

信用评级公告

联合〔2021〕210号

联合资信评估股份有限公司通过对华创阳安股份有限公司及其拟发行的2021年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定华创阳安股份有限公司主体长期信用等级为AA+，华创阳安股份有限公司2021年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年一月十一日

华创阳安股份有限公司 2021 年公开发行 公司债券（面向专业投资者）（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA+

本期公司债券信用等级：AA+

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：4 年，附第 2 年末末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本付息

募集资金用途：拟将 3 亿元用于上市公司回购股份，其余用于支持“云码通”生态系统培育及运营。

评级时间：2021 年 1 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：1. 华创阳安以证券业务为主，故使用证券公司评级方法及评级模型，评级模型中涉及证券公司专项指标的均采用华创证券数据；2. 上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华创阳安股份有限公司（以下简称“公司”或“华创阳安”）的评级反映了其作为以证券业务为核心的上市公司，具有一定经营实力。公司证券业务运营主体华创证券有限责任公司（以下简称“华创证券”）资质齐全，在贵州省内具有较强的区域优势，2017—2019 年华创证券整体经营状况较好，带动公司资产、利润规模增长。同时，公司作为 A 股上市公司，融资渠道畅通，资产流动性保持较好水平。联合资信也关注到，证券业务受市场行情和监管环境影响较大，收入存在一定的波动性；此外，公司短期债务占比较高，需关注公司短期流动性管理情况。

未来，随着资本市场持续发展以及华创证券业务稳步推进，公司盈利能力有望得到提升，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次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. **证券业务具备一定经营实力。**公司子公司华创证券业务覆盖区域较广，经纪业务在贵州省内保持明显的区位优势，且研究所具备较强的研究能力，资本充足性维持在较好水平，具有一定经营实力。
2. **证券业务稳步发展。**2017—2019 年华创证券整体经营状况较好，带动公司资产规模及利润规模逐年增长，盈利能力得到一定提升。
3. **融资渠道畅通，资产流动性好。**公司作为 A 股上市公司，融资渠道多样、畅通，资产流动性保持较好水平。

关注

1. **业务经营易受经营环境变化影响。**证券业务受市场行情和监管环境影响较大，国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。
2. **存在一定短期偿付压力。**公司杠杆水平逐步提升，债务负担增长，且一年内到期的债务占比较高，需对公司短期流动性管理保持关注。

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：张晨露

张帆

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

3. 关注资产质量变化。子公司华创证券部分股票质押业务存在违约情况，需对后续追偿处置情况保持关注。

主要财务数据：

公司合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额(亿元)	383.89	403.65	446.12	478.70
负债总额(亿元)	231.53	251.46	295.93	328.90
所有者权益(亿元)	152.34	152.19	150.19	149.80
归属于母公司所有者权益(亿元)	149.09	148.87	149.60	149.22
短期债务(亿元)	141.07	145.83	146.25	149.63
全部债务(亿元)	182.21	203.15	236.28	254.77
营业总收入(亿元)	21.01	18.58	24.76	14.02
投资收益(亿元)	5.86	7.56	9.26	5.90
利润总额(亿元)	2.05	2.44	4.51	3.70
EBITDA(亿元)	9.38	10.73	14.10	/
筹资前净现金流(亿元)	-46.65	-12.71	-24.20	8.21
营业利润率(%)	9.52	12.82	17.96	26.45
净资产收益率(%)	0.91	1.03	1.75	1.81
资产负债率(%)	60.32	62.30	66.33	68.71
全部债务资本化比率(%)	54.46	57.17	61.14	62.97
流动比率(%)	144.22	154.05	168.07	172.89
EBITDA 利息倍数(倍)	1.38	1.40	1.59	/
全部债务/EBITDA(倍)	19.43	18.93	16.76	/
EBITDA/本期债券额度(倍)	0.94	1.07	1.41	/

公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额(亿元)	158.69	157.87	175.07	172.36
所有者权益(亿元)	156.93	155.10	153.64	151.21
全部债务(亿元)	0.40	0.40	19.98	20.06
营业收入(亿元)	0.02	0.08	0.01	0.00
投资收益(亿元)	7.93	0.19	1.36	1.62
利润总额(亿元)	7.73	0.01	-2.29	0.67
净资产收益率(%)	5.04	0.01	-1.48	0.44
资产负债率(%)	1.11	1.76	12.24	12.27
全部债务资本化比率(%)	0.25	0.26	11.51	11.71
流动比率(%)	245.81	147.68	131.73	156.04

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，财务数据均指合并口径；2. 2020 年 1-6 月财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报告，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
AA+	稳定	2020/9/18	张晨露 张伟	证券公司行业信用评级方法	阅读全文
AA+	稳定	2019/3/29	张晨露 张伟	证券公司行业信用评级方法	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华创阳安股份有限公司（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。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

华创阳安股份有限公司 2021 年公开发行 公司债券（面向专业投资者）（第一期）信用评级报告

一、主体概况

华创阳安股份有限公司（以下简称“华创阳安”或“公司”），前身为河北宝硕股份有限公司，成立于 1998 年 7 月，并于 1998 年 9 月在上海证券交易所挂牌交易（现股票简称“华创阳安”，股票代码“600155.SH”），公司总股本为 20000 万股，后经增资配股、破产重整等事项，截至 2014 年末，公司注册资本为 4.766 亿元，新希望化工投资有限公司（以下简称“新希望化工”）成为公司控股股东，持股比例为 39.29%。2016 年 8 月，中国证监会核准公司向贵州省物资集团有限责任公司等发行股份购买资产并募集配套资金事宜，公司重大资产重组事项完成后，华创证券有限责任公司（以下简称“华创证券”）

成为公司控股子公司；截至 2016 年底，公司注册资本增至 17.40 亿元。2018 年 7 月，公司更为现名。截至 2019 年底，公司注册资本为 17.40 亿元，其中，新希望化工为公司第一大股东，持股比例为 10.76%，公司实际控制人为自然人刘永好。

2020 年 2 月，公司选举新一届董事会，由于公司当前股权结构及任一投资者均无法通过其实际支配的表决权决定董事会半数以上成员的选任，公司转变为无控股股东及实际控制人状态。截至 2020 年 6 月底，公司股本及实收资本均为 17.40 亿元，无控股股东及实际控制人；公司前十大股东如下表所示，合计持有公司 55.67% 股份，其中已质押股份数占公司总股份数的 17.48%，如下表所示。

表 1 截至 2020 年 6 月末公司前十大股东持股情况（单位：万股、%）

序号	股东名称	持股数量	持股比例	质押股份数量
1	新希望化工投资有限公司	17886.10	10.28	1250.00
2	上海杉融实业有限公司	12483.64	7.18	12150.50
3	南方希望实业有限公司	11152.42	6.41	--
4	贵州现代物流产业（集团）有限责任公司	10800.74	6.21	5400.00
5	华创阳安员工持股计划	9849.37	5.66	--
6	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司	8978.13	5.16	--
7	贵州盘江精煤股份有限公司	7157.38	4.11	--
8	江苏沙钢集团有限公司	6930.93	3.98	--
9	宁波梅山保税港区明新日昇股权投资合伙企业（有限合伙）	5947.96	3.42	5947.96
10	北京东方君盛投资管理有限公司	5650.56	3.25	5650.56
--	合计	96837.21	55.67	30399.02

注：上表中公司第一期和第二期员工持股计划合并计算持股数量
 资料来源：公司提供、Wind

公司经营范围：企业管理咨询服务；互联网信息服务、信息技术咨询服务；数据处理和存储服务（不含数据中心、呼叫中心）；接受金融机构委托从事金融信息技术外包、接受金融机构委托从事金融业务流程外包、接受金融机构委托从事金融知识流程外包（法律、行政法规决定禁止的项目除外）；项目投资；投资管理。（依法

须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）

截至 2019 年末，公司设有财务管理部、审计合规部、董事会办公室、综合办公室（党群工作部）等职能部门，公司组织架构图详见附件 1；公司合并范围内拥有 7 家一级子公司，分别为华创证券、河北宝硕管材有限公司、保定宝硕新

型建筑材料有限公司、河北宝硕建材有限公司、保定宝硕水泥有限公司、保定昊鼎物业服务有限公司和北京华创汇远企业管理有限公司。

截至 2019 年末，公司合并资产总额为 446.12 亿元，负债总额为 295.93 亿元，所有者权益为 150.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益 149.60 亿元。2019 年，公司营业总收入为 24.76 亿元，利润总额为 4.51 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 478.70 亿元，负债合计 328.90 亿元，所有者权益 149.80 亿元，其中归属于母公司所有者权益 149.22 亿元。2020 年 1—6 月，公司营业总收入为 14.02 亿元，利润总额 3.70 亿元。

公司注册地址：北京市西城区锦什坊街 26 号楼 3 层 301-2；法定代表人：陶永泽。

二、本期债券概况

公司本期拟发行的债券名称为“华创阳安股份有限公司 2021 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）”，本期发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）。本期债券期限为 4 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。公司有权决定在存续期的第 2 年末调整后 2 年的票面利率；公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券第 2 个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给公司，本期债券第 2 个计息年度付息日即为回售支付日。本期债券采用单利按年计息，不

计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券采用固定利率，本期债券票面利率将根据簿记建档结果确定。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券面向专业投资者公开发行，不向公司股东优先配售。

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟将 3 亿元用于上市公司回购股份，其余用于支持“云码通”生态系统培育及运营。

本期债券无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 2 2017-2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.4

城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

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. 增速及增幅均为累计同比增长数，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，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

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正

常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 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，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）

有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年同期回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为 -0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国

累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上积极开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大

循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集

性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业分析

公司核心业务为证券业务，因此下文主要对证券行业发展状况进行分析。

1. 证券行业概况

股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长。根据交易所公布的数据，截至2019年底，上交所和深交所上市的公司合计3777家；股票市场总市值为59.29万亿元，较2018年底增长36.33%；平均市盈率为20.35倍，较2018年增长4.13个倍数。2019年全部A股成交额为127.36万亿元，日均成交额为0.52万亿元，同比增长44.81%。截至2019年底，市场融资融券余额为1.02万亿元，较2018年底增长34.88%，其中融资余额

占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事

件不断发生。2019 年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 Wind 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增长 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

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

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

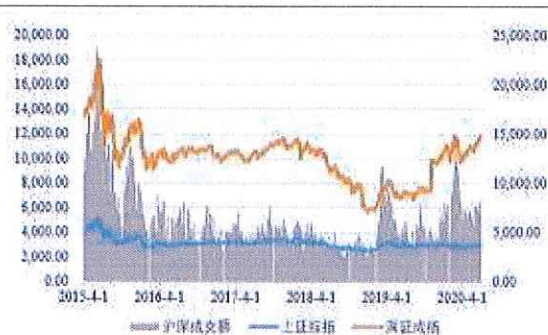
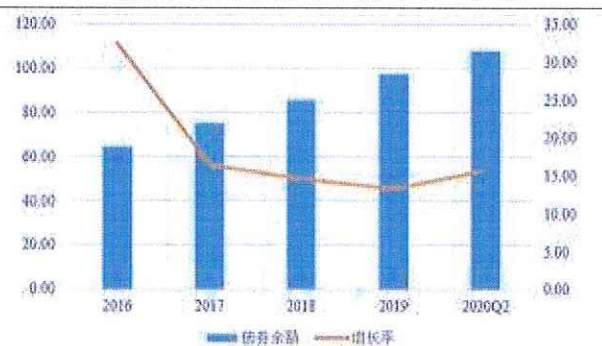


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。

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

响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2015—2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019 年增幅较大；盈利能力呈现倒 U 型走势，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年证券公司盈利水平小幅下降，2018 年盈利水平进一步大幅下降；2019 年，受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 3 证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数 (家)	125	129	131	131	133
盈利家数 (家)	124	124	120	106	120
盈利家数占比 (%)	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入 (亿元)	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83
净利润 (亿元)	2447.63	1234.45	1129.95	666.20	1230.95
总资产 (万亿元)	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产 (万亿元)	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本 (万亿元)	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时，证监会撤销了上海华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增长 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增长 6.88%；净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增长 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3604.83 亿元和净利润 1230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善，其中有 120 家公司实现盈利。

2020 年前三季度，随着国内疫情防控落实和复工复产推进，我国经济稳步增长，A 股指数逐步企稳，中小创指数和沪深交易额大幅增长。其中上证综指涨幅 4.31%，深成综指上涨 21.32%，沪深交易额同比增长 59.12%。截至 2020 年 9 月底，135 家证券公司总资产为 8.57

万亿元，较 2019 年底增长 18.04%；净资产为 2.24 万亿元，较 2019 年底增长 10.89%，净资本为 1.79 万亿元，较 2019 年底增长 10.49%。2020 年前三季度，135 家证券公司实现营业收入 3423.81 亿元，实现净利润 1326.82 亿元，分别同比增长 31.08%和 42.51%，经营业绩同比大幅增长，其中有 126 家公司实现盈利。

2. 行业政策

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

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

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

2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大

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

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

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

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

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

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

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模

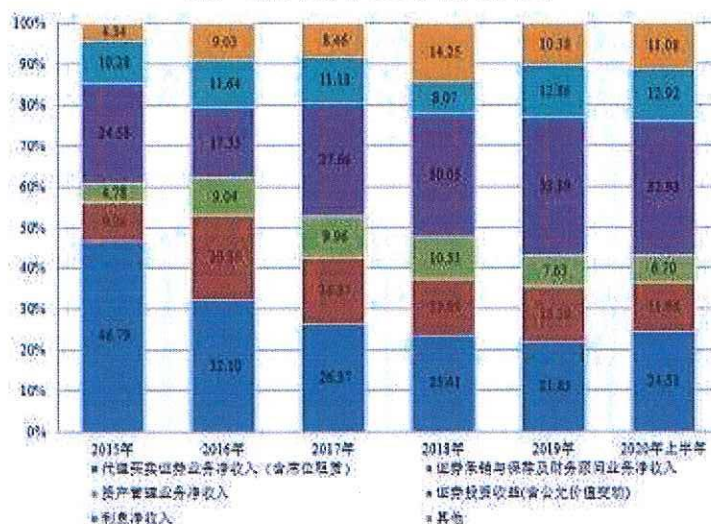
指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

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

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；2018年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比升至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年前三季度，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，自营投资收入占比有所下降，除此之外其他业务收入占比变动较小。

图3 我国证券行业业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站

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

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

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。2020年前三季度，证券公司代理买卖证券业务

净收入900.08亿元，同比增长43.94%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑将为投行业务带来增量。

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

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下降10.58%，延续下降走势。科创板方面，自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委，109家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模1027.22亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金

市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019 年证券公司承销各类债券金额 7.78 万亿元，同比增长 31.92%。基于上述因素，2019 年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 482.65 亿元，同比增长 30.46%。2020 年前三季度，投行业务收入 482.20 亿元，同比增长 51.72%。

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。2019 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 48.36%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 42.42%。

同时，在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时，科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资本且令其面临更大投资风险，或将减弱证券公司盈利稳定性；因此，此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

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

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长 51.46%，成为第一大收入来源。2018 年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018 年债券市场新增 43 家违约主体，较 2017 年的 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。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，同比增长 15.35%。

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 2019 年末，证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元，较 2018 年末下降 12.90%；2019 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.16 亿元，同比基本持平。2020 年前三季度，证券公司资管业务收入 212.64 亿

元，同比增长 11.54%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2019 年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2019 年末，融资融券余额 1.02 万亿元，较 2018 年末增长 34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至 2019 年 11 月末，深沪两市股票质押回购融资余额 9429 亿元，较 2018 年末下降 20.94%；股票质押回购质押股票总市值 1.8 万亿元，占 A 股总市值的 3.3%，较 2018 年末下降 1.3 个百分点，较 2017 年底峰值下降 2.90 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司为 469 家，较年初减少 117 家，降幅分别为 13.80% 和 20.00%。截至 2020 年 9 月末，全市场质押股份市值占总市值的比重为 6.21%，较年初下降 1.46 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 28.27%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2019 年，已有至少 5 家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，联合资信也关注到，目前质押规模仍然较大，未

来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。

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。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019 年，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，2020 年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司已实现 A 股上市。2020 年以来已有 7 家上市券商完成定向增发募集货币资金，其中海通证券和国信证券分别募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、粤开证券等多家新三板挂牌证券公司未来将筹备 A 股上市，其中华龙证券和开源证券已于新三板退市。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 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,行业对外开放程度逐渐提高,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。

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未就核心条款达成一致意见,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。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组,证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2019 年末证券公司所有者权益排序,前十大证券公司实现营业收入合计 2354.94 亿元,净利润 780.77 亿元,占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.89%和 62.75%。截至 2019 年底,前十大证券公司资产总额为 4.51 万亿元,占全行业总资产的 62.78%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 60%,行业集中度较高。

表 4 截至 2019 年末/2019 年主要证券公司财务数据(单位:亿元)

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1654.50	7917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1460.94	5593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1411.19	6367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1256.55	5621.81	248.63	90.57
5	广发证券	941.37	3943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2246.44	140.93	49.14
合计		10200.34	45056.60	2354.94	780.77

数据来源: 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。2018-2019年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，证券公司面临信用风险加大。

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

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

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

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

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

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

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。

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

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，监管处罚事件频发，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，对于证券公司相关合规、风险事件的发生需保持关注。

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年6月底，公司股本及实收资本均为17.40亿元，无控股股东及实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司作为以证券业务为主的上市公司，融资渠道多样、畅通；公司旗下证券业务板块运营主体华创证券是全国性综合类证券公司，具有较强的经营实力，且主要业务均处于行业中上游水平，其中经纪业务在贵州省内竞争优势明显，投研能力较强。

2016年资产重组后，公司转型为以证券服务业为核心的控股型上市公司，融资渠道多元、畅通。公司证券业务的运营主体为华创证券。华创证券是全国大型综合性证券公司之一，业务资质齐全。根据中国证券业协会披露的排名情况（除特别说明外，排名数据来源下同），2017—2019年末，华创证券母公司口径净资产分别位居行业第40名、第38名和第41名。截至2019年末，华创证券合并资产总额390.02亿元，母公司口径净资产99.39亿元，整体规模排名行业中偏

上游。2017年，华创证券证监会分类评级为BB级，2018—2020年华创证券证监会分类评级均保持在A级，处于业内较好水平，体现出华创证券合规经营、财务稳健，并具有较强的资本实力和风险控制能力。

华创证券业务发展多元化，主要业务排名均在中上游水平。截至2020年6月末，华创证券共拥有9家分公司和75家营业部（含1家在筹），其中47家营业部位于贵州省内，在贵州省内具有较强的竞争优势，其余营业部分别位于上海、北京、广东、浙江、江苏等经济发达地区以及湖北、重庆、广西、四川等中西部地区的中心城市，在西南地区的影响力持续扩大，较多的经营网点为华创证券业务发展提供了很好的平台。另外，华创证券研究所在业内具备一定知名度和品牌影响力，2017—2019年华创证券分仓佣金收入排名行业第21位、第20位和第20位，保持较强的竞争力，2019年研究所累计签约机构达到146家，并且近年来多次在“新财富最佳分析师”“金牛奖最佳分析师”“Wind金牌分析师”“水晶球最佳分析师”等评选活动中获得各项荣誉，2019年囊括各类奖项40余个，华创证券较强的投研能力能够为各项业务发展提供有力支持。

表5 子公司华创证券主要业绩排名（单位：名）

项目	2017年	2018年	2019年
净资本	40	38	41
营业收入	53	39	38
证券经纪业务收入	50	43	45
客户资产管理业务收入	37	37	39
投资银行业务收入	50	53	52
融资类业务收入	59	47	41
证券投资收入	44	30	32

注：2017—2019年参与排名的证券公司数量均为98家

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

3. 人员素质

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

公司董事长陶永泽，1963年6月生，本科学历，毕业于贵州工学院、桂林陆军学院。历任陆军云南某部排长，连指导员，师组织干事，贵州

省政府办公厅科员，副主任科员，主任科员，副处级秘书，中国联通筹备组工作人员及深圳、贵州分公司筹备负责人，贵州省贵财投资公司副总经理，贵州实联信托投资公司总经理。现任公司董事长，华创证券董事长、执行委员会主任，中国证券业协会理事、上海证券交易所政策咨询委员会联席主任委员。

公司总经理张小艾，1970年9月生，中共党员，中国财政科学研究院会计学硕士，中国注册会计师协会非执业会员，律师，美国汉弗莱项目访问学者。历任安徽财经大学教师，中国证监会信息中心，培训中心，机构监管部，证券公司风险处置办公室，证券基金机构监管部主任科员，副处长，助理调研员，调研员（主持工作），中国证券投资基金业协会党委委员、理事、副会长，华融证券股份有限公司党委副书记，华融瑞泽投资管理有限公司代董事长，华融汇通资产管理有限公司董事（总经理级），华创阳安股份有限公司副总经理。现任中国证券投资基金业协会母基金专业委员会联席主席，中国并购公会常务理事、并购基金委员会主任，公司总经理。

截至2019年末，公司母公司及主要子公司共有在职员工2831人，其中母公司18人，主要子公司在职员工合计2813人。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91130605700838787Q），截至2021年1月6日，公司仍有未结清不良负债余额2.52亿元，系公司破产重整之前（2005—2006年）的业务所致，按照公司破产重整计划已全额偿还完毕，银行征信未核销主要系银行内部尚未做核销处理；无其他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

公司建立了相对完善的法人治理架构，能够满足其经营发展需要。

公司根据《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》《企业内部控制基本规范》以及中国证监会、上海证券交易所有关规范性文件的要求，不断完善公司法人治理结构，健全公司内部控制制度。公司股东大会、董事会、监事会及经理层之间权责明确，各司其职、各尽其责、相互制衡、相互协调。

股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案，审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案，审议公司在一年内购买、出售重大资产超过公司最近一期经审计总资产30%的事项等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会目前由9人组成，设董事长1名，其中独立董事3名。从董事会股东席位来看，贵州燃气集团股份有限公司1人、中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司1人、上海杉融实业有限公司1人、江苏沙钢集团有限公司1人、公司第一期员工持股计划及第二期员工持股计划联合提名1人。公司董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会，分别设立了各专门委员会的办事机构，并制定了各个委员会的工作细则。专门委员会成员全部由董事组成，其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事占多数并担任召集人。

公司监事会由3人构成，其中监事会主席1名，由贵州现代物流产业（集团）有限责任公司提名，其余2名为职工监事。公司监事会严格按照有关法律、法规及规章制度的规定履行职责，对公司董事、总经理等高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督，并独立发表意见。

公司高级管理人员包括总经理、副总经理、

财务负责人、董事会秘书。目前，公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘；设副总经理1人，同时兼任财务总监，代董事会秘书。

2. 管理水平

公司管理与内控制度较为完善，各项职责分工明确，能够保证公司日常稳健经营。

公司建立了较为完善的内控制度。在资金管理方面，公司建立了《资金基本管理制度》。筹资管理上，明确筹资预算应根据公司年度发展战略、投资计划、生产经营需要，以现金流为中心编制筹资预算，筹资预算与资金需求时间、结构、规模相匹配；审批权限根据筹资方式的不同设定不同的权限，债券筹资和股权筹资最终需由股东大会作出决议。投资管理上，明确股东大会、董事会、总经理办公会是公司重要投资的决策机构，按照《公司章程》授予的权限进行投资决策；项目小组和财务部负责拟定投资计划和投资方案，并形成尽职调查报告，经审议通过后签署投资协议，并进行资金划拨和产权办理。

财务管理方面，公司建立了《会计核算、财务管理及财务报告基本管理制度》，由财务部负责会计核算、财务管理、会计报表编制及会计资料保管等工作；董事长、总经理及财务总监依据管理权限签署、审核或审阅会计报告；审计委员会、审计部依权限监督检查会计资料及报告等。

对外担保方面，公司建立了《对外担保管理办法》，要求掌握了解被担保人的基本情况（包括资信及财务的真实状况），督促其按时还款，降低公司因担保业务可能面临的风险。公司为担保对象提供担保，公司财务部门作为职能管理部门在对被担保单位的基本情况进行分析后，提出申请报告，申请报告必须明确表明核查意见，提交公司董事会或股东大会决议。公司控股子公司对外担保必须报经其股东会批准，需提交公司董事会或股东大会批准的，应当履行相应的决策程序。

子公司管理方面，公司作为控股平台，对子公司的管控主要通过委派董/监事（长）的方式在董/监事会任职或委派高级管理人员参与经

营管理工作，并通过外派董/监事（长）和高级管理人员报批、报告、述职机制实现对子公司的管控，业务层面由子公司独立运营。对于证券业务，华创证券自身已经建立了较为完善的合规管理体系。华创证券董事会是合规管理的最高决策机构，负责合规管理基本政策的审批、评估和监督实施，对合规管理的有效性承担最终责任。华创证券经理层负责按照董事会制定的合规管理基本制度，传达、落实董事会的合规政策并督促执行，确保合规政策和程序得以遵守。华创证券聘任了合规总监，设置了法律合规部协助合规总监，独立地开展合规管理工作。合规总监带领法律合规部，通过完善合规管理制度、开展合规培训与宣传、检查与监测、考核与问责等合规管理工作，以及落实反洗钱和信息隔离墙等专项工作，确保经营管理和员工执业行为持续合规。华创证券各单位负责人对本单位经营管理活动的合规性负首要责任，并有责任监督其单位员工执业行为的合规性。近年来，华创证券逐渐完善合规管理组织架构，增强总部和分支机构合规专员的作用，发挥业务部门合规岗的能动性，将合规管理工作融入具体业务操作流程中，防范处置合规风险隐患。监管处罚方面，2017年12月，华创证券因存在部分证券研究报告署名人与质控审核人为同一人及部分研究所人员未取得相应资格证书的现象，被证券业协会采取警示的自律管理措施。2018年，华创证券未受到监管行政处罚。2019年1月，因华创证券在“16保千里01”项目中存在未能识别并督促债券发行人纠正募集资金使用违规的情形，江苏证监局对华创证券及相关人员采取出具警示函的监管措施。2020年3月，华创证券因在开展证券投资咨询业务过程中存在对有关从业人员合规管理不到位、研究所部分业务管理流程存在漏洞以及合规部门有关检查存在缺漏、未有效履行合规管理职责的违规行为，被贵州证监局出具警示函。华创证券已针对上述监管措施进行整改。2017—2020年，华创证券证监会分类评级分别为BB级、A级、A级和A级，处于较好水平，但内控管理仍有待进一步加强。

七、重大事项

子公司华创证券未能如期收回前期支付的大额股权转让保证金，需持续关注相关事件进展。

2019年11月，华创证券与北京嘉裕投资有限公司（以下称“北京嘉裕”）签署了《关于太平洋证券股份有限公司之股份转让协议》及《关于太平洋证券股份有限公司之表决权委托协议》，并向北京嘉裕支付了保证金人民币15.00亿元，北京嘉裕将持有的5.81亿股太平洋证券股份有限公司（以下称“太平洋证券”）股份质押给华创证券。2020年6月，交易双方签署了《关于太平洋证券股份有限公司之股份转让协议及表决权委托协议之终止交易协议》，北京嘉裕应按约定返还华创证券支付的保证金及利息，但北京嘉裕未能按协议约定如期履行还款义务。截至2020年9月3日，华创证券仅收到北京嘉裕偿还资金人民币5000万元。华创证券已向北京市第一中级人民法院申请对北京嘉裕资产进行诉前财产保全，法院已对北京嘉裕持有的3.486亿股太平洋证券股份实施冻结，并已正式受理此案件，需持续关注该事件进展对于华创证券经营的相关影响。

八、经营分析

1. 经营概况

公司以证券业务为核心，近年来证券业务

发展趋势良好，带动公司主营业务收入增长；但证券业务受市场行情及政策环境影响较大，收入仍存在一定波动性。

公司核心业务为证券业务，由华创证券负责运营。因历史遗留原因，公司还有少量管型杆产品销售业务，未来该业务将逐步退出。

2017—2019年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长8.55%。2019年，公司营业总收入为24.76亿元，同比增长33.27%，主要系证券业务收入增加所致。由于公司营业总收入未纳入投资收益和公允价值变动损益核算，不能较为明确地反应公司各业务板块经营情况，下文主要从主营业务收入着手分析。

从公司主营业务收入来看，2017—2019年，在证券业务收入增长带动下，公司主营业务收入逐年增长，年均复合增长24.09%。2019年，公司实现主营业务收入25.23亿元，同比增长35.65%；其中证券业务收入同比增长37.06%至25.02亿元，占比上升至99.18%；塑料管型杆业务规模很小，其收入对营业收入贡献度亦很低。

随着2020年二季度证券市场行情回暖，2020年1—6月，公司实现营业总收入14.02亿元，同比增长21.34%；取得投资收益5.90亿元，同比增长45.47%；公司净利润为2.71亿元，同比减少7.70%，主要系公司本部管理费用和财务费用增加所致。

表6 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
证券业务	14.46	88.24	18.26	98.14	25.02	99.18
塑料管型杆业务	1.93	11.76	0.35	1.86	0.21	0.82
合计	16.38	100.00	18.60	100.00	25.23	100.00

资料来源：公司年报，联合资信整理

1 主营业务收入口径与营业总收入口径不一致，营业总收入为财务报表口径，未包含证券业务产生的投资收益、公允价值变动收

益等收入，主营业务收入并非财务报表口径，系按业务板块收入进行计算，取自公司年度报告。

2. 证券业务

2017—2019年，华创证券营业收入和净利润持续增加，业务结构受市场结构性行情影响存在变动，2019年经纪业务、自营业务和信用业务对收入贡献度较高。但华创证券主营业务受经济环境、证券市场及监管政策等因素影响较大，收入增长存在一定不确定性。

华创证券主要业务包括证券及期货经纪业务、证券自营业务、投资银行业务、信用交易业务、资产管理业务。近年来，华创证券围绕“互联网+投融资与财富管理”不断推进经营模式转型，完善综合服务体系，调整业务结构，严格控制风险，强化资源整合，向服务创新发展。

2017—2019年，华创证券营业收入逐年增加，年均复合增长31.56%。2018年，营业收入主要在自营业务收入拉动下同比增长26.28%。2019年，随着证券市场回暖、市场交投活跃度提升，华创证券营业收入同比快速增长37.06%。随着收入增长，2017—2019年华创证券净利润亦逐年增加，年均复合增长63.85%，2019年为5.43亿元，同比大幅增长123.65%。2019年华创证券营业收入和净利润增幅均高于行业平均水平（35.37%和84.77%）。

从收入结构来看，华创证券收入结构受市场结构性回暖影响有所变化。2019年，华创证券营业收入中证券及期货经纪业务、自营业务和

信用业务占比较高，分别为28.18%、27.56%和13.63%。具体来看，2017—2019年，华创证券证券及期货经纪业务收入逐年增长，年均复合增长30.69%，2019年同比增长43.29%，主要系证券市场回暖、交投活跃度上升所致。由于2018年以来债券二级市场行情较好，2017—2019年华创证券自营业务收入逐年增长，年均复合增长66.43%，其中2019年同比增长35.48%。信用交易业务收入受业务调整及市场行情变动影响，呈先降后升、整体增长趋势，年均复合增长20.63%，其中2019年同比增长67.02%，主要系融资融券业务收入增加所致。投行业务收入呈先降后升、总体下滑态势，年均复合下降6.40%，受监管政策、市场环境的影响，2018年同比下降42.66%，2019年股权及债券承销业务均取得较好发展，2019年投行收入同比增长52.79%。受资管新规实施、业务结构调整影响，华创证券投资业务收入逐年下滑，年均复合下降25.75%，2019年同比下滑40.81%，投资管理业务对营业收入贡献度亦快速下滑至2019年末的8.93%。华创证券其他业务及抵销对华创证券贡献度一般较小，2019年大幅增长至3.02亿元，主要系综合金融服务业务收入增加，同时抵销减少所致。

2020年1—6月，华创证券实现营业总收入14.96亿元，同比增长24.66%；净利润3.34亿元，同比增长29.57%。

表7 华创证券主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务类型	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券及期货经纪业务	4.13	28.55	4.92	26.95	7.05	28.18	4.06	27.12
信用交易业务	2.34	16.22	2.04	11.19	3.41	13.63	1.51	10.08
证券自营业务	2.49	17.22	5.09	27.88	6.90	27.56	3.73	24.90
投资银行业务	2.75	18.99	1.57	8.62	2.41	9.61	1.38	9.21
投资管理业务	4.05	28.04	3.78	20.68	2.23	8.93	1.47	9.85
其他业务及抵销	-1.30	-9.02	0.85	4.68	3.02	12.09	2.82	18.84
合计	14.46	100.00	18.26	100.00	25.02	100.00	14.96	100.00

注：投资管理业务收入包含资产管理业务、私募基金管理业务以及另类投资等业务收入

资料来源：华创证券提供

（1）证券及期货经纪业务

华创证券经纪业务营业网点布局主要集中

在贵州地区，在贵州省内具有较强的地域优势。

近年来，受市场波动影响，华创证券经纪业务

收入有所波动，但市场份额整体有所提升；联合资信关注到经纪业务受市场影响较大，收入增长存在一定不确定性。

华创证券证券及期货经纪业务资格齐全，主要业务包括向客户提供代销股票、基金、债券等金融产品，提供交易通道、业务办理、投资咨询、理财规划等系列服务。2015年起，华创证券推行营业部“总分行”经营模式及组织结构，实现营业部向金融服务公司分支机构的转型发展，实现多元化、差异化经营。近年来，华创证券不断加快营业网点及分支机构的建设，截至2020年6月末，华创证券共有9家分公司和75家证券营业部，其中47家营业部位于贵州省，在贵州省内具有明显区域优势，其余营业网点及分支机构分布于上海、北京、广东、浙江、江苏等经济发达地区以及湖北、重庆、广西、四川等中西部地区的中心城市，全国性网点布局不断完善。2017—2019年，华创证券证券及期货经纪业务

收入逐年增长，年均复合增长30.69%，2019年同比增长43.29%至7.05亿元，为华创证券第一大收入来源。

从代理买卖证券业务来看，2017—2019年，受证券市场行情波动影响，华创证券代理买卖证券交易量逐年增长，2019年市场交投活跃度提升，代理买卖证券交易额同比增长50.10%，主要系股票交易量拉动。2017—2019年，华创证券代理买卖证券市场份额逐年上升，2019年增至0.41%。华创证券主要以代理股票交易为主，2019年华创证券代理买卖股票交易额占全部交易量的84.13%。2017—2019年，华创证券代理买卖证券业务平均佣金率在市场竞价下逐年下滑，但目前仍高于行业平均水平（大约0.35‰）。2020年1—6月，华创证券代理买卖证券交易额合计4232.80亿元，其中股票交易额3361.59亿元；代理买卖证券业务平均佣金率小幅下滑至0.4262‰。

表8 华创证券代理买卖证券情况（单位：亿元、%）

业务类型	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	3814.20	0.34	3443.18	0.38	5025.31	0.39	3361.59	0.38
基金	53.42	0.05	432.32	0.42	792.42	0.86	762.83	1.33
债券	92.00	0.19	103.79	0.16	155.24	0.19	108.38	0.05
合计	3959.63	0.31	3979.29	0.37	5972.97	0.41	4232.80	0.37
平均佣金率（‰）	0.6854		0.5439		0.4793		0.4262	

资料来源：华创证券提供，联合资信整理

机构销售与研究业务方面，华创证券研究所积极发挥智囊作用，加强研究成果输出与华创证券基本能力培育，积极配合开展各类投融资业务及品牌建设，2019年已签约公募及保险机构104家，私募基金及券商类（自营、资管等）机构42家，品牌影响力不断扩大。按照Wind统计数据显示，2017—2019年，华创证券基金分仓成交额占比分别为1.93%、2.19%和2.16%，基金分仓佣金收入分别为1.42亿元、1.49亿元和1.57亿元，排名行业第21位、第20位和第20位，保持了较强市场竞争力。

金融产品销售业务方面，华创证券围绕财

富管理转型，以客户需求为导向，不断完善制度和优化流程，丰富产品种类，以不同类型的金融产品满足客户投资需求，2017—2019年推介金融产品销售收入整体呈增长趋势，年均复合增长41.49%。2020年上半年，华创证券将场外代理推介业务纳入代理销售金融产品业务进行核算，导致推介金融产品申购赎回量及推介金融产品收入大幅增长。

期货经纪业务方面，近年来华创期货深化基础建设，夯实传统期货经纪业务，抓住市场机遇，努力提升经纪业务市场份额，促进客户权益增长。2017—2019年末，华创期货客户权益总额

先升后降、整体保持稳定,2019年末为6.51亿元,较上年末下降13.43%,主要系客户亏损导致。2019年期货经纪业务双边成交量为1499.23万手,

同比增长5.13%。截至2020年6月末,华创期货客户权益增至6.56亿元,2020年上半年成交金额合计0.33万亿元。

表9 华创证券金融产品销售业务情况表(单位:万元)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
华创证券资产管理计划销售量	330164.25	29333.46	11540.35	7766.68
推介金融产品申购赎回量	64164.84	269401.35	296351.95	1119784.16
推介金融产品收入	380.51	853.27	761.73	8778.17

注:2020年1-6月统计口径新纳入场外代理推介业务
资料来源:华创证券提供,联合资信整理

表10 华创期货主要业务指标表

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
成交金额(万亿元)	0.43	0.78	0.75	0.33
成交手数(双边)(万手)	734.64	1426.05	1499.23	738.01
期末有效开户数(户)	5177	7593	9307	7097
期末客户权益(亿元)	6.72	7.52	6.51	6.56

资料来源:华创证券提供,联合资信整理

(2) 信用交易业务

华创证券信用交易业务收入波动增长,2019年以来市场信用风险增加,华创证券主动压缩股票质押业务,融资融券业务较快发展;信用交易业务受市场环境和政策环境影响较大,收入增长稳定性有待观察。此外,股票质押业务存在违约情况,需对后续追偿情况保持关注。

华创证券信用交易业务主要有融资融券业务和股票质押式回购交易业务等。华创证券于2012年获得融资融券业务资格,并开展融资融券业务。2017—2019年,信用交易业务收入波动增长,年均复合增长20.63%;2019年同比增长67.02%至3.41亿元,主要系两融业务收入增长所致。2017—2019年末,华创证券信用业务杠杆率²分别为68.52%、77.31%和65.65%,2018年华创证券扩大股票质押业务规模导致信用业务杠杆率升高,2019年以来外部信用风险加大,华创证券主动收缩股票质押业务,信用业务杠杆率随之下滑。

两融业务方面,华创证券建立了融资融券业务风险控制指标体系,建立了以融资融券交易系统内置逐日盯市模块、风险实时监控系

(包含融资融券风险实时监控模块)和净资本监控系统组成的风险监控平台,实现了业务总量监控、信用账户分类监控、自动预警和压力测试分析等功能。2017—2019年末,华创证券融资融券账户数目及业务规模均逐年增长,融资融券规模年均复合增长29.26%。2019年两融业务发展较快,期末融资融券余额较上年末快速增长59.00%至28.60亿元,全年利息收入同比增长42.59%至1.83亿元。2020年上半年证券市场交投活跃,华创证券期末融资融券余额较年初增长25.67%至35.95亿元;2020年1—6月,融资融券利息收入为1.08亿元。

股票质押式回购业务方面,2017—2019年华创证券股票质押业务规模先升后降、总体下滑,年均复合下降6.31%。2019年以来,受市场信用风险增加影响,华创证券主动加强股票质押业务风险控制,收缩股票质押业务规模,截至2019年末,华创证券股票质押业务余额较2018年末下降30.57%至48.74亿元,2019年股票质押业务利息收入为3.97亿元。2020年以来,华创证券股票质押业务规模进一步收缩,2020年6月末余额降至41.65亿元,较年初下降14.55%;2020

2 信用业务杠杆率=信用业务余额/所有者权益×100%

年1—6月，股票质押业务利息收入为1.56亿元。

表 11 华创证券信用交易业务情况表（单位：万户、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
期末融资融券账户数目	1.12	1.17	1.32	1.39
期末融资融券余额	17.12	17.99	28.60	35.95
融资融券业务利息收入	1.38	1.28	1.83	1.08
期末股票质押业务余额	55.53	70.20	48.74	41.65
股票质押业务利息收入	2.46	3.90	3.97	1.56

资料来源：华创证券提供，联合资信整理

截至2020年6月末，华创证券融资融券业务无重大风险情形。2019年及2020年上半年，华创证券股票质押业务（自营）均未新增风险项目。截至2020年6月末，华创证券股票质押业务（自营）存量风险项目涉及违约本金合计14.14亿元，已累计计提减值准备余额4.65亿元，减值计提比例32.89%；华创证券已提起司法诉讼，并对部分项目融资人或担保人财产进行司法保全，需对后续追偿情况保持关注。此外，华创证券个别定向资管产品底层资产亦涉及股票质押风险项目，华创证券已根据委托人委托提起司法诉讼，产品均无自有资金参与且华创证券不负有直接责任。

（3）证券自营业务

华创证券自营业务投资规模不断扩大，收入规模持续增长；投资结构以债券为主，随着华创证券丰富自营投资品种，债券投资占比有所下滑；自营业务受市场行情影响较大，且2018年以来信用债信用风险频发，需对华创证券所持债券的信用风险保持关注。

华创证券自营业务主要由固定收益部、权益投资部和投资交易部负责。华创证券证券自营业务实行相对集中、权责统一的投资决策与授权体制，实行“董事会-投资决策机构-自营业务部门”的三级投资决策机构，形成投资、研究、风险控制三位一体的投资管理系统。华创证券自营投资结合市场实际情况具体执行华创证券自营部门拟定的投资策略计划，其中投资经理负责投资组合的具体构建与维护，并向交易员下达交易指令。华创证券自营业务总规模、赢利目标、杠杆倍数以及可承受的风险限额等，由投

资决策委员会拟定，报华创证券董事会批准后执行。华创证券自营业务以固定收益类投资为主，近年来华创证券自营业务稳步开展，2017—2019年收入逐年增长，年均复合增长66.43%；2019年自营业务收入为6.90亿元，同比增长35.48%，是华创证券第二大收入来源。

近年来，华创证券根据市场走势，适时调整投资策略，在控制组合久期、确保流动性安全基础上，合理使用杠杆工具，加强投资运作。2017—2019年末，华创证券自营投资规模逐年增长，年均复合增长7.79%；2019年末华创证券自营投资规模较上年末增长10.93%至190.37亿元，主要来自于基金、股票和其他投资规模增加。从投资结构来看，2017—2019年，华创证券自营投资以债券投资为主，随着华创证券自营投资品种不断丰富，债券投资占比逐年下滑至2019年末的73.11%，基金及股票投资占比持续增加。截至2019年末，华创证券债券投资合计139.17亿元，较上年末下降6.01%，投资种类倾向于城投债、国债等，对于信用债投资，华创证券持有债券主要分布在AA级以上。截至2019年末，华创证券股票和基金投资分别为5.49亿元和13.49亿元，分别占总投资的2.88%和7.09%，其中基金主要系货币基金。其他投资主要系华创证券纾困计划投资和直投子公司持有的非上市公司股权；2019年末其他投资为31.29亿元，较2018年末大幅增长，主要系上市公司纾困项目投资规模扩大以及直投子公司投资规模增加所致。2020年上半年，华创证券积极把握市场行情，增加自营投资规模，截至2020年6月末自营投资规模较年初增长22.99%至234.13亿元，其中债券、基金和

股票投资规模均有所增加，债券占比进一步增至77.42%。截至2020年6月末，华创证券所投债券无违约情况，整体风险可控。

2017—2019年末及2020年6月末，华创证券自营权益类证券及其衍生品/净资本分别为

1.26%、4.25%、8.18%和12.93%，呈上升趋势；自营非权益类证券及其衍生品/净资本分别为163.18%、156.15%、188.87%和211.83%，呈波动上升趋势；均符合监管标准。

表 12 华创证券自营投资业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	151.20	92.29	148.07	86.28	139.17	73.11	181.27	77.42
基金	0.36	0.22	8.47	4.93	13.49	7.09	23.54	10.05
股票	1.05	0.64	2.26	1.32	5.49	2.88	9.39	4.01
理财产品	1.41	0.86	8.23	4.80	0.93	0.49	0.00	0.00
其他	9.81	5.99	4.58	2.67	31.29	16.44	19.94	8.52
合计	163.84	100.00	171.61	100.00	190.37	100.00	234.13	100.00

资料来源：华创证券提供，联合资信整理

（4）投资银行业务

受市场行情及政策环境变化影响，华创证券投行业务收入有所波动；华创证券投行业务排名行业中游水平，2019年股权及债券承销业务均良好发展；截至2020年6月末，华创证券储备项目情况较好。

华创证券于2012年3月获得保荐机构资格，投资银行业务主要包括股权融资业务、债券融资业务、财务顾问业务和新三板业务。2017—2019年华创证券投资业务收入波动下滑，年均复合下降6.40%，主要系2018年随着市场行情变化和政策环境变化，华创证券投行业务发展受到一定不利影响所致；2019年华创证券股权及债券承销业务稳步发展，华创证券实现投资银行业务收入2.41亿元，同比增长52.79%。

近年来，华创证券投行业务加快推进变革，通过组织机构调整、打通销售体系、加强中后台管控、优化考核机制等一系列改革，重塑投行业务体系，努力向新型投行转型。2017—2019年，华创证券投行业务在《证券时报》举办的评选活动中多次获奖，其中2019年华创证券获得“2019中国区财务顾问君鼎奖”、中航光电可转债项目

获得“2019中国区股票融资项目君鼎奖”等荣誉。

股权融资业务方面，2017—2019年，华创证券完成股权类主承销项目分别为7个、2个和4个，股权类主承销金额波动下降。2019年，华创证券完成4单再融资项目，主承销金额24.41亿元。2017—2019年，华创证券股票主承销佣金收入分别排名行业第44位、第42位和第41位，处于行业中游水平。

债券融资业务方面，2017—2019年，华创证券完成债券类主承销项目（含ABS，下同）分别为33个、18个和28个，债券主承销金额先降后增；2019年，由于市场资金面有所宽松，华创证券全年完成28单债券主承销项目，债券主承销金额合计194.24亿元，较2018年大幅增长。2017—2019年，华创证券债券主承销佣金收入分别排名行业第42位、第36位和第46位。

其他业务方面，受新三板市场热度下行影响，华创证券新三板推荐挂牌项目数量由2017年的16个逐年降至零；2017—2019年，华创证券作为财务顾问完成并购重组项目分别为1个、2个和2个。

表 13 华创证券投资银行主承销项目情况（单位：个、亿元）

项目		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
股权	IPO	2	7.08	0	0.00	0	0.00	2	5.74
	再融资	5	41.96	2	7.79	4	24.41	2	4.48
	小计	7	49.04	2	7.79	4	24.41	4	10.22
债券承销		33	110.39	18	87.75	28	194.24	14	92.65
新三板挂牌		16	--	6	--	0	--	0	--
并购重组		1	--	2	--	2	--	0	--

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

资料来源：华创证券提供，联合资信整理

2020年上半年，华创证券完成2单IPO项目、2单再融资项目，股权类主承销金额合计10.22亿元；完成债券主承销项目14个，主承销金额92.65亿元。同期，华创证券投行业务实现收入1.38亿元，同比增长42.68%。

从投行项目储备来看，截至2020年6月末，华创证券在审项目32个，其中IPO项目5个、再融资项目5个、债券项目16个、重大资产重组项目2个、恢复上市项目2个、新三板推荐挂牌项目1个、新三板定增项目1个；已拿批文未实施项目23个，其中再融资项目2个、债券项目17个、ABS项目4个；整体项目储备情况较好。

（5）资产管理业务

受监管政策影响，华创证券资产管理规模有所下降，但华创证券持续推进主动管理业务转型，主动管理规模占比呈增长趋势，业务结构逐步优化。

华创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。近年来，华创证券在“去杠杆，防风险”

的基调下，一方面继续严控资管业务风险，加快主动转型工作；另一方面充分发挥资金端和资产端的组织优势，通过创设单一资管产品、集合资管产品和纾困计划等形式，为支持实体经济和民企发展提供综合金融服务。2017—2019年，华创证券资管业务手续费收入逐年下滑，年均复合下降21.47%，2019年为1.43亿元，同比下降26.37%，主要系资管业务规模持续下降所致。

受业务转型调整影响，2017—2019年末，华创证券受托管理资产规模快速下降，年均复合减少31.63%，2019年末，华创证券受托管理资产总规模为1053.03亿元，较上年末下降31.37%，主要系通道业务规模大幅下降所致，但业务结构得到一定改善，主动管理业务占比由2017年末的22.97%增至50.26%。华创证券资产管理业务仍以定向理财产品为主，占比91.32%。2020年以来华创证券资管业务规模继续收缩，下降趋势放缓，截至2020年6月末受托资产规模为835.84亿元，较年初下降20.62%；其中主动管理占比51.33%。

表 14 华创证券资产管理业务情况表（单位：亿元、%）

项目		2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
		规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
按产品类型划分	集合	65.63	2.91	46.80	3.05	42.71	4.06	44.87	5.37
	定向	2165.30	96.12	1470.19	95.82	961.65	91.32	735.20	87.96
	专项	21.85	0.97	17.35	1.13	48.67	4.62	55.78	6.67
按管理方式划分	主动型	517.46	22.97	572.54	37.32	529.25	50.26	429.04	51.33
	被动型	1735.32	77.03	961.80	62.68	523.78	49.74	406.68	48.67
合计		2252.78	100.00	1534.34	100.00	1053.03	100.00	835.84	100.00

资料来源：华创证券提供，联合资信整理

(6) 子公司业务

华创证券子公司业务稳步发展，对华创证券收入与利润形成了较好的补充。

截至2019年末，华创证券纳入合并报表一级子公司包括金汇资本、华创期货和兴贵投资。

金汇资本成立于2013年8月，系华创证券全资子公司，截至2019年末注册资本3.00亿元，主要从事项目投资；投资管理、资产管理、投资咨询。截至2019年末，华创证券在管私募股权基金共7只，管理规模合计2.82亿元，涉及行业有医疗健康、大数据等，涵盖并购基金、产业基金等。截至2019年末，金汇资本总资产为5.58亿元，净资产为5.23亿元；2019年实现营业收入2.13亿元，净利润1.01亿元。

华创期货成立于1995年8月，经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理，截至2019年末注册资本为1.00亿元，华创证券持股62.50%。截至2019年末，华创期货总资产为9.00亿元，净资产为1.83亿元；2019年全年实现营业收入5179.22万元，净利润1417.54万元。详细期货经纪业务见上文。

兴贵投资成立于2017年5月9日，系华创证券全资子公司，截至2019年末注册资本20.00亿元，主要从事《证券公司证券投资品种清单》所列品种以外的金融产品、股权等另类投资业务。截至2019年末，兴贵投资总资产为14.67亿元，净资产为14.55亿元。2019年全年实现营业收入1.09亿元，净利润7830.74万元。

3. 塑料管型材业务

公司塑料管型材业务规模很小且正逐步退出，对主营业务收入贡献很低。

因历史遗留原因，公司还有少量管型材产品销售业务，主要由子公司宝硕管材和宝硕型材运营。2017年以来，公司逐步退出管型材业务，目前业务规模很小，以销售存量管材和型材为主。2019年公司管材销量为584.77吨，期末库存量为748.58吨；型材销量为640.63吨，期末库存量已为零。2019年，塑料管型材业务收入仅0.21亿元，占主营业务收入的比重仅0.82%，对主营

业务收入贡献很低。

4. 未来发展

公司未来的经营方针稳健可行，具有自身经营特色，有利于未来几年公司的持续健康发展。

公司作为以证券服务业为核心的控股平台，数字化转型、创新将成为公司发展的主基调，未来发展战略为：

①金融科技基础设施的开发运营商。公司积极推进数字化转型，创建运营金融科技的基础设施，致力于成为数字经济运营商。一是构建公司自身的数据中台和业务中台，统筹数据运营能力、产品服务能力、合规风控能力，提高公司运营效率、风险管理水平及综合服务能力。二是构建细分场景的金融基础设施，利用新一代信息技术，搭建场景化、平台化、数字化的基础设施，组织产业链各类主体和交易要素重构产业生态，构建数字经济生态体系。重点服务新基建、大消费场景。三是以科技赋能产业。当前实体企业数字化程度仍较低，公司着力推动核心客户提升数字化运营能力，以在产业变革中占据先发优势。

②区域资本市场的发展服务商。公司立足贵州，深耕西南区域资本市场，组建贵州股交，首创“互联网+底层资本市场”非标资产证券化模式，引入投行化手段和金融工具，整合、挖掘基础资产，构建了非标资产挖掘、产品创设、发行、交易等功能为一体的金融服务新生态，以满足中小企业和地方政府融资需求，一定程度上弥补了区域金融基础设施不足的短板。

③深耕产业、服务实体的产业投行。公司将专注于新基建、大消费产业，实现“研究+投资+投行”的有效联动，多维度助力企业的创新发展。一是立足深度产业研究，洞察产业发展趋势。基于对新基建、大消费业务逻辑和发展规律的理解，把握产业变革的商业模式及可行路径。二是以为企业创造价值为导向，做企业的超长期合伙人。在准确把握产业发展趋势的基础上，助力企业创新发展。三是重构与赋能产业生态，以

产业龙头企业为核心，延伸产业链，以数字化重构产业生态，以多元金融产品和服务为产业提供全产业链条的场景金融服务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2017—2018年财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计、2019年财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且均被出具了标准无保留意见；2020年上半年财务报表未经审计。从合并范围来看，2018年，公司合并范围内子公司无变化；2019年，公司合并范围新增1家子公司及2家结构化主体；合并范围变动对财务数据的影响不大。

会计政策和会计估计变更方面，公司自2019年1月1日起施行财政部于2017年修订的《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》等4项新的金融工具会计准则，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和持有至到期投资重分类至交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资等科目。公司按照新金融工具准则的要求对2019年1月1日数据进行衔接调整；涉及前期比较财务报表数据与新金融工具准则要求不一致的，公司未调整可比期间信息；金融工具原账面价值和新金融工具准则施行日的新账面价值之间的差额，计入留存收益或其他综合收益。除新金融工具准则事项外，其余因会计政策变更未调整的数据对公司报表影响不大。

由于本报告2018年数据取自公司调整后的2019年1月1日数据，整体看，公司2017年财务数据可比性一般，2018—2019年财务数据可比性较强。

截至2019年末，公司合并资产总额为446.12亿元，负债总额为295.93亿元，所有者权益为150.19亿元，其中归属于母公司所有者权益149.60亿元。2019年，公司营业总收入为24.76亿元，利润总额为4.51亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额478.70亿元，负债合计328.90亿元，所有者权益149.80亿元，其中归属于母公司所有者权益149.22亿元。2020年1—6月，公司营业总收入为14.02亿元，利润总额3.70亿元。

2. 合并报表分析

（1）资产质量

随着证券板块业务规模扩大，公司资产规模呈增长趋势，以流动资产为主，资产中各类金融资产占比较高，资产质量及流动性较好。

2017—2019年末，公司资产总额逐年增长，年均复合增长7.80%，主要系流动资产增加所致。截至2019年底，公司资产总额合计446.12亿元，较年初增长10.52%；资产结构仍以流动资产为主，流动资产占比升至77.28%。截至2019年末，公司自有资产为397.90亿元，较年初增长9.08%；因华创证券经纪业务行情回暖、客户资金增加，公司自有资产占资产总额比例小幅下滑至89.19%。

表 15 公司合并资产情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	274.15	71.41	298.55	73.96	344.76	77.28	384.88	80.40
其中：货币资金	50.98	13.28	62.33	15.44	67.36	15.10	73.85	15.43
融出资金	17.07	4.45	15.93	3.95	26.08	5.85	31.50	6.58
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	102.46	26.69	--	--	--	--	--	--
交易性金融资产	--	--	115.78	28.68	140.41	31.47	188.63	39.41
其他应收款	2.78	0.72	1.91	0.47	18.81	4.22	17.71	3.70
买入返售金融资产	73.23	19.07	88.44	21.91	65.71	14.73	42.85	8.95
非流动资产	109.74	28.59	105.10	26.04	101.35	22.72	93.82	19.60

其中：债权投资	--	--	22.91	5.68	23.51	5.27	16.05	3.35
其他债权投资	--	--	31.04	7.69	15.71	3.52	14.28	2.98
其他非流动金融资产	--	--	6.69	1.66	17.11	3.84	17.96	3.75
可供出售金融资产	39.85	10.38	--	--	--	--	--	--
持有至到期投资	26.42	6.88	--	--	--	--	--	--
商誉	36.40	9.48	36.40	9.02	36.40	8.16	36.40	7.60
资产总额	383.89	100.00	403.65	100.00	446.12	100.00	478.70	100.00
自有资产	342.72	89.28	364.77	90.37	397.90	89.19	417.27	87.17

注：上表占比分母均为资产总额；自有资产=资产总额-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
数据来源：公司财务报告，联合资信整理

流动资产

2017—2019年末，公司流动资产逐年增长，年均复合增长12.14%。截至2019年末，公司流动资产合计344.76亿元，较年初增长15.48%，主要系华创证券两融业务融出资金规模增加以及自营投资规模扩大所致；流动资产主要由货币资金、融出资金、交易性金融资产、其他应收款和买入返售金融资产构成，分别占比19.54%、7.57%、40.73%、5.46%和19.06%。

2017—2019年末，公司货币资金逐年增长，年均复合增长14.95%；其中2018年末较2017年末增长18.68%，主要系自有货币资金增长所致，2019年末较年初小幅增长8.07%，主要系市场行情回暖、客户资金增加所致。2019年末公司货币资金中自有货币资金为25.26亿元，占比37.50%，其中受限自有资金为0.25亿元。

随着华创证券两融业务规模扩大，2017—2019年末，公司融出资金逐年增长，年均复合增长23.59%；2019年末较年初增长63.70%，公司融出资金担保物公允价值合计91.33亿元，覆盖程度较好，融出资金计提减值准备27.26万元。

受华创证券股票质押业务规模波动影响，2017—2019年末，公司买入返售金融资产先增后减、总体减少，年均复合下降5.27%。截至2019年末，公司买入返售金融资产为65.71亿元，较年初下降25.71%，主要系股票质押业务规模减少所致；其中股票质押回购规模下降30.58%，占比70.89%，股票质押回购剩余期限分布在1个月以内占比29.32%、1~3月内占比21.59%、3月~1年内占比46.63%；公司买入返售金融资产担保物账面价值合计100.20亿元，对本金的覆盖比

例为145.74%；已计提减值准备合计3.36亿元，计提比例4.88%。

2017—2018年，公司其他应收款规模较小，分别为2.78亿元和1.91亿元。2019年末，其他应收款大幅增长至18.81亿元，主要系新增华创证券拟收购太平洋证券所缴纳的15.00亿元保证金，以及因违约诉讼而从买入返售金融资产转入其他应收款科目的3.50亿元应收股票质押回购业务客户款。

截至2019年末，公司交易性金融资产为140.41亿元，较年初增长21.28%，其中债务工具投资占比80.52%，权益工具投资占比7.50%，并且新增其他投资占比11.98%（主要系华创证券投资的上市公司纾困项目）。

非流动资产

2017—2019年末，公司非流动资产逐年小幅下降，年均复合下降3.90%。截至2019年末，公司非流动资产合计101.35亿元，较年初小幅下降3.56%，主要系其他债权投资规模减少所致；公司非流动资产主要由债权投资、其他债权投资、其他非流动金融资产和商誉构成，分别占比23.20%、15.50%、16.88%和35.92%。

债权投资和其他债权投资包括子公司华创证券投资的企业债、公司债、金融债、中期票据等债权类资产以及公司本部对云码通业务投资，截至2019年末，债权投资较年初小幅增长2.61%，主要系公司本部新增对云码通业务相关产品的债权类投资，其他债权投资较年初下降49.38%，主要系华创证券减少债券投资规模所致。

截至2019年末，公司其他非流动金融资产为17.11亿元，较年初大幅增长155.84%，系公司本部新增对贵州云码通生态科技中心（有限合

伙)投资所致。

公司商誉主要系合并华创证券形成,2017—2019年底账面价值均为36.40亿元,未发生变化,公司未计提商誉减值损失。

截至2020年6月末,公司资产总额为478.70亿元,较年初上升7.30%,流动资产占比进一步上升至80.40%;主要由于子公司华创证券自营

投资规模进一步扩大,交易性金融资产较年初增长34.34%至188.63亿元;整体资产流动性仍保持较好水平。

从资产受限情况来看,截至2020年6月末,公司受限资产合计97.50亿元,占资产总额的20.37%,主要系因卖出回购抵押受限的相关资产,具体情况如下表所示。

表16 截至2020年6月末公司资产受限情况(单位:亿元、%)

项目	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	0.03	0.01	员工持股计划84.92万元、银行冻结资金146.12万元、风险准备专户存款48.04万元
交易性金融资产	81.51	17.03	卖出回购抵押证券78.12亿元;已融出证券2.77亿元;限售股6213.31万元
债权投资	5.82	1.22	卖出回购抵押证券
其他债权投资	4.79	1.00	卖出回购抵押证券
存出保证金	5.36	1.12	保证金
合计	97.50	20.37	--

资料来源:公司2020年半年报,联合资信整理

(2) 负债及杠杆水平

公司负债规模逐年增长,债务负担增加,杠杆水平上升,但仍处于适中水平;公司债务结构偏向以短期债务为主,需关注公司流动性管理。

2017—2019年末,公司负债总额逐年增长,年均复合增长13.05%。截至2019年末,公司负

债总额为295.93亿元,较年初增长17.69%,主要系代理买卖证券款以及应付债券规模增加所致;其中流动负债占比69.32%,仍以流动负债为主。截至2019年末,公司自有负债为247.71亿元,较年初增长16.53%,占负债总额的83.71%。

表17 公司合并负债情况表(单位:亿元、%)

项目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年6月末
流动负债	190.10	193.81	205.13	222.61
其中:卖出回购金融资产	127.64	109.33	102.29	116.97
代理买卖证券款	41.16	38.87	48.21	61.39
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	23.45	13.88
非流动负债	41.45	57.65	90.80	106.28
其中:应付债券	41.13	57.31	90.03	105.14
负债总额	231.55	251.46	295.93	328.90
自有负债	190.38	212.58	247.71	267.47

注:自有负债=负债总额-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

数据来源:公司财务报告,联合资信整理

2017—2019年末,公司流动负债逐年增长,年均复合增长3.88%。截至2019年末,公司流动负债为205.13亿元,较年初小幅增长5.84%;流动负债中卖出回购金融资产、代理买卖证券款和一年内到期的非流动负债占比相对较高,

占比分别为49.87%、23.50%和11.43%。

2017—2019年末,公司卖出回购金融资产呈逐年下降趋势,年均复合下降10.48%。截至2019年末,公司卖出回购金融资产为102.29亿元,较年初下降6.44%,主要系华创证券自营投

资开展的债券卖出回购规模下降所致。

受经纪业务市场行情波动影响，2017—2019 年末，公司代理买卖证券款呈先降后增、总体增长趋势，年均复合增长 8.23%；得益于证券行情回暖，2019 年末公司代理买卖证券款较年初增长 24.03%至 48.21 亿元。

截至 2019 年末，公司新增一年内到期的非流动负债 23.45 亿元，系华创证券一年内到期的

应付债券。

2017—2019 年末，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 48.01%，主要系应付债券规模增加所致，应付债券规模年均复合增长率为 47.94%。截至 2019 年末，公司非流动负债合计 90.80 亿元，较年初增长 57.50%，其中公司应付债券为 90.03 亿元，较年初增长 57.09%。

表 18 公司合并负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
短期债务	141.07	145.83	146.25	149.63
长期债务	41.13	57.31	90.03	105.14
全部债务	182.21	203.15	236.28	254.77
资产负债率	60.32	62.30	66.33	68.71
自有资产负债率	55.55	58.28	62.26	64.10
全部债务资本化比率	54.46	57.17	61.14	62.97
长期债务资本化比率	21.26	27.36	37.48	41.24

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

有息债务来看，随着对外融资规模增长，2017—2019 年末，公司全部债务逐年增加，年均复合增长 13.87%。截至 2019 年末，公司全部债务合计 236.28 亿元，较年初增长 16.31%；其中短期债务占比 61.90%、长期债务占比 38.10%，债务结构以短期债务为主。

2017—2019 年末，公司杠杆水平逐年上升，自有资产负债率从 2017 年末的 55.55%逐年上升至 2019 年末的 62.26%；考虑到公司资产以金融投资资产和证券业务形成的相对资产为主，杠杆仍处于合理水平。随着债务负担增加，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率亦呈逐年上升趋势，2019 年末分别为 61.14%和 37.48%，存在一定债务负担。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额为 328.90 亿元，较年初进一步增长 11.14%，主要系对外融资规模以及代理买卖证券款增加所致，其中流动负债占比为 67.68%；公司自有资产负债率较年初小幅上升至 64.10%，仍处于行业内合理水平。

截至 2020 年 6 月末，公司全部债务合计 254.77 亿元，较年初增长 7.83%，其中短期债务占比 58.73%。从债务期限结构来看，公司有息

债务（不包括交易性金融负债和衍生金融负债）为 253.92 亿元，其中 2020 年到期占比 57.59%，要求公司及子公司实现较好流动性管理。

表 19 截至 2020 年 6 月末公司债务到期期限结构

到期期限	金额（亿元）	占比（%）
2020 年	146.24	57.59
2021 年	20.78	8.18
2022 年	21.08	8.30
2023 年及以后	65.83	25.92
合计	253.92	100.00

注：上表有息债务计算未包括交易性金融负债和衍生金融负债
资料来源：公司提供

（3）所有者权益及资本充足性

公司所有者权益规模呈小幅下降趋势，所有者权益稳定性较好；子公司华创证券资本充足性维持在较好水平，各项风险控制指标持续优于监管指标。

2017—2019 年末，公司所有者权益呈小幅下降趋势，年均复合下降 0.71%。2019 年末，公司所有者权益为 150.19 亿元，较年初小幅下降 1.32%，主要系公司收购华创证券剩余股份以及公司回购股票并过户给员工持股计划导致资本公积减少所致；归属于母公司所有者权益

为 149.60 亿元，其中股本占比 11.63%、资本公积占比 89.76%、一般风险准备占比 3.97%、未分配利润占比-5.19%，股本及资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。2019 年，公司未分配利润仍呈亏损状态，亏损规模较上年减少，为-7.77 亿元。从利润分配情况看，近年来，公司仅在 2018 年对前一年度利润进行分红，分红规模为 4000.98 万元，占上年度归属于母公司净利润的 26.77%。截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益 149.80 亿元，较年初基本持平，所有者权益结构变化不大。

2017—2019 年末，华创证券母公司口径（下同）净资产先增后降、总体下滑，年均复合下降 2.09%；母公司口径净资产逐年增加，年均复合

增长 2.36%；净资产/净资产亦呈先增后降趋势。截至 2019 年末，华创证券净资产为 99.39 亿元，较上年末下降 9.41%，主要系部分次级债将于 2020 年到期导致附属净资产下降所致；净资产为 108.84 亿元，较上年末增长 3.74%；净资产/净资产较上年末下降 13.25 个百分点至 91.32%。2017—2019 年末，华创证券各项风险资本准备之和逐年减少，年均复合下降 10.57%；风险覆盖率先升后降、总体上升，2019 年末为 236.87%。2017—2019 年末，华创证券资本杠杆率逐年下降至 25.51%；各项指标均持续优于各项监管预警标准。2020 年 6 月末，华创证券净资产为 100.60 亿元，较年初变化不大，资本充足性保持较好水平。

表 20 华创证券风险控制指标监管报表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末	监管标准	预警指标
核心净资产	89.68	83.71	86.34	87.55	--	--
附属净资产	14.00	26.00	13.05	13.05	--	--
净资产	103.68	109.71	99.39	100.60	--	--
净资产	103.87	104.91	108.84	110.66	--	--
各项风险资本准备之和	52.47	45.09	41.96	46.14	--	--
风险覆盖率	197.60	243.31	236.87	218.01	≥100	≥120
资本杠杆率	30.35	26.45	25.51	24.15	≥8	≥9.6
净资产/净资产	99.81	104.57	91.32	90.91	≥20	≥24

资料来源：华创证券净资产及风控指标监管报表

（4）盈利能力

得益于证券公司业务良好发展，公司利润规模较快增长，整体盈利能力有所提升，但仍属一般水平；另外，投资收益对公司收入贡献度较高，受市场行情影响较大，收入存在波动性。

公司利润主要来源于营业总收入、投资收益和公允价值变动收益。2017—2019 年，营业总收入波动增长，年均复合增长 8.55%。公司营业总收入主要来自证券业务产生的利息收入和手续费及佣金收入，2019 年分别占比 53.45% 和 38.08%。2019 年，公司营业总收入合计 24.76 亿元，同比增长 33.27%，其中营业收入、利息收入

和手续费及佣金收入均实现不同程度增长。2017—2019 年，公司投资收益逐年增长，年均复合增长 6.16%；公司公允价值变动收益由亏损转为盈利。2019 年，公司投资收益同比增长 22.39%，主要系华创证券自营投资收益增加，其中以持有收益为主；2019 年公司公允价值变动收益同比增长 100.03%，主要系华创证券持有的基金、股票等资产公允价值上涨所致；公司投资收益及公允价值变动损益合计占公司营业利润的 282.27%，对利润贡献度高。得益于证券业务良好发展，2017—2019 年，公司净利润逐年增长，年均复合增长 38.34%；2019 年为 2.64 亿元，同比增长 67.90%。

表 21 公司收益及利润情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业总收入	21.01	18.58	24.76	14.02
其中：营业收入	3.50	1.46	2.34	1.91
利息收入	5.99	6.89	9.43	4.24
手续费及佣金收入	11.52	10.23	12.99	7.87
投资收益	5.86	7.56	9.26	5.90
公允价值变动收益	-1.39	1.65	3.30	1.17
营业利润	2.00	2.38	4.45	3.71
净利润	1.38	1.57	2.64	2.71

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2017—2019 年，公司营业总成本波动增长，年均复合增长 15.40%。2019 年，公司营业总成本为 30.89 亿元，同比增长 37.73%，主要系期间费用、手续费及佣金支出和利息支出增加所致；公司营业总成本中期间费用占比 62.40%、手续费及佣金支出占比 8.08%、利息支出占比 27.18%。从期间费用来看，2017—2019 年，公司期间费用逐年增加，年均复合增长 29.08%，其中 2019 年

同比增长 53.24%，主要系职工薪酬增加以及公司回购股份用于员工持股计划使得管理费用增加所致；公司期间费用主要由管理费用构成，2019 年管理费用占比 97.64%，管理费用中职工薪酬占比较高。减值计提方面，2018 年以来，受华创证券部分股票质押业务违约影响，公司计提的各类减值损失规模较大，主要针对华创证券股票质押违约项目计提的信用减值损失。

表 22 公司营业支出及减值情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业总成本	23.20	22.43	30.89	14.92
其中：期间费用	11.57	12.58	19.28	9.00
利息支出	6.77	7.67	8.40	4.32
手续费及佣金支出	2.43	1.70	2.50	1.27
其他	2.43	0.48	0.72	0.33
各类减值损失	0.31	3.03	2.00	2.50

注：各类减值损失含资产减值损失、信用减值损失

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

随着期间费用增加，2017—2019 年，公司营业费用率逐年上升，各项盈利指标均有所提升；2019 年公司自有资产收益率及净资产收益率分别为 0.69% 和 1.75%，整体盈利水平一般。

2020 年上半年，证券市场交投活跃度提升，

公司实现营业总收入 14.02 亿元，同比增长 21.34%；取得投资收益 5.90 亿元，同比增长 45.47%。同期公司净利润为 2.71 亿元，同比减少 7.70%，主要系公司本部管理费用和财务费用增加所致。

表 23 公司盈利指标表（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业费用率	55.07	67.72	77.87	64.18
营业利润率	30.53	67.26	69.17	82.79
自有资产收益率	0.46	0.44	0.69	1.30
净资产收益率	0.91	1.03	1.75	1.81
资产收益率	0.40	0.40	0.62	0.59

注：2020 年 1—6 月相关指标未年化；自有资产收益率=净利润/[(期初自有资产+期末自有资产)/2]×100%

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从同业对比来看，在业务相似的金控公司中，公司杠杆水平适中，盈利稳定性较好，盈利

能力仍有待进一步增强。

表 24 同业样本公司 2019 年财务指标比较（单位：%）

项目	资产收益率	净资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	资产负债率
国盛金融控股集团股份有限公司	0.29	0.82	102.43	454.69	65.67
湖南财信投资控股有限责任公司	2.72	7.23	45.11	29.18	64.50
东莞市新世纪科教拓展有限公司	1.05	5.80	77.60	205.33	80.70
上述样本企业平均值	1.35	4.62	75.05	229.73	70.29
华创阳安	0.62	1.75	77.87	36.00	66.33

资料来源：公司财务报表、公开资料，联合资信整理

（5）现金流

公司现金流表现正常，但较为依赖筹资活动补充资金。

2017—2019年，公司经营活动现金流逐渐由净流出转为净流入状态，主要系随着证券市场行情回暖，华创证券经营活动现金流入增加所致。公司投资活动现金流波动较大；2018年公司对外投资规模减少，投资活动现金流转为净流入状态；但2019年公司收购子公司股权使得投资支付的现金增加，投资活动现金流又转为净流出状态。公司筹资活动均呈大额净流入状态，净流入规模波动增长，主要系发债规模增加所致。公司投资活动较为依赖筹资活动补充资金。截至2019年末，公司现金及现金等价物余额规模较大，并且考虑到公司作为上市公司拥有较通畅的直接和间接融资渠道，整体现金流较充裕。

2020年1—6月，公司经营活动现金流净额5.62亿元；投资活动现金流净额为2.56亿元；筹资活动现金流转为流出状态，主要系对外融资规模减少同时偿还债务所致。

表 25 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
经营活动现金流量净额	-37.17	-14.97	3.62	5.65
投资活动现金流量净额	-9.48	2.25	-27.82	2.56
筹资活动现金流量净额	27.57	21.90	31.83	-0.38
现金及现金等价物净增加额	-19.08	9.19	7.64	7.83
期末现金及现金等价物余额	61.55	70.74	78.38	86.21

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

3. 母公司报表分析

（1）资产负债表分析

公司母公司口径资产规模波动增长，本部金融资产投资规模有所增加，但仍以长期股权投资为主。公司新增发行公司债，使得2019年公司本部杠杆水平上升、债务负担增加，但仍处于较低水平。

从资产来看，2017—2019年末，公司母公司口径资产总额波动增长，年均复合增长5.03%；2019年末为175.07亿元，较年初增长10.89%，主要系长期股权投资、债权投资、其他非流动资产增加所致。从资产构成来看，因公司本部作为控股平台，资产中长期股权投资占比较高，近三年末占比均在87%以上，2019年占比87.79%，其余资产科目占比均较小。截至2019年末，公司本部长股权投资为153.69亿元，较年初增长3.86%，以华创证券为主。2019年末，公司本部新增7.40亿元债权投资，主要系公司参与“云码通”系统建设，将资金投入该业务的相关产品所致；新增5.43亿元其他非流动资产，主要系公司投资的贵州云码通生态科技中心（有限合伙）。

从负债及杠杆水平来看，2017—2019年末，公司母公司负债总额快速增长，年均复合增长18.66%；2019年末公司本部负债总额合计21.43亿元，较年初大幅增长18.66亿元，主要系公司本部2019年新增发行公司债所致。公司负债主要由其他应付款和应付债券构成，2019年末分别占比5.91%和89.09%。截至2019年末，公司本部其他应付款为1.27亿元，较年初下降

25.25%；应付债券 19.10 亿元，均为 2019 年新 增。2017—2019 年末，公司本部资产负债率分别 为 1.11%、1.76%和 12.24%，杠杆水平在 2019 年 大幅上升，但仍处于较低水平。2017—2018 年 末，公司本部有息债务均为 0.40 亿元，系原重 整债务余额；2019 年末，因发行债券，公司本部 有息债务增至 19.49 亿元，其中应付债券为 19.10 亿元。受债券发行规模增加影响，2019 年末，公 司全部债务资本化比率 11.26%，较年初增长 10.00 个百分点，债务负担增加但仍较轻。

截至 2020 年 6 月末，公司母公司口径（下 同）资产总额 172.36 亿元、负债总额 21.15 亿 元、所有者权益 151.21 亿元，均较年初变化不 大；公司本部杠杆水平保持稳定，资产负债率为 12.27%。

（2）利润表分析

公司本部利润主要来源于投资收益，盈利能 力较弱，仍有待增强。

从盈利情况来看，公司本部利润主要来源于 投资收益，近三年公司本部营业总收入规模很小， 2019 年仅为 60.82 万元。2017—2019 年，公司 本部投资收益波动较大，2019 年为 1.36 亿元， 较上年大幅增长 1.17 亿元，主要系债权投资持 有期间的投资收益以及处置其他非流动金融资 产取得的投资收益增加所致。2017—2019 年，公 司本部营业总成本呈先稳定后增加态势，2019 年较上年大幅增长 3.09 亿元至 3.34 亿元，主要 系一方面公司回购股份用于员工持股计划导致 管理费用较上年增加 2.67 亿元，另一方面，公 司本部财务费用增加 0.48 亿元所致。2017—2019 年，公司本部计提资产减值损失规模较小，2019 年为 0.25 亿元，主要系计提的固定资产减值损 失和存货跌价损失。受投资收益波动和 2019 年 公司回购股份导致营业总成本大幅增加影响， 2017—2019 年公司本部净利润由盈转亏，2019 年净利润为-2.29 亿元，净资产收益率为-1.48%， 盈利能力有待增强。

2020 年 1—6 月，公司本部营业总收入为 47.26 万元，规模仍较小；投资收益为 1.62 亿元， 同比增长 52.38%，主要系成本法核算的长期股

权投资收益和债权投资收益增加所致

（3）现金流量表分析

2019 年公司本部存在较大规模投资活动现 金流出，主要依赖于公司筹资活动资金。

从现金流情况来看，2017—2019 年，公司本 部经营活动现金流均呈小幅净流入状态，2019 年为 0.13 亿元。2017—2019 年，投资活动现 金流波动较大，2018 年投资支付的现金减少使得 投资活动现金流由净流出转为净流入状态，2019 年投资收益减少同时对外投资规模增长，使得投 资活动呈大额净流出状态。2017—2018 年，公司 筹资活动呈小额净流出状态，但 2019 年随着公 司本部融资规模增加，公司筹资活动转变为大额 净流入状态。整体看公司本部投资活动较为依赖 筹资活动资金流入。截至 2019 年末，公司本部 现金及现金等价物余额为 1.37 亿元。

2020 年 1—6 月，公司本部经营活动净现金 流为-0.36 亿元，期末现金及现金等价物余额为 1.44 亿元。

4. 偿债能力

公司合并口径短期及长期偿债指标表现尚 可，但母公司长期偿债能力指标表现弱；考虑到 公司作为上市公司且核心子公司为证券公司，直 接和间接融资能力强，公司偿债能力很强。

短期偿债能力指标方面，2017—2019 年末， 公司合并口径流动比率呈上升趋势，2020 年 6 月 末增至 172.89%，处于较好水平。公司筹资前净 现金流为负，无法对流动负债形成覆盖。期末现 金及现金等价物余额/短期债务有所上升，2020 年 6 月末为 0.58 倍。公司合并口径短期偿债指 标表现尚可。

长期偿债能力指标方面，随着利润规模增 加，2017—2019 年，公司 EBITDA 逐年增长， 年均复合增长 22.71%。2019 年，公司 EBITDA 为 14.10 亿元，同比增长 31.35%；其中利润总额 占比 31.99%，各类利息支出合计占比 62.95%， 折旧和摊销占比较小。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数呈上升趋势，EBITDA 对利息 覆盖程度较好；全部债务/EBITDA 逐年下降，但

仍存在一定债务负担；合并口径长期偿债指标表现尚可。

从母公司口径来看，2017—2019 年，公司本部流动比率有所下滑，2019 年末为 131.78%，期末现金及现金等价物余额/短期债务为 1.55 倍，

母公司口径短期偿债指标表现尚可。但受 2019 年公司回购股份导致营业总成本大幅增加影响，2019 年公司本部利润总额和 EBITDA 均为负，EBITDA 无法对本部利息支出和有息债务形成保障，母公司口径长期偿债能力指标表现弱。

表 26 公司偿债能力指标

项目	合并				母公司			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
流动比率（%）	144.22	154.05	168.07	172.89	245.81	147.68	131.78	156.04
筹资前净现金流流动负债比（%）	-24.54	-6.56	-11.80	3.69	-49.59	123.75	-755.11	187.68
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.44	0.49	0.54	0.58	0.52	4.26	1.55	1.50
EBITDA（亿元）	9.38	10.73	14.10	/	7.74	0.02	-1.72	/
全部债务/EBITDA（倍）	19.43	18.93	16.76	/	0.05	17.43	-11.65	/
EBITDA 利息倍数（倍）	1.38	1.40	1.59	/	--	--	-3.48	/

注：2020 年 1—6 月相关指标未年化

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年6月末，公司本部无银行授信。子公司华创证券银行授信总额452.6亿元，可用银行授信额度289.1亿元，在用额度163.5亿元，其中次级债券44.0亿元、股票质押收益权转让5.0亿元、收益凭证10.0亿元、资产管理业务83.5亿元、同业拆借4.0亿元。

截至2020年6月底，公司无对外担保；未涉及对公司经营状况存在重大影响的诉讼案件。

2020年9月，公司子公司华创证券与北京嘉裕终止太平洋证券的股权转让交易后，北京嘉裕未能按协议约定如期履行还款义务，华创证券前期支付的15.00亿元股权转让保证金北京嘉裕仅偿还5000万元；华创证券已向法院申请进行诉前财产保全，法院已对北京嘉裕持有的3.49亿股太平洋证券股份实施冻结；上述事项涉及金额较大，需持续关注该事件进展对于华创证券及公司带来的相关影响。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行后公司债务负担将有所增加，债务结构将有所优化，公司合并口径相关财务指标对本期债券本金形成良好覆盖。考虑到公司自身资本实力较强，近年来子公司华创证券业务稳步发展，资本充足性较好，盈利能力逐步提

升；同时公司作为上市公司，直接和间接融资能力强，能够为本次债券提供较强的现金流保障。整体看，公司对本次债券的偿还能力很强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行总额不超过10亿元（含10亿元），按发行金额上限10.00亿元进行测算。本期债券分别占2020年6月底，公司长期债务和全部债务的10.51%和25.48%。

以2020年6月底财务数据为基础，假设本次债券发行规模为10.00亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.35%、63.87%和43.46%，分别较发行前上升0.64个、0.89个和2.22个百分点，债务负担加重，但债务结构将有所优化。

2. 本次债券偿还能力分析

以 2019 年和 2020 年上半年财务数据为基础，假设本次债券发行规模为 10.00 亿元，公司对本次债券本金的各项偿付能力指标见下表。合并口径各主要指标对本次债券本金的覆盖程度较好，但母公司层面除了所有者权益能够较好覆盖本次债券本金，主要利润及现金流指标对本次债券本金的覆盖程度弱。

表 27 本期债券保障能力测算（单位：倍）

项目	合并				母公司			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
资产总额/本期债券额度	38.39	40.36	44.61	47.87	15.87	15.79	17.51	17.24
所有者权益/本期债券额度	15.23	15.22	15.02	14.98	15.69	15.51	15.36	15.12
净利润/本期债券额度	0.14	0.16	0.26	0.27	0.77	0.001	-0.23	0.07
EBITDA/本期债券额度	0.94	1.07	1.41	/	0.77	0.002	-0.17	/
筹资前净现金流/本期债券额度	-4.66	-1.27	-2.42	0.82	-0.09	0.34	-1.77	0.38

注：2020 年 1—6 月相关指标未年化

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、结论

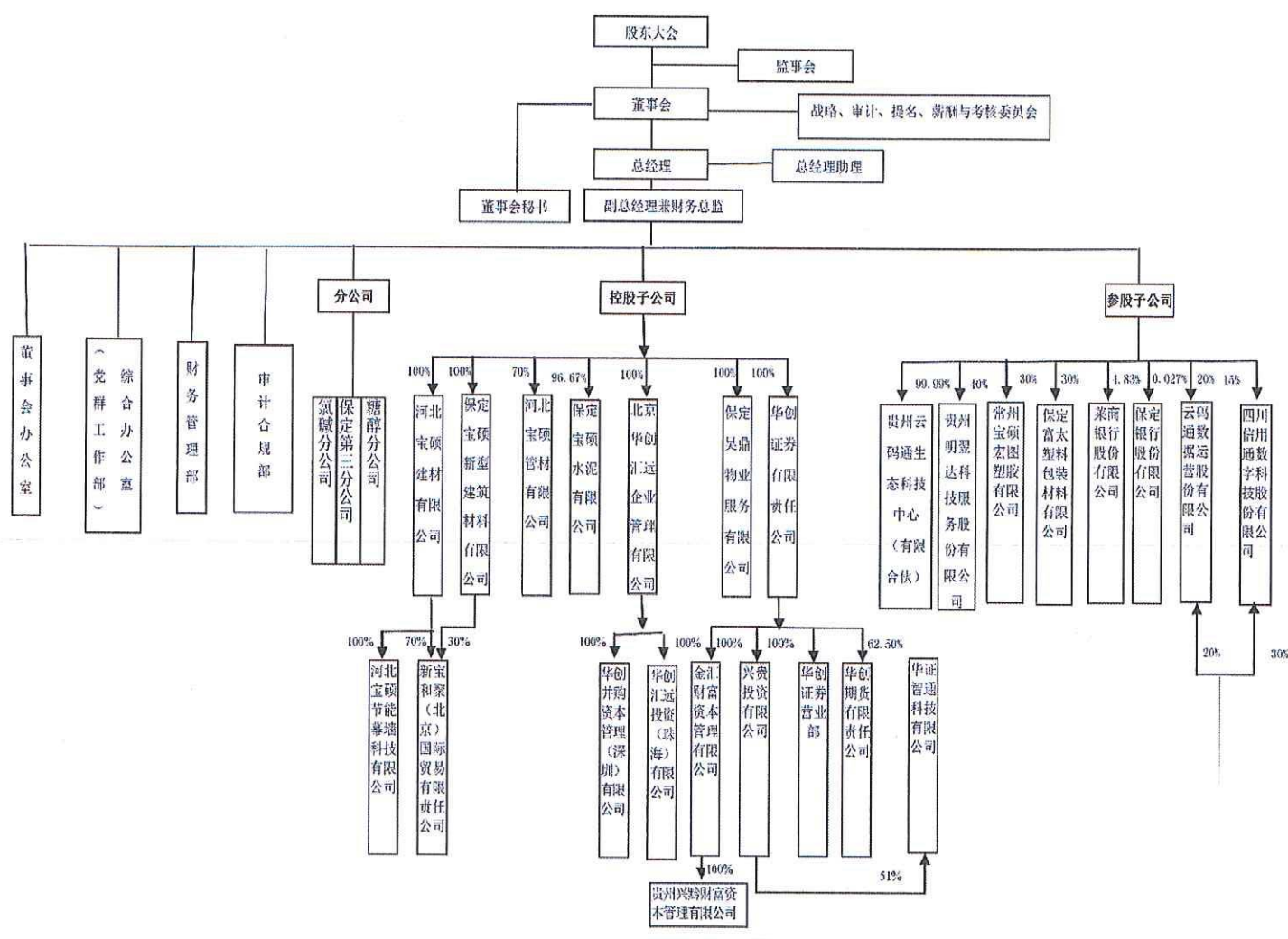
公司作为以证券业务为核心的上市公司，具有一定经营实力。公司证券业务运营主体华创证券资质齐全，在贵州省内具有较强的区域优势，2017—2019 年华创证券整体经营状况较好，带动公司资产、利润规模增长。同时，公司作为 A 股上市公司，融资渠道畅通，资产流动性保持较好水平。

联合资信也关注到，公司证券业务受市场行情和监管环境影响较大，收入存在一定的波动性；此外，公司短期债务占比较高，需关注公司短期流动性管理情况。

未来，随着资本市场持续发展以及华创证券业务稳步推进，公司盈利能力有望得到提升，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次公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2020 年 6 月末华创阳安股份有限公司 组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 华创阳安股份有限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—6 月
财务数据				
资产总额 (亿元)	383.89	403.65	446.12	478.70
所有者权益 (亿元)	152.34	152.19	150.19	149.80
归属于母公司所有者权益 (亿元)	149.09	148.87	149.60	149.22
短期债务 (亿元)	141.07	145.83	146.25	149.63
长期债务 (亿元)	41.13	57.31	90.03	105.14
全部债务 (亿元)	182.21	203.15	236.28	254.77
营业总收入 (亿元)	21.01	18.58	24.76	14.02
投资收益 (亿元)	5.86	7.56	9.26	5.90
利润总额 (亿元)	2.05	2.44	4.51	3.70
EBITDA (亿元)	9.38	10.73	14.10	/
筹资前净现金流 (亿元)	-46.65	-12.71	-24.20	8.21
财务指标				
营业利润率 (%)	9.52	12.82	17.96	26.45
资产收益率 (%)	0.40	0.40	0.62	0.59
净资产收益率 (%)	0.91	1.03	1.75	1.81
自有资产收益率 (%)	0.46	0.44	0.69	1.30
长期债务资本化比率 (%)	21.26	27.36	37.48	41.24
全部债务资本化比率 (%)	54.46	57.17	61.14	62.97
资产负债率 (%)	60.32	62.30	66.33	68.71
流动比率 (%)	144.22	154.05	168.07	172.89
筹资前净现金流流动负债比 (%)	-24.54	-6.56	-11.80	3.69
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	0.44	0.49	0.54	0.58
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.38	1.40	1.59	/
全部债务/EBITDA (倍)	19.43	18.93	16.76	/
EBITDA/本期债券额度 (倍)	0.94	1.07	1.41	/

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 华创阳安股份有限公司主要财务数据及指标 (公司母公司口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
财务数据				
资产总额 (亿元)	158.69	157.87	175.07	172.36
所有者权益 (亿元)	156.93	155.10	153.64	151.21
短期债务 (亿元)	149.09	148.87	149.60	149.22
长期债务 (亿元)	0.40	0.40	0.89	0.96
全部债务 (亿元)	0.00	0.00	19.10	19.10
营业收入 (亿元)	0.40	0.40	19.98	20.06
投资收益 (亿元)	0.02	0.08	0.01	0.00
利润总额 (亿元)	7.93	0.19	1.36	1.62
EBITDA (亿元)	7.73	0.01	-2.29	0.67
筹资前净现金流 (亿元)	7.74	0.02	-1.72	0.67
财务指标				
资产收益率 (%)	4.99	0.01	-1.37	0.38
净资产收益率 (%)	5.04	0.01	-1.48	0.44
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	11.06	11.22
全部债务资本化比率 (%)	0.25	0.26	11.51	11.71
资产负债率 (%)	1.11	1.76	12.24	12.27
流动比率 (%)	245.81	147.68	131.78	156.04
筹资前净现金流流动负债比 (%)	-49.59	123.75	-755.11	187.68
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	0.52	4.26	1.55	1.50
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	-3.48	/
全部债务/EBITDA (倍)	0.05	17.43	-11.65	/
EBITDA/本期债券额度 (倍)	0.77	0.002	-0.17	/

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 华创阳安股份有限公司 2021 年公开发行公司债券（面向 专业投资者）（第一期）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，在每年华创阳安股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

华创阳安股份有限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。华创阳安股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对华创阳安股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，华创阳安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创阳安股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现华创阳安股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对华创阳安股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如华创阳安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华创阳安股份有限公司或本期债项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华创阳安股份有限公司、监管部门等。