

信用评级公告

联合〔2021〕2830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 2021 年度第二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 2021 年度第二期短期融资券信用等级为 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

二〇二一年五月六日



华西证券股份有限公司

2021年度第二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

本期短期融资券信用等级：A-1

评级展望：稳定

债项概况：

本期短期融资券发行规模：不超过 20 亿元（含）

本期短期融资券期限：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：2021 年 5 月 6 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果	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		1
			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泸州老窖集团有限责任公司和四川剑南春（集团）有限责任公司等均为四川省内知名企业，股东背景很强，为公司立足于四川省内的发展提供了条件。				+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，近三年，公司各项业务整体发展状况较好，营业收入和净利润均实现较好增长；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，公司资产质量较高，流动性较好，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；2018—2020 年，公司债务规模持续增长且短期债务占比较高，债务结构仍有待优化，需对公司流动性状况保持关注。

本期短期融资券的发行对公司债务结构和规模影响不大，相关指标对本期短期融资券本金的保障效果较好。

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状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体违约风险极低，对本期短期融资券还本付息能力最强，安全性最高。

优势

1. 公司综合竞争力强，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，主要业务行业排名中上游水平。公司股东背景很强，主要股东泸州老窖集团有限责任公司和四川剑南春（集团）有限责任公司均为四川省内国企，为公司立足于四川省内的发展提供了条件。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，并具备较强的区域竞争优势。
2. 公司营业收入和净利润实现较好，资产质量较高，流动性较好。近三年，公司营业收入和净利润均呈持续增长态势；整体盈利能力较好。公司资产规模持续增长，资产以自有资产为主，资产质量较高，流动性较好，杠杆水平适中，

分析师：贾一晗

张晨露

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

资本充足。

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. **短期债务占比较高，债务结构有待优化。**近三年，公司债务规模持续增长且短期债务占比较高，债务结构有待优化，需对公司流动性状况保持关注。

主要财务数据：

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
自有资产（亿元）	345.40	507.55	565.52
自有负债（亿元）	161.40	310.61	351.85
所有者权益（亿元）	184.00	196.94	213.67
优质流动性资产/总资产（%）	19.38	19.21	22.48
自有资产负债率（%）	46.73	61.20	62.22
营业收入（亿元）	25.45	39.37	46.83
利润总额（亿元）	11.16	18.65	24.53
营业利润率（%）	44.07	47.52	51.90
净资产收益率（%）	5.41	7.52	9.26
净资本（亿元）	158.81	164.89	176.31
风险覆盖率（%）	478.16	364.63	407.57
资本杠杆率（%）	43.06	31.12	29.13
短期债务（亿元）	95.86	214.81	191.94
全部债务（亿元）	151.83	294.77	318.67
EBITDA/本期短期融资券额度（倍）	1.00	1.40	1.84

注：1. 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：公司审计报告及风险控制报告，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	2021/3/30	张祎 贾一晗	证券公司行业信用评级方法 V3.1.202011 证券公司主体信用评级模型（打分表） V3.1.202011	阅读原文
AAA	稳定	2018/5/30	张祎 贾一晗	证券行业评级方法（联合信用评级有限公司 2018 年）	阅读全文
AA+	稳定	2013/8/5	田兵 赖金昌 刘睿	证券公司资信评级方法（2014 年）	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；评级报告无链接的为非公开项目；

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

2021 年度第二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，公司由“有限责任公司”整体变更为“股份有限公司”，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 年末，公司注册资本 26.25 亿元，泸州老窖集团有限责任公司（以下简称“泸州老窖”）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；证券自营；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 2020 年末，公司在全国设有 114 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，省外 57 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 2020 年末，公司在职工合计 4033 人。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2020 年末，公司资产总额 772.29 亿元，其中客户资金存款 159.72 亿元、客户备付金

35.64 亿元；负债合计 558.62 亿元，其中代理买卖证券款 206.61 亿元；所有者权益合计 213.67 亿元，母公司口径净资产 176.31 亿元；2020 年，公司实现营业总收入 46.83 亿元，利润总额 24.53 亿元，净利润 19.02 亿元；经营活动现金净流出 43.90 亿元，现金及现金等价物净增加额 31.63 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、本期短期融资券概况

截至本报告出具日，公司发行的短期融资券存量未到期 15.00 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。本期短期融资券名称为“华西证券股份有限公司 2021 年度第二期短期融资券”，发行总规模为不超过 20.00 亿元（含），期限为不超过 91 天。本期短期融资券为固定利率债券，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。本期短期融资券面值 100.00 元，按面值平价发行，采用单利按年计息，不计复利，到期时一次性还本付息。

本期短期融资券无担保。

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. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳

企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常

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

表 1 2016—2020 年中国主要经济数据

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

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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出

口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业

经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

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

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。

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

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

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

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面

强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

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

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020年，股指全年表现强势，交易

活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

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

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2017年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生；2019年，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据Wind统计，截至2020年底，债券余额为114.30万亿元，较2019年底增长17.72%。债券发行方面，2020年境内共发行各类债券5.03万只，发行额

达 56.89 万亿元，同比增长 25.90%。2020 年境内债券交易总金额为 1282.19 万亿元。其中，现券交易成交金额为 241.09 万亿元，回购交易成交金额为 893.97 万亿元，同业拆借 147.13 万亿元。

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

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

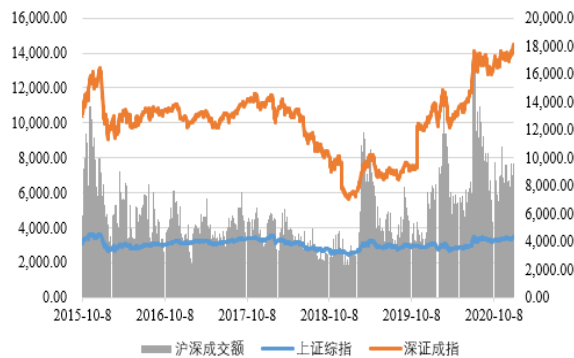
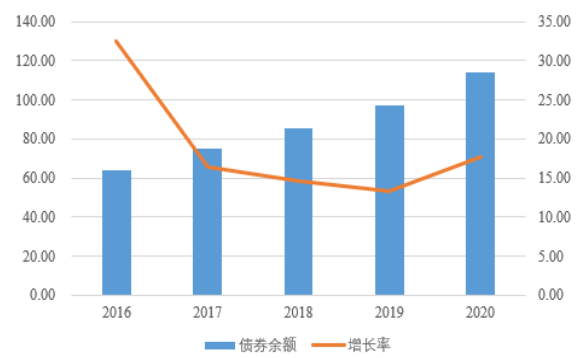


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



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。2020 年 6 月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业

板上市，加强多层次资本市场的有机联系。

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

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

表 2 证券行业概况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90

净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

资料来源：中国证券业协会

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

2. 行业政策

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

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

2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导

意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量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。

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

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

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

2020 年 3 月，新《证券法》正式实施，加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020 年 6 月，《创业板首次公

开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件发布，创业板试点注册制。

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

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

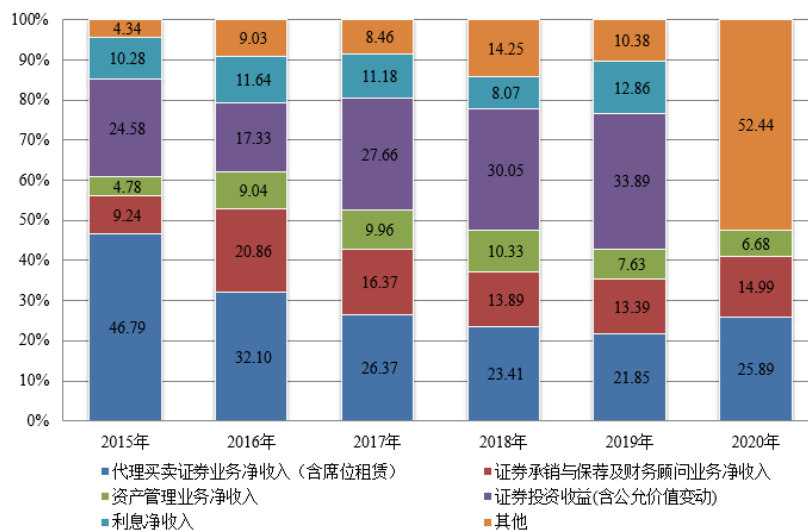
2021年3月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

3. 业务分析

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

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

图3 我国证券行业业务收入结构图



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

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

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

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

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

4. 市场竞争

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

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

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

2019年10月，证监会宣布，自2020年4月1日起，取消证券公司外资股比限制。截至2020年12月末，中国内地外资控股证券公司

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

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

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2020年9月末证券公司所有者权益排序，2020年1-9月前十大证券公司实现营业收入合计2225.78亿元，净利润819.71亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为65.01%和61.78%。截至2020年9月底，前十大证券公司资产总额为5.56万亿元，占全行业总资产的64.85%。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2020年9月末/2020年1-9月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	1837.87	10441.36	419.95	131.13
2	海通证券	1691.59	7295.81	282.54	92.53

3	国泰君安	1441.94	6933.02	257.37	94.70
4	华泰证券	1303.54	6921.31	243.36	89.42
5	招商证券	1067.82	4791.24	179.03	72.82
6	广发证券	992.67	4326.35	214.12	87.17
7	申万宏源	813.68	4362.31	150.02	64.99
8	国信证券	793.70	2731.67	140.00	54.77
9	银河证券	751.59	4238.54	180.81	57.08
10	中信建投	620.63	3538.00	158.59	75.11
合计		11315.01	55579.61	2225.78	819.71

资料来源: Wind

5. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

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

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

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

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

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

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

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

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

6. 未来动向

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

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

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

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助金融科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”，于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，

中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年末，公司注册资本26.25亿元，泸州老窖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，具备很强的经营实力。

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年末，公司共设有114家证券营业部和17家分公司，其中四川省内57家营业部。截至2020年末母公司口径净资产176.31亿元，资本实力很强。近年来，公司主要业务行业排名整体进步较快且处于行业中上游水平，其中公司经纪业务和融资融券业务具有优势，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的从业经历和丰富的管理经验；员工学历及岗位构成较为合理，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10名，均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。

公司总经理杨炯洋先生，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月任华西金智董事长；2012年11月起任华西银峰董事长；2014年7月起任公司董事、总经理。

截至2020年末，公司在职工合计4033人。从学历构成来看，硕士及以上学历942人，占比23.36%；本科学历2589人，占比64.20%；大专及以下502人，占比12.45%。从岗位构成来看，经纪业务2609人，占比64.69%；投行业务338人，占比8.38%；自营业务、资产管理及研究所合计260人，占比6.45%；资金财务、信息技术、合规风控合计451人，占比11.18%。

4. 外部支持

公司股东背景很强，能够为公司四川省域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泸州老窖集团有限责任公司和四川剑南春（集团）有限责任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2021年4月22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 年末,公司无对外担保情况;同期公司获得银行授信 750 亿元,已使用 120 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 10 名,其中总经理 1 名、副总经理 6 名(其中 1 名副总经理兼任财务负责人,1 名副总经理兼任首席运营官和首席信息官)、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。

受到处罚方面，2018年9月11日，公司由于在开展债券发行业务过程中，未按受托管理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进行整改，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。2020年11月，华西期货接受四川证监局现场检查。华西期货通过全资子公司华期梧桐开展资产管理业务过程中，存在以下违规行为：一是交易员、投资经理、风控员等关键岗位隔离不到位，存在混同操作、混同办公的情况；二是投资顾问利益冲突防范机制不健全；三是有关信息披露内容存在差错，公示内容与附件内容不一致。华西期货收到四川证监局出具的监管措施后，对自四川证监局现场检查以来提出问题的整改情况进行了复查，指定整改责任人。在全部整改完毕后，华西期货向四川证监局报送了整改报告。四川证监局于2020年12月30日对华西期货整改情况进行了现

场检查，未再提出新的监管意见。

2018—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

2018—2020年，受证券市场行情回暖影响，公司营业收入和利润总额持续增长；同时，公司业务以经纪及财富管理业务和投资业务为主，易受市场环境的影响，未来收入持续增长存在不确定性。

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。

2018—2020年公司分别实现营业收入25.45亿元、39.37亿元和46.83亿元，年均复合增长46.83%，主要系受市场行情活跃推动经纪及财富管理业务营收大幅增长所致；实现利润总额分别为11.16亿元、18.65亿元和24.53亿元，年均复合增长48.27%，主要系市场行情回暖使得盈利水平提高所致。

从具体收入变动与结构来看，2018—2020年，经纪及财富管理业务收入持续增长，占比呈波动增长的态势，为公司最主要的收入来源。2018—2020年，公司加大了投资业务的投入，投资业务收入先增后减，总体增长，年均复合增长31.39%；尤其2019年，公司较好把握了债券投资市场机会，收入及占比均有所提升；2020年主要系投资收益有所下降所致，收入及占比均有所回落。信用业务方面，受益于公司融资融券业务发展状况良好，2018—2020年，公司信用业务收入持续增长，年均复合增长25.77%；受营业收入快速增长的影响，信用业务收入占营业收入的占比呈持续下降态势。2018—2020年，公司投资银行业务收入波动增长，年均复合增长63.42%，投资银行业务收入占营业收入的比重呈波动上升态势。2018—2020年，资产管理业务收入年均复合下降4.06%，主要系受行业“资管新规”政策影响所致；资产管理业务收入对公司

营业收入贡献度较低。2018—2020年，公司其他业务收入分别为0.42亿元、0.71亿元和1.09亿元，其中2020年其他业务收入同比增长53.52%，主

要系自有资金利息收入增加所致，其他业务对收入的贡献度较低。

表 5 公司营业收入结构 单位：亿元、%

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪及财富管理业务收入	10.11	39.72	13.03	33.10	20.62	44.04
信用业务收入	5.57	21.89	8.46	21.48	8.81	18.81
投资银行业务收入	1.67	6.57	5.20	13.22	4.46	9.53
资产管理业务收入	1.76	6.92	1.42	3.60	1.62	3.45
投资业务收入	5.92	23.25	10.55	26.79	10.22	21.83
其他业务收入	0.42	1.65	0.71	1.81	1.09	2.33
合计	25.45	100.00	39.37	100.00	46.83	100.00

资料来源：公司财务报告、公司提供，联合资信整理

2. 业务运营

2018—2020年，受证券市场行情回暖影响，公司经纪及财富管理业务收入持续增长；公司营业网点遍布全国，其中在四川地区具有明显的渠道网点优势和很强的区域竞争力。

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。

公司主要利用个性化的投顾服务维持高于行业平均水平的佣金率，2020年公司在四川地区的平均佣金率为0.56-0.57‰，在四川以外地区的平均佣金率为0.29‰。2018—2020年公司分别新设营业部15家、13家和5家，截至2020年末，公司在全国设有114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，省外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很强的区域竞争力。

2018—2020年公司经纪及财富管理业务收入分别10.11亿元、13.03亿元和20.62亿元，年均复合增长42.81%；2020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同比增长58.25%；其中，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，2018—2020年，公司代理买卖证券业务收入呈持续增长趋势，年均复合增长42.45%；2020年

代理买卖证券业务实现收入17.20亿元，同比增长46.03%，主要系市场行情回暖交易量上升所致。2018—2020年，公司代销金融产品业务收入也持续增长趋势，年均复合增长217.41%，但代销金融产品业务对公司经纪及财富管理业务收入贡献较小。

表 6 公司主要经纪业务情况表 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
代理买卖证券业务收入	8.48	11.78	17.20
代销金融产品业务收入	0.10	0.25	0.99

资料来源：公司提供

2018—2020年，公司投资银行业务整体发展较快，处于行业中游水平，其中债券承销规模大幅增长，债券承销业务收入是投资银行业务收入主要来源；目前公司投资银行业务项目储备较好。

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。

2018—2020年，公司投资银行业务营业收入分别为1.67亿元、5.20亿元和4.46亿元，年均复合增长63.42%。2019年，公司投资银行业务收入5.20亿元，同比大幅增长211.30%，主要系当年公司完成IPO、可转债等项目发行较多，同时债券承销业务规模增长所致。2020年，公司实现投资银行业务收入4.46亿元，同比减少

14.24%，主要系公司股权发行业务规模减少所致。

公司投资银行业务中，以承销和保荐业务收入为主。承销与保荐业务方面，2018—2020年公司分别实现承销和保荐净收入1.03亿元、4.34亿元和3.93亿元。2020年，承销与保荐业务净收入同比下降9.45%，主要系公司股权发行业务规模减少所致。股权融资方面，2018年受市场行情影响公司无主承销IPO项目落地，2019年和2020年公司主承销IPO项目均为3个；2018—2020年公司再融资家数分别为1家、1家和3家。债券融资方面，2018—2020年，公司主承销债券笔数及承销规模均持续增长，2020年公司主承销债券笔数同比增长44.44%，主承销债券金额同比增长11.89%。

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。2018—2020年，公司分别实现财务顾问收入0.66亿元、1.02亿元和0.74亿元。

新三板业务方面，公司推动优质储备项目在精选层挂牌，2020年公司完成四川省内首单精选层项目“秉扬科技”，并对50家挂牌企业履行持续督导职责，承担做市业务的挂牌企业5家。

表 7 公司投行业务情况表 单位：个、亿元、名

项目	2018年	2019年	2020年
主承销IPO家数	0	3	3
主承销再融资家数	1	1	3
主承销债券笔数	17	36	52
主承销债券金额	145.55	291.95	326.66
承销和保荐净收入	1.03	4.34	3.93
投资银行业务收入 (行业排名)	41	50	27

资料来源：公司提供

从投行项目储备来看，截至2020年末，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6个，再融资项目2个、精选层项目1个、可转债项目1个；已通过审核待发行项目5个。截至2020年末，公司债券承销项目共取得批文项目33个（含已取得批文未发行完毕项目），在会审核项目约12个。

2018—2020年，公司加大了对投资业务的投入，自营投资规模持续增加，其中债券为公司最主要的投资品种，整体取得了较好的投资收益。

公司的投资业务主要包括公司自营的股票、债券、基金等投资，以及子公司另类投资业务，其中公司自营投资收入占投资业务收入比重超过90%。

2018—2020年，公司加大了对投资业务的投入，公司投资业务收入呈波动增长态势，年均复合增长31.39%；受营业收入的快速增长影响，投资业务收入占营业收入的比重呈波动下降趋势，但始终为第二大营业收入来源。2020年，公司投资业务收入达到10.22亿元，同比减少3.10%，主要系投资业务收益减少所致。

2018—2020年末，公司投资业务规模逐年增长，年均复合增长37.14%，主要系公司债券投资规模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债券投资为主，其中利率债占比较大；近三年，债券投资占比分别为72.11%、76.06%和63.85%，占比波动下降，但是债券投资仍是公司最主要的投资产品；近三年，公司基金投资规模持续增长，年均复合增长59.65%，占比分别为25.24%、15.71%和30.29%，占比波动增长。近三年，公司投资业务中股票投资规模较小，但整体呈增长态势，年均复合增长116.65%，占比分别为2.65%、8.23%和5.86%。

截至2020年末，公司自营权益类证券及其衍生品/净资产为20.99%，较年初上升6.34个百分点；自营固定收益类证券/净资产153.00%，较年初上升5.18个百分点，远优于预警标准。

表 8 公司主要自营业务情况表 单位：亿元、%

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
债券类	100.18	72.11	187.90	76.06	188.41	63.85

股票	3.68	2.65	20.34	8.23	17.28	5.86
基金	35.07	25.24	38.81	15.71	89.38	30.29
合计	138.93	100.00	247.05	100.00	295.07	100.00

注：本表根据公司年报仅统计自营业务中主要的债券、股票和基金投资业务规模。

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

2018—2020年，受资管行业政策影响，公司资产管理业务规模呈波动下降态势，专项资管业务规模逐年增长，成为资管业务第一大组成部分。

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。

2018—2020年，母公司口径资产管理业务规模波动下降，年均复合下降2.89%。截至2020年末，公司资产管理业务规模872.04亿元，较年初下降32.42%，主要系受资管行业政策影响定向资产管理业务规模大幅下降所致。

2018—2019年，公司资产管理业务以定向资产管理业务为主，占比分别为65.45%和54.69%。2020年，受资管新规“去通道”政策的影响，公司大幅压降定向资管业务规模至288.42亿元，占比降为33.07%。2018—2020年，专项资管业务规模占比迅速上升，2020年占比达到

41.47%，成为最主要的业务品种。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36.30%；2020年末集合资管计划规模221.96亿元，较年初下降24.49%，主要系受银行机构委外业务集中度限制的影响，委外额度减少。定向资产管理业务方面，2018—2020年年均复合下降30.97%；公司2017年新增专项资管业务，主要是资产证券化业务，发展较快，2018—2020年年均复合增长34.48%；截至2020年末受托资金规模361.66亿元，较年初增长24.39%。

2018—2020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10.39%，主要系定向资管业务规模下降，手续费下降所致；2020年资产管理业务净收入1.10亿元，同比增长27.91%，主要系专项资产管理业务收入增加以及资产管理业务分部转回前期信用减值损失所致。

表 9 2018—2020 年末母公司资产管理业务规模情况 单位：亿元

项目		2018 年		2019 年		2020 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	119.48	0.27	293.94	0.19	221.96	0.28
	定向	605.32	0.64	705.65	0.33	288.42	0.23
	专项	199.99	0.46	290.74	0.34	361.66	0.60
	合计	924.79	1.37	1290.33	0.86	872.04	1.10

资料来源：公司提供，联合资信整理

受证券市场回暖影响，公司融资融券业务规模和收入持续增长；公司股票质押式回购业务波动下降，但未形成不良债权。

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。

2018—2020年，随着证券市场回暖市场交易量大幅上升，公司融资融券业务规模及利息收入均持续增长，年均复合增长率分别为37.14%

和15.98%，融资融券利息收入增速低于融资融券余额的增速，主要系费率有所下降所致。

表 10 2018—2020 年公司两融业务情况 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
期末余额	82.39	111.82	154.96
利息收入	6.55	6.70	8.81

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，2018

—2020年，公司股票质押回购业务期末余额分别为38.55亿元、63.26亿元和30.03亿元，年均复合下降11.74%。截至2020年末，公司自有资金（含纾困计划）股票质押业务融出资金余额为30.03亿元，较年初减少52.53%。2020年新冠疫情发生以来，公司对部分受疫情影响出现暂时流动性困难的融入方股票质押合约进行了展期，展期规模22.08亿元；截至2020年3月末，展期项目存续规模7.28亿元。另外，2020年部分纾困上市公司股东的流动性得到纾解，对股票质押合约进行了购回，截至2020年末，公司纾困计划放款余额7.62亿元。

2018—2020年，公司股票质押回购业务实现利息收入分别为2.83亿元、4.33亿元和3.49亿元，年均复合增长11.05%。2020年，公司实现利息收入3.49亿元，同比下降19.44%。截至2020年末，自有资金对接股票质押存续项目综合履约保障比例224.79%，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，业务风险控制有效。

表 11 2018—2020 年末公司股票质押业务情况 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
期末余额	38.55	63.26	30.03
利息收入	2.83	4.33	3.49

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持续收缩趋势，2020年实现利息收入26.25万元，期末约定购回式业务规模为374.48万元。

从业务放大倍数来看，2018—2020年末公司信用业务杠杆率分别为66.30%、88.93%和86.59%，杠杆水平波动上升，但仍在合理的范围内，风险可控。

公司子公司发展状况较好，但盈利规模一般。

截至2020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2020

年末，华西期货资产总额为34.57亿元，净资产为8.92亿元；2020年，华西期货实现营业总收入1.46亿元，净利润为0.54亿元。

截至2020年末，华西银峰注册资本为20.00亿元，实收资本为15.00亿元，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。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2020年末，已经完成增资5.00亿元。截至2020年末，华西银峰资产总额为16.49亿元，净资产为16.26亿元；2020年，华西银峰实现营业总收入0.98亿元，净利润为0.58亿元。

华西金智为公司下属的私募投资基金子公司。截至2020年末，华西金智资产总额为6.29亿元，净资产为5.81亿元；2020年，华西金智实现营业总收入0.47亿元，净利润为0.61亿元。

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

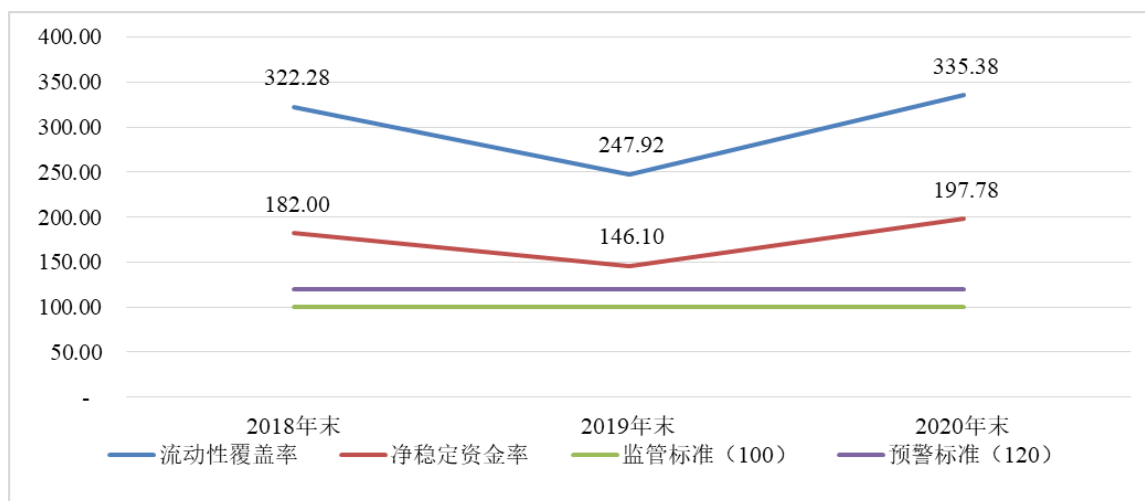
流动性风险是指公司无法以合理成本及时获得充足资金，以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。

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。

2018—2020年末，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2018—2020年年度合并财务报表, 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—2020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—2020年财务报表均被出具了无保留意见的审计报告。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; 2020年, 公司新增3只结构化主体纳入合并报表范围, 因结构化主体清算和其它原因, 减少纳入合并结构化主体3只。

会计政策变更方面, 财政部于2017年颁布了修订后的《企业会计准则22号—金融工具确

认和计量》《企业会计准则第23号—金融资产转移》《企业会计准则第24号—套期会计》《企业会计准则第37号—金融工具列报》四项会计准则, 公司于2019年1月1日开始采用新金融工具会计准则, 根据相关新旧准则衔接规定, 对可比期间信息不予调整, 首次执行日执行新准则与原准则的差异追溯调整期初留存收益或其他综合收益。公司自2020年1月1日起执行财政部修订后的《企业会计准则第14号—收入》。根据相关新旧准则衔接规定, 对可比期间信息不予调整, 首次执行日执行新准则的累积影响数追溯调整期初留存收益及财务报表其他相关项目金额。

总体看, 2018—2020年公司合并范围变化较小, 财务数据可比性强。

截至2020年末, 公司资产总额772.29亿元, 其中客户资金存款159.72亿元、客户备付金35.64亿元; 负债合计558.62亿元, 其中代理买卖证券款206.61亿元; 所有者权益合计213.67亿元, 母公司口径净资产176.31亿元; 2020年, 公司实现营业总收入46.83亿元, 利润总额24.53亿元, 净利润19.02亿元; 经营活动现金流净流出43.90亿元, 现金及现金等价物净增加额31.63亿元。

2. 资金来源与流动性

2018—2020年, 公司负债总额持续增加, 杠杆水平有所提升, 但仍处于行业适中水平。公司债务规模持续增长且短期债务占比较大, 债务结构有待优化, 仍需对公司流动性状况保持关注。

2018—2020年, 公司负债总额持续增长, 年均复合增长40.30%, 自有负债规模持续增长, 年均复合增长47.67%。截至2020年末, 公司负债总额558.62亿元, 较年初增长16.05%, 主要系公司融资余额和代理买卖证券款增长所致。公司自有负债351.85亿元, 较年初增长13.31%, 主要系公司应付短期融资款和应付债券增长所致, 其中, 应付短期融资款占比22.61%, 卖出回购金融资产款占比为31.10%, 应付债券占比为36.01%。

2018—2020 年末，公司应付短期融资款呈持续增长态势，年均复合增长 165.60%，主要系公司发行短期公司债及短期收益凭证融入资金规模增加所致；截至 2020 年末，应付短期融资款 79.57 亿元，较年初增长 21.07%。

2018—2020 年末，公司卖出回购金融资产款波动增加，年均复合增长 44.99%；截至 2019 年末，公司卖出回购金融资产款为 127.57 亿元，较年初大幅增长 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。截至 2020 年末，卖出回购金融资产款 109.46 亿元，较 2019

年末减少 14.20%，主要系公司债券质押回购业务融入资金规模减少所致；按标的物来看，全部为债券，卖出回购金融资产款担保物价值为 124.73 亿元，保障效果较好。

2018—2020 年末，公司应付债券呈持续增长态势，年均复合增长 50.47%，主要系公司发行债券规模逐渐增加所致；截至 2020 年末，公司应付债券 126.73 亿元，较年初增长 58.49%，主要系 2020 年公司发行“20 华股 01”“20 华西 01”和“20 华西 C1”等长期债券所致。

表 12 公司负债情况 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
负债总额	283.81	481.34	558.62
自有负债	161.40	310.61	351.85
其中：卖出回购金融资产款	52.07	127.57	109.46
应付债券	55.97	79.96	126.73
应付短期融资款	11.28	65.72	79.57
拆入资金	25.00	21.51	2.90
全部债务	151.83	294.77	318.67
其中：短期债务	95.86	214.81	191.94
长期债务	55.97	79.96	126.73
自有资产负债率	46.73	61.20	62.22
净资产/负债（母公司口径）	99.87	53.74	50.58
净资产/负债（母公司口径）	114.41	62.82	59.88

资料来源：公司财务报表和监管报表，联合资信整理

2018—2020 年末，公司的自有资产负债率持续增长，分别为 46.73%、61.20%和 62.22%，主要系随着公司业务规模的增大自有负债规模不断增长所致；截至 2020 年末，公司自有资产负债率为 62.22%，较年初变化不大，处于行业适中水平。

2018—2020 年末，公司债务规模持续增长，全部债务年均复合增长 44.87%；截至 2020 年末，公司全部债务规模 318.67 亿元，较年初增长 8.11%，主要系应付短期融资券和应付债券大幅增长所致。公司债务结构中短期债务占比较大，2018—2020 年末公司短期债务占比波动下降，分别为 63.14%、72.87%和 60.23%，债务结构有所优化，但公司仍存在一定短期偿债压力。

2018—2020 年，受融资融券和投资业务规模

扩大所致，公司资产规模持续增长，资产以自有资产为主，资产流动性较好，资产质量较高。

2018—2020 年末，公司资产总额持续增长，年均复合增长 28.49%；自有资产同样持续增长，年均复合增长 27.97%。2018—2020 年末，公司自有资产占资产总额的比重分别为 73.83%、74.83%和 73.24%，整体波动不大。截至 2020 年末，公司资产总额 772.29 亿元，较年初增长 13.86%，主要系融资融券业务、投资业务规模增加所致；截至 2020 年末，公司自有资产 565.62 亿元，较年初增长 11.42%。截至 2020 年末，公司资产总额主要由货币资金（占比 22.89%）、结算备付金（占比 5.81%）、融出资金（占比 19.66%）、买入返售金融资产（占比 6.87%）和金融投资资产（占比 40.45%）组成。

表 13 公司资产情况表 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额	467.81	678.27	772.29
其中：货币资金	113.47	153.39	176.77
融出资金	81.84	113.61	151.82
结算备付金	29.93	36.83	44.90
买入返售金融资产	67.11	86.07	53.06
金融投资	--	261.97	312.39
自有资产	345.40	507.55	565.52
自有资产/资产总额	73.83	74.83	73.23
优质流动性资产	66.18	96.27	121.40
优质流动资产/总资产	19.38	19.21	22.48

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

2018—2020 年末，公司货币资金呈持续增长态势，年均复合增长 24.81%；截至 2020 年末，货币资金 176.77 亿元，较年初增长 15.24%，主要系市场行情回暖，客户存款增加所致。

2018—2020 年末，公司结算备付金呈持续上涨态势，年均复合增长 22.48%；截至 2020 年末，结算备付金 44.90 亿元，较年初增长 21.91%，主要系行情趋于好转，自有备付金增加所致。

2018—2020 年末，公司融出资金呈持续增长态势，年均复合增长 36.20%；截至 2020 年末，融出资金 151.82 亿元，较年初增长 33.63%，主要系市场行情趋于活跃，融资融券业务规模扩大所致。截至 2020 年末，公司融出资金担保物公允价值 520.50 亿元，对融出资金的覆盖程度为 342.84%，覆盖程度较好。截至 2020 年末，公司融出资金计提减值准备 0.10 亿元。

2018—2020 年末，公司买入返售金融资产呈波动下降态势，年均复合下降 11.08%；截至 2019 年末，买入返售金融资产 86.07 亿元，较年初增长 28.26%，主要系股票质押式回购业务规模增加所致；截至 2020 年末，买入返售金融资产 53.06 亿元，较 2019 年末减少 38.35%，主要系股票质押业务规模减少所致；买入返售金融资产中，股票质押式回购占比 56.59%，债券质押式回购占比 43.19%。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 58.65%。截至 2020 年末，买入返售金融资产担保物公允价值为 92.94 亿元，对买入返售金融资产的覆盖程度为 175.16%，覆盖程度较好。

截至 2020 年末，公司买入返售金融资产计提减值准备 0.14 亿元。

截至 2020 年末，公司金融投资资产规模为 312.39 亿元，较年初增长 19.25%，主要系公司投资业务扩大投资规模所致；占资产总额的比重为 40.45%，金融投资主要由交易性金融资产（占比 76.53%）和其他债权投资（占比 23.33%）组成。截至 2020 年末，公司交易性金融资产 239.07 亿元，较年初增长 71.66%；交易性金融资产主要由债券（占比 48.33%）、公募基金（占比 31.39%）和股票（占比 7.04%）组成；截至 2020 年末，公司交易性金融资产中受限资产 86.46 亿元，占交易性金融资产的比重为 36.17%，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 2020 年末，公司其他债权投资 72.87 亿元，较年初下降 22.57%，主要系公司投资业务投资规模减少所致；其他债权投资主要由地方债（占比 6.79%）、企业债（占比 6.90%）、中期票据（占比 30.43%）和公司债（占比 37.32%）组成；截至 2020 年末，公司其他债权投资中受限资产 54.33 亿元，占公司其他债权投资的比重为 74.56%，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。

2018—2020 年末，公司自有资产分别为 345.40 亿元、507.55 亿元和 565.52 亿元，呈持续上升态势，年均复合增长 27.97%，占公司资产总额的比重分别为 73.83%、74.83%和 73.24%，占比波动较小；同期，公司优质流动资产分别为

66.18 亿元、96.27 亿元和 121.40 亿元，年均复合增长 35.43%，优质流动资产/总资产分别为 19.38%、19.21%和 22.48%，资产流动性较好。

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。

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 7.76%。截至 2020 年末，公司所有者权益合计 213.67 亿元，较年初增长 8.50%；归属于母公司的所有者权益 213.22 亿元，其中，股本占比 12.31%、资本公积占比 38.06%、未分配利润占比 30.78%、一般风险准备占比 14.13%。公司所有者权益的稳定性较好。2018—2020 年公司发放现金股利分别为 2.05 亿元（含对 2017 年中期利润分配 1.05 亿元）、2.00

亿元和 2.00 亿元，占上一年净利润的比重分别为 20.07%、23.61%和 13.94%。2021 年公司拟分配现金股利 2.91 亿元，占上一年度净利润 15.30%。公司分红力度不大，利润留存对公司股东权益的补充力度较好。

2018—2020 年末，公司净资本和净资产规模呈持续增长态势，年均复合增长率分别为 5.37%和 7.12%，公司净资本以核心净资本为主。截至 2020 年末，公司净资本 176.31 元，净资本/净资产为 84.47%。2020 年公司各项风险准备之和有所下降，由 2019 年末的 47.50 亿元下降 8.93%至 43.26 亿元；风险覆盖率有所增长，由 2019 年末的 348.77%上升至 407.57%，主要系各项风险资产下降所致。2018—2020 年，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，资本充足性较好。

表 14 公司风险控制指标情况表 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	监管标准	预警指标
核心净资本	149.71	160.18	166.81	--	--
附属净资本	9.10	5.50	9.50	--	--
净资本	158.81	165.68	176.31	--	--
净资产	181.92	193.69	208.73	--	--
各项风险资本准备之和	33.21	47.50	43.26	--	--
风险覆盖率	478.16	348.77	407.57	≥100	≥120
资本杠杆率	43.06	31.29	29.13	≥8	≥9.6
净资本/净资产	87.29	85.54	84.47	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

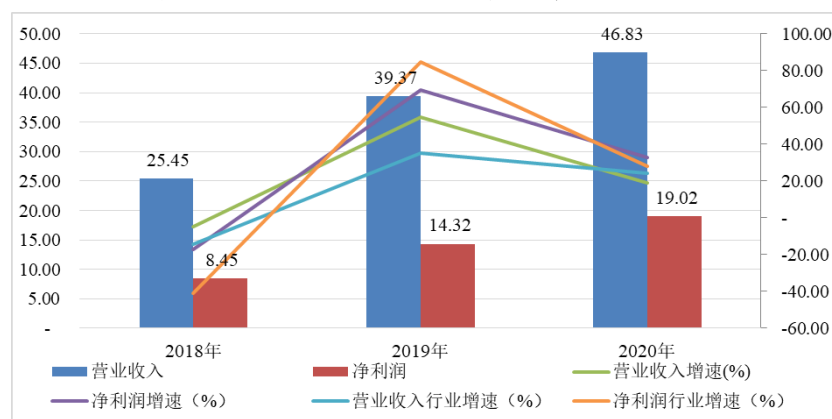
4. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业收入和净利润均呈持续增长态势；整体盈利能力较强。

2018—2020 年，公司营业收入呈持续增长

态势，年均复合增长 35.64%；2020 年，公司实现营业收入 46.83 亿元，同比增长 18.93%，主要系受证券市场回暖，公司经纪及财富管理业务收入增长所致。

图 5 公司营业收入和利润总额情况 单位：亿元、%



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018—2020 年，公司营业支出呈持续增长态势，年均复合增长 25.78%。公司营业支出以业务及管理费为主，近三年占比分别为 93.63%、96.66%和 94.57%，占比有所波动，但整体占比较高。2018—2020 年，公司的营业费用率持续下降，分别为 52.37%、50.72%和 45.48%。由于 2019 年公司职工薪酬大幅增长而 2020 年与上年基本持平，因此在营业收入持续增长的情况下，薪酬收入比有所波动，先增后减。

从盈利指标来看，2018—2020 年，公司净利润持续增长，年均复合增长 50.00%；2020 年，公司实现净利润 19.02 亿元，同比增长 32.83%，主要系证券市场回暖，公司经纪及财富管理业务大幅增长所致。2018—2020 年，公司自有资产收益率和净资产收益率均呈持续上升态势。2018—2019 年公司净资产收益率分别排名行业

第 17 位和第 18 位，处于行业中上水平。

表 15 公司盈利指标 单位：%、名

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业费用率	52.37	50.72	45.48
薪酬收入比	36.84	39.32	33.80
营业利润率	44.07	47.52	51.90
自有资产收益率	2.36	3.36	3.54
净资产收益率	5.41	7.52	9.26
净资产收益率排名	17	18	/

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从同行业对比来看，根据下表中的数据，与样本企业相比，2020 年公司盈利能力较好，盈利稳定性高于行业平均水平，费用管理能力低于样本平均值。

表 16 截至 2020 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	营业利润率	营业费用率	盈利稳定性
中国银河证券股份有限公司	9.50	38.65	32.92	34.28
浙商证券股份有限公司	9.51	20.43	26.66	17.88
国联证券股份有限公司	6.39	42.03	56.52	61.41
上述样本企业平均值	8.47	33.70	38.70	37.86
华西证券	9.26	51.90	45.48	30.21

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 年末，公司无对外担保。

截至 2020 年末，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 1000 万元的重大诉讼、仲裁事项。

十、本期短期融资券偿还能力分析

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效果良好；加之公司综合竞争力很强，融资渠道畅通，公司对本期短期融资券的还本付息能力最强，安全性最高。

1. 本期短期融资券的发行对公司债务的影响

截至2020年末，公司全部债务318.67亿元。本期短期融资券发行规模为不超过20.00亿元（含），相对于公司目前的债务规模，本期短期融资券发行规模不大。以2020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20.00亿元，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63.51%，较发债前上升1.29个百分点。

2. 本期短期融资券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行20.00亿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 17 本期短期融资券偿付能力指标 单位：倍

项目	2018 年	2019 年	2020 年
净资产（母公司口径）/本期短期融资券本金	9.10	9.68	10.44
EBITDA/本期短期融资券本金	1.00	1.40	1.84
净利润/本期短期融资券本金	0.42	0.72	0.95
经营活动现金流量净额/本期短期融资券本金	-1.51	0.65	-2.19

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，近三年，公司各项业务整体发展状况较好，营业收入和净利润均实现较好增长；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，公司资产质量较高，流动性较好，杠杆水平适中，资本较充足。

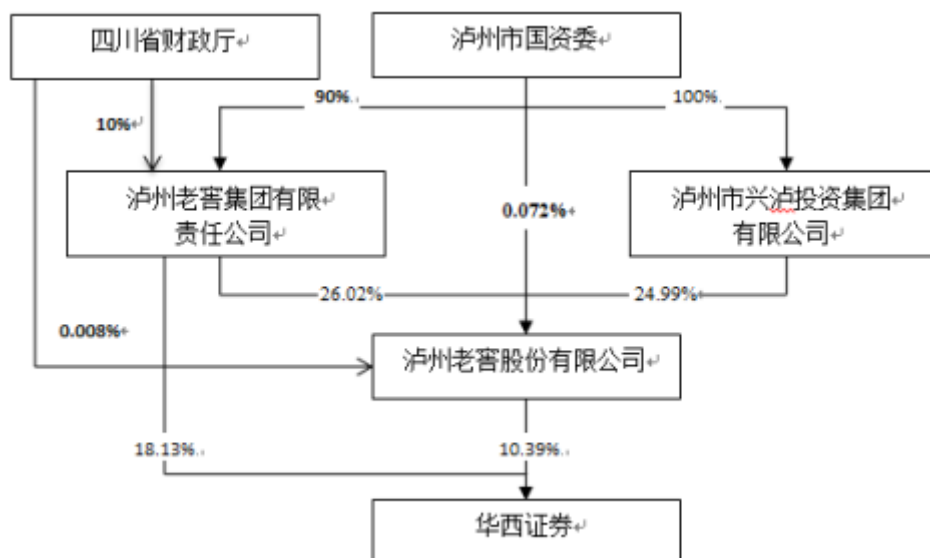
同时，联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响；2018—2020 年，公司债务规模持续增长且短期债务占比较高，债务结构仍有待优化，需对公司流动性状况保持关注。

本期短期融资券的发行对公司债务结构和规模影响不大，相关指标对本期短期融资券本金的保障效果较好。

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。

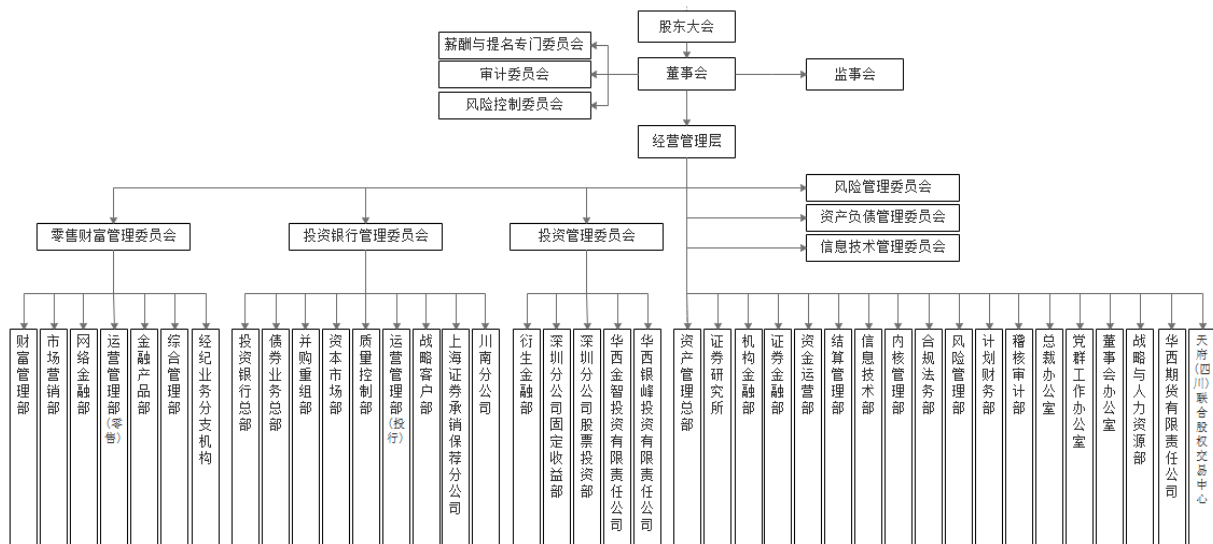
基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体违约风险极低，对本期短期融资券还本付息能力最强，安全性最高。

附件 1-1 截至 2020 年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	2018 年	2019 年	2020 年
自有资产（亿元）	345.40	507.55	565.52
自有负债（亿元）	161.40	310.61	351.85
所有者权益（亿元）	184.00	196.94	213.67
优质流动性资产/总资产（%）	19.38	19.21	22.48
自有资产负债率（%）	46.73	61.22	62.22
营业收入（亿元）	25.45	39.37	46.83
利润总额（亿元）	11.16	18.65	24.53
营业利润率（%）	44.07	47.52	51.90
营业费用率（%）	52.37	50.72	45.48
薪酬收入比（%）	36.84	39.32	33.80
自有资产收益率（%）	2.36	3.36	3.54
净资产收益率（%）	5.41	7.52	9.26
净资本（亿元）	158.81	165.68	176.31
风险覆盖率（%）	478.16	348.77	407.57
资本杠杆率（%）	43.06	31.29	29.13
流动性覆盖率（%）	322.28	247.92	335.38
净稳定资金率（%）	182.00	146.10	197.78
信用业务杠杆率（%）	66.30	88.93	86.59
短期债务（亿元）	95.86	214.81	191.94
长期债务（亿元）	55.97	79.96	126.73
全部债务（亿元）	151.83	294.77	318.67
EBITDA/本期短期融资券额度（倍）	1.00	1.40	1.84

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 2021 年度第二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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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。