融资产款+租赁负债+长期借款+应付债券

表 12 公司资产情况表 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
资产总额	505.17	467.81	678.27	812.28
其中: 货币资金	106.91	113.47	153.39	190.62
融出资金	92.72	81.84	113.61	124.48
结算备付金	43.28	29.93	36.83	39.72
买入返售金融资产	67.47	67.11	86.07	70.05
金融投资	--	--	261.97	361.33
自有资产	370.12	345.40	507.55	/
自有资产/资产总额	73.27	73.83	74.83	/
优质流动性资产	59.68	66.18	96.27	/
优质流动资产/总资产	11.81	19.38	19.21	/

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

2017—2019 年末, 公司货币资金呈持续增长态势, 年均复合增长 19.78%; 截至 2018 年末, 货币资金 113.47 亿元, 较上年末增长 6.14%, 主要系客户存款增加所致; 截至 2019 年末, 货币资金 153.39 亿元, 年初增长 35.18%, 主要系行情趋于好转, 客户存款增加所致。

2017—2019 年末, 公司结算备付金呈波动下降态势, 年均复合下降 7.75%; 截至 2018 年末, 结算备付金 29.93 亿元, 较上年末减少 30.86%, 主要系客户备付金减少所致; 截至 2019 年末, 结算备付金 36.83 亿元, 较年初增长 23.07%, 主要系行情趋于好转, 自有备付金增加所致。

2017—2019 年末, 公司融出资金呈波动增长态势, 年均复合增长 10.69%; 截至 2018 年末, 融出资金 81.84 亿元, 较 2017 年末减少 11.73%, 主要系受市场行情下行影响, 融资融券业务规模下降所致; 截至 2019 年末, 融出资金 113.61 亿元, 较上年末增长 38.81%, 主要系市场行情趋于活跃, 融资规模扩大所致。截至 2019 年末, 公司融出资金担保物公允价值 366.79 亿元, 对融出资金的覆盖程度为 222.85%, 覆盖程度较好。截至 2019 年末, 公司融出资金计提减值准备 0.05 亿元。

2017—2019 年末, 公司买入返售金融资产呈波动增长态势, 年均复合增长 12.95%; 截至 2018 年末, 买入返售金融资产 67.11 亿元, 较 2017 年末减少 0.53%; 截至 2019 年末, 买入返

售金融资产 86.07 亿元, 较上年末增长 28.26%, 主要系证券市场回暖, 股票质押式回购业务规模增加所致; 买入返售金融资产中, 股票质押式回购占比 73.49%, 债券质押式回购占比 24.72%。股票质押式回购融出资金剩余期限主要集中在三个月至一年内, 占比为 44.07%。截至 2019 年末, 买入返售金融资产担保物公允价值为 174.94 亿元, 对买入返售金融资产的覆盖程度为 203.25%, 覆盖程度较好。截至 2019 年末, 公司买入返售金融资产计提减值准备 0.12 亿元。

截至 2019 年末, 公司金融投资为 261.97 亿元, 占资产总额的比重为 38.62%, 金融投资主要由交易性金融资产 (占比 63.90%) 和其他债权投资 (占比 35.93%) 组成。截至 2019 年末, 公司交易性金融资产 167.41 亿元, 较年初增长 76.63%, 主要系公司投资业务扩大投资规模所致; 交易性金融资产主要由债券 (占比 56.02%)、公募基金 (占比 19.00%) 和股票 (占比 11.88%) 组成; 截至 2019 年末, 债券投资 93.79 亿元, 较年初增长 96.53%, 股票投资 19.89 亿元, 较年初增长 515.82%, 公募基金投资 31.81 亿元, 与年初基本一致; 截至 2019 年末, 公司交易性金融资产中受限资产 79.75 亿元, 占交易性金融资产的比重为 47.64%, 受限比例较高, 均为债券, 受限原因为债券借贷担保物、卖出回购担保物和期货交易非货币充抵保证金。截至 2019 年末, 公司其他债权投资 94.11 亿元,

较年初增长 79.41%，主要系公司投资业务扩大投资规模所致；其他债权投资主要由地方债（占比 11.13%）、中期票据（占比 20.90%）和公司债（占比 48.06%）组成；截至 2019 年末，地方债投资 10.47 亿元，均为 2019 年新增，中期票据投资 19.67 亿元，较年初增长 353.83%，公司债投资 45.23 亿元，较年初增长 43.88%；截至 2019 年末，公司其他债权投资中受限资产 69.74 亿元，占公司其他债权投资的比重为 74.10%，受限比重较高，受限资产均为债券，受限原因为债券借贷担保物和卖出回购担保物。

2017—2019 年，公司自有资产分别为 370.12 亿元、345.40 亿元和 507.55 亿元，年均复合增长 17.10%，占公司资产总额的比重分别为 73.27%、73.83%和 74.83%，呈持续上升态势；同期，公司优质流动资产分别为 59.68 亿元、55.66 亿元和 96.27 亿元，年均复合增长 27.01%，优质流动资产/总资产的比重分别为 11.81%、19.38%和 19.21%，占比呈波动上升态势，公司优质流动资产规模较大，在总资产中占比尚可。

截至 2020 年 6 月末，公司资产总额 812.28 亿元，较年初增长 19.76%，其中货币资金较年初增长 24.27%，主要系市场行情趋于活跃，客户存款增加所致；结算备付金 39.72 亿元，较上年末增长 7.85%，主要系市场交易活跃，客户结算备付金增加所致；交易性金融资产 277.23 亿元，较上年末大幅增长 65.60%，主要系债券和基金投资规模大幅增加所致；融出资金 124.48 亿元，较年初增长 9.56%，主要系市场行情趋于活跃，融资规模扩大所致；买入返售金融资产 70.05 亿元，较上年末下降 18.61%，主要系股票质押式回购业务规模下降所致。

3. 资本充足性

公司所有者权益稳定性较好，各项风险控制指标均符合监管标准，资本充足性较好。

2017—2019 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 23.94%。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 196.94 亿元，较年初增长 7.03%；归属于母公司的所有者权益 196.49 亿元，其中，股本占比 13.36%、资本公积占比 41.29%、未分配利润占比 27.41%、一般风险准备占比 13.54%。公司所有者权益的稳定性尚可。2018—2019 年公司发放现金股利分别为 1.00 亿元和 1.99 亿元，占上一年净利润的比重分别为 9.78%和 23.61%。公司近两年分红力度不大，利润留存对公司股东权益的补充力度较好。

2017—2019 年末，公司净资产规模呈持续增长态势，年均复合增长 19.65%；公司净资产呈持续增长态势，年均复合增长 23.94%。

截至 2019 年末，公司净资本 165.68 元，净资产 193.69 亿元，分别增长 4.33%和 6.47%；净资本中核心净资本占比大，为 160.18 亿元，较上年末增长 6.99%。公司净资本/净资产有所下降，由 2018 年末的 87.29%降至 85.54%。受公司表内外资产总额大幅增长影响，公司资本杠杆率由年初的 43.06%降至 31.29%。2019 年公司各项风险准备之和有所增长，由 2018 年末的 33.21 亿元增长 43.03%至 47.50 亿元；风险覆盖率有所下降，由 2018 年末的 478.16%下降至 348.77%，主要系各项风险资本准备之和大幅增长所致。公司各项风险控制指标处于安全范围内，绝大多数指标远高于行业监管标准，经营风险可控，资本充足性较好。

表 13 公司风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末	监管标准	预警指标
核心净资本	100.22	149.71	160.18	166.29	--	--
附属净资本	15.50	9.10	5.50	7.00	--	--
净资本	115.72	158.81	165.68	173.29	--	--
净资产	126.42	181.92	193.69	199.64	--	--
各项风险资本准备之和	34.79	33.21	47.50	54.78	--	--
风险覆盖率	332.61	478.16	348.77	316.35	≥100	≥120
资本杠杆率	27.05	43.06	31.29	27.07	≥8	≥9.6
净资本/净资产	91.54	87.29	85.54	86.80	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益合计 204.28 亿元，较上年末增长 3.73%，所有者权益组成部分占比较上年末变动不大；各项风险控制指标均保持较好水平。

4. 盈利能力

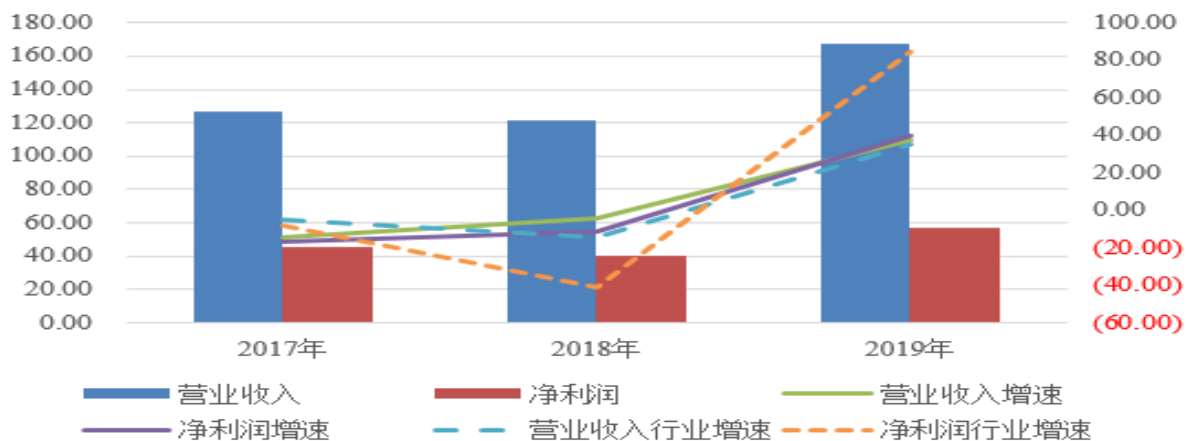
2017—2019 年，公司营业收入和净利润均呈波动增长态势；整体盈利能力较好。

2017—2019 年，公司营业收入呈波动增长态势，年均复合增长 21.40%；2018 年，公司实现营业收入 25.45 亿元，同比下降 4.73%，系受市场环境影响，公司投资银行业务收入和证券经纪业务同比减少所致。2019 年，公司实现营业收入 39.37 亿元，同比大幅增长 54.70%，系

受证券市场回暖，公司经纪及财富管理业务收入、信用业务收入、投资银行业务收入和投资业务收入有所增长所致。

从公司营业收入来看，公司手续费及佣金净收入为公司的主要收入来源，2017—2019 年，公司手续费及佣金净收入有所波动，年均复合增长 3.34%；公司利息净收入呈持续增长态势，年均复合增长 62.53%，主要系公司买入返售金融资产利息收入有所增加以及债券利息支出减少所致；公司投资收益呈持续增长态势，年均复合增长 7.01%，主要系自营业务以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产投资收益增加所致。

图 5 公司营业收入和净利润情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019 年，公司营业支出呈持续增长态势，年均复合增长 23.60%。公司营业支出以业务及管理费为主，近三年占比分别为 99.57%、93.63%和 96.66%，占比有所波动，但整体占比较高。从营业支出来看，2018 年公司营业支出 14.24 亿元，同比增加 5.26%，主要系资产减值损失增加所致；2019 年公司营业支出 20.66 亿元，同比增长 45.14%，主要系随着营业收入增长，人工费用大幅增长所致。从构成来看，2018 年，公司营业支出中业务及管理费占 93.63%，同比下降 5.94 个百分点；2019 年，公司营业支出中业务及管理费占 96.66%，同比上升 3.03 个百分点；公司的薪酬收入比由 2018 年的 36.84%

上升至 39.32%。2019 年，公司的营业费用率为 50.72%，同比下降 1.65 个百分点。2017—2019 年，公司的薪酬收入比分别为 35.19%、36.84%和 39.32%，呈持续上升态势。2017—2019 年，公司的营业费用率分别为 50.41%、52.37%和 50.72%，有所波动，费用控制能力仍需加强。

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司净利润波动增长，年均复合增长 18.47%；2018 年，公司实现净利润 8.45 亿元，同比减少 17.30%，主要系证券市场波动导致公司经营业绩下滑所致；2019 年，公司实现净利润 14.32 亿元，同比增长 69.39%，主要系证券市场回暖，公司营

业收入大幅增长所致。2017—2019 年，公司自有资产收益率分别为 3.02%、2.36%和 3.36，呈波动上升态势；公司净资产收益率分别为 8.22%、

5.41%和 7.52%，呈波动下降态势。2017—2019 年公司净资产收益率分别排名行业第 21 位、第 17 位和第 18 位，处于行业中上水平。

表 14 公司盈利指标（单位：%、名）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业费用率	50.41	52.37	50.72	44.59
薪酬收入比	35.19	36.84	39.32	/
营业利润率	49.37	44.07	47.52	55.45
自有资产收益率	3.02	2.36	3.36	/
净资产收益率	8.22	5.41	7.52	4.61
净资产收益率排名	21	17	18	/

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 20.93 亿元，同比增长 4.42%，同期，业务及管理费同比增长 8.45%至 9.33 亿元；除此之外，公司冲回信用减值损失 0.19 亿元。综合以上因素，公司 2020 年 1—6 月利润总额和净利润分别增长至 11.83 亿元和 9.24 亿元，增幅分别为 6.42%

和 7.96%。

从同行业对比来看，根据下表中的数据，与样本企业相比，2019 年公司盈利能力较好，盈利稳定性较好，成本控制能力处于平均水平，自有资产负债率高于平均水平。

表 15 截至 2019 年末证券公司行业财务指标比较（单位：%）

企业名称	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
中国银河证券股份有限公司	7.59	2.46	40.81	25.50	69.33
中银国际证券股份有限公司	6.46	2.40	62.90	19.71	59.72
西部证券股份有限公司	3.50	1.59	47.13	46.77	50.01
上述样本企业平均值	5.85	2.15	50.28	30.66	59.69
华西证券	7.52	3.36	50.72	22.13	61.22

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

公司或有负债风险很低。

截至 2020 年 6 月末，公司无对外担保。

截至 2020 年 6 月末，公司不存在涉及金额占公司最近一期经审计净资产绝对值 10%以上，且绝对金额超过 1,000 万元的重大诉讼、仲裁事项。

十、本期债券偿还能力分析

本期短期融资券的发行对公司债务结构影响不大，相关指标对本期短期融资券本金的保障倍数形成良好覆盖；加之公司作为全国性综合类上市证券公司，股东背景很强，资本实力很强，具有齐全的证券业务牌照及多元化的运

营模式，综合竞争力很强，本期短期融资券的违约风险极低，安全性最高。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至2019年末，公司全部债务294.77亿元。本期短期融资券发行规模不超过19.00亿元(含)，相对于公司目前的债务规模，本期短期融资券发债规模一般。以2019年末财务数据为基础，假设本期短期融资券募集资金净额为19.00亿元，在其他因素不变的情况下，本期短期融资券发行后，公司自有资产负债率将增长至62.60%，较发债前上升1.40个百分点。

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行19.00亿

元估算相关指标对本期短期融资券本金的保障倍数（见下表）。公司净资产（母公司口径）、

净利润和EBITDA可对本期短期融资券本金形成良好覆盖。

表 16 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
净资产（母公司口径）/本期债券本金	6.65	9.57	10.19
EBITDA/本期债券本金	1.20	1.03	1.45
净利润/本期债券本金	0.54	0.44	0.75
经营活动现金流量净额/本期债券本金	0.08	-1.59	0.69

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

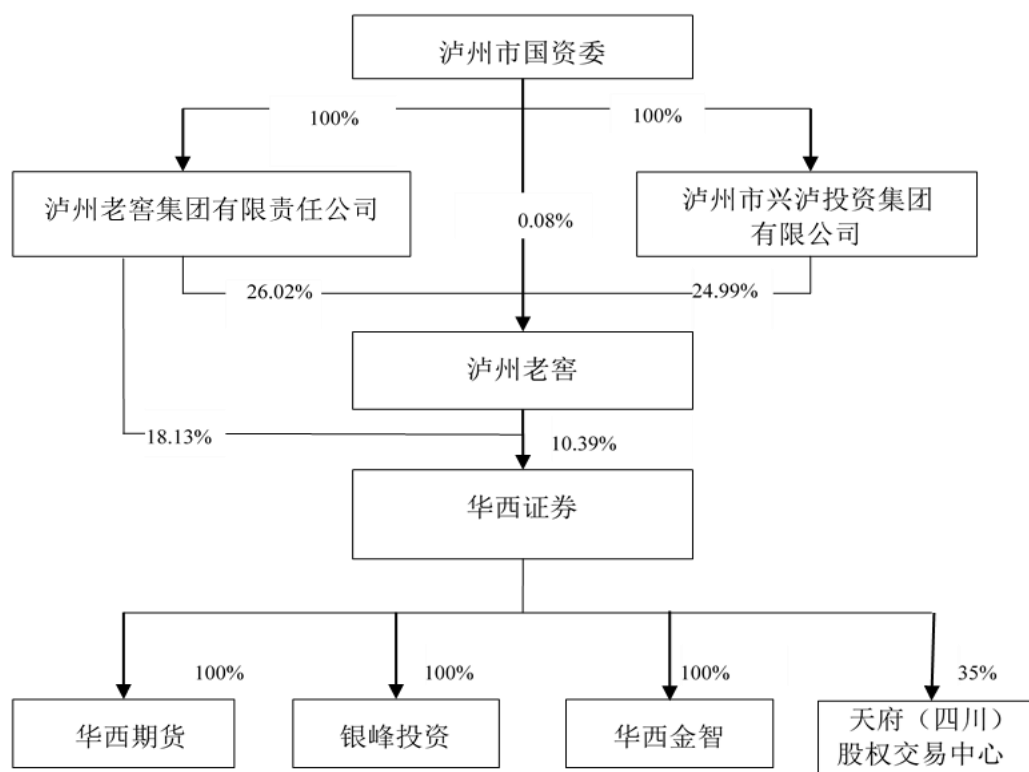
十一、结论

公司作为全国性综合类上市证券公司，股东背景很强，资本实力很强，具有齐全的证券业务牌照及多元化的运营模式，综合竞争力很强。受益于证券市场回暖，2019 年公司各项业务发展状况较好，营业收入和净利润实现大幅增长；2017—2020 年，公司在证监会分类评级保持 A 类水平，内部管理水平较高。目前，公司杠杆水平适中，资本较充足。联合资信同时也关注到经济周期变化、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的不利影响；同时，2017—2019 年，公司债务规模波动增长且短期债务占比较大，债务结构有待优化；2020 年以来，公司短期债务占比有所下降，债务结构有所优化，但仍需对偿债能力和流动性状况保持关注。

未来随着资本市场的持续发展、各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

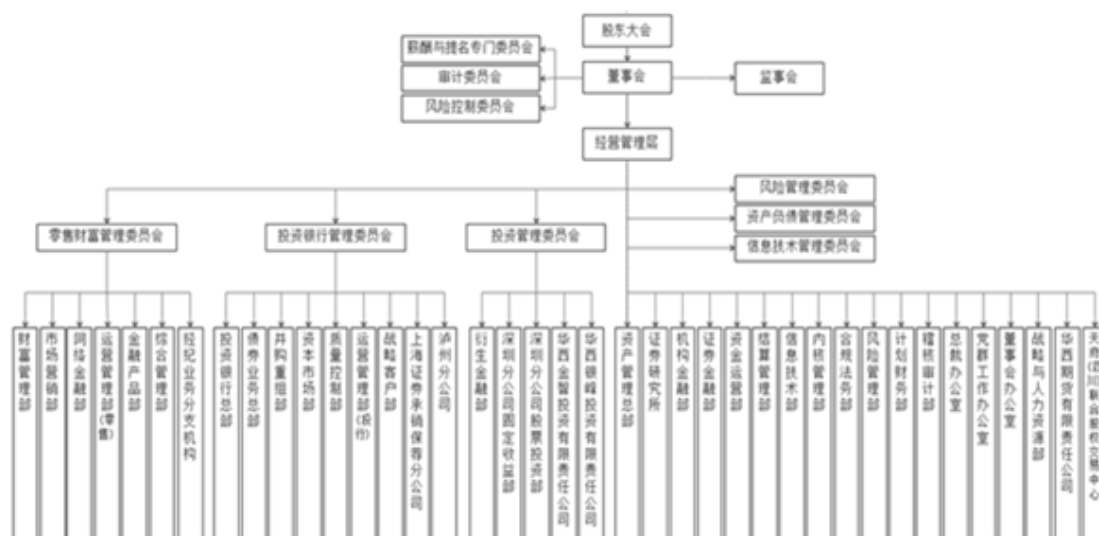
基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期短期融资券的违约风险极低，安全性最高。

附件 1-1 截至 2020 年 6 月末华西证券股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 6 月末华西证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
自有资产（亿元）	370.12	345.40	507.55	/
自有负债（亿元）	241.92	161.40	310.61	/
所有者权益（亿元）	128.20	184.00	196.94	204.28
优质流动性资产/总资产（%）	11.81	19.38	19.21	/
自有资产负债率（%）	65.36	46.79	61.22	/
营业收入（亿元）	26.72	25.45	39.37	20.93
利润总额（亿元）	13.15	11.16	18.65	11.83
营业利润率（%）	49.37	44.07	47.52	55.45
营业费用率（%）	50.41	52.37	50.72	44.59
薪酬收入比（%）	35.19	36.84	39.32	/
自有资产收益率（%）	3.02	2.36	3.36	/
净资产收益率（%）	8.22	5.41	7.52	4.61
净资本（亿元）	115.72	158.81	165.68	173.29
风险覆盖率（%）	332.61	478.16	348.77	316.35
资本杠杆率（%）	27.05	43.06	31.29	27.07
流动性覆盖率（%）	469.72	322.28	247.92	263.20
净稳定资金率（%）	131.42	182.00	146.10	195.16
信用业务杠杆率（%）	114.86	66.94	89.64	/
短期债务（亿元）	185.44	95.86	237.81	243.94
长期债务（亿元）	45.95	55.97	56.96	118.99
全部债务（亿元）	231.39	151.83	294.77	362.93
EBITDA/本期债券金额（倍）	1.20	1.03	1.45	/

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
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
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+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 证券公司短期融资券信用等级设置及其含义

联合资信证券公司短期融资券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

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

联合资信评估股份有限公司关于 华西证券股份有限公司 2020 年度第十期短期融资券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本次（期）短期融资券信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

华西证券股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。华西证券股份有限公司或本次（期）短期融资券如发生重大变化，或发生可能对本次（期）短期融资券信用等级产生较大影响的重大事项，华西证券股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华西证券股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）短期融资券相关信息，如发现华西证券股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如华西证券股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对本次（期）短期融资券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与华西证券股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。