信用评级公告

联合〔2021〕2264 号

联合资信评估股份有限公司通过对湖南财信投资控股有限责任公司及其拟公开发行的 2021 年公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定湖南财信投资控股有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，湖南财信投资控股有限责任公司公开发行 2021 年公司债券（第二期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年四月七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

湖南财信投资控股有限责任公司
公开发行2021年公司债券（第二期）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：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过10亿元(含)

本期债券期限：5年期，附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付

募集资金用途：扣除发行费用后用于偿还到期有息债务和补充公司流动资金

评级时间：2021年4月7日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

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	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	4
			现金流量	5
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
股东背景很强且公司具有战略地位				+2

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”）对湖南财信投资控股有限责任公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为湖南省重要的大型国有金融投资控股平台，区域地位突出，受政府支持力度较大；目前公司已形成以证券、信托和保险业务为核心的综合金融服务体系，具备很强业务竞争力。目前，公司资本实力很强，资产质量良好，杠杆水平适中。

同时联合资信也关注到公司主营业务易受市场行情影响，盈利稳定性较低，同时证券市场波动和相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响。

本期拟发行公司债券规模不超过10.00亿元（含），本期债券发行后公司债务规模将进一步增加；除经营现金流指标外，2019年末和2020年9月末公司合并口径和母公司口径各项指标对本期债券的覆盖程度均较好。

未来，随着公司业务转型，金融板块布局进一步完善以及多业务板块协同效应的发挥，公司收入和利润有望提升。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债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，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **股东背景很强，公司区域地位突出，股东支持力度较大。**公司系湖南省重要的大型国有金融投资控股平台，经营规模较大，已形成以证券、信托和保险业务板块为核心的综合金融服务体系；公司实际控制人为湖南省人民政府，公司区域地位突出，股东支持力度较大。
2. **行业竞争力很强。**近年来，公司整体经营业绩波动增长，2019年，公司整体经营业绩良好，证券业务增速很快，实现较好收益；同时公司信托板块规模较大，经营实力较强，公司金融板块具有很强行业竞争力。
3. **财务指标良好，杠杆率适中。**公司各项财务指标良好，2019年盈利指标大幅提升，杠杆率保持在合理区间，资产质量良好，公司财务管理稳健。

分析师：姚 雷 卢芮欣
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

关注

1. **主营业务易受市场行情和政策影响。**公司主营证券板块受市场行情和政策影响较大，收入中投资收益占比较高，近年来盈利能力波动较大，盈利稳定性较低。
2. **保险板块业务经营业绩仍需提升。**2017－2018年，公司保险板块持续亏损，2019年扭亏为盈，但经营业绩仍需进一步提升。

主要财务数据：

公司合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
资产总额(亿元)	371.23	385.62	441.25	533.96
负债总额(亿元)	267.13	231.38	284.61	362.91
所有者权益(亿元)	104.11	154.24	156.63	171.06
归属于母公司所有者权益(亿元)	99.16	149.12	151.26	165.28
短期债务(亿元)	115.90	56.45	53.99	67.41
全部债务(亿元)	186.89	154.37	168.49	229.03
营业收入(亿元)	18.25	16.76	29.03	28.85
投资收益(亿元)	6.82	4.14	12.05	12.02
利润总额(亿元)	8.54	6.70	13.29	15.89
EBITDA(亿元)	16.46	13.90	21.50	22.41
筹资前净现金流(亿元)	-21.29	-8.65	36.83	-78.79
营业利润率(%)	46.60	40.25	46.05	55.36
净资产收益率(%)	7.58	4.59	7.23	7.80
资产负债率(%)	71.96	60.00	64.50	67.96
全部债务资本化比率(%)	64.22	50.02	51.82	57.25
流动比率(%)	124.88	183.63	183.27	184.00
EBITDA 利息倍数(倍)	2.19	2.07	2.79	3.63
全部债务/EBITDA(倍)	11.35	11.11	7.84	10.22
EBITDA/本期债券额度(倍)	1.65	1.39	2.15	2.24
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
资产总额(亿元)	127.34	199.09	214.60	219.61
所有者权益(亿元)	84.04	130.49	132.59	136.23
全部债务(亿元)	20.00	64.76	79.76	79.85
营业收入(亿元)	13.84	2.28	12.51	3.30
投资收益(亿元)	15.53	3.28	14.29	5.85
利润总额(亿元)	13.78	2.15	12.34	3.14
净资产收益率(%)	29.51	1.90	9.40	2.34
资产负债率（%）	34.00	34.46	38.21	37.97
全部债务资本化比率(%)	19.22	33.17	37.56	36.95
EBITDA/本期债券额度(倍)	1.55	0.43	1.56	0.59

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2020 年 1—9 月合并和母公司口径财务数据未经审计，相关指标未年化

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	2021/1/25	姚雷　卢芮欣	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2018/6/25	张祎　张晨露	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）（2015.4）	阅读全文
AA+	稳定	2015/11/10	周馗　刘克东	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）（2015.4）	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编号

声 明

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

二、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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

湖南财信投资控股有限责任公司
公开发行 2021 年公司债券（第二期）信用评级报告

一、主体概况

湖南财信投资控股有限责任公司（以下简称“公司”或“财信投资”）是为了解决湖南省信托投资公司改制重组过程中信托资产出现投资主体缺位问题，由湖南省人民政府（以下简称“湖南省政府”）于 2001 年批准并投资设立的国有独资公司，公司初始注册资本根据湖南省信托投资公司评估后的净资产确定为 9.58 亿元。后经多次增资和资本公积、未分配利润转增注册资本，截至 2015 年底，公司实收资本为 37.44 亿元。2016 年 6 月，湖南省政府将所持有的公司全部股权无偿转让给湖南财信金融控股集团有限公司（以下简称“财信金控”）。2017 年，财信金控通过增加资本溢价的方式对公司增资 60.20 亿元。2018 年 1 月，财信金控出资人变更为湖南省政府。2018 年，财信金控对公司增资 45.00 亿元，全部计入资本公积。截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本均为 37.44 亿元，财信金控持有全部股权，系其唯一股东，湖南省政府为公司实际控制人。截至 2020 年末，财信金控持有公司股份不存在质押情况。

公司经营范围：法律、法规允许的资产投资、经营及管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2020 年 9 月末，公司本部下设办公室、财务管理部、风险合规部、战略与投资部、后勤保障部、人力资源部、信息技术部和审计部共 8 个部门，党委会下设纪检监察室和党委办公室共 2 个部门；公司拥有控股子公司 2 家，包括湖南省财信信托有限责任公司（以下简称“财信信托”）和财信证券有限责任公司（以下简称“财信证券”）；参股公司 4 家，为财信吉祥人寿保险股份有限公司（以下简称“财信人寿”）、华融湘江银行股份有限公司（以下简称“华融湘江银行”）、长沙星沙沪农商村镇银行股份有限公司（以下简称“星沙沪农商村镇银行”）和沅江浦发村镇银行股份有限公司（以下简称“沅江浦发村镇银行”）。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 441.25 亿元，负债总额 284.61 亿元，其中代理买卖证券款 87.23 亿元；所有者权益合计 156.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 151.26 亿元。2019 年，公司实现营业收入 29.03 亿元，利润总额 13.29 亿元，净利润 11.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额 35.37 亿元；现金及现金等价物净增加额 47.10 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司合并资产总额 533.96 亿元，负债总额 362.91 亿元，其中代理买卖证券款 99.11 亿元；所有者权益合计 171.06 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 165.28 亿元。2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 28.85 亿元，利润总额 15.89 亿元，净利润 12.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 12.42 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -60.54 亿元；现金及现金等价物净增加额-28.09 亿元。

公司注册地址：湖南省长沙市天心区城南西路 1 号；法定代表人：胡贺波。

二、债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“湖南财信投资控股有限责任公司公开发行2021年公司债券(第二期)”，发行规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元），期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券按年计息，不计复利；利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债

券为固定利率债券，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的专业投资者进行询价，由发行人和簿记管理人根据市场询价确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。

本期债券无担保。

2．本期债券募集资金用途

本期公司债券的募集资金在扣除发行费用后用于偿还到期有息债务和补充公司流动资金。

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负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

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

表 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 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增

长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

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

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

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

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

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12

月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 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、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

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

公司业务范围以金融服务业为主，本部不开展实际业务，控股财信证券和财信信托，证券业务和信托业务是公司的主要收入来源。公司业务规模在湖南省内占比较高，经营情况受湖南省经济发展影响较大。

（一）证券行业分析

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）

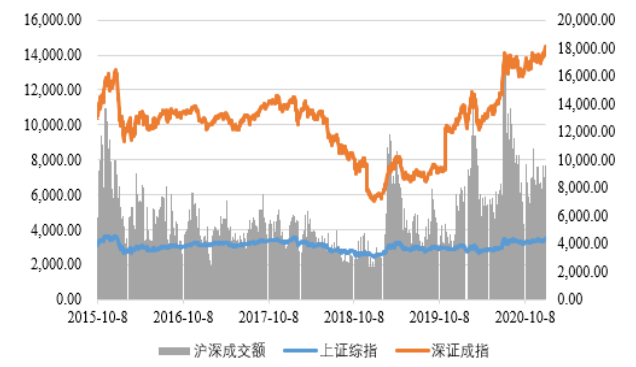
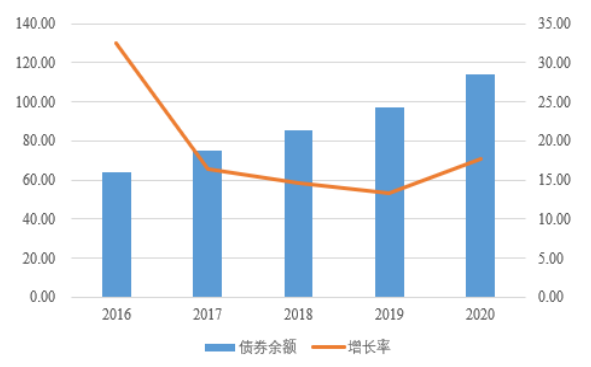


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



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

数据来源：中国证券业协会

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

2. 行业政策

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

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

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

2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大

集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》要求证券公司存量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。

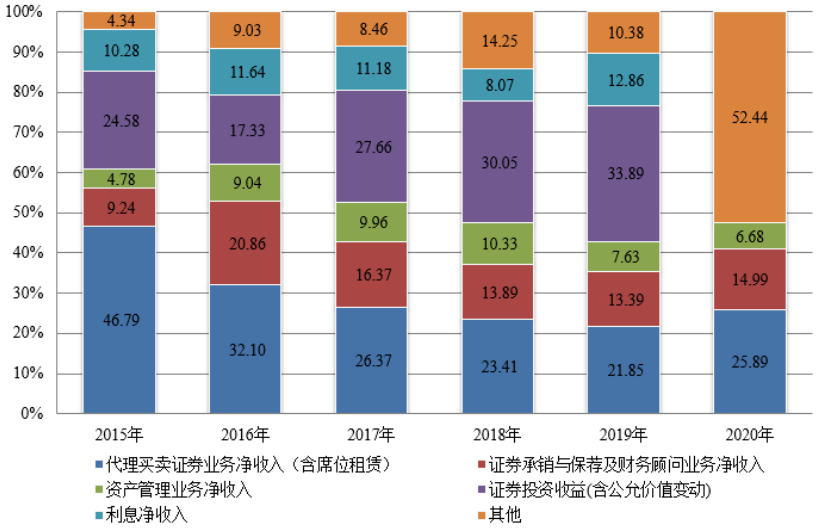
2021 年 3 月，证监会发布《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

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，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2020 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 52.83%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 43.94%。

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

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

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018 年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018 年债券市场新增 43 家违约主体，较 2017 年的 9 家大幅增加，违约金额达 1154.50 亿元，系 2017 年违约金额的 3.42 倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续 2018 年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长；同时，2019 年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2020 年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨 36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。2019 年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020 年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63 亿元，同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置的转型。2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2020 年末，证券公司资产管理业务规模为 10.51 万亿元，较 2019 年末下降 14.48%；2020 年，证券公司实现

资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。

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

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

4. 市场竞争

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

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

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

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 4 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。截至 2020 年 12 月末，中国内地外资控股证券公司已达 8 家，其中四家为新设立合资证券公司（野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司），另外 4 家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司（瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司）。此外，证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券 2 家国

内券商，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

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

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2020 年 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、规范业务操作流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

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

6. 未来动向

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

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

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

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

（二）信托行业分析

2018 年以来，信托公司积极调整业务结构，2020 年信托业务规模延续下降趋势；随着监管部门联合对资管业务加强整顿监管、压缩通道业务、压降不合规融资类信托业务，信托业回归本源与加强主动管理将成为主基调；未来信托业将进一步优化资产结构，提升主动管理及服务水平，推进财富管理水平持续提升。

近年来，信托业积极推进自身的供给侧结构性改革，加速转型升级，强化风险治理，寻求增长动力，实现行业可持续发展，目前信托行业已经成为服务实体经济的重要力量和创造国民财富的重要途径。

2018年资管新规实施，监管部门持续加强对通道业务的监管，推动金融去杠杆，信托通道业务规模明显减少。2020年6月，银保监会下发《关于信托公司风险处置相关工作的通知》要求信托公司压降违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务，信托资产规模持续下降。截至2020末，全国68家信托公司管理的信托资产规模为20.49万亿元，较2019年末下降5.17%。信托资产规模从2017年末高点渐次回落，降幅逐步趋稳。

从信托资金来源看，2020年，信托公司普遍加强财富渠道建设，注重主动管理能力培养，集合资金信托占比进一步提升，新增信托资产来源结构优化趋势明显，发展质量提升；财产权信托尤其是资产证券化等事务管理类信托业务较快发展，行业转型初见成效。2020年末，集合资金信托规模10.17万亿，占比为49.65%，较2019年末占比上升3.72个百分点。截至2020年末，单一资金信托规模6.13万亿，占比为29.94%，较2019年末下降7.16个百分点。单一资金信托规模占比在2010年2季度曾达到83.27%的历史高位，之后持续下降，从原有的“一家独大”到目前显著低于集合信托，信托业务的资金来源结构得到了显著优化。

从信托功能看，近年来信托业务结构变化较为明显，事务管理类和融资类信托占比下降，投资类信托占比上升。其中，事务管理类信托在2020年延续下降的趋势，2020年末余额为9.19万亿元，占比44.84%，较2019年末减少1.46万亿元，较2017年末历史高点15.65万亿元减少6.46万亿元；事务管理类信托规模的下降，是过去两年信托资产整体规模下降的主要原因。融资类信托规模为4.86万亿元，较2019年末大幅下降16.71%，占比23.71%，下降3.28个百分点。投资类信托规模为6.44万亿元，较2019年末增长25.84%，占比31.46%，2020年事务管理类和融资类资金数与占比均为下降，投资类信托增幅较大。

固有资产规模是信托公司综合实力的重要体现之一。信托公司固有资金主要支持资本市场投资、金融机构股权投资以及信托业务的发展。近年来，信托公司资本实力的提升和杠杆水平的上升，使得固有资产规模持续增长，截至 2020 末，信托行业固有资产规模为 8248.36 亿元，较 2019 年末增长 7.44%；自 2014 年 3 季度以来，投资类在固有资产运用中占比呈稳步上升趋势。截至 2020 年末，投资类资产余额 6615.88 亿元，较 2019 年末增长 9.37%，占比 80.21%，略高于 2019 年末的 78.80%，总体保持平稳。货币类资产在固有资产中的占比一直处于下行态势，2020 年末，货币类资产余额 590.93 亿元，与 2019 年末的 606.12 亿元基本持平，占比 7.16%，较 2019 年末下降 0.74 个百分点。贷款是固有资产运用的重要领域，2016 年之前，其占比基本维持在 10%以上。2016 年之后，贷款在固有资产配置中的占比大幅下降。2020 年末，贷款资产余额 581.45 亿元，占比 7.05%，较 2019 年末上升约 1.15 个百分点。

从资本实力来看，信托公司资本的增长主要依靠资本内生增长机制和股东的增资扩股，近年来信托公司的资本实力稳步提升。截至 2020 年末，68 家信托公司所有者权益规模达到 6711.23 亿元，较 2019 年末增加 394.96 亿元，增速 6.25%。2020 年相继有 12 家信托公司增资

扩股，合计增资额为 266.48 亿元，高于 2018 年和 2019 年，信托业资本实力增强。

2019 年，信托风险项目个数和规模有所上升，根据信托业协会披露数据，2019 年末，信托行业风险资产规模为 5770.47 亿元，较 2018 年末增加 3548.6 亿元，增幅 159.71%。从风险项目数量看，也有逐步上升的趋势。2019 年末，信托业风险项目个数为 1547 个，较 2018 年末增加 675 个。2019 年，信托业风险项目和风险资产规模显著增加最主要的原因，是监管部门加大了风险排查的力度和频率，之前被隐匿的风险得到了更充分的暴露，并不意味着增量风险的加速上升。

2019 年下半年以来，监管部门密集对部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司进行窗口指导，并召集部分信托公司进行约谈，对房地产信托业务规模实施增量和增速的控制，预计未来房地产信托业务规模将明显回落，且在强监管趋势下，房地产信托业务面临的兑付危机值得关注。受“资管新规”和“通知”等监管文件的影响，短期内信托公司的受托管理资产规模和盈利能力在通道业务收缩的压力下仍将面临较大冲击。

2020 年 5 月，银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，控制具有影子银行特征的信托融资规模，严格限制通道类业务，推动资金信托业务回归本源，发展有直接融资特点的资金信托。

（三）区域经济分析

2020 年，湖南省经济虽然受新冠疫情影响增速有所放缓，但整体运行平稳；各项经济指标表现良好，为当地金融行业的发展奠定了坚实基础。

湖南省位于我国中南部、长江中游南部，是长江经济带重要组成部分。湖南省自然资源丰富，钨、锑等金属储备居我国首位；湖南省是我国重要的粮食生产基地，稻谷、生猪、水产、家禽等主要农产品产量位居全国前列。湖南省工业及制造业较为发达，逐步形成了以化学原料和化学制品制造业、烟草制品业、有色金属冶炼业、专用设备制造业及铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业为支柱产业的工业产业结构，汽车制造业及医药制造业的新兴产业发展迅速，对经济增长的贡献度逐步提升。

根据《湖南省国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，湖南省地区生产总值 4.18 万亿元，同比增长 3.8%，其中，三次产业分别增长 3.7%、4.7%和 2.9%；三次产业结构为 10.2：38.1：51.7；全省固定资产投资（不含农户）同比增长 7.6%；社会消费品零售总额 1.63 万亿元，同比下降 2.6%；居民消费价格同比上涨 2.3%；进出口总额 0.49 万亿元，同比增长 12.3%；年末全省金融机构本外币各项存款余额 5.79 万亿元、本外币各项贷款余额 4.94 万亿元，较上年末分别增长 10.0%和 16.5%；年末全省境内上市公司 117 家；全省一般公共预算收入 0.30 万亿元，同比增长 0.1%，其中税收收入 0.21 万亿元，同比下降 0.2%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本均为 37.44 亿元，财信金控持有公司全部股权，系其唯一股东，湖南省政府为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司通过控股和参股方式拥有较齐全的金融牌照，区域行业地位突出，聚焦金融主业发挥协同效应。

公司是湖南省内唯一以金融服务为主的大型国有金融控股集团，公司控股和参股多家金融机构，拥有较齐全金融牌照，包括证券、信托、保险和银行等。公司旗下金融机构参与投资了多个湖南省具有先导地位的项目，有力支持了湖南省地方经济的发展。

公司证券板块和信托板块经营主体分别为财信证券和财信信托，财信证券作为综合类证券公司，截至 2019 年末于全国设立证券营业部

82 家，基本覆盖了湖南省主要城市区域，同时也初步实现了全国范围的布局，具有较强区域竞争优势。截至 2020 年 9 月末，财信信托信托资产规模 1206.23 亿元，具有较强竞争力；财信人寿合计开业分支公司达到 109 家，尚处于培育期。目前，公司积极整合金融资源，发挥集团内协同优势，实行客户迁徙，渠道共享，打造具有特色的金融控股集团。

3. 人员素质

公司管理人员具有较长时间的行业从业经历和丰富的管理经验；员工学历较高，人员构成符合业务经营需求。

公司董事长胡贺波，1973 年 5 月生，管理学博士；历任湖南省财政厅文教行政处科员、副主任科员、预算处主任科员，湖南省财政厅预算处副处长、湖南省资产评估管理中心正处级干部，湖南省财政厅副巡视员、兼预算处处长，湖南省财政厅党组成员、副厅长；现任财信金控党委书记、董事长，兼任公司董事长和财信证券党委书记。

公司总经理程蓓，1972 年 8 月生，经济学硕士；历任中国人民银行湖南省分行计划资金处科员、副主任科员，武汉分行货币信贷管理处副主任科员、资金管理科科长；中国银监会湖南监管局办公室信息科科长、综合科科长，合作非现场监管处副处长；中国银监会湖南监管局工会工作委员会副主任委员、团委书记；中国金融工会湖南工作委员会副主任；中国银监会湖南监管局党委组织部部长、人事处处长；中国银监会湖南监管局副巡视员，挂职任湘潭市委常委、市人民政府副市长；中国银保监会湖南监管局副巡视员。现任财信金控党委副书记、副董事长、总经理，兼任公司副董事长、总经理。

截至 2019 年末，公司合并口径在职员工 1973 人；其中博士 18 人，硕士 536 人，本科 1125 人，本科及以上学历员工占比 85.10%；公司 30 岁以下员工人数 442 人，30 岁至 50 岁人数 1128 人，50 岁以上人数 67 人，员工年龄结构较合理。

4. 外部支持

公司实际控制人为湖南省政府。随着公司业务的不断发展，湖南省政府对其支持力度不断加大，多次向其注入资本金，增强其资金实力和资本规模，提升其影响力和综合竞争力。

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，截至 2021 年 1 月 15 日，公司无未结清关注类和不良/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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较完善，能够满足公司经营管理需要。

公司按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规，设立了董事会、监事会和公司党委，设立党委前置流程，建立了较完善的法人治理结构。

公司不设股东会，由唯一出资人授权公司董事会行使股东的部分职权。

公司设董事会，由 5 人组成，其中设董事长 1 名、职工董事 1 名。董事任期 3 年，可连选连任。董事会下设战略发展规划委员会、审计与风险管理委员会、绩效考核与薪酬管理委员会，依据董事会确定的职能开展工作。

公司设监事会，成员 3 人，其中设监事会主席 1 名、职工监事 1 名。监事每届任期三年，可连选连任。

公司设总经理 1 名，由董事长提名，出资人决定聘任或解聘。公司设副总经理 4 名，总经理助理 1 名。

2. 管理水平

公司依据集团化管控模式建立了各项规章

制度，通过管理公司重大事项经营决策等方式控制公司经营风险。近年来，子公司所受到监管处罚情况较多，内控管理水平需进一步提升。

截至 2020 年 9 月末，公司本部下设办公室、财务管理部、风控合规部、战略与投资部、后勤保障部、人力资源部、信息技术部和审计部共 8 个部门。

公司主要从财务、资金、投融资、人员、审计监察等方面对下属企业进行管控，不负责具体生产经营。公司证券和信托业务板块均有独立内部控制体系，并较好满足监管要求。随着公司对下属各子公司整合进程的深入，公司将逐步完善一系列内部控制制度。

财务会计方面，公司已按《公司法》《证券法》《企业会计准则》《金融企业财务规则》等法律法规和专业规范的要求建立了较完善的会计核算和财务管理制度，公司对财务合规高度重视，确保公司经营活动均严格按照财务管理制度进行会计处理。

风险控制方面，公司建立了健全的业务操作规程和《监事会工作条例》《内部审计制度》《法律事务管理办法》《重大责任追究办法》等一整套风险控制制度、管理制度，识别、衡量和评估风险，制定风险防范及化解措施。公司目前风险控制体系由各子公司独立运行，公司通过审计、监察等方面进行管控，未来公司将稳步推进风险控制体系集团化运作，有效管控集团内风险。公司风险控制工作贯穿识别、评估、追踪和管理等流程，做到事前、事中、事后控制相统一，确保公司经营活动中的风险得到有效管理。

重大事项方面，《公司章程》《董事会工作条例》《投资管理办法》已对公司的重大经营决策，重大资产购置、处置、投资，对外担保，重大融资，关联交易等事项的决策权限和程序作出规定，公司相关重大事项的决策程序均严格按照相关制度和规定执行。

受到监管处罚方面，2017－2020 年，财信证券被监管部门采取行政监管措施、行政处罚的情况包括：2017 年，财信证券被采取 4 次行政监管措施、1 次自律处分、1 次自律措施和 1 次行政处罚；2018 年，财信证券被采取 1 次行政监管措施和 1 次行政处罚；2019 年，财信证券被采取 3 次行政监管措施和 3 次自律措施；2020 年，财信证券子公司财信期货有限公司（以下简称“财信期货”）被采取 1 次行政监管措施。财信证券受到的监管措施主要为责令改正、监管谈话等，2019 年，财信证券经纪、资管和股票质押业务陆续拿到 3 张罚单，沪深交易所对财信证券作出暂停股票质押回购交易权限 3 个月的处分，自 2019 年 11 月 30 日至 2020 年 2 月 29 日不得新增股票质押回购初始交易，目前已恢复业务资质。近年来，财信证券收到监管处罚较多，暴露出内控及合规管理中的缺漏，需要进一步完善管理。2017－2020 年证监会分类评级中，财信证券分别获得 BB 级、BBB 级、BBB 级和 BB 级，级别变动较小，管理与内控水平有待进一步优化。2018 年 12 月，财信信托因存在违规向地方政府提供融资行为，收到湖南银监局行政处罚，并处以罚款 30.00 万元。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主业为证券和信托业务，总体经营稳定，手续费及佣金净收入和投资收益为公司主要收入来源，投资收益受市场政策和行情影响较大，2019 年以来财信证券自营投资收益大幅增长，公司收入和利润水平大幅提升。

公司是湖南省内大型国有金融控股集团，目前，公司业务涵盖证券、信托、保险和银行等金融领域，其中，证券业务和信托业务为公司控股子公司运营，为公司主要收入来源。

2017－2019 年，公司实现营业收入分别为 18.25 亿元、16.76 亿元和 29.03 亿元，年均复合增长 26.10%，其中 2018 年受市场行情影响，公司手续费及佣金净收入有所下降，导致总体营业收入小幅下降；2019 年，证券市场出现股债阶段性行情，财信证券自营投资实现较好收益，同时手续费及佣金净收入有所增长，带动公司

营业收入大幅提升 73.20%。

从收入结构看，公司营业收入以手续费及佣金净收入和投资收益为主。2017－2019 年，手续费及佣金净收入占比分别为 77.60%、66.10%和 52.43%，占比逐年下降，但仍保持为第一大收入来源。公司投资收益占比波动提升，主要系证券投资收益增长所致；2017 年，公司作为战略投资者增持华融湘江银行股份至 20.00%，成为第二大股东，在长期股权投资下按照权益法核算，银行板块每年带来较大规模投资收益。

2017－2019 年，公司实现利润总额 8.54 亿元、6.70 亿元和 13.29 亿元，年均复合增长 24.75%，其中 2019 年增幅 98.26%，盈利规模大幅提升。

2020 年 1－9 月，公司实现营业收入 28.85 亿元，同比大幅增长 56.70%，基本与 2019 年全年水平 29.03 亿元持平，其中手续费及佣金净收入 15.07 亿元，投资收益 12.02 亿元，为公司主要收入来源，业务结构较上年变动较小。2020 年 1－9 月，公司利润总额 15.89 亿元，同比大幅增长 97.51%。

表 4　公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1－9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
手续费及佣金净收入	14.17	77.60	11.08	66.10	15.22	52.43	15.07	52.24
其中：财信证券	8.12	44.47	5.65	33.73	8.65	29.81	9.94	34.44
财信信托	6.01	32.90	5.40	32.21	6.50	22.40	5.13	17.80
利息净收入	-0.33	-1.83	0.29	1.74	1.07	3.70	1.28	4.44
投资收益	6.82	37.36	4.14	24.72	12.05	41.51	12.02	41.68
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1.29	7.07	5.13	30.61	6.12	21.09	0.33	1.14
公允价值变动收益	-2.46	-13.50	0.85	5.06	0.28	0.97	0.27	0.95
其他	0.07	0.37	0.40	2.38	0.40	1.39	0.21	0.69
合计	**18.25**	**100.00**	**16.76**	**100.00**	**29.03**	**100.00**	**28.85**	**100.00**

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2．业务运营

（1）证券业务

财信证券主要业务板块包括投资银行、信用交易及证券经纪业务。近年来，受市场行情波动和行业竞争加剧影响，财信证券营业收入波动较大，2019 年收入大幅增长，收入结构更加均衡，2020 年前三季度收入超过 2019 年全年水平。

公司证券业务板块经营主体为子公司财信证券。财信证券原名“财富证券有限责任公司”，2020 年 3 月更为现名。财信证券成立于 2002 年 8 月，由湖南省信托投资公司和湖南省国有投资经营有限公司共同发起设立，是湖南省内国有控股的综合类证券公司，其投行和经纪业务具备较强的区域优势。截至 2020 年 9 月末，财信证券注册资本和实收资本均为 39.65 亿元，其中公司持股 96.49%。截至 2019 年末，财信证券共有 82 家证券营业部，其中湖南省内 37 家、省外 45 家，已逐步形成立足湖南辐射全国的业务布局。

财信证券经营的主要业务板块包括经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、自营投资业务和信用交易业务等。2017－2019 年，受证券市场行情影响，财信证券营业收入出现较大波动，其中 2018 年营业收入同比下降 42.12%；2019 年受益于市场行情回暖，财信证券各项业务均实现增长，其中自营投资收益较好，财信证券实现营业收入 15.62 亿元，同比大幅增长 1.72 倍。

表 5 财信证券营业收入及占比情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	5.60	56.39	4.75	82.61	6.02	38.54	6.41	38.11
投资银行业务	3.00	30.21	1.47	25.57	2.68	17.16	2.42	14.39
信用交易业务	4.01	40.38	3.66	63.65	3.76	24.07	3.11	18.49
资产管理业务	0.69	6.95	0.82	14.26	0.91	5.82	0.61	3.63
自营投资业务	1.93	19.44	0.44	7.65	3.30	21.13	3.77	22.41
期货经纪业务	0.52	5.24	0.47	8.17	1.12	7.17	2.16	12.84
其他	-3.71	-37.36	-5.18	-90.09	-1.49	-9.51	-1.27	-7.49
分部抵消	-2.11	-21.25	-0.68	-11.83	-0.68	-4.38	-0.40	-2.38
营业收入合计	**9.93**	**100.00**	**5.75**	**100.00**	**15.62**	**100.00**	**16.82**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

从业务结构来看，证券经纪业务和信用交易业务仍为财信证券前两大收入来源，但是随着其他业务板块收入增长，财信证券收入结构更加均衡。2017—2019 年，证券经纪业务占比分别为 56.39%、82.61%和 38.54%，证券经纪收入规模较稳定，2019 年随着其他板块收入增长，证券经纪业务占比大幅下降 44.07 个百分点；信用交易业务占比分别为 40.38%、63.65%和 24.07%，2019 年随着股票质押业务收缩，信用业务占比下降 39.58 个百分点，收入同比基本无变动，仍为第二大收入来源；自营投资业务占比分别为 19.44%、7.65%和 21.13%，波动较大，2019 年实现自营投资收入 3.30 亿元，同比增长 6.50 倍；投资银行业务占比分别为 30.21%、25.57%和 17.16%，占比逐年下降，但是收入规模 2019 年有所回升；资产管理业务收入规模逐年提升，但是目前规模较小；期货业务收入占比分别为 5.24%、8.17%和 7.17%，2019 年随着现货贸易等业务发展使收入大幅增长，但利润贡献少；其他收入主要包括财信证券的另类投资和基金子公司的收入，以及并表的结构化产品业务收入，2018 年结构化产品亏损较大，2019 年未发生损失。

2017—2019 年，财信证券实现净利润分别为 1.04 亿元、-2.33 亿元和 4.06 亿元，2019 年扭亏为盈并实现较好收益。

2020 年 1—9 月，财信证券实现营业收入 16.82 亿元，利润总额 6.71 亿元，均超过 2019 年全年水平，财信证券各项主要业务收入均同比增长，证券经纪和自营投资收入超过上年全年；财信证券收入结构较 2019 年变动不大，自营投资业务收入和期货经纪业务收入占比分别上升至 22.41%和 12.84%，投资银行、信用交易和资管业务收入占比均有所下降。

证券经纪业务收入始终为财信证券第一大收入来源，近年来受市场行情震荡影响，财信证券代理买卖证券规模呈“U 型”走势，证券经纪业务收入有所波动，未来经纪业务收入增长面临一定的不确定性。

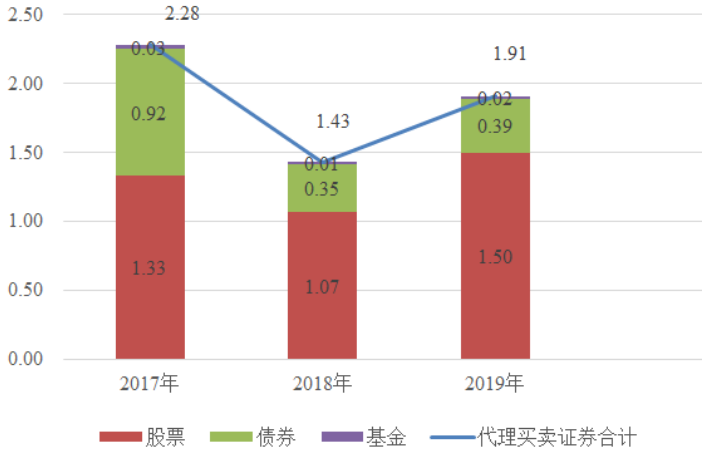
财信证券经纪业务资格齐全，主要包括向客户提供股票、基金、权证、债券等代理交易买卖业务、代销金融产品以及期货中间介绍等多种服务。受证券市场行情波动影响，2017—2019 年，财信证券经纪业务收入呈 U 型走势，三年实现收入分别为 5.60 亿元、4.75 亿元和 6.02 亿元，年均复合增长 3.68%；其中，2017—2019 年，财信证券代理买卖证券手续费及佣金净收入分别为 4.21 亿元、3.32 亿元和 4.24 亿元。

经纪业务受证券市场行情的影响较大，2017—2019 年，随着证券市场的震荡，财信证券代理买卖证券交易额呈 U 型走势，2018 年，代理买卖证券交易金额下降 37.41%，2019 年有所回升。受互联网金融发展和行业竞争加剧影响，财信证券经纪业务佣金率逐年降低，2017—2019 年分别为 0.0351%、0.0340%和 0.0302%。近年来，财信证券以优化经纪业务结构为目标，结合互联网渠道，扩大客户规模和经纪业务市场份额。2017—2019 年，财信证券零售经纪业

务客户数量分别为 208.53 万户、228.40 万户和 243.67 万户，呈逐年增长态势，从客户结构来看，财信证券零售经纪业务始终以个人客户为主。

2020 年 1—9 月，财信证券实现证券经纪业务收入 6.41 亿元；代理买卖证券交易金额 2.21 万亿元。

图 4 财信证券代理买卖证券交易量（单位：万亿元）



资料来源：公司提供，联合资信整理

财信证券投行业务以省内为主、以债券业务为主，受地方企业债政策变动的影响较大；2019 年以来，财信证券加大公司债的业务拓展力度，投资银行业务有所回升，目前项目储备情况较好。

财信证券投资银行业务主要包括股票承销保荐业务、债券承销业务、并购重组业务以及其他创新业务。截至 2020 年 9 月末，财信证券投资银行业务团队共有 167 人，其中保荐代表人 10 人、准保荐代表人 12 人。近年来，财信证券积极开展投行业务，大力开拓债券承销市场，2017—2019 年，财信证券分别实现投行业务收入 3.00 亿元、1.47 亿元和 2.68 亿元，年均复合下降 5.48%，2018 年投资银行业务收入降幅较大，主要系财信证券债券业务以省内企业债承销为主，2018 年随着地方企业债政策调控，公司债券承销业务大幅下滑。

股权业务方面，由于财信证券获得保荐业务资格时间较短，且股权类项目培育期较长，因此整体股权业务规模较小，尚处于起步阶段。2017 年，财信证券与湖南省政府金融办签署了《财务顾问服务协议》，加强在湖南省地区的投行服务能力，同时公司担任财务顾问的“快乐购”并购重组项目已报证监会审核。2018 年，财信证券投行业务股权业务完成 2 单，承销金额 57.75 亿元，较 2017 年大幅增长。2019 年，财信证券继续推进“快乐购”资产重组的募集配套资金部分，完成 20.00 亿元配套融资发行，并完成一个上市公司配股项目，4 单并购重组项目，业务和市场影响力有所提升。

债券业务方面，财信证券立足湖南省，着力挖掘省内优质资源，以企业债承销为主。2017—2019 年，财信证券债券主承销金额波动下降，实现债券主承销收入分别为 2.64 亿元、0.92 亿元和 2.00 亿元，2019 年有所回升，系年内财信证券加大公司债的业务开拓所致。2019 年，公司债券主承销项目较上年的 14 只增长至 32 只，金额大幅增长 1.04 倍至 294.98 亿元。

2020 年 1—9 月，财信证券投行业务收入 2.42 亿元，其中债券主承销收入 1.97 亿元，与 2019 年全年基本持平，完成债券主承销家数 58 个，主承销金额 375.55 亿元。

从项目储备来看，截至 2020 年 9 月末，债券项目储备 225 个（湖南省内 159 个），其中 70 个已取得批文或无异议函，17 个已上报国家发改委或交易所；IPO 储备项目 11 个、非公开

增发储备项目 4 个、上市公司并购重组储备项目 1 个；新三板精选层承销保荐项目 7 个，项目储备情况良好。

表 6 财信证券债券承销情况表（单位：个、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
债券主承销项目数量	50	14	32	58
债券主承销金额	350.65	144.80	294.98	375.55
债券主承销收入	2.64	0.92	2.00	1.97
债券分销项目数量	8	22	38	38
债券分销收入	0.05	0.19	0.18	0.08

资料来源：公司提供，联合资信整理

受市场行情影响，财信证券融资融券业务余额和证券经纪业务走势基本相符，整体利息收入较稳定；财信证券逐步收缩股票质押回购业务，目前业务余额较小，但仍应持续关注股票质押业务风险暴露情况。

财信证券信用交易业务主要包括融资融券业务和股票质押业务。近年来，财信证券信用交易业务收入占比变动较大，2019 年随着自营投资业务增长，信用交易业务收入占比大幅下滑，但仍为财信证券第二大收入来源。2017—2019 年，财信证券信用交易业务实现收入分别为 4.01 亿元、3.66 亿元和 3.76 亿元，收入规模较稳定。

融资融券业务方面，2017—2019 年，财信证券开立信用账户总户数持续增长，融资融券业务规模随市场变动有所波动，日均融资融券规模分别为 46.02 亿元、37.14 亿元和 45.02 亿元，与证券经纪业务走势基本一致；同期，财信证券融资融券业务利息净收入分别为 3.67 亿元、3.57 亿元和 3.32 亿元，逐年减少，但降幅较小，2019 年市场利率下行，利息收入有所下降。2017 年，财信证券发生 39 例客户违约，追偿后剩余违约金额 30.08 万元，金额较小，2018—2019 年公司无重大的逾期融出资金情况。

表 7 财信证券融资融券业务情况（单位：个、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
期末融资融券账户数目	18286	19285	21518	23206
累计授信金额	369.18	393.39	417.58	455.83
期末融出资金余额	53.78	33.84	45.98	58.79
日均融资融券规模	46.02	37.14	45.02	54.21
当期融资融券业务利息净收入	3.67	3.57	3.32	2.96

资料来源：公司提供，联合资信整理

股票质押式回购方面，2017—2019 年，财信证券股票质押回购业务余额分别为 8.66 亿元、5.45 亿元和 5.24 亿元[1]，实现利息收入 0.61 亿元、0.32 亿元和 0.48 亿元，收入规模有所波动，财信证券股票质押业务规模较小且逐年减少，主动控制股票质押业务风险。

2020 年 1—9 月，财信证券股票质押业务利息收入 0.14 亿元，融资融券业务利息净收入 2.96 亿元，为公司信用业务主要收入来源；截至 2020 年 9 月末，股票质押业务余额 1.62 亿元，融出资金余额 58.79 亿元。

因公司开展股票质押回购业务中，未能持续有效对融入方经营、财务、对外担保和诉讼等情况进行跟踪，2019 年 11 月，沪深交易所暂停公司股票质押式回购交易权限 3 个月，对公司业务产生一定影响，目前暂停期满股票质押业务已恢复。截至 2020 年 9 月末，股票质押业

1 此处为公司自有资金参与的股票质押回购业务余额。

务单笔规模超过 1,000 万元的业务中，发生违约或者延期支付等非正常合约共 3 笔，涉及上市公司股票分别是“千山药机”和“*ST 鹏起”，项目涉及金额共计 0.43 亿元，已全额计提减值准备。

近年来，财信证券资产管理业务积极转型，主动管理类产品持续增长，业务收入不断提升，但盈利规模仍较小。

财信证券资产管理业务主要包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。2017－2019 年，财信证券资产管理业务收入分别为 0.69 亿元、0.82 亿元和 0.91 亿元，年均复合增长 14.84%；随着费率较高的集合产品规模增加，财信证券资管业务收入持续增长，但总体规模仍较小。

2017－2019 年末，财信资产管理规模逐年下降，分别为 357.15 亿元、342.86 亿元和 272.80 亿元，年均复合下降 12.60%，逐年下降，主要是逐步清理通道业务所致。其中，集合资产管理业务规模分别为 57.51 亿元、103.46 亿元和 122.72 亿元，年均增长 46.08%，占总规模比重分别为 16.10%、30.18%和 44.99%，呈持续上升趋势，产品结构有所优化，主动管理业务占比有所提高。截至 2019 年末，财信证券资产管理业务规模较上年末下降 20.43%；其中，集合资产管理业务规模较年初增长 18.62%，定向资产管理业务规模较年初减少 38.98%，专项资产管理规模增长 47.83%，定向资产管理业务仍是财信证券主要业务类型，其规模占财信证券资产管理规模的比重为 52.52%。截至 2019 年末，财信证券主动管理业务产品数量 59 支，主动管理日均规模达 180.20 亿元，占日均总管理规模的 57.63%。截至 2019 年末，财信证券持有资管产品劣后级或提供增信措施的规模为 1.99 亿元，未造成损失。

截至 2020 年 9 月末，财信证券资产管理规模 219.33 亿元，较上年末下降 19.60%，主要为定向资管规模下降，主动管理业务产品数量 69 支，主动管理规模达 178.22 亿元，主动管理日均规模达 172.91 亿元，占日均总管理规模的 74.28%，占比逐步提升。截至 2020 年 9 月末，财信证券未持有资管产品劣后级或提供增信措施。

表 8　财信证券资产管理业务受托规模和手续费净收入情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1－9 月	
	期末资产管理规模	手续费净收入	期末资产管理规模	手续费净收入	期末资产管理规模	手续费净收入	期末资产管理规模	手续费净收入
集合资产管理	57.51	0.53	103.46	0.64	122.72	0.70	112.37	0.53
定向资产管理	284.74	0.15	234.80	0.18	143.28	0.21	100.43	0.08
专项资产管理	14.90	0.02	4.60	0.00	6.80	0.00	6.53	0.00
合计	**357.15**	**0.69**	**342.86**	**0.82**	**272.80**	**0.91**	**219.33**	**0.61**

资料来源：公司提供

近年来，财信证券自营业务投资规模波动变化，投资业绩波动较大，2019 年以来，财信证券投资规模和收入水平大幅回升，但债券持仓违约较多，需持续关注该业务回收情况。

财信证券自营投资业务以权益类证券投资、固定收益类证券投资和衍生品投资为主，已形成固定收益、证券投资、做市业务、量化投资、金融衍生品投资的全投资业务体系。近年来，随着证券市场波动加剧，财信证券自营投资收入变动较大，2017－2019 年，分别实现收入 1.93 亿元、0.44 亿元和 3.30 亿元，2018 年财信证券股票投资亏损较大，债券投资收益较高，总体收益为正，2019 年整体自营投资收益很好，收入增幅较大。

2017－2019 年末，财信证券自营业务投资规模波动增长，2018 年投资规模有所下降，主要是股票持仓减少所致，2019 年随着行情转好，自营投资规模大幅增长。投资结构方面，2017－

2019 年，财信证券始终以债券投资为主，且占比呈增长态势，债券投资分别为 38.00 亿元、47.06 亿元和 64.02 亿元，占自营投资的比重分别为 56.21%、77.94%和 84.60%。截至 2019 年末，财信证券信用债持仓结构中，AAA、AA+和 AA 持仓占比分别为 51.52%、15.42%和 28.66%，以高等级信用债券为主。2017－2019 年末，财信证券股票投资规模为 20.67 亿元、4.34 亿元和 4.51 亿元，占自营投资的比重快速下降，分别为 30.58%、7.19%和 5.96%，2018 年以来，随着市场行情出现大幅下滑，财信证券大幅收缩股票投资规模。2017－2019 年末，财信证券基金产品投资金额波动增长，持仓余额分别为 0.53 亿元、5.22 亿元和 3.71 亿元。2017－2019 年末，财信证券资产管理计划产品投资金额波动下降，分别为 4.66 亿元、1.73 亿元和 3.40 亿元。其他类投资主要包括资产支持证券产品投资和理财产品投资，截至 2019 年末，其他类投资规模占比为 0.04%，账面余额 0.03 亿元，规模很小。截至 2019 年末，财信证券自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 8.86%，较 2018 年末增加 1.90 个百分点，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 116.66%，较 2018 年末下降 7.61 个百分点，主要系公司当期调整自营投资结构所致。

截至 2020 年 9 月末，财信证券自营投资规模 126.47 亿元，较上年末大幅增长 67.13%，主要为债券和基金持仓大幅增长所致；债券持仓 105.08 亿元，较上年末大幅增长 64.14%，占比 83.09%，仍为主要投资类型；财信证券债券持仓中，利率债规模 6.84 亿元，AAA、AA+和 AA 信用债持仓分别为 26.88 亿元、37.15 亿元和 22.08 亿元，高等级信用债规模较大。

截至 2020 年 9 月末，财信证券债券自营投资业务发生违约情况 5 例，分别是“15 银亿 01”“16 申信 01”“16 华阳 01”“16 中信国安 MTN001”和“18 方正 05”项目，涉及投资金额共 1.49 亿元，上述项目均已按照估值和成本差额计提减值。

表 9　财信证券投资资产表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	38.00	56.21	47.06	77.94	64.02	84.60	105.08	83.09
股票	20.67	30.58	4.34	7.19	4.51	5.96	5.70	4.51
基金	0.53	0.78	5.22	8.65	3.71	4.90	9.11	7.20
资产管理计划	4.66	6.89	1.73	2.87	3.40	4.49	1.14	0.90
其他	3.74	5.53	2.03	3.36	0.03	0.04	5.44	4.30
合计	**67.60**	**100.00**	**60.38**	**100.00**	**75.67**	**100.00**	**126.47**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

财信期货业务发展较为稳定；受益于财信证券注资，财信期货资本实力进一步增强，有力支撑期货业务持续增长。

公司期货业务由财信证券子公司财信期货负责运营，财信期货经营范围为商品期货经纪、金融期货经纪。财信期货成立于 2005 年 8 月，原名“德盛期货有限公司”，2015 年 10 月 14 日，湖南省财政厅下发《湖南省财政厅关于同意湖南国投转让所持财富证券股权和德盛期货股权的批复》（湘财金函〔2015〕28 号），同意财信证券以备案评估值 339.75 万元的价格协议受让湖南省国有投资经营有限公司所持德盛期货 3%的股权，德盛期货变更为财信证券的全资子公司。2016 年 8 月，财信证券完成向德盛期货增资 1.00 亿元；2019 年 12 月，财信证券和财信投资分别按 33.33%和 66.67%比例向德盛期货增资 2.73 亿元，德盛期货成为财信证券控股子公司；2020 年 3 月，德盛期货有限公司更名为财信期货。截至 2020 年 9 月末，财信期货注册资本 4.73 亿元，财信证券持有 61.54%股份。

2017－2019 年，财信期货业务稳定发展，实现收入分别为 0.52 亿元、0.47 亿元和 1.12 亿元，2019 年随着现货贸易等业务发展，收入增速较快，但利润贡献仍较小。2020 年前三季度，财信期货实现营业收入 2.16 亿元。

（2）信托业务

近年来，信托业务规模保持稳定，信托业务手续费净收入有所增长；同时需关注信托资产投资基础产业行业集中度较高风险。

信托业务收入是公司目前第二大收入来源，其经营主体为子公司湖南省财信信托有限责任公司（以下简称“财信信托”）。财信信托是目前湖南省唯一保留的信托机构，也是省内唯一能够同时涉足资本市场、货币市场和产业市场的非银行金融机构。2017 年股东同比例增资共 32.53 亿元，其中，增加注册资本 12.51 亿元。截至 2020 年 9 月末，财信信托注册资本和实收资本均为 24.51 亿元，公司持股 96.00%。目前财信信托开展的信托业务种类主要有：市政基础设施类信托、房地产信托、PE 投资类信托、证券投资类、高科技及高成长产业类信托、信贷资产转让类信托、农林牧渔类信托以及企业改制、重组、收购类信托等，业务种类较为丰富。

2017－2019 年，财信信托营业收入波动下降，分别为 11.74 亿元、12.56 亿元和 8.74 亿元，2019 年财信信托将华融湘江银行股权转让至财信投资，该事项导致财信信托当年投资收益和营业收入大幅下降，但从信托业务实现的手续费净收入来看，财信信托实现手续费净收入分别为 6.02 亿元、5.40 亿元和 6.51 亿元，保持波动增长态势。

2020 年前三季度，财信信托实现营业收入 8.73 亿元，其中手续费及佣金净收入 5.13 亿元，为主要收入来源，利润总额 5.95 亿元。

表 10　财信信托营业收入情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－9 月
营业收入	**11.74**	**12.56**	**8.74**	**8.73**
其中：利息净收入	-0.08	-0.34	-0.45	1.25
手续费及佣金净收入	6.02	5.40	6.51	5.13
投资收益	5.76	7.59	2.49	2.47

资料来源：公司提供，联合资信整理

信托业务方面，2017－2019 年，财信信托信托资产规模稳步增长，2018 年增速较快，2019 年略有下降。2019 年，财信信托新发信托计划 190 个，筹集资金 829.00 亿元。信托资产主要用于事务管理类项目和融资类项目，2017－2019 年，融资类项目金额分别为 306.64 亿元、313.73 亿元和 361.35 亿元，三年复合增长 8.55%；事务管理类项目金额分别为 398.39 亿元、842.84 亿元和 686.26 亿元，三年复合增长 31.25%。截至 2019 年末，财信信托事务管理类项目资金规模占管理资产规模的 64.14%，融资类项目资金规模占管理资产规模的 33.77%；事务管理类项目规模在 2018 年增速明显，主要系新增与银行合作的消费信贷类信托所致，但事务管理类项目费率较低，2019 年该项业务规模下降，实体行业投放规模增速较快，整体规模较稳定。在行业分布方面，截至 2019 年底，财信信托对基础产业投资规模 365.34 亿元，占总规模 34.15%；金融机构投资规模 136.00 亿元，占总规模 12.71%；实业投资规模 373.41 亿元，占总规模 34.90%，行业集中度较高。截至 2020 年 9 月末，财信信托信托资产规模 1206.23 亿元，较上年末增长 12.74%，主要为证券投资类和事务管理类规模增长；业务类型、行业分布均较上年末变动较小。财信信托主动管理型业务主要为融资类信托，未来受监管政策影响较大，面临一定转型压力。

截至 2020 年 6 月末，信托业务金额较大风险项目主要为与海航实业集团有限公司及海航商业控股有限公司之间信托贷款、与滁州中普

置业有限公司信托贷款、与淮南志高动漫文化科技发展有限责任公司等公司信托贷款，主要为集合资金信托业务，涉及本金金额分别为 4.00 亿元、2.95 亿元和 3.00 亿元，目前均采用诉讼手段追偿。

表 11　财信信托的信托资产分布情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
证券投资类	55.05	7.18	21.29	1.80	16.11	1.51	34.93	3.00
股权投资类	6.69	0.87	6.27	0.53	6.20	0.58	6.16	0.50
融资类	306.64	39.99	313.73	26.49	361.35	33.77	325.28	27.00
事务管理类	398.39	51.96	842.84	71.18	686.26	64.14	724.41	60.00
其他投资类	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	115.45	9.50
信托资产总计	**766.77**	**100.00**	**1184.13**	**100.00**	**1069.92**	**100.00**	**1206.23**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

表 12　财信信托的信托资产行业分布情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
基础产业	422.50	55.10	422.15	35.65	365.34	34.15	327.26	27.00
房地产业	34.63	4.52	46.03	3.89	47.90	4.48	37.83	3.00
证券市场	49.52	6.46	22.22	1.88	29.50	2.76	57.06	5.00
实业	110.29	14.38	137.24	11.59	373.41	34.90	543.92	45.00
金融机构	57.88	7.55	445.47	37.62	136.00	12.71	132.50	11.00
其他	91.95	11.99	111.02	9.38	117.77	11.01	107.66	9.00
信托资产总计	**766.77**	**100.00**	**1184.13**	**100.00**	**1069.92**	**100.00**	**1206.23**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

固有业务方面，2017－2019 年末，固有资产规模波动上升。截至 2019 年末，财信信托资产总额 91.87 亿元，较上年末下降 10.84%，主要为将持有华融湘江银行股权划转至财信投资所致，其中货币资金 35.20 亿元，主要为股东增资 43.25 亿元后尚未完全使用所致；可供出售金融资产 47.44 亿元，规模基本无变动，占比 51.64%，为固有业务主要持有资产类型，其中信托计划 25.93 亿元，其他股权投资 8.61 亿元。截至 2019 年末，固有业务中信用风险资产规模 42.02 亿元，均为正常类。截至 2020 年 9 月末，固有资产 92.13 亿元，规模和资产结构较上年末均变动不大；固有业务中信用风险资产规模 20.00 亿元，较 2019 年末降幅较大，主要系 2019 年末财信信托增资款到位后持有较大规模同业存款等短期固收类资产，2020 年以来该项投资规模降幅较大，信用风险资产中关注类资产规模 0.51 亿元，不良类资产规模 0.10 亿元。

表 13　财信信托的固有资产分布情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	2.77	3.13	5.96	5.78	35.20	38.32
贷款及应收款	2.22	2.50	4.15	4.03	6.55	7.13
交易性金融资产	2.36	2.66	1.28	1.24	1.33	1.45
可供出售金融资产	4.34	48.95	47.97	46.56	47.44	51.64
长期股权投资	37.70	42.49	43.24	41.96	0.00	0.00

其他	0.24	0.27	0.44	0.43	1.35	1.46
固有资产总计	**88.72**	**100.00**	**103.04**	**100.00**	**91.87**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2019 年末，财信信托净资本 63.65 亿元，较上年末小幅下降 3.27%，净资本/各项风险资本之和为 362.47%，净资本/净资产 91.24%，均较上年末有所提升，远高于监管标准。截至 2020 年 9 月末，财信信托净资本 64.16 亿元，净资本/各项风险资本之和为 340.00%，较 2019 年末有所下降，但仍远高于监管标准。

表 14　财信信托净资本监管指标（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末	监管标准
净资本	60.45	65.80	63.65	64.16	≥2.00
各项风险资本之和	16.96	23.79	17.56	18.89	--
净资本/各项风险资本之和	356.38	276.61	362.47	340.00	≥100.00
净资本/净资产	87.98	87.56	91.24	85.37	≥40.00

资料来源：财信信托年报及提供资料，联合资信整理

（3）重要参股公司

公司参股公司主要涉及保险板块和银行板块，财信人寿增资后偿付能力大幅提升，但经营业绩仍有待提升；华融湘江银行盈利规模较大，给公司带来较大的投资收益。

保险业务是公司金融服务的重要组成部分，其经营主体为参股公司财信人寿。财信人寿成立于 2012 年，是湖南首家保险法人机构，原名为“吉祥人寿保险股份有限公司”，2020 年 10 月更改为现名。2016 年 9 月，中国保监会下发了《关于吉祥人寿保险股份有限公司变更注册资本的批复》（保监许可〔2016〕917 号），财信人寿注册资本增加 15.08 亿元至 23.00 亿元。2018 年 12 月，财信人寿增资 11.63 亿元至 34.63 亿元，其中公司对其增资 3.76 亿元，此次增资后，公司持股比例为 33.00%。截至 2020 年 9 月末，财信人寿股本 34.63 亿元，公司持股比例为 33.00%，为财信人寿第一大股东。

财信人寿主营人身保险业务。截至 2020 年 9 月末，财信人寿完成了湖南分公司、湖南全部 14 家地市中心支公司及 45 家县区支公司的铺设工作，并已向省外发展，开设完成了河南、湖北、安徽和河北 4 家省级分公司，省外开设 21 家地市中心支公司和 20 家县区支公司。此外，财信人寿设立了 3 家营销服务部和 1 家电销专属机构。

2017－2019 年，财信人寿营业收入持续下降，三年复合减少 31.58%。2019 年，财信人寿实现营业收入 28.09 亿元，同比大幅减少 20.13%，主要是已赚保费规模下降所致。2017－2019 年，财信人寿净利润分别为-4.55 亿元、-0.79 亿元和 0.23 亿元，2019 年退保金规模大幅下降，财信人寿扭亏为盈，但是盈利能力仍很弱。

2017－2019 年，财信人寿保险业务收入分别为 53.54 亿元、27.93 亿元和 20.10 亿元，三年复合减少 38.73%。财信人寿的寿险和年金险保费收入逐年下降是保险业务收入下降的主因，业务竞争力有所下滑；健康险收入规模较小，但逐年有所增长，占比同步有所增长。2019 年，财信人寿保险业务以年金险和健康险为主（合计收入占比 90.06%）。

2020 年前三季度，财信人寿保险业务收入 14.93 亿元，其中年金险 7.91 亿元，占比 52.95%，年金险占比有所下降，寿险和健康险占比有所上升。

偿付能力方面，截至 2020 年 9 月末，财信人寿实际资本 47.91 亿元，最低资本 19.48 亿元，综合偿付能力充足率 246.01%，较上年末 179.96% 大幅提升，满足监管要求。

表 15　财信人寿保险业务收入情况（单位：亿元、%）

产品类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
寿险	11.45	21.39	6.10	21.84	1.09	5.44	2.19	14.68
健康险	2.57	4.81	3.43	12.26	4.32	21.50	3.92	26.23
意外伤害险	0.77	1.44	0.86	3.08	0.91	4.50	0.92	6.14
年金险	38.75	72.36	17.55	62.82	13.78	68.56	7.91	52.95
合计	**53.54**	**100.00**	**27.93**	**100.00**	**20.10**	**100.00**	**14.93**	**100.00**

资料来源：财信人寿年度信息披露报告及公司提供，联合资信整理

华融湘江银行是公司重要参股公司，成立于 2010 年 10 月，注册地及总行均位于湖南省长沙市。公司持有华融湘江银行 20%股权，为华融湘江银行第二大股东。截至 2020 年 6 月末，公司持有华融湘江银行股权账面价值 50.58 亿元。截至 2019 年末，华融湘江银行共有 192 个营业网点，其中总行营业部 1 家，分行 15 家，支行 176 家（其中社区支行 5 家）。截至 2019 年末，华融湘江银行资产总额 3,667.77 亿元，较 2018 年末增长 9.34%；股东权益 239.81 亿元，较 2018 年末增长 9.20%；负债总额 3,427.96 亿元，较 2018 年末增长 9.35%。2019 年，华融湘江银行实现营业收入 93.46 亿元，同比下降 2.06%；实现净利润 30.23 亿元，同比增长 11.29%。2019 年，公司持有华融湘江银行股权在权益法下确认的投资收益为 6.05 亿元，占 2019 年营业收入的 20.83%，对公司收入贡献较大。2018—2019 年，华融湘江银行对公司分红分别为 0.29 亿元和 2.02 亿元，分红力度一般。

3．未来发展

公司战略目标清晰，定位明确，符合自身特点和未来发展的需要。

未来，公司将继续推动战略转型，主要推进以下重点工作，一是创立财政政策与金融工具协同研究中心；二是组建集团业务协同创新中心；三是创建“财信看盘”研究咨询团队；四是开展产业链和湘股专题研究。同时，公司将充分发挥集团“定方向、谋战略”的作用，明确各子公司战略转型思路，确保顺利转型发展。按照“集而能团，分而能治”的原则重组组织体系，界定权责管控边界，加快建立现代企业制度，推进治理体系和治理能力的现代化。

八、风险管理分析

公司各业务板块建立了风控制度及业务操作流程，但母公司层面全面风险管理体系仍需完善。

公司在日常经营活动中面临的风险主要包括法律政策风险、市场风险、流动性风险、信用风险、管理风险和操作风险等。公司风险管理的总体目标是通过建立、健全一整套行之有效的风险管理政策和制度，来识别、衡量和评估风险，优化风险组合，建立风险预警系统，制定风险防范及化解措施，使公司的风险控制在可承受范围之内，以保证公司战略目标的实现和股东利益的最大化。

公司成立了风控合规部，负责建立和实施完善的风险控制和合规管理体系，审查内部规章制度和重大合同（协议），建立完善的风险监控组织体系、风险监控情报信息收集渠道、风险识别方法以及风险管理信息系统，参与公司重大决策、重大事件处置、项目投融资、资产处置等相关决策，对重要业务内控流程进行风险控制和评价，提出风险专业意见，组织处理、指导集团总部及各分子公司各类诉讼与仲裁案件等工作，有效控制公司经营风险。

由于公司的主要收入来源于信托业务和证券业务，财信证券和财信信托的风控对公司把握风险具有重要影响。

信托业务方面，财信信托目前已建立了一整套行之有效的风险控制制度，通过加强尽职调查、优化评审制度、不定期风险排查及严格

落实贷款的担保、抵押措施等手段尽量规避信用风险；通过建立有效的决策机制，明确各项业务操作规范及流程，实施岗位职责分离制度等措施防范操作风险；另外还将风险考核运用到公司风险管理、绩效分配、资源配置、人力资源管理等方面。

证券业务方面，近年来，财信证券董事会坚持在保持风险可测、可控、可承受的前提下，获取更高收益，提升财信证券核心竞争力的管理战略，确立了中立风险偏好的风险管理策略，各业务按授权交易限额、止损限额、敞口限额等动态管理。财信证券经营管理层根据董事会确立的风险政策，制定了“变被动监控为主动管理、变事中控制为事前评估、变预警提示为决策参与”的风险管理方针。对于重要业务部门，通过直派风险管理人员的方式加强重点风险防范。由于财信证券自营业务部门集中于深圳，财信证券已在深圳分公司设立风险管理部，该部门在业务和考核上由总部风险管理部归口管理，实现风险管理的前移。

九、财务分析

1．财务概况

2019 年，公司财务报表格式由一般企业财务报表格式变更为金融企业财务报表格式，并对 2017－2018 年数据追溯调整，公司提供 2017－2019 年连审财务报告，经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留意见的审计结论。2020 年前三季度数据未经审计。2017－2019 年，公司合并范围无变动，财务数据可比性强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 441.25 亿元，负债总额 284.61 亿元，其中代理买卖证券款 87.23 亿元；所有者权益合计 156.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 151.26 亿元。2019 年，公司实现营业收入 29.03 亿元，利润总额 13.29 亿元，净利润 11.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额 35.37 亿元；现金及现金等价物净增加额 47.10 亿元。

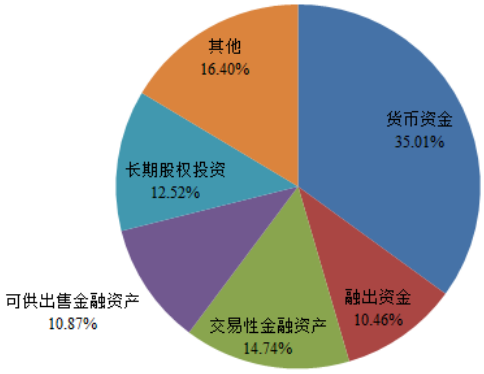
截至 2020 年 9 月末，公司合并资产总额 533.96 亿元，负债总额 362.91 亿元，其中代理买卖证券款 99.11 亿元；所有者权益合计 171.06 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 165.28 亿元。2020 年 1－9 月，公司实现营业收入 28.85 亿元，利润总额 15.89 亿元，净利润 12.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 12.42 亿元；经营活动产生的现金流量净额-60.54 亿元；现金及现金等价物净增加额-28.09 亿元。

2．资产质量

公司资产规模持续增长，资产构成以子公司持有的金融资产为主，资产质量良好，但资产受限规模较大，流动性一般。

2017－2019 年末，公司资产规模持续增长，三年复合增长 9.02%，主要系证券经纪业务中客户资金规模大幅增长所致，同时公司加大对参股公司投资力度，长期股权投资规模有所增长。2017－2019 年末，公司自有资产[2]分别为 293.75 亿元、319.76 亿元和 345.27 亿元，年均增长 8.42%。截至 2019 年末，公司资产总额为 441.25 亿元，较上年末增长 14.42%，公司资产主要为子公司财信证券和财信信托投资的金融资产，以货币资金（占比为 35.01%）、融出资金（占比为 10.46%）、交易性金融资产（占比为 14.74%）、可供出售金融资产（占比为 10.87%）和长期股权投资（占比为 12.52%）为主。

图 5　截至 2019 年末公司资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

[2] 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

2017－2019 年末，公司货币资金逐年快速增长，三年复合增长 44.98%。截至 2019 年底，公司货币资金余额为 154.50 亿元，较上年末增长 38.63%，主要为客户资金增长。公司货币资金以银行存款为主，其中，财信证券客户存款为 109.61 亿元，占比 70.95%。2019 年末，公司自有资金 80.03 亿元，较上年末上升 22.41%，自有资金中受限金额 0.70 万元，受限规模很小。

2017－2019 年末，公司融出资金波动下降，三年复合减少 7.25%。公司融出资金为财信证券的融资融券业务形成，受市场行情影响较大，2018 年业务快速收缩，2019 年业务余额有所增长。截至 2019 年底，公司融出资金余额 46.15 亿元，较上年末增长 36.67%，主要系行情回暖使融资融券业务规模增长所致。截至 2019 年底，财信证券融出资金担保物公允价值余额 125.67 亿元，系融出资金账面余额的 2.72 倍，减值风险可控。

2017－2018 年末，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产分别为 36.54 亿元和 37.37 亿元。2019 年，公司实行最新会计准则，将金融资产重分类，新设交易性金融资产科目，截至 2019 年末，交易性金融资产 65.03 亿元，主要为子公司持有金融资产，截至 2019 年末，公司持有债务工具、权益工具和基金金额分别为 54.10 亿元、3.81 亿元和 3.71 亿元，债务工具占比 83.19%，为主要持仓品种。截至 2019 年末，公司将交易性金融资产中 20.94 亿元债券投资为卖出回购业务设定质押。

2017－2019 年末，公司可供出售金融资产规模下降较快，三年复合减少 21.27%。截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 47.94 亿元，较上年末下降 40.72%，主要是 2019 年金融资产重分类将部分可供出售金融资产计入交易性金融资产所致，2019 年初重分类后可供出售金融资产规模为 48.47 亿元，2019 年末金额较年初变动很小。截至 2019 年末，可供出售金融资产主要是财信信托自持的信托计划和信托业务保障金，金额分别为 25.93 亿元和 10.23 亿元，合计占比 75.43%。截至 2019 年末，可供出售金融资产计提减值准备 3.87 亿元，采用新准则后减值规模有所增加。

2017－2019 年末，公司长期股权投资逐年快速增长，三年复合增长 14.86%，主要是 2018 年涨幅较大，2018 年公司对财信人寿增资 3.76 亿元。截至 2019 年末，公司长期股权投资为 55.24 亿元，较上年末增长 9.26%，主要是华融湘江银行权益法下确认投资收益增加。截至 2019 年末，公司持有财信人寿股权账面价值 7.94 亿元，华融湘江银行账面价值 47.30 亿元。

截至 2019 年末，公司受限资产共 31.75 亿元，在总资产中占比 7.19%，其中公司将交易性金融资产中 20.94 亿元债券投资、买入返售金融资产 2.92 亿元和其他债权投资 7.89 亿元为卖出回购业务设定质押，公司受限资产规模较大。

截至 2020 年 9 月末，公司资产总额 533.96 亿元，较年初增长 21.01%，主要为交易性金融资产和发放贷款及垫款规模增长。截至 2020 年 9 月末，公司受限资产共 48.72 亿元，其中公司将交易性金融资产中 41.86 亿元债券投资、买入返售金融资产 0.81 亿元和其他债权投资 5.73 亿元为卖出回购业务设定质押，公司受限资产规模较大，受限资产在总资产中占比 9.12%。

3. 负债和所有者权益

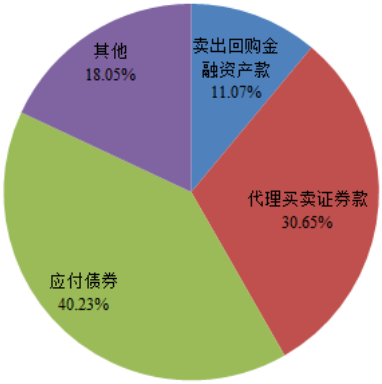
近年来，公司负债规模波动增长；2019 年公司新发行长期公司债，债务结构有所优化，以长期债务为主，整体债务负担属适中水平。公司所有者权益整体稳定性较好，随着股东增资，所有者权益快速增长后保持稳定。

2017－2019 年末，公司负债规模波动增长，三年复合增长 3.22%。2017－2019 年末，公司自有负债[3]分别为 189.64 亿元、165.52 亿元和 188.63 亿元，年均减少 0.27%。截至 2019 年底，公司负债总额为 284.61 亿元，较 2018 年末增长 23.00%，主要是代理买卖证券款和公司应付债券增加所致。截止 2019 年末，公司负债以代理买卖证券款（占比为 30.65%）、卖出回购金融

[3] 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

资产款（占比为 11.07%）和应付债券（占比为 40.23%）为主。

图 6 截至 2019 年底公司负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017－2019 年末，公司卖出回购金融资产款快速减少，三年复合减少 27.89%。截至 2019 年末，公司卖出回购金融资产款 31.51 亿元，较上年末减少 22.58%，主要系债券质押式和买断式回购业务大幅减少所致。

2017－2019 年末，公司代理买卖证券款波动增加，年均增长 17.22%，截至 2019 年末，公司代理买卖证券款 87.23 亿元，较上年末大幅增长 52.59%，主要是行情回暖，财信证券经纪业务规模大幅增长所致。

2017－2019 年末，公司应付债券规模逐年上升，年均增长 27.00%；截至 2019 年末，应付债券为 114.50 亿元，较上年末增长 16.93%，主要是公司发行 15.00 亿元公司债券，同时财信证券发行 8.00 亿元公司债券所致；应付债券主要为公司和财信证券存续公司债券。

2017－2019 年末，公司全部债务规模波动下降，2018 年公司增资后降低债务规模，全部债务有所减少，2019 年子公司杠杆水平有所上升，公司全部债务规模有所增长。截至 2019 年底，公司全部债务为 168.49 亿元，较上年末增长 9.15%；其中，短期债务占比 32.05%，长期债务占比 67.95%，长期债务占比较 2018 年末增加 4.52 个百分点，主要是新发行长期债券。2017－2019 年末，公司自有资产负债率[4]分别为 64.56%、51.77%和 54.63%，资产负债率分别为 71.96%、60.00%和 64.50%，全部债务资本化比率分别为 64.22%、50.02%和 51.82%，长期债务资本化比率分别为 40.54%、38.83%和 42.23%，公司偿债压力有所下降，整体债务负担属于适中水平。

截至 2020 年 9 月末，公司负债总额 362.91 亿元，较年初增长 27.51%，主要为代理买卖证券款和应付债券规模增长所致；公司全部债务 229.03 亿元，其中长期债务 161.62 亿元，占比 70.57%，以长期债务为主。从债务期限结构来看，截至 2020 年 9 月末，公司全部债务在 1 年内和 1~2 年到期规模占比分别为 51.97%和 12.66%，公司 2 年内偿付压力较大，因子公司属于金融行业，质押融资和拆入资金规模较大，短期债务规模占比高符合行业普遍特征，但公司需对债务进行合理的流动性管理。

表 16 截至 2020 年 9 月末公司有息债务到期情况表（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
1 年以内	119.03	51.97
1~2 年	29.00	12.66
2~3 年	5.00	2.18
3 年以上	76.00	33.18
合计	**229.03**	**100.00**

注：长期债务无法对长期借款和应付债券中一年以内到期部分进行拆分，因此与上表中 1 年以上到期的有息债务规模存在差异
资料来源：公司提供

2017－2019 年末，公司所有者权益快速增长后保持稳定。2018 年，控股股东财信金控对公司增资 45.00 亿元，全部计入资本公积，公司所有者权益大幅增长。截至 2019 年末，公司所有者权益 156.63 亿元，较上年末增长 1.55%，主要是留存收益增长；其中，归属于母公司的所有者权益占比 96.57%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 24.75%，资本公积占比 54.38%，未分配利润占比 9.65%。公司实收资本和资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性较好。

[4] 自有资产负债率=自有负债/自有资产×100%

截至2020年9月末，公司所有者权益171.06亿元，较年初增长9.21%，主要为利润留存，所有者权益结构变动不大。

4．盈利能力

近年来，公司盈利指标有所波动，2019年以来明显回升，整体盈利能力较好；公司营业收入来源于金融业务，易受宏观环境、经营状况和金融市场行情等因素影响，盈利稳定性一般。

公司本部不开展实际业务，仅产生投资收益，营业收入主要为控股子公司贡献，近年来市场行情波动加剧，公司营业收入随着波动。2017－2019年，公司营业收入分别为18.25亿元、16.76亿元和29.03亿元，2019年增幅较大，同比增长73.20%，主要系财信证券各项业务增长所致。2019年，财信证券实现营业收入15.62亿元，同比增长1.72倍。2017－2019年，公司实现利润总额8.54亿元、6.70亿元和13.29亿元，2019年同比增长98.26%，主要为财信证券贡献。

从营业支出来看，公司营业支出主要为业务及管理费和资产减值损失，2017－2019年，公司营业支出分别为9.75亿元、10.01亿元和15.66亿元，年均复合增长26.74%，其中2019年涨幅较大，同比增长56.37%，主要是业务及管理费增加，同时采用新会计准则后，公司对可供出售金融资产增加计提减值准备所致。

从盈利指标来看，2017－2019年，公司盈利能力指标均呈U型趋势，2018年有所下降，2019年提升至2017年水平。2019年，公司营业利润率、资产收益率、净资产收益率和归母净资产收益率分别为46.05%、2.72%、7.23%和7.33%，分别同比上升5.80、1.15、2.65和2.81个百分点，盈利能力明显回升。

2020年1－9月，公司实现营业收入28.85亿元，利润总额15.89亿元，利润总额超过2019年全年水平；未经年化的资产收益率、净资产收益率和归母净资产收益率分别为2.62%、7.80%和7.85%。

表 17　公司盈利情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
营业收入	**18.25**	**16.76**	**29.03**	**28.85**
营业支出	9.75	10.01	15.66	12.88
营业利润	8.51	6.75	13.37	15.97
利润总额	8.54	6.70	13.29	15.89
净利润	**6.39**	**5.93**	**11.25**	**12.78**
营业利润率	46.60	40.25	46.05	55.36
资产收益率	1.72	1.57	2.72	2.62
净资产收益率	7.58	4.59	7.23	7.80
归母净资产收益率	8.76	4.52	7.33	7.85

注：2020 年 1－9 月相关指标未年化
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从同行业对比来看，财信投资各指标均优于对比公司平均水平。

表 18　截至 2019 年底类似企业财务指标比较（单位：%）

项目	净资产收益率	归母净资产收益率	资产负债率	自有资产负债率
山西金融投资控股集团有限公司	2.61	2.32	67.36	61.72
苏州国际发展集团有限公司	3.74	2.27	73.11	68.35
珠海华发投资控股有限公司	5.23	3.78	70.41	70.30
上述样本企业平均值	**3.86**	**2.79**	**70.29**	**66.79**
财信投资	7.23	7.33	64.50	54.63

资料来源：公司审计报告、财务报表、公开资料，联合资信整理

5．现金流

公司经营活动现金流主要为子公司业务端投放和回收，近年来波动较大，2019 年随着业务到期回收，经营现金流入规模较大；筹资活动主要为股东增资和债券融资，近年来保持为净流入，2019 年偿还部分债务，净流入规模减少；投资活动较少，现金流规模较小；公司对筹资性现金流入依赖较大。

从经营活动来看，2017－2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为-4.41 亿元、-11.14 亿元和 35.37 亿元；经营活动主要为子公司业务经营产生现金流，随着业务投放和到期而变动。

从投资活动来看，2017－2019 年，公司投资活动现金流量净额分别为-16.88 亿元、2.48 亿元和 1.46 亿元，2017 年公司追加对华融湘江银行出资，投资活动现金净流出金额较大，除此之外，公司投资活动现金流较少。

从筹资活动看，2017－2019 年，公司筹资活动现金流量分别为 11.70 亿元、41.98 亿元和 10.27 亿元；2017 年 2018 年，公司通过增资和发行公司债券，实现筹资活动现金大额净流入，2019 年公司发行公司债并偿还部分债务，现金净流入规模较小。

2020 年前三季度，公司经营性现金流量净额-60.54 亿元，投资性现金流量净额-18.25 亿元，筹资性现金流量净额 50.71 亿元，期末现金及现金等价物余额 141.05 亿元，公司现金流对筹资活动现金流入依赖较大。

表 19　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－9 月
经营性现金流量净额	-4.41	-11.14	35.37	-60.54
投资性现金流量净额	-16.88	2.48	1.46	-18.25
筹资性现金流量净额	11.70	41.98	10.27	50.71
现金及现金等价物净增加额	-9.60	33.33	47.10	-28.09
期末现金及现金等价物余额	88.66	121.99	169.09	141.05

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

6．母公司财务分析

公司母公司层面为控股平台，无实际经营业务，资产负债结构较为单一，杠杆率适中，期末现金及等价物余额充足。

2017－2019 年末，公司母公司口径资产总额整体呈增长趋势，截至 2019 年末，公司母公司口径资产 214.60 亿元，较年初增长 7.79%，主要是长期股权投资增加所致，资产结构以长期股权投资（占比 82.17%）和货币资金（占比 10.23%）为主。截至 2019 年末，公司母公司口径负债规模 82.01 亿元，主要由应付债券构成，应付债券账面价值 79.76 亿元，分别为“16 财信债”“18 财信 01”和“19 财信 01”，本金金额分别为 20.00 亿元、45.00 亿元和 15.00 亿元，“16 财信债”2021 年到期，“18 财信 01”为 2018 年发行，期限为 3+2 年，“19 财信 01”为 3+2 年期，均将于 2021 年和 2022 年到期或到回售期。截至 2019 年末，公司母公司口径资产负债率为 38.21%，杠杆水平适中。截至 2019 年末，公司母公司口径所有者权益 132.59 亿元，较年初变动不大，所有者权益很稳定。

2019 年，公司母公司口径实现营业收入 12.51 亿元，其中投资收益 14.29 亿元；实现净利润 12.36 亿元，同比大幅增长 5.06 倍，主要是华融湘江银行投资收益计入母公司层面利润表所致，投资收益对利润贡献度高。

母公司口径现金流方面，公司现金流变动较大，2019 年，经营活动和筹资活动均产生现金净流入，分别为 9.92 亿元和 11.96 亿元，投资活动现金流为-43.47 亿元，期末现金及等价物余额 21.96 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司母公司口径资产总额 219.61 亿元，所有者权益规模 136.23 亿元，

均较年初基本无变动；2020 年前三季度，母公司口径营业收入 3.30 亿元，利润总额 3.14 亿元，现金及现金等价物净增加额-16.86 亿元。

7．偿债能力

公司偿债指标表现较好，同时，考虑到公司资产质量良好，授信规模大，融资渠道通畅，股东支持力度大，公司整体偿债能力极强。

短期偿债能力方面，2017－2019 年末，公司期末现金及现金等价物余额/短期债务逐年增长，期末现金及等价物余额对短期债务覆盖程度很好。

长期偿债能力方面，2017－2019 年，公司 EBITDA 分别为 16.46 亿元、13.90 亿元和 21.50 亿元，2019 年，公司 EBITDA 构成中，利润总额占比 61.80%，利息支出占比 35.80%，折旧和摊销占比 2.40%，利润总额占比较高。2017－2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.19 倍、2.07 倍和 2.79 倍，全部债务/EBITDA 分别为 11.35 倍、11.11 倍和 7.84 倍，偿债压力有所下降。2017－2019 年末，净资产对全部债务覆盖倍数分别为 0.56 倍、1.00 倍和 0.93 倍，覆盖程度较好。

截至 2020 年 9 月末，期末现金及现金等价物余额/短期债务为 2.09 倍，EBITDA 利息倍数为 3.63 倍，偿债指标表现较好。

公司母公司口径无短期债务，无法计算期末现金及现金等价物余额/短期债务。2017－2019 年，母公司口径 EBITDA 利息倍数分别为 9.78 倍、2.03 倍和 4.86 倍，2020 年 1－9 月为 2.17 倍，覆盖程度较好。2017－2019 年，母公司层面筹资活动现金流保持大规模净流入，子公司分红带来现金回流规模不大，现金流对筹资活动依赖度高，“16 财信债”“18 财信 01”将于 2021 年面临到期日和行权日，需关注公司对 65.00 亿元债券的偿付计划安排。

表 20　公司合并口径偿债能力（单位：亿元、倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－9 月
期末现金及现金等价物余额/短期债务	0.76	2.16	3.13	2.09
净资产/全部债务比	0.56	1.00	0.93	0.75
EBITDA	16.46	13.90	21.50	22.41
EBITDA 利息倍数	2.19	2.07	2.79	3.63
全部债务/EBITDA	11.35	11.11	7.84	10.22

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表 21　公司母公司口径偿债能力（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－9 月
EBITDA 利息倍数	8.87	2.03	4.86	2.17
全部债务/EBITDA	1.29	15.05	5.13	13.62

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020 年 9 月，财信人寿发行 15.00 亿元资本补充债券，公司对该债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。除此之外，截至 2020 年 9 月末，公司不存在其他对外担保事项。

截至 2020 年 9 月末，公司作为被告或第三人的涉及金额超过 1000 万元的重大未决诉讼包括 3 项，其中 1 项为财信信托业务纠纷，涉及金额约 2.95 亿元，目前二审尚未开庭；财信证券 2 项，均为 2020 年 1 月受理的证券纠纷案，目前尚未判决。

十、本期债券偿还能力分析

本期公司债券发行后公司债务规模将进一步增加；除经营现金流指标外，2019 年末和 2020 年 9 月末公司合并口径和母公司口径各项指标对本期债券的覆盖程度均较好。

1．本期债券的发行对目前负债的影响

截至 2020 年 9 月末，公司全部债务 229.03 亿元。本期债券发行规模为不超过 10.00 亿元（含），在本期债券发行后，公司债务规模将进一步增加。

以 2020 年 9 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司全部债务规模将增加至 239.03 亿元，较发债前增长 4.37%，公司债务负担将有所加重。

2．本期债券偿还能力分析

以 2019 年末和 2020 年 9 月末的财务数据为基础，按照公司发行 10.00 亿元公司债券估算相关指标对本期债券的保障倍数如下表，除经营现金流指标外，各项指标对本期债券的覆盖程度较好。

表 22　本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	合并	母公司	合并	母公司	合并	母公司	合并	母公司
经营活动现金净流量/本期债券额度	-0.44	1.44	-1.11	-3.01	3.54	0.99	-6.05	-1.77
EBITDA/本期债券额度	1.65	1.55	1.39	0.43	2.15	1.56	2.24	0.59
净利润/本期债券额度	0.64	1.38	0.59	0.20	1.12	1.24	1.28	0.31
股东权益/本期债券额度	10.41	8.40	15.42	13.05	15.66	13.26	17.11	13.62

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

综合以上分析，并考虑到公司作为湖南省重要的大型国有金融投资控股平台，股东支持力度很大，金融牌照较齐全，具备很强的业务竞争力，联合资信认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

十一、综合评价

公司作为湖南省重要的大型国有金融投资控股平台，区域地位突出，受政府支持力度较大；目前公司已形成以证券、信托和保险业务为核心的综合金融服务体系，具备很强业务竞争力。目前，公司资本实力很强，资产质量良好，杠杆水平适中。

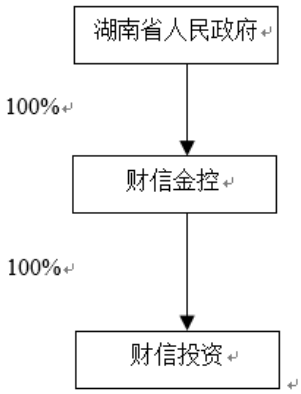
同时联合资信也关注到公司主营业务易受市场行情影响，盈利稳定性较低，同时证券市场波动和相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响。

本期拟发行公司债券规模不超过 10.00 亿元（含），本期债券发行后公司债务规模将进一步增加；除经营现金流指标外，2019 年末和 2020 年 9 月末公司合并口径和母公司口径各项指标对本期债券的覆盖程度均较好。

未来，随着公司业务转型，金融板块布局进一步完善以及多业务板块协同效应的发挥，公司收入和利润有望提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

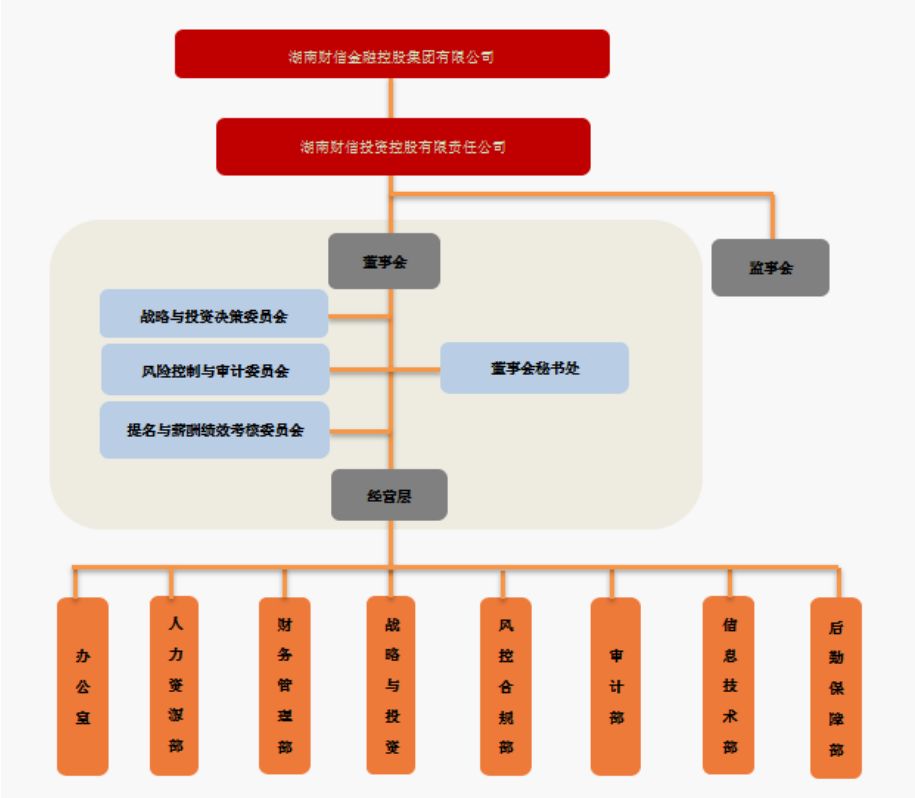
基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体违约风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1　截至 2020 年底湖南财信投资控股有限责任公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年 9 月底湖南财信投资控股有限责任公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年 9 月底湖南财信投资控股有限责任公司主要控股和参股公司情况

序号	企业名称	类型	注册资本（亿元）	持股比例（%）
1	财信证券有限责任公司	证券公司	39.65	96.49
2	湖南省财信信托有限责任公司	信托公司	24.51	96.00
3	财信吉祥人寿保险股份有限公司	保险公司	34.63	33.00
4	沅江浦发村镇银行股份有限公司	银行	0.50	10.00
5	长沙星沙沪农商村镇银行股份有限公司	银行	1.00	7.00
6	华融湘江银行股份有限公司	银行	77.50	20.00

资料来源：公司提供

附件 2-1　湖南财信投资控股有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
财务数据				
资产总额（亿元）	371.23	385.62	441.25	533.96
所有者权益（亿元）	104.11	154.24	156.63	171.06
归属于母公司所有者权益（亿元）	99.16	149.12	151.26	165.28
短期债务（亿元）	115.90	56.45	53.99	67.41
长期债务（亿元）	70.99	97.92	114.50	161.62
全部债务（亿元）	186.89	154.37	168.49	229.03
营业收入（亿元）	18.25	16.76	29.03	28.85
投资收益（亿元）	6.82	4.14	12.05	12.02
利润总额（亿元）	8.54	6.70	13.29	15.89
EBITDA（亿元）	16.46	13.90	21.50	22.41
筹资前净现金流（亿元）	-21.29	-8.65	36.83	-78.79
财务指标				
营业利润率（%）	46.60	40.25	46.05	55.36
资产收益率（%）	4.34	3.54	5.08	4.53
净资产收益率（%）	1.72	1.57	2.72	2.62
归母净资产收益率（%）	8.76	4.52	7.33	7.85
长期债务资本化比率（%）	40.54	38.83	42.23	48.58
全部债务资本化比率（%）	64.22	50.02	51.82	57.25
资产负债率（%）	71.96	60.00	64.50	67.96
流动比率（%）	124.88	183.63	183.27	184.00
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.76	2.16	3.13	2.09
EBITDA 利息倍数（倍）	2.19	2.07	2.79	3.63
全部债务/EBITDA（倍）	11.35	11.11	7.84	10.22
EBITDA/本期债券额度（倍）	1.65	1.39	2.15	2.24

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2　湖南财信投资控股有限责任公司
主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
财务数据				
资产总额（亿元）	127.34	199.09	214.60	219.61
所有者权益（亿元）	84.04	130.49	132.59	136.23
短期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务（亿元）	20.00	64.76	79.76	79.85
全部债务（亿元）	20.00	64.76	79.76	79.85
营业收入（亿元）	13.84	2.28	12.51	3.30
投资收益（亿元）	15.53	3.28	14.29	5.85
利润总额（亿元）	13.78	2.15	12.34	3.14
EBITDA（亿元）	15.54	4.30	15.56	5.86
筹资前净现金流（亿元）	-55.50	-30.36	-33.55	-15.45
财务指标				
营业利润率（%）	99.62	94.18	98.71	95.23
资产收益率（%）	15.46	1.25	5.98	1.45
净资产收益率（%）	29.51	1.90	9.40	2.34
长期债务资本化比率（%）	19.22	33.17	37.56	36.95
全部债务资本化比率（%）	19.22	33.17	37.56	36.95
资产负债率（%）	34.00	34.46	38.21	37.97
EBITDA 利息倍数（倍）	8.87	2.03	4.86	2.17
全部债务/EBITDA（倍）	1.29	15.05	5.13	13.62
EBITDA/本期债券额度（倍）	1.55	0.43	1.56	0.59

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率或变动率	（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%
盈利指标	
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部有息债务+期末所有者权益+期末全部有息债务）/2]×100%
资产收益率	当期净利润/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×100%
净资产收益率	当期净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部有息债务/（全部有息债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
筹资前净现金流流动负债比	筹资前净现金流/流动负债合计×100%
期末现金及现金等价物余额/短期债务	期末现金及现金等价物余额/短期债务

注：短期债务=短期借款+拆入资金+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债中的有息债务+应付短期债券+其他科目里的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他科目里的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出

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

筹资前净现金流=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“–”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于湖南财信投资控股有限责任公司公开发行2021年公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年湖南财信投资控股有限责任公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

湖南财信投资控股有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。湖南财信投资控股有限责任公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对湖南财信投资控股有限责任公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，湖南财信投资控股有限责任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湖南财信投资控股有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现湖南财信投资控股有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对湖南财信投资控股有限责任公司或本次（期）债券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。

如湖南财信投资控股有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对湖南财信投资控股有限责任公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送湖南财信投资控股有限责任公司、监管部门等。