

跟踪评级公告

联合[2018] 1380 号

财富证券有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

财富证券有限责任公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

财富证券有限责任公司公开发行的“14 财富债”债项信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月廿九

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

财富证券有限责任公司公开发行 公司债券 2018 年跟踪评级报告

发行人主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
14 财富债	5.92 亿元	3+2 年	AA+	AAA	2017.6.14

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

担保方式：无条件不可撤销连带责任保证担保

担保方：湖南财信投资控股有限责任公司

主要财务数据：

发行人：财富证券有限责任公司

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	312.82	266.93
自有资产（亿元）	237.19	203.44
自有负债（亿元）	172.13	140.91
全部债务（亿元）	160.31	135.50
自有资产负债率（%）	72.57	69.26
所有者权益（亿元）	65.06	62.53
净资本（亿元）	56.57	45.03
净资本/负债（%）	43.89	35.80
营业收入（亿元）	13.42	9.93
净利润（亿元）	3.83	1.04
EBITDA（亿元）	10.24	7.06
营业费用率（%）	63.26	80.85
平均净资产收益率（%）	7.12	1.63
EBITDA 利息倍数（倍）	1.86	1.35
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.05
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.73	1.19

担保方：湖南财信投资控股有限责任公司

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	369.42	371.23
所有者权益（亿元）	64.28	104.11
资产负债率（%）	82.60	71.96
营业总收入（亿元）	27.94	23.35
净利润（亿元）	5.18	6.39

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和存在微小差异，系四舍五入造成；2、除特别说明外，所有财务数据均为合并口径，均指人民币；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对财富证券有限责任公司（以下简称“公司”或“财富证券”）的跟踪评级反映了公司作为湖南省唯一国有控股的综合类证券公司，投行和经纪业务继续保持较强的区域优势。2017 年受证券市场震荡及监管政策变化的影响，公司收入和利润规模大幅下降，但信用业务有所增长，自营业务有所回暖。截至 2017 年末，公司资产质量较好，资本充足性较高。

联合评级也关注到，公司主营业务受市场行情影响收入下降较大，经纪业务收入和投行收入下滑较快，同时，公司并表的结构化主体盈利水平大幅下滑，对公司营业收入影响较大；未来经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响；公司 2017 年中国证监会分类评价级别降至 BB，需进一步完善内控及合规管理。

“14 财富债”的担保方湖南财信投资控股有限责任公司（以下简称“财信投资”）作为湖南省重要的国有金融投资控股平台，经营规模较大，资产质量良好；2017 年，财信投资获股东增资 60.20 亿元，资本实力进一步提升，其资产和盈利对债务的保障程度极强，对提升本次债券的信用状况具有显著积极作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“14 财富债”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司是湖南省内唯一国有控股的综合类证券公司，受益于股东支持，投行业务和

经纪业务仍保持较强的区位优势。2017 年，公司新增 5 家证券营业部，逐步形成立足湖南辐射全国的业务布局。

2. 2017 年，公司信用交易业务收入有所提升，自营投资业务有所回暖，营业收入结构更加多元化。

3. 2017 年，担保人财信投资增资 60.20 亿元，资本实力进一步提升，其资产和盈利对债务的保障程度极强，对提升本期债券的信用状况具有显著积极作用。

关注

1. 2017 年，国内证券市场波动明显，受此影响，公司经纪业务和投行收入大幅下降，同时，公司并表的结构化主体盈利水平大幅下滑；公司主要业务与证券市场关联度较高，经济周期变化、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素可能导致公司未来收入有较大的波动性。

2. 2017 年，公司被采取 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，证监会分类评价下降至 BB 级，暴露出公司内控及合规管理中的缺漏，需要进一步完善管理。

3. 担保方财信投资短期债务占比较高，债务偿付存在较高集中度；2017 年，财信投资经营性现金流入大幅减少，同时现金短期债务比逐年下降，对短期偿付能力造成一定压力，需对财信投资的流动性和偿付能力保持关注。

分析师

张 祎

电话：010-8517 2818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-8517 2818

邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-8517 1273

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

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

财富证券有限责任公司（以下简称“财富证券”或“公司”）前身系湖南省信托投资公司（以下简称“湖南信托”）和湖南省国际信托投资公司（以下简称“湖南国信”）以其证券资产出资组建，后湖南国信将其持有的证券资产划拨给湖南省国有资产投资经营总公司（以下简称“湖南国投”），2002年8月，由湖南信托和湖南国投共同发起设立财富证券，初始注册资本为5.36亿元。2006年8月，公司实施股权转让并增资扩股，湖南信托将其持有的全部股权转让给湖南财信投资控股有限责任公司（以下简称“财信投资”），之后经过多次股权转让。2016年6月，公司控股股东财信投资的唯一股东由湖南省财政厅变更为湖南财信金融控股集团有限公司（以下简称“财信金控”），2016年7月，财信金控变更为华菱控股集团有限公司（以下简称“华菱控股”）的全资子公司。2016年7月和9月，公司股东财信投资、华菱集团和深圳润泽分别向公司增资14.37亿元、4.91亿元和0.70亿元，其中新增注册资本共计8.47亿元。2017年10月，华菱集团将持有股权转让至财信投资，至此，财信投资持有公司96.49%股权。2017年12月，公司现有股东财信投资和深圳润泽按照持股比例分别增资9.65亿元和0.35亿元，其中新增注册资本共计4.59亿元。2018年1月，财信金控出资人变更为湖南省人民政府，财信金控实际控制人为湖南省人民政府。截至2018年3月末，公司注册资本为34.41亿元，其中财信投资持股96.49%，为公司第一大股东，公司实际控制人为湖南省人民政府。

表1 截至2018年3月末公司股东持股情况表（单位：%）

股东	持股比例
湖南财信投资控股有限责任公司	96.49
深圳市润泽灯光音响科技发展有限公司	3.51
合计	100.00

资料来源：公司提供

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；代销金融产品（按经营证券业务许可证核定的期限和范围从事经营）。

截至2017年末，公司分别于深圳、浙江、广州设立分公司3家；于全国设立证券营业部71家（其中5家在筹），其中湖南省内29家；拥有全资一级子公司深圳惠和投资有限公司（以下简称“惠和投资”）、深圳市惠和投资基金管理有限公司（以下简称“惠和基金”）和德盛期货有限公司（以下简称“德盛期货”）。截至2017年末，公司拥有员工1,834人。

截至2017年末，公司合并资产总额266.93亿元，其中客户资金存款49.15亿元，客户备付金11.49亿元；负债总额204.39亿元，其中代理买卖证券款63.49亿元；所有者权益合计62.53亿元，其中归属于母公司的所有者权益62.53亿元；母公司口径的净资本45.03亿元；2017年，公司实现营业收入9.93亿元，净利润1.04亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.04亿元；经营活动现金流量净额-4.81亿元，现金及现金等价物余额79.81亿元。

公司注册地址：长沙市芙蓉中路二段80号顺天国际财富中心26层；法定代表人：蔡一兵。

二、跟踪债券概况

“14 财富债”

2015 年 3 月 31 日，公司公开发行公司债券 8.00 亿元，债券票面利率为 5.13%，期限为 3+2 年，附第 3 年末投资者回售选择权及发行人上调票面利率选择权，由湖南财信投资控股有限责任公司为本次债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保。本次债券每年付息一次，到期一次还本，付息日为 2016 年至 2020 年每年的 3 月 31 日，到期日和兑付日为 2020 年 3 月 31 日。本次债券已于 2015 年 4 月 16 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“14 财富债”，证券代码“122367.SH”。本次债券所募集的资金扣除发行等相关费用后，均用于补充公司营运资金、偿还公司债务和改善财务结构，与募集说明书承诺的用途一致。

2018 年 3 月 31 日，公司已按期完成“14 财富债”付息工作。2018 年 4 月，“14 财富债”累计回售金额 2.08 亿元，回售后待偿本金为 5.92 亿元，同时，“14 财富债”上调债券票面利率至 5.83%。

三、运营环境

严监管环境和活跃度较低的市场环境下，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，业务结构同质化依旧明显，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。

2017 年以来，证券行业在监管趋严和市场交投活跃度较低的环境下，业绩分化有所加深，风险事件逐步得到控制。行业监管思路明确为依法监管、从严监管、全面监管，在投行业务、股票质押业务、再融资业务以及资产管理业务等方面相继出台政策法规，并加大违规事件的惩处力度；此外，证监会修订并发布了《证券公司分类监管规定》，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，引导行业聚焦主业发展，对证券行业整体信用能力的提升是利好。

2017 年，证券市场呈现结构性行情，绩优股涨幅较大，中小盘股连续下跌，指数处于震荡并小幅上升趋势，但整体市场活跃度较上年有所下降。从业务表现看，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，但降幅有所收窄；经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，2017 年，131 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,113.28 亿元，全年实现净利润 1,129.95 亿元，分别同比减少 5.08% 和 8.47%。从收入结构来看，2017 年证券公司经纪业务和投行业务收入占比有所下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源。2017 年，证券投资收益（含公允价值变动）占比 27.66%，较上年度提高 10.32 个百分点；代理买卖证券业务净收入收入占比较去年减少 5.73 个百分点至 26.37%；证券承销与保荐业务净收入占比 12.34%，较上年度减少 3.51 个百分点；财务顾问业务净收入、投资咨询业务净收入、资产管理业务净收入和利息净收入的占比分别为 4.03%、1.09%、9.96% 和 11.18%。截至 2017 年底，131 家证券公司总资产为 6.14 万亿元，较 2016 年底增加 6.04%；净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，较 2016 年底分别增加 12.80% 和 7.48%，资本实力有所提升。

2018 年，证券行业“强监管”态势将进一步延续，对证券公司风控能力和合规管理提出了

更高要求，全行业业绩将保持平稳；同时，随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，行业分化将进一步加大，行业龙头位置将更加明显。

2018 年，伴随着我国经济增速和结构的调整，资本市场将在强监管的背景下持续深化改革，并逐渐回归资源有效配置的本质功能，证券公司肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。“十九大”报告明确提出“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重”，资本市场承担着为实体经济提供必要的资金支持的重要作用。2018 年初，受美联储加息和中美贸易摩擦影响，证券市场振幅加剧。预计 2018 年证券市场将延续结构性行情，IPO 保持常态化发行趋势，同时出现系统性风险的概率较低，从而推动证券行业的业务转型，以创新能力带动直接融资市场，更好的服务实体经济，持续优化收入结构，全行业业绩将保持平稳。同时，2018 年预计强监管的态势将会进一步延续，《证券公司分类监管规定》更加强调全面风险管理；《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）将继续倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点。

随着监管强化和市场环境变化，证券行业竞争愈加激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。大、中、小型证券公司业绩分化格局将进一步显现，大型证券公司得益于多元化的业务布局，经营业绩受市场环境和监管政策变动的影响较小。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势；同时《证券公司分类监管规定》利好综合性大证券公司，行业集中度可能进一步上升，中小券商的竞争压力将进一步提高。

总体看，在金融去杠杆和严监管的背景下，证券公司需进一步提高风控能力和合规管理能力，全行业业绩将保持平稳，行业分化将进一步加剧，行业龙头地位将更加明显，中小券商竞争压力将进一步加重。

四、管理与内控分析

跟踪期内，皮展不再担任公司财务总监，由甘文彬接任；王泽建退休，不再担任公司监事会主席；刘宛晨和袁海辞去公司副总裁职务。

跟踪期内，《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》发布实施后，公司加快构建完善的合规管理制度体系，完成对公司《合规管理办法》的全面修订，同步修订了公司章程。围绕合规管理基本制度，对其他合规管理制度进行全面梳理，完成公司《合规考核管理办法》、《合规管理人员管理与考核办法》、《合同管理办法》、《反洗钱和反恐怖融资内部控制制度》及配套制度、《业务信息隔离规则》及配套制度、《违规经营管理、违规执业行为内部举报制度》等 12 项制度的修订和制定。

2017 年，公司被采取 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。证监会分类评价下降至 BB 级，暴露出公司内控及合规管理中的缺漏，需要进一步完善管理。

总体看，公司相关议事规则及管理体制在原有相关规则基础上更加完善，但内控管理仍有待加强；跟踪期内，公司管理层人员变动较大，但对公司日常经营管理未产生重大影响。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务板块包括证券及期货经纪、证券自营、投资银行、资产管理、信用业务等。2017 年，证券市场持续震荡，成交量持续下滑，受此影响，公司营业收入有所下降。2017 年，公司实现营业收入 9.93 亿元，同比下降 26.05%，主要系受证券市场交易量低迷以及监管趋严的影响，公司经纪业务和投资银行收入同比大幅下降所致，同时，公司结构化产品收入和子公司惠和投资的另类投资业务收入大幅减少，使公司营业收入下降幅度超过行业平均水平；2017 年，公司实现净利润 1.04 亿元，同比大幅下降 72.83%，主要系营业收入受市场行情影响大幅下降，公司业务及管理费降幅较小所致。

从收入构成上看，证券经纪业务始终是公司最主要的收入来源。2017 年，公司经纪业务收入呈下降态势，为 5.60 亿元，同比减少 22.44%，经纪业务板块收入占营业收入比重为 56.39%。2017 年，公司投资银行业务实现收入 3.00 亿元，同比减少 33.92%，主要系公司债券承销业务规模下滑所致，占营业收入比重为 30.21%。信用交易业务方面，受融资融券业务和股票质押业务规模增长的影响，公司信用交易业务收入有所增长，2017 年为 4.01 亿元，同比增长 9.86%，占营业收入比重 40.38%，呈持续上升态势，已成为公司第二大收入来源。2017 年，公司资产管理业务实现收入 0.69 亿元，同比增加 1.47%，占营业收入比重 6.95%。2017 年，随着市场行情好转，同时股权投资策略和市场行情较契合，自营业务收入出现较大幅度增长，公司自营投资业务为 1.93 亿元，较 2016 年的-1.05 亿元大幅提升。公司期货业务由子公司德盛期货负责运营，2017 年，公司期货业务实现收入 0.52 亿元，同比小幅减少 1.89%。惠和投资负责运营另类投资业务，2017 年，公司实现另类投资收入-0.32 亿元，较 2016 年 0.68 亿元大幅下滑。惠和投资基金负责基金业务，2017 年，基金业务收入-0.13 亿元，规模较小。公司结构化产品系公司并表的结构化主体，分别由财富证券资产管理部、德盛期货和惠和投资负责运营管理，2017 年，结构化产品业务收入-0.49 亿元，较 2016 年 2.96 亿元大幅减少。

表2 公司各项业务收入情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	7.22	53.80	5.60	56.39
投资银行业务	4.54	33.83	3.00	30.21
信用交易业务	3.65	27.20	4.01	40.38
资产管理业务	0.68	5.07	0.69	6.95
自营投资业务	-1.05	-7.82	1.93	19.44
期货业务	0.53	3.95	0.52	5.24
另类投资业务	0.68	5.06	-0.32	-3.22
基金业务	0.05	0.37	-0.13	-1.31
结构化产品业务	2.96	22.06	-0.49	-4.93
其他业务	-2.12	-15.80	-2.77	-27.90
分部抵消	-3.72	-27.72	-2.11	-21.25
营业收入合计	13.42	100.00	9.93	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2017年，受市场行情波动的影响，公司营业收入和净利润处于持续下滑态势；同时，公司收入结构有所调整，自营投资业务和信用交易业务发展情况良好，对收入贡献有所增长，但经纪业务收入仍然是主要来源。公司收入水平受市场行情和政策变化影响较大，未来增长存在一定不确定性。

2. 业务运营

(1) 证券经纪业务

公司经纪业务资格齐全，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。公司设有经纪业务总部，下设零售业务部、信用业务部、机构业务部和运营支持部。2017年新增营业部5家，截至2017年末，公司经纪业务从业团队1,586人，投资顾问人数199人，证券营业部71家（其中5家在筹），其中湖南省内营业部29家，湖南省外37家，公司经纪业务具有很强的区域特性，基本覆盖湖南省主要城市区域，同时也初步实现了全国范围的布局。

2017年，公司代理买卖证券交易金额2.28万亿元，同比增长12.72%，在证券市场行情持续波动情况下，公司依靠较强的区域竞争力，证券经纪业务规模有所上升，主要是代理买卖债券交易金额增长所致。其中，公司代理买卖股票交易金额1.33万亿元，同比减少10.15%，市场份额由2016年的5.69%上升至5.98%，有所增加；代理买卖债券交易金额大幅增长80.47%至0.92万亿元，市场份额升至1.74%；代理买卖基金交易金额348.29亿元，较上年下降5.92%，市场份额升至1.78%。客户数量方面，2017年，财富证券零售经纪业务客户数量208.83万户，同比增长11.83%，其中，个人户208.40万户，机构户0.13万户，均较2016年有所增长。2017年，财富证券股票基金网上交易率小幅下降，由96.59%下降至94.38%，财富证券互联网金融业务须进一步拓展。受互联网金融发展和行业竞争加剧影响，公司经纪业务佣金率有所下降，2017年，佣金率水平由0.406%进一步下降至0.351%，受此影响，公司实现代理买卖证券净收入4.21亿元，同比下降22.75%。

表3 公司2016~2017年经纪业务情况表

项目	2016年	2017年
零售经纪业务客户数量（户）	1,864,688	2,085,307
其中：机构户	1,213	1,334
个人户	1,863,475	2,083,973
代理买卖证券交易金额（亿元）	20,261.10	22,837.30
代理买卖股票交易金额（亿元）	14,796.86	13,295.61
代理买卖股票交易金额市场份额（‰）	5.69	5.98
代理买卖债券交易金额（亿元）	5,093.99	9,193.37
代理买卖债券交易金额市场份额（‰）	1.14	1.74
代理买卖基金交易金额（亿元）	370.22	348.29
代理买卖基金交易金额市场份额（‰）	1.67	1.78
代理买卖证券净收入（亿元）	5.45	4.21
佣金比例（‰）	0.406	0.351
股票基金网上交易率（%）	96.59	94.38

资料来源：公司提供，联合评级整理。

代销金融产品方面，2017 年，公司代销金融产品业务销售总金额 125.82 亿元，同比大幅增长 7.36 倍，呈快速增长态势；代销金融产品业务销售总收入为 457.42 万元，同比减少 10.45%，主要受代销金融产品结构影响，利润较低的金融产品规模增长较快，致代销金融产品收入增速低于规模增长。

2017 年，公司经纪业务实现营业收入 5.60 亿元，同比减少 22.44%，呈下降态势，主要系受证券市场行情波动影响。

总体看，2017 年，证券经纪业务收入仍为公司第一大收入来源，得益于公司在网点布局、互联网金融服务拓展等各方面工作的开展，公司零售经纪业务客户数量呈上升趋势；但受证券市场行情波动和佣金率持续下降的影响，2017 年，公司经纪业务收入有所下滑，未来经纪业务收入增长面临一定的不确定性。

（2）投资银行业务

公司于 2015 年 3 月 2 日获得证监会《关于核准公司有限责任公司保荐机构资格的批复》，公司取得保荐业务资格。公司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 2017 年末，公司投资银行部门合计 167 人，其中保荐代表人 6 人，准保荐代表人 9 人。

股权业务方面，由于公司获得保荐业务资格时间较短，且股权类项目培育期较长，因此公司整体股权业务规模较小，尚处于起步阶段。2017 年，公司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。

债权业务方面，2017 年，公司大力开拓债券承销市场，立足湖南省，着力挖掘省内优质资源，公司债券承销项目数量大幅增长，但承销金额有所下降。2017 年，公司债券主承销收入为 2.64 亿元，同比减少 33.33%，仍为公司收入的重要来源。2017 年，公司债券主承销项目较上年增加 14 只至 50 只（包括企业债 26 只，公司债 13 只，地方政府债 6 只），同时 ABS 业务实现零突破，共承销 2 只；2017 年，资金利率上升，企业融资成本增加，受此影响，公司债券主承销金额 350.65 亿元，较 2016 年减少 16.35%，其中，企业债承销金额 215.85 亿元，公司债承销金额 101.04 亿元，地方政府债承销金额 4.80 亿元。2017 年，公司债券主承销的 50 个项目中，湖南省内项目 43 只，省内项目数量占比很高。

2017 年，公司实现投行业务收入 3.00 亿元，同比减少 33.92%，主要受债券承销业务下滑影响所致。

表 4 公司投资银行业务债券承销情况表

项目	2016 年	2017 年
债券主承销家数（个）	36	50
债券主承销金额（亿元）	419.17	350.65
债券主承销收入（亿元）	3.96	2.64
债券分销家数（个）	2	8
债券分销收入（万元）	1.94	452.72

资料来源：公司提供，联合评级整理。

新三板业务方面，2017 年，公司持续推进新三板业务开展，同时加强与省内金融机构合作力度，公司已与长沙市开福区、天心区、高新区以及宁乡经开区签订了战略合作协议，利用园

区渠道大力拓展业务来源。2017 年，公司新三板业务实现营业收入 0.30 亿元，同比降低 21.54%；公司新增挂牌企业数 19 家，同比下降 29.60%；签约挂牌企业数 82 家，同比增长 30.16%；完成股票定增项目 7 个，重大资产重组项目 1 个。

项目储备方面，截至 2017 年末，公司债券项目储备 74 个（湖南省内 52 个），其中 9 个已取得批文或无异议函，9 个已上报国家发改委或交易所，56 个项目正在推进中；IPO 储备项目 2 个、改制上市项目储备 9 个、财务顾问项目 20 个，项目储备情况良好。

总体看，2017 年受债券市场低迷影响，公司投资银行业务下滑较快，但债券承销业务仍具有较强区域竞争力，且债券项目储备情况较好，投行业务仍是公司重要收入来源；同时，投行业务受市场环境和政策监管的影响较大，未来收入的增长仍存在不确定性。

（3）信用交易业务

公司信用交易业务主要包括融资融券业务和股票质押业务。公司于 2012 年 12 月正式开展融资融券业务。2017 年，公司信用交易业务收入占营业收入比重有所增长，是公司重要的利润增长点。2017 年，公司信用交易业务实现收入为 4.01 亿元，同比增长 9.86%。截至 2017 年末，公司融出资金和股票质押业务余额分别为 53.78 亿元和 8.66 亿元，分别较 2016 年末增长 25.07% 和 77.46%，股票质押业务增速较快，但融资融券规模较大。

受益于两融业务市场的放宽，2017 年，公司开立信用账户总户数有所增长，日均融资融券规模为 46.02 亿元，同比增长 9.34%；同期，公司融资融券业务利息净收入为 3.37 亿元，同比增长 16.21%，2017 年，市场利率水平有所提升，融资融券利息净收入增幅大于日均规模增幅。

2017 年，公司融资融券业务共计发生 39 例客户违约，其中 7 例违约系维持担保比例连续低于 130% 的强平线，32 例违约为合约及合同期限违约，违约客户数占 2017 年底全部信用客户数的 0.21%，占有交易的客户数的 0.78%；平仓还款总计 987.77 万元，占 2017 年度融资融券业务总规模的 0.18%，客户违约发生概率和违约金额均较低。

表 5 公司信用业务情况（单位：个，亿元）

项目	2016 年	2017 年
期末融资融券账户数目	17,140	18,286
累计授信金额	358.02	369.18
期末融出资金余额	43.00	53.78
日均融资融券规模	42.09	46.02
融资融券业务利息净收入	2.90	3.37
股票质押业务余额	4.88	8.66

资料来源：公司提供，联合评级整理。

股票质押式回购方面，2017 年，公司股票质押回购业务余额 8.66 亿元，较年初增长 77.46%，实现利息收入 0.61 亿元，同比大幅增长 90.63%。2017 年，股票质押式回购市场快速发展，公司股票质押业务规模同比增幅较大，随着市场上风险事件的发生和股票质押新规颁布，公司将逐步缩减业务规模。截至 2017 年底，公司有 1 笔股票质押业务构成违约，金额共计 0.96 亿元，质押标的为湖南千山制药机械股份有限公司股权，公司已于 2018 年 1 月起诉，2018 年 4 月，双方达成和解协议，由被告于 2018 年 7 月底之前还清所有欠款，公司未计提减值准备。约定购回业务方面，2017 年，公司约定购回业务余额 0.04 亿元，出现较大下滑，系约定购回业务行业性收缩所致。

截至 2017 年末，公司信用业务规模大幅增长，信用业务杠杆率为 99.64%，较 2016 年末增长 25.94 个百分点，公司信用业务杠杆率处于一般水平。

总体看，受市场行情影响，公司融资融券业务有所增长；同时公司积极开展股票质押回购业务，股票质押式回购业务增长较快，但应对公司股票质押业务中信用风险保持关注。

（4）资产管理业务

公司资产管理业务已搭建了完整的业务组织架构，涵盖产品运作业务、投资决策业务、风险控制管理 3 类流程，可以自主完成从产品开发、产品推广到投资运作、后台营运和客户服务的全流程工作。

2017 年，公司资产管理业务积极转型，加强主动投资管理，探索资产管理与研究服务相结合，取得初步成效。截至 2017 年末，公司资产管理规模 357.15 亿元，较年初增长 17.21%，其中，集合资产管理业务规模占总规模比重 16.10%，较年初增长 1.28 个百分点。截至 2017 年末，公司资产管理业务规模较上年末增长 17.21%；其中，集合资产管理业务规模同比增长 27.35%，定向资产管理业务规模同比增长 9.70%，定向资产管理业务仍是公司主要业务类型，其规模占公司资产管理规模的比重为 79.73%，公司专项资产管理规模新增 14.90 亿元，占总规模的 4.17%。截至 2017 年末，公司主动管理业务产品数量 41 支，主动管理规模达 104.33 亿元，同比增长 30.22%，主动管理规模增幅较大。

从收入方面看，2017 年，公司资产管理业务收入¹为 0.69 亿元，与 2016 年基本持平；公司资管业务手续费净收入 3,254.09 万元，同比增长 57.14%，收入增长较快；2017 年，公司集合资产管理实现手续费净收入 1,710.95 万元，同比增长 43.41%，主要系集合资产管理业务规模增长所致；定向资产管理实现手续费净收入同比增长 77.14%，系对接机构资金的委托投资业务大幅增加所致。

表 6 公司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	2016 年		2017 年	
	资产管理规模	手续费净收入	资产管理规模	手续费净收入
集合资产管理	45.16	0.12	57.51	0.17
定向资产管理	259.57	0.09	284.74	0.15
专项资产管理	--	--	14.90	0.02
合计	304.72	0.21	357.15	0.34

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2017 年，公司资产管理业务发展较稳定，业务规模整体呈增长趋势，主动管理业务发展较快，但目前仍以定向理财产品为主，产品结构有待进一步优化。

（5）自营投资业务

目前，公司自营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。公司自营业务主要由固定收益部、证券投资部、金融工程部和金融衍生品投资部负责开展。

2017 年，公司自营业务投资规模大幅下降，2017 年末投资余额 67.60 亿元，较 2016 年末大幅减少 40.12%。从收入方面看，2017 年，公司自营业务收入实现 1.93 亿元，较 2016 年亏损

¹ 包括手续费净收入和业绩报酬。

1.05 亿元大幅改善，主要系固定收益部门较好地控制持仓风险，同时权益类投资策略较好地契合市场行情所致。

投资结构方面，2017 年，公司始终以债券投资为主，但占比有所下降，债券投资占自营投资的比重 56.21%，较 2016 年下降 1.04 个百分点。2017 年末，公司债券投资规模为 38.00 亿元，较 2016 年末大幅下降 41.20%，公司投资的固定收益类证券的外部评级以 AA 以上为主，持仓占比在 75.44%，AA 级以下债券占比 24.56%，占比较高，需持续关注公司持仓债券信用风险情况。2017 年，公司股票投资占自营投资的比重小幅下降，较 2016 年下降 1.58 个百分点至 30.58%，公司股票产品投资规模为 20.67 亿元，针对股票类投资，公司设置了严格的风险止损措施。2017 年，公司基金产品投资金额大幅减少，持仓余额 0.53 亿元，较年初减少 85.52%。2017 年，公司资产管理计划产品投资金额大幅增加，较年初增加 1.60 倍至 4.66 亿元，均系公司持有公司资产管理计划劣后级，截至 2017 年末，持有资产管理产品累计亏损 3.29 亿元，由于皆按照公允价值计入可供出售金融资产，资产管理产品账面价值即亏损后余额。公司其他类投资主要包括理财产品和信托计划投资，截至 2017 年末，其他类投资规模占比为 5.53%，账面余额 3.74 亿元。

表 7 2016~2017 年末公司投资资产表（单位：亿元）

分类	项目	2016 年末	2017 年末
按会计科目划分	以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	68.40	34.18
	可供出售金融资产	44.49	33.42
按投资品种划分	债券	64.63	38.00
	股票	36.30	20.67
	基金	3.66	0.53
	资产管理计划	1.79	4.66
	其他	6.51	3.74
合计		112.89	67.60

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至 2017 年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 22.57%，较 2016 年末增加 4.46 个百分点；自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 177.42%，较 2016 年末增加 2.43 个百分点，主要系 2017 年公司净资本较 2016 年大幅减少所致。

2017 年 1 月，公司与中泰信托有限责任公司达成 1 笔债券远期买卖协议，标的为“15 兴安债”，金额 1.00 亿元，截至 2017 年底，中泰信托有限责任公司未按约定履行回购义务，导致该项协议违约。截至目前，公司上诉已受理未开庭，对公司利润影响暂无法预估，故未计提减值准备。

总体看，2017 年，公司自营业务投资规模有所下降，受 2017 年股市结构性行情影响，公司自营业务收入由负转正，收益稳定性较差，未来收入的实现存在不确定性。同时，随着债券市场风险事件增多，应持续关注公司债券持仓中的信用风险。

（6）期货经纪业务

德盛期货有限公司（以下简称“德盛期货”）成立于 2005 年 8 月，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公司股权和德盛期货股权的批复》（湘财金函【2015】28 号），同意公司有限责任公司以备案评估值 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，德盛期货变更为公司的全资子公司。德盛期货初始注册资本为 1.00 亿元，经营范围为商品期货经纪、金融期货经纪。2017 年 8 月，公司完成向德盛期货增资 1.00 亿元，德盛期货注册资本增至 2.00 亿元。截至 2017 年末，德盛期货总资产 9.15 亿元，净资产 2.04 亿元，净资产与风险资本准备总额的比为 669.00%，员工总数 210 人。

2017 年，德盛期货业务稳定发展，全年实现收入由 2016 年 0.53 亿元下降至 0.52 亿元，同比变动较小。2017 年，德盛期货净利润由 2016 年的 0.53 亿元下降至 2017 年的-0.02 亿元，盈利水平下降。

总体看，2017 年德盛期货业务发展稳定，但盈利能力须加强；受益于公司注资，德盛期货资本实力进一步增强，有力支撑期货业务未来增长。

（7）其他

深圳惠和投资有限公司是财富证券的全资另类投资子公司，惠和投资成立于 2014 年 7 月，初始注册资本为 5.00 亿元，投资领域主要包括上市公司股权并购、产业基金投资、新三板优质挂牌企业、股权投资等。2016 年 6 月，公司完成向惠和投资增资 10.00 亿元，惠和投资注册资本增至 15.00 亿元，2017 年，公司对惠和投资增资 4.00 亿元，资本实力进一步提升。截至 2017 年末，惠和投资员工总数 15 人。2017 年，惠和投资实现另类投资业务收入-0.32 亿元，较 2016 年大幅下滑。

总体看，跟踪期内，惠和投资另类投资业务收入下滑较快，盈利水平大幅下降。

3. 未来发展

2018 年，公司将进一步走特色化经营道路，提升经营业绩。经纪业务方面，公司的目标为“整合平台资源价值、追求专业细分优势”；投行业务方面，公司将继续以“精耕湖南、深耕湖南”为主线，打造债券业务强势品牌，并拓展保荐、并购重组等股权类业务；权益投资业务方面，公司将顺应资产管理业务回归主动管理的大趋势，秉承控制风险、价值投资的投资理念，抓住主动管理资产管理业务发展的窗口期；固定收益业务方面，公司仍将其作为自有资金获取稳定收益的重要途径，着力打造投资、研究、信评专业化队伍。

总体看，公司定位明确，针对各项业务制定了较为清晰的发展路径，有助于公司未来业务发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2017 年合并财务报表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。2017 年，公司合并范围无较大变化，财务数据可比性较强。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 266.93 亿元，其中客户资金存款 49.15 亿元，客户备付金 11.49 亿元；负债总额 204.39 亿元，其中代理买卖证券款 63.49 亿元；所有者权益合计 62.53 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 62.53 亿元；母公司口径的净资产 45.03 亿元；2017 年，公司实现营业收入 9.93 亿元，净利润 1.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.04 亿元；经营活动现金流量净额-4.81 亿元，现金及现金等价物余额 79.81 亿元。

2. 资产质量与流动性

2017 年，随着公司经纪业务和自营投资业务的下滑，公司资产规模也有所减少。截至 2017 年底，公司资产总额 266.93 亿元，较 2016 年底减少 14.67%；其中自有资产同步减少，截至 2017 年底，自有资产为 203.44 亿元，较 2016 年底减少 14.23%，主要系自营投资业务下降所致。

公司自有资产以可快速变现资产为主，截至 2017 年底，可快速变现资产占自有资产的比例 87.96%。截至 2017 年底，可快速变现资产 178.95 亿元，较 2016 年底减少 13.69%，主要系公司自营投资资产规模下降所致；其中，自有货币资金、融出资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（扣除不可快速变现的资产）、买入返售金融资产和可供出售金融资产（扣除不可快速变现的资产）是可快速变现资产的主要组成部分，占可快速变现资产的比例分别为 8.67%、29.98%、19.10%、25.72%和 14.49%。

截至 2017 年底，公司货币资金 64.65 亿元，较年初减少 15.71%，主要系客户资金存款减少所致，其中自有资金为 15.51 亿元，自有货币资金中无使用受限的货币资金；公司融出资金 53.65 亿元，较年初增加 24.58%，主要是公司融资融券业务规模增长所致，公司融出资金共计提减值准备 0.11 亿元，融出资金期限 1~3 个月占比 44.95%，3~6 个月占比 20.31%，6 个月以上占比 34.74%；公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 34.18 亿元，较 2016 年底大幅减少 50.03%，其中债券金额 12.53 亿元（占比 36.65%）、股票金额 20.31 亿元（占比 59.42%），公司持有的 75.44%债券外部评级均在 AA（含）以上，低于 AA 的占比为 24.56%，低等级债券持仓占比较高；公司买入返售金融资产 46.02 亿元，较年初大幅增加 33.88%，主要是公司股票质押业务和交易所国债逆回购规模大幅增加所致，其中买入返售债券金额 37.36 亿元（占比 81.18%）、买入返售股票金额 8.70 亿元（占比 18.91%），股票质押业务融出资金按剩余期限分类 1 个月以内占比 30.38%，1~3 月占比 17.10%，3 个月到 1 年以内占比 51.36%，1 年以上期限占比 1.15%，期限以 3 个月到 1 年内为主；公司可供出售金融资产 33.42 亿元，较年初减少 24.88%，主要是投资债券规模减少所致。

表 8 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末
自有资产	237.19	203.44
可快速变现资产	207.34	178.95
其中：自有货币资金	15.11	15.51
自有结算备付金	4.25	3.66
融出资金	43.06	53.65
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	68.40	34.18
买入返售金融资产	34.38	46.02
可供出售金融资产	42.14	25.93
资产总额	312.82	266.93

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

注：表中可供出售金融资产和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中已剔除证券公司理财产品、专项资管计划、信托计划及以成本计量的股权投资等不可快速变现部分。

总体看，2017 年，公司自有资产规模有所减少，仍以可快速变现资产为主，变现能力较强，资产流动性较好。

3. 负债及杠杆水平

2017 年，随着自营业务和经纪业务下滑，公司负债规模有所减少。截至 2017 年末，公司负债总额为 204.39 亿元，较 2016 年末减少 17.50%。2017 年，公司卖出回购金融资产和应付短期融资券规模大幅减少，使得自有负债的规模有所下降，同时，自有负债在负债合计中的占比由年初的 69.47% 小幅下降至年底的 68.94%。截至 2017 年底，公司自有负债 140.91 亿元，较年初减少 18.14%；公司自有负债主要由卖出回购金融资产款、应付债券和应付短期融资款组成，占自有负债的比例分别为 43.00%、36.19% 和 1.56%。截至 2017 年底，公司卖出回购金融资产款 60.59 亿元，较年初减少 22.58%，主要系债券质押式回购业务规模减少所致。截至 2017 年末，公司应付债券为 50.99 亿元，较 2016 年大幅增加 73.89%，主要是公司新增发行“17 财富 01”公司债和长期收益凭证所致。截至 2017 年末，公司应付短期融资款为 2.20 亿元，较 2016 年底大幅减少 81.24%，主要系公司发行期限小于一年的收益凭证大量到期所致。

表 9 公司负债情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末
自有负债	172.13	140.91
其中：卖出回购金融资产款	78.25	60.59
拆入资金	9.60	7.80
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	31.41	13.93
应付债券	29.32	50.99
应付短期融资款	11.72	2.20
非自有负债	75.63	63.49
其中：代理买卖证券款	75.63	63.49
负债总额	247.76	204.39
全部债务	160.31	135.50
其中：短期债务	130.98	84.51
长期债务	29.32	50.99
可快速变现资产/自有负债	1.20	1.27
净资本/负债	43.89	35.80
净资产/负债	50.10	50.09
自有资产负债率	72.57	69.26

资料来源：公司审计报告和监管报表，联合评级整理。

2017 年，公司债务规模有所减少。截至 2017 年底，公司总债务为 135.50 亿元，较 2016 年底减少 15.47%，主要系公司卖出回购金融资产和应付短期融资款减少所致；公司债务结构以短期债务为主但占比有所下降，截至 2017 年底，公司短期债务 84.51 亿元，长期债务 50.99 亿元，占比分别为 62.37% 和 37.63%，短期债务占比较年初减少 19.34 个百分点，整体看公司短期债务占仍属比较高。近两年，公司杠杆水平呈下降趋势，自有资产负债率从 72.57% 小幅下降到 69.26%。截至 2017 年末，母公司口径的净资产/负债指标为 50.09%，和 2016 年末基本持平，高于监管指标。

从有息债务偿还期限结构来看，截至 2017 年末，公司本部有息债务合计 121.87 亿元，其中 2018 年内到期的占比 66.36%，面临较大的集中偿付压力，需要公司较好的流动性管理。

表 10 截至 2017 年末公司到期债务占比情况（单位：亿元，%）

到期日	金额	占比
2018 年	80.87	66.36
2019 年	21.00	17.23
2020 年及以后	20.00	16.41
合计	121.87	100.00

数据来源：公司提供

注：上表有息债务规模系按公司口径统计，与报告公式计算的有息债务规模存在一定差异。

总体看，2017 年，随着公司业务规模下降，公司自有负债规模有所减少，杠杆水平有所下降，处于行业正常水平，但公司债务较为集中，面临较大的短期集中偿付压力。

4. 资本充足性

2017 年，原股东对公司进行增资 10.00 亿元，同时，公司对原股东进行利润分配 13.90 亿元，公司所有者权益有所减少。截至 2017 年底，公司股东权益合计为 62.53 亿元，较年初减少 3.88%，主要系当期公司分红所致；其中实收资本 34.41 亿元、资本公积 16.94 亿元、未分配利润 1.16 亿元和一般风险准备 6.55 亿元，分别占归属于母公司所有者权益比重 55.03%、27.10%、1.86%和 10.47%，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。2017 年，公司利润分配共计 13.90 亿元，系 2016 年净利润 3.63 倍，利润分配力度较大。

截至 2017 年底，母公司口径（下同）的净资本规模为 45.03 亿元，较 2016 年底下降 20.40%，主要系公司对子公司增资导致净资本扣除金额增加所致，2017 年，公司对惠和投资增资 4.00 亿元，对惠和投资基金增资 0.61 亿元。截至 2017 年末，公司净资本全部系核心净资本。2016~2017 年，母公司口径净资产规模分别为 64.58 亿元和 63.01 亿元。

从主要风控指标来看，截至 2017 年末，公司母公司口径的净资本/净资产指标为 71.46%，较 2016 年末下降 16.13 个百分点，下降幅度较大；资本杠杆率指标由 2016 年末的 26.52%下降至 23.58%，主要系核心净资本下降所致；各项风险资本准备之和由 2016 年末的 26.09 亿元下降至 22.13 亿元，主要系自营投资资产规模减少所致；由于净资本降幅较大，风险覆盖率指标由 2016 年末的 216.79%下降至 2017 年末的 203.49%。2017 年，公司净稳定资金率和流动性覆盖率分别为 150.00%和 573.00%，处于较好水平。公司各项风险控制指标处于安全范围内，绝大多数指标远高于行业监管标准。

表 11 2016~2017 年底母公司口径风险控制指标表（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年	监管标准	预警指标
核心净资本	51.57	45.03	--	--
附属净资本	5.00	0.00	--	--
净资本	56.57	45.03	≥2	≥2.4
净资产	64.58	63.01	--	--
各项风险资本准备之和	26.09	22.13	--	--
风险覆盖率	216.79	203.49	≥100	≥120
资本杠杆率	26.52	23.58	≥8	≥9.6
净资本/净资产	87.59	71.46	≥20	≥24
净稳定资金率	148.19	150.00	≥100	≥120
流动性覆盖率	197.11	573.00	≥100	≥120

资料来源：公司风险控制指标监管报表

总体看，2017 年，公司对子公司增资后净资产水平有所下滑，但各项风险控制指标仍均符合监管要求，整体资本充足性较好。

5. 盈利能力

2017 年，受经纪业务和自营投资业务收入以及结构化产品收入大幅下降影响，公司营业收入 9.93 亿元，同比减少 26.05%。2017 年营业收入中，手续费及佣金净收入是公司主要收入来源，贡献了 82.11%的收入，利息净收入和投资收益分别贡献收入 14.41%和 28.01%，公允价值变动损益为-2.50 亿元，占营业收入比重为-25.14%，公允价值变动亏损规模较大。2017 年，公司手续费及佣金净收入同比下降 25.08%至 8.15 亿元，主要来自经纪业务和投资银行业务，分别占手续费及佣金净收入的 58.91%和 36.64%。2017 年，公司利息净收入同比大幅增长 46.30%至 1.43 亿元，主要为股票质押业务收入增加所致。投资收益主要来自金融工具持有期间取得的分红和利息，2017 年公司实现投资收益 2.78 亿元，同比增长 46.82%，其中，公司 2017 年处置金融工具取得的收益为 1.67 亿元，较 2016 年的-2.15 亿元大幅增长，系公司自营业务处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产盈利所致。

从营业支出来看，2017 年，公司营业支出 8.47 亿元，同比下降 6.75%。业务及管理费是营业支出的主要构成，2017 年业务及管理费占营业支出的 94.79%，占比有所提升；业务及管理费中，职工薪酬占比 58.58%。营业费用率上升较快，2017 年为 80.85%，同比增加 17.59 个百分点，主要由营业收入下降导致；2017 年薪酬收入比为 0.47 倍，较 2016 年增加 0.05 倍。公司成本控制能力有待加强。

表 12 公司盈利情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年
营业收入	13.42	9.93
其中：手续费及佣金净收入	10.88	8.15
利息净收入	0.98	1.43
投资收益	1.89	2.78
公允价值变动收益	-0.55	-2.50
营业支出	9.08	8.47
其中：业务及管理费	8.49	8.03
营业利润	4.35	1.46
净利润	3.83	1.04
营业费用率	63.26	80.85
薪酬收入比	42.06	47.36
营业利润率	32.37	14.71
平均自有资产收益率	1.74	0.47
平均净资产收益率	7.12	1.63

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从利润规模来看，公司利润主要由营业利润贡献，2017 年，公司实现营业利润、利润总额和净利润分别为 1.46 亿元、1.45 亿元和 1.04 亿元，同比分别大幅下降 66.39%、67.18%和 72.83%，系综合以上收入和成本费用因素所致。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率 14.71%，较 2016 年下降 17.66 个百分点，盈利能力一般；平均净资产收益率 1.63%，较 2016 年降低 5.49 个百分点；2017 年平均自有资产

收益率为 0.47%，较上年减少 1.27 个百分点。根据证券业协会披露的 2017 年证券公司经营业绩排名，财富证券母公司口径 2017 年净资产收益率为 6.06%²，行业排名第 35 名，处于行业中上游水平。

总体看，2017 年，公司盈利能力明显下降，经纪业务和投资银行业务手续费及佣金收入占比仍较高，但易受市场行情因素影响，未来收入实现存在不确定性。

6. 现金流

从现金流来看，经营性现金流方面，近两年公司经营性净现金流均为净流出状态但流出额有所减少，2017 年，公司经营性现金净流出 4.81 亿元，净流出金额较 2016 年大幅减少，主要系自营投资业务规模减少，公司处置金融资产导致经营性现金流入大幅增加所致，其中现金流入 58.12 亿元，较 2016 年现金流入 14.69 亿元大幅增加；现金流出 62.93 亿元，同比下降 3.27%。投资性现金流方面，2017 年公司投资性现金净流出有所减少，净流出规模为 1.79 亿元，主要系公司投资支付的现金大幅减少致使投资活动现金流出减少所致。筹资活动方面，2017 年，偿还债务支付现金规模增加，公司筹资性现金流转为净流出，净流出规模为 5.47 亿元。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
经营性现金流量净额	-50.37	-4.81
投资性现金流量净额	-18.31	-1.79
筹资性现金流量净额	39.95	-5.47
现金及现金等价物净增加额	-28.72	-12.08
年末现金及现金等价物余额	91.88	79.81

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2017 年，受自营投资业务规模下降影响，公司经营活动现金流和投资活动现金流净流出金额均大幅减少，筹资活动现金流由净流入转为净流出，公司融资渠道较为畅通，整体现金流状况处于正常水平。

7. 偿债能力

2017 年，受利润总额大幅减少的影响，公司 EBITDA³亦大幅减少。2017 年，公司 EBITDA 为 7.06 亿元，较 2016 年大幅减少 31.03%。2017 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.05 倍，较 2016 年的 0.06 倍小幅下降，EBITDA 对全部债务的保护能力仍属较弱；公司 EBITDA 利息倍数由 2016 年 1.86 倍下降到 2017 年的 1.35 倍，EBITDA 对利息的保护能力有所下降，属一般水平。另一方面，考虑到公司持有一定规模的可快速变现资产，截至 2017 年底，公司可快速变现资产/自有负债为 1.27 倍，该类资产可对公司债务形成良好保障。

表 14 公司偿债能力指标表（单位：亿元，%，倍）

项目	2016 年	2017 年
可快速变现资产/自有负债	1.20	1.27
净资产/负债（母公司口径）	50.10	50.09

² 该处净资产收益率为证券业协会披露的母公司口径数据，与报告中平均净资产收益率计算公式有差异。

³ EBITDA 中计入财务费用的利息支出系公司合并利润表中利息净收入科目中的利息支出。

EBITDA	10.24	7.06
EBITDA 全部债务比	0.06	0.05
EBITDA 利息倍数	1.86	1.35

资料来源：公司审计报告、公司风险控制指标监管报表、联合评级整理。

截至 2018 年 3 月末，公司取得银行授信总额 408.33 亿元，未使用额度 366.53 亿元，公司间接融资渠道情况较好。公司不存在任何对外担保。

目前，公司 1,000 万元以上金额未决诉讼包括 2 起作为原告案件，1 起与中泰信托有限责任公司合同纠纷案，2017 年 1 月，公司与中泰信托有限责任公司达成 1 笔债券远期买卖协议，标的为“15 兴安债”，金额 1.00 亿元，截至 2017 年底，中泰信托有限责任公司未按约定履行回购义务，导致该项协议违约，2017 年 12 月 29 日，湖南省高级人民法院已受理本案，目前本案尚未开庭审理；1 起为与湖南千山制药机械股份有限公司合同纠纷案，金额共计 0.96 亿元，质押标的为湖南千山制药机械股份有限公司股权，公司已于 2018 年 1 月起诉，2018 年 4 月，双方达成和解协议，由被告于 2018 年 7 月底之前还清所有欠款。

根据查询日期为 2018 年 3 月 27 日的中国人民银行企业信用报告，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司偿债指标表现整体一般，但考虑到公司资产质量和流动性总体较好，同时考虑到公司作为湖南省唯一国有控股的综合类证券公司，股东支持较大，在湖南省具备较强区域竞争力，联合评级认为公司总体偿债能力仍属很强。

七、跟踪债券偿付能力

以 2017 年财务数据为基础，公司对“14 财富债”的待偿本金合计 5.92 亿元的各项偿付能力指标见下表，其各项偿付能力指标均较好。

表 15 本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

项目	2017 年
资产总额/跟踪债券待偿本金合计	45.09
所有者权益/跟踪债券待偿本金合计	10.56
EBITDA/跟踪债券待偿本金合计	1.19
净利润/跟踪债券待偿本金合计	0.18
经营活动现金净流量/跟踪债券待偿本金合计	-0.81

资料来源：联合评级整理。

综合以上分析，考虑到公司作为湖南省唯一国有控股的综合类证券公司，投行和经纪业务继续保持较强的区域优势，同时股东支持力度较大，联合评级认为，公司对“14 财富债”的偿债能力很强。

八、债权保护分析

1. 担保条款

财信投资与公司签署了《担保协议书》，并出具了《担保函》，财信投资为财富证券发行本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围为本期公司债券的本金及利息、

违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。担保期限为本次发行债券存续期及债券到期之日起两年。

2. 担保人信用分析

(1) 财信投资概况

湖南财信投资控股有限责任公司（以下简称“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，湖南省财政厅代表湖南省政府对财信投资履行出资人职责，财信投资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，财信投资实收资本为 37.44 亿元。2016 年 6 月 3 日，湖南省政府将所持有的财信投资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”），2016 年 7 月，财信金控变更为华菱控股集团有限公司（以下简称“华菱控股”）的全资子公司，2017 年，财信金控通过增加资本溢价的方式对财信投资增资 60.20 亿元，2018 年 1 月，财信金控出资人变更为湖南省人民政府。截至 2018 年 3 月末，财信投资实收资本 37.44 亿元，财信金控持有全部股权，系其唯一股东，湖南省人民政府为财信投资实际控制人。

财信投资经营范围：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 2017 年末，财信投资经营层面下设办公室、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，财信投资拥有控股子公司 2 家，合并口径下联营公司 6 家。

截至 2017 年末，财信投资资产总额 371.23 亿元，负债总额 267.13 亿元，其中代理买卖证券款 63.49 亿元；所有者权益合计 104.11 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 99.16 亿元。2017 年，财信投资实现营业收入 23.35 亿元，净利润 6.39 亿元，归属于母公司所有者的净利润 5.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.48 亿元；现金及现金等价物净增加额-9.60 亿元。

财信投资注册地址：长沙市天心区城南西路 1 号；法定代表人：胡贺波。

(2) 经营概况

财信投资是湖南省内以金融服务为主的大型国有金融控股集团，主要开展证券、信托、保险及其他金融业务，其中，证券业务和信托业务为财信投资主要收入来源。

2017 年，财信投资实现营业总收入 23.35 亿元，同比下降 16.40%，主要是财富证券经纪业务和投资银行业务手续费净收入减少及 2016 年 9 月实业投资剥离所致。2017 年，手续费及佣金收入和利息收入是财信投资的主要收入来源，主要由证券业务和信托业务贡献，占营业总收入比重合计为 99.70%，同比增加 7.25 个百分点；其中，手续费及佣金收入实现 16.11 亿元，占比 68.99%，同比增加 1.49 个百分点，利息收入实现 7.17 亿元，占比 30.71%，同比增加 5.76 个百分点。

表 16 财信投资 2016~2017 年营业总收入情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
手续费及佣金收入	18.86	67.50	16.11	68.99
其中：财富证券	12.77	45.71	10.09	43.21

湖南信托	6.09	21.80	6.02	25.78
利息收入	6.97	24.95	7.17	30.71
担保费收入	0.55	1.97	--	--
商品销售收入	0.43	1.54	--	--
房地产业	0.15	0.54	--	--
交易鉴证服务	0.12	0.43	--	--
租金收入	0.11	0.39	--	--
酒店服务业	0.07	0.25	--	--
传媒业	0.04	0.14	--	--
资产包处置收入	0.00	0.00	--	--
其他	0.64	2.29	0.07	0.30
合计	27.94	100.00	23.35	100.00

资料来源：财信投资审计报告，联合评级整理。

注：2016年8月31日，财信投资完成除湖南信托、财富证券外的其他所有子公司的股权划转交割手续，自2016年9月1日不再将该部分公司纳入合并范围。

除营业总收入外，2017年财信投资实现投资收益6.82亿元，同比增加100.76%。投资收益主要系财信投资对参股公司的投资收益和财富证券、湖南信托的证券投资收益，主要包括在权益法核算的长期股权投资收益、持有金融资产期间取得的投资收益和处置金融资产的投资收益。2017年，湖南信托作为战略投资者参股华融湘江银行，产生3.06亿元投资收益，投资收益同比大幅增加100.76%，占营业利润比重为80.18%；同期，财信投资公允价值变动损失扩大，由2016年的亏损1.11亿元增加至2017年的亏损2.46亿元，公允价值变动收益主要系子公司财富证券和湖南信托持有以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和衍生金融工具产生；2017年公司投资收益和公允价值变动收益合计4.36亿元，同比大幅增加90.24%，主要系财富证券自营投资业务收入和湖南信托长期股权投资收益增加所致。2017年，财信投资实现净利润6.39亿元，同比增加23.21%，主要系财信投资对华融湘江银行投资收益大幅增加所致。

总体看，财信投资主业集中于金融服务领域，2017年，受对华融湘江银行投资收益和财富证券自营业务收入增加影响，财信投资净利润出现大幅增长。

证券业务板块

证券业务是财信投资第一大收入来源，其经营主体为子公司财富证券，具体参见财富证券部分分析。

信托业务板块

信托业务收入是财信投资目前第二大收入来源，其经营主体为子公司湖南信托。湖南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，截至2017年末，湖南信托注册资本24.51亿元，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，财信投资持股96.00%。目前湖南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年，湖南信托自营项目和受托管理资产项目大幅增长，项目资产金额增速较快。截至2017年末，存量自营项目资产金额83.57亿元，较2016年末增长90.41%；存量受托管理资产

金额 766.77 亿元，较 2016 年末增长 60.41%。2017 年，湖南信托营业收入⁴和净利润持续增长，营业收入 11.74 亿元，同比增长 30.88%；净利润 8.81 亿元，同比增长 59.03%。2017 年，湖南信托参股华融湘江银行，产生 3.06 亿元投资收益，对营业收入贡献较大。

表 17 湖南信托业务情况（单位：个，亿元）

项目	2016 年	2017 年
自营项目		
新增项目个数	51	42
新增项目资产金额	36.74	61.08
存量项目资产金额	43.89	83.57
受托管理资产项目		
新增项目个数	138	159
新增项目资产金额	362.50	558.88
存量项目资产金额	478.00	766.77
营业收入	8.97	11.74
其中：利息净收入	0.31	-0.08
手续费及佣金净收入	6.09	6.02
投资收益	2.61	5.76

资料来源：财信投资提供，联合评级整理。

注：上表数据中湖南信托与财信投资及其下属其他子公司间收入未抵消。

受托管理资产业务方面，2017 年，湖南信托新发信托计划 159 个，筹集资金 558.88 亿元。受托管理资产主要用于事务管理类项目和融资类项目，其中，融资类项目金额 306.64 亿元，事务管理类项目金额 398.39 亿元。截至 2017 年末，湖南信托信托资产用于事务管理类项目资金规模占管理资产规模的 51.96%，用于融资类项目资金规模占管理资产规模的 39.99%；证券投资类规模占资产管理规模的 7.18%，事务管理类项目规模增速明显。在行业分布方面，截至 2017 年底，湖南信托对基础产业投资规模 422.50 亿元，占总规模 55.10%；实业投资规模 110.29 亿元，占总规模 14.38%，行业集中度较高。

表 18 湖南信托资产分布情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
管理资产规模	478.00	766.77
其中：证券投资类规模	74.67	55.05
股权投资类规模	7.84	6.69
融资类规模	293.15	306.64
事务管理类规模	102.34	398.39

资料来源：财信投资提供，联合评级整理。

表 19 截至 2017 年末湖南信托资产行业分布情况（单位：亿元，%）

项目	金额	占比
基础产业	422.50	55.10
房地产业	34.63	4.52
证券市场	49.52	6.46
实业	110.29	14.38

⁴ 湖南信托审计报告中，营业收入包括了投资收益金额。

金融机构	57.88	7.55
其他	91.95	11.99
信托资产总计	766.77	100.00

资料来源：财信投资提供，联合评级整理。

风险控制方面，湖南信托建立了一整套风险控制制度，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、抵押措施等手段规避信用风险。2016年，由于湖南信托参与湖南华菱钢铁股份有限公司重大资产重组，将2015年末关注类风险资产整体打包处置，截至2017年底，湖南信托自营资产不良资产率为零，无关注类资产。同时，湖南信托自营资产以可供出售金融资产为主，采用五级分类的信用风险资产规模有所降低。

总体来看，2017年，财信投资信托业务规模保持稳定，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。

保险业务板块

保险业务是财信投资金融服务的重要组成部分，其经营主体为参股公司吉祥人寿。吉祥人寿成立于2012年，是湖南首家保险法人机构。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），同意吉祥人寿注册资本增加15.08亿元至23.00亿元。截至2017年末，吉祥人寿注册资本23.00亿元，财信投资持股比例为38.26%，为吉祥人寿第一大股东，2018年1月，财信投资转让吉祥人寿7.67亿股给湖南省农业信贷担保有限公司，转让后财信投资持股比例下降至33.33%。目前吉祥人寿开展的保险业务种类主要有：人寿保险、健康保险、意外伤害保险等各类人身保险业务和经中国保监会批准的人身保险的再保险业务、国家法律、法规允许或国务院批准的资金运用业务以及中国保监会批准的与保险有关的其他业务，业务种类较为丰富。

截至2017年末，吉祥人寿完成了湖南分公司、湖南全部14家地市中心支公司及40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16家地市中心支公司和10家县区支公司，吉祥人寿正在成为中部地区十分重要的保险金融主体。此外，吉祥人寿设立2家营销服务部和1家电销专属机构。吉祥人寿在第九届中国保险文化与品牌创新论坛上获“最具成长性保险品牌”。

2017年，吉祥人寿实现营业收入60.00亿元，同比大幅增长67.51%，业务规模增幅显著；其中，已赚保费53.41亿元（占比89.02%），投资收益5.45亿元（占比9.09%），以保费收入为主。

2017年，吉祥人寿全年保险业务收入合计53.54亿元，同比大幅增加74.85%；产品收入结构有所变动，寿险收入占比逐步降低，年金险收入占比增长较快。2017年，吉祥人寿保险业务涵盖年金险（收入占比72.36%）、寿险（收入占比21.39%）、健康险（收入占比4.81%）和意外伤害险（收入占比1.44%），以年金险和寿险为主（合计收入占比93.75%）。

表20 吉祥人寿保险业务收入情况（单位：亿元，%）

产品类型	2016年		2017年	
	收入	占比	收入	占比
寿险	9.79	31.97	11.45	21.39
健康险	1.79	5.86	2.57	4.81
意外伤害险	0.68	2.23	0.77	1.44
年金险	18.35	59.94	38.75	72.36
合计	30.62	100.00	53.54	100.00

资料来源：吉祥人寿年度信息披露报告，联合评级整理。

2017 年, 吉祥人寿实现投资收益和公允价值变动损益共计 6.37 亿元, 投资资产平均资金占用 116.70 亿元, 投资收益率 5.13%, 与 2016 年基本持平。

由于吉祥人寿尚处于培育期, 2017 年大力拓展省外分支机构导致资本投入较大, 加之投资收益整体有所下滑, 最终 2017 年净亏损 4.55 亿元, 较 2016 年净亏损增加 0.92 亿元。截至 2017 年底, 吉祥人寿实际资本 9.13 亿元, 最低资本 11.35 亿元, 综合偿付能力充足率 80.39%, 低于监管要求, 主要由于实际资本减少和最低资本增加, 实际资本减少主要受业务资本消耗影响, 最低资本增加主要系业务规模增加以及投资结构变动。2018 年 3 月, 吉祥人寿已向中国银行保险监督管理委员会报送偿付能力临时报告, 披露了 2017 年 4 季度综合偿付能力充足率指标, 吉祥人寿综合偿付能力较低, 需对此保持关注。

银行板块

华融湘江银行是子公司湖南信托重要参股公司, 成立于 2010 年 10 月, 注册地及总行均位于湖南省长沙市。2017 年, 子公司湖南信托对联营公司华融湘江银行增资, 持有股权由 2016 年末的 3.16% 增持至 2017 年末的 20.00%, 为华融湘江银行第二大股东。截至 2017 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 14 家, 支行 177 家; 同时拥有湘乡市村镇银行 1 家子公司。截至 2017 年末, 华融湘江银行资产总额 3,145.26 亿元, 较 2016 年末增长 20.89%; 股东权益 199.50 亿元, 较 2016 年末增长 38.11%; 负债总额 2,945.75 亿元, 较 2016 年末增长 19.87%, 其中活期存款 1,161.15 亿元, 定期存款 631.74 亿元, 结构性存款 107.54 亿元。2017 年, 华融湘江银行实现营业收入 76.61 亿元, 同比增长 14.12%; 净利润实现 25.10 亿元, 同比增长 7.40%; 核心一级资本充足率和资本充足率分别为 9.86% 和 13.22%, 较 2016 年分别增长 1.23 和 1.68 个百分点。整体看, 华融湘江银行经营情况较好。

总体来看, 财信投资业务范围以金融服务业为主, 证券业务和信托业务是公司的主要收入来源, 2017 年公司证券板块受行情影响较大, 信托业务增长较快, 整体发展一般。

(3) 财务概况

财信投资 2017 年合并财务报表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。2017 年, 财信投资合并范围未变动, 财务数据可比性很强。

截至 2017 年底, 财信投资合并资产总额 371.23 亿元, 负债合计 267.13 亿元, 所有者权益合计 104.11 亿元, 其中归属于母公司的所有者权益 99.16 亿元。2017 年, 财信投资实现营业收入 23.35 亿元, 净利润 6.39 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 5.92 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 0.48 亿元, 现金及现金等价物净增加额-9.60 亿元。

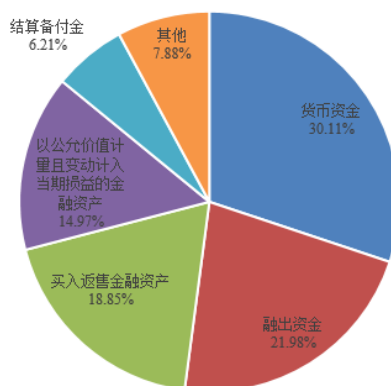
资产质量

截至 2017 年底, 财信投资资产总额为 371.23 亿元, 较年初小幅增长 0.49%, 与上年基本持平; 其中, 流动资产占 65.75%, 非流动资产占 34.25%, 财信投资资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底, 财信投资流动资产 244.10 亿元, 较 2016 年末减少 5.86%, 主要系财富证券自营业务规模下降所致。截至 2017 年底, 财信投资流动资产以货币资金(占比为 30.11%)、融出资金(占比为 21.98%)、买入返售金融资产(占比 18.85%)、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产(占比 14.97%)和结算备付金(占比为 6.21%)为主。

图 1 截至 2017 年底财信投资流动资产构成情况



资料来源：财信投资审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年底，财信投资货币资金余额为 73.51 亿元，较年初减少 11.52%，主要系受证券市场行情波动影响导致财富证券客户资金存款减少所致。财信投资货币资金以银行存款为主，其中，财富证券客户存款为 49.15 亿元，占比 66.86%。2017 年末，财信投资自有资金 24.36 亿元，财信投资自有资金中无使用受限金额。

截至 2017 年底，财信投资结算备付金为 15.15 亿元，较年初基本保持不变，其中，客户备付金 11.49 亿元，较年初增长 5.16%，财信投资备付金 3.66 亿元，较年初减少 13.88%。

截至 2017 年底，财信投资融出资金余额 53.65 亿元，较年初增加 24.58%，主要系财富证券两融业务快速发展所致。期限分布方面，融出资金以 6 个月以内为主，其中 1~3 个月融出资金账面余额 24.16 亿元，占融出资金账面净值总额的 44.95%；3~6 个月账面余额 10.92 亿元，占比 20.31%；6 个月以上账面余额 18.67 亿元，占比 34.74%。截至 2017 年底，财富证券融出资金担保物公允价值余额 140.99 亿元，系融出资金账面余额的 2.63 倍，其中股票余额 134.35 亿元，占有担保物公允价值余额的 95.29%。2017 年，财富证券融资融券业务共计发生 39 例客户违约，平仓还款总计 987.77 万元，占 2017 年度融资融券业务总规模的 0.18%，客户违约发生概率和违约金额均较低。

截至 2017 年底，财信投资买入返售金融资产为 46.02 亿元，较年初大幅增长 33.88%，主要系子公司财富证券股票质押回购业务和交易所逆回购业务规模增长所致。截至 2017 年底，股票质押式回购业务余额 8.66 亿元，占比 18.80%；交易所逆回购余额 22.57 亿元，占比 49.00%；银行间质押式回购余额 14.79 亿元，占比 32.11%。标的物方面，股票和债券占比分别为 18.89% 和 81.11%，标的物以债券为主，其中，国债和金融债占比合计 75.63%。截至 2017 年底，财信投资买入返售金融资产共计提减值准备 0.04 亿元，计提比例为 0.09%。

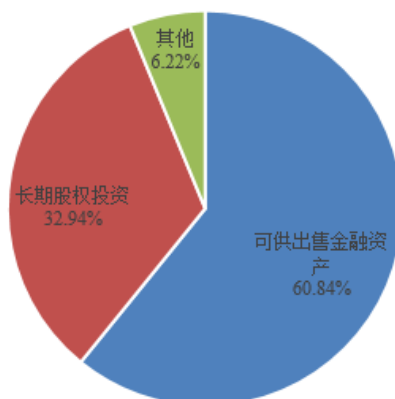
截至 2017 年底，财信投资以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 36.54 亿元，较年初减少 48.55%，主要系财富证券以公允价值计量且其变动计入当期损益的股票持仓减少 14.93 亿元，债券持仓减少 11.10 亿元所致。截至 2017 年底，财信投资以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产主要由交易性金融资产构成，其中债务工具投资 13.53 亿元，权益工具投资 21.25 亿元，分别占比为 37.03% 和 58.16%，均未计提减值准备。

非流动资产

截至 2017 年底，财信投资非流动资产余额为 127.13 亿元，较年初增长 15.44%，主要系长期股权投资大幅增长所致；非流动资产以可供出售金融资产（占比 60.84%）和长期股权投资（占

比 32.94 %) 为主。

图 2 截至 2017 年底财信投资非流动资产构成情况



资料来源：财信投资审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年底，财信投资可供出售金融资产为 77.35 亿元，较年初减少 6.44%，主要系持有债券资产大幅减少所致；财信投资可供出售金融资产中债券占比 32.87%，信托计划占比 40.76%，资产管理计划占比 6.62%。截至 2017 年底，财信投资可供出售金融资产计提减值准备 0.15 亿元，皆系对持有信托计划计提减值。

截至 2017 年底，财信投资长期股权投资为 41.87 亿元，较年初大幅增长 94.64%，主要系财信投资对联营公司华融湘江银行增资 34.63 亿元所致。财信投资长期股权投资皆系以权益法核算的联营企业，截至 2017 年底，吉祥人寿账面价值 4.02 亿元，华融湘江银行账面价值 37.70 亿元。

总体看，财信投资资产规模较大，资产构成以流动资产为主；财信投资流动资产中自有货币资金和融出资金占比较大，流动性较好；非流动资产中可供出售金融资产和长期股权投资占比较大，整体看，财信投资整体资产质量较好。

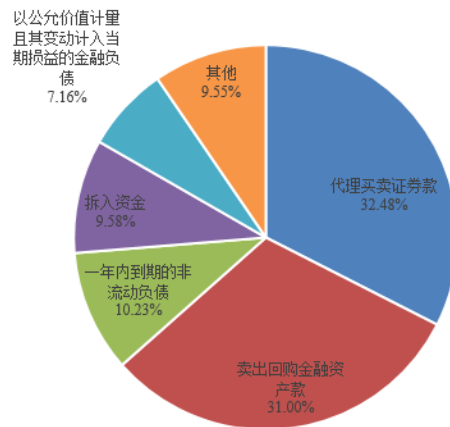
负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，财信投资负债总额为 267.13 亿元，较年初减少 12.46%；其中，流动负债占比 73.17%，非流动负债占比 26.83%，负债构成以流动负债为主。

截至 2017 年底，财信投资流动负债为 195.46 亿元，较年初大幅减少 17.01%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债和卖出回购金融资产款减少所致；财信投资流动负债主要由代理买卖证券款（占比 32.48%）、卖出回购金融资产款（占比 31.00%）、一年内到期的非流动负债（占比 10.23%）、拆入资金（占比 9.58%）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债（占比 7.16%）构成。

图 3 截至 2017 年底财信投资流动负债构成情况



资料来源：财信投资审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年底，财信投资拆入资金为 18.72 亿元，较年初增长 7.77%，主要系通过银行业金融机构拆入资金增长所致；财信投资短期借款主要由转融通融入资金和银行业金融机构构成，占比分别为 41.67%和 58.33%。

财信投资以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债皆系第三方投资者在结构化产品中享有的权益。截至 2017 年底，财信投资以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债为 14.00 亿元，较年初减少 55.43%，主要系财富证券结构化产品中客户权益减少所致。

截至 2017 年末，财信投资卖出回购金融资产款 60.59 亿元，较年初大幅减少 22.58%，主要系债券买断式回购业务大幅减少所致，主要由债券（占比 76.89%）和融资融券收益权（占比 23.11%）构成。

受证券市场行情波动影响，财富证券经纪业务规模逐年下降。截至 2017 年底，财信投资代理买卖证券款为 63.49 亿元，较年初减少 16.06%；财信投资代理买卖证券款以个人客户为主，占比 91.05%。

截至 2017 年底，财信投资一年内到期的非流动负债为 20.00 亿元，全部系一年内到期的应付债券。

截至 2017 年底，财信投资非流动负债为 71.66 亿元，较年初增长 2.96%；非流动负债主要由应付债券（占比 99.06%）为主。

截至 2017 年底，应付债券借款为 70.99 亿元，较年初增长 2.41%；财信投资应付债券主要由普通债券、次级债券和长期收益凭证构成，占比分别为 67.60%、14.09%和 18.31%，票面利率在 3.70%~6.30%之间。

2017 年财信投资增资后逐步降低债务规模。截至 2017 年底，财信投资全部债务为 184.29 亿元，较年初降低 6.14%；其中，短期债务占比 61.48%，长期债务占比 38.52%，债务结构以短期债务为主。从财信投资提供口径数据来看，截至 2017 年末，财信投资有息债务到期期限主要在 2018 年到期，占比 61.21%；此外，财信投资 2019 年到期债务规模为 41.00 亿元，占全部债务的 23.77%；财信投资短期债务偿还压力较大，需对财信投资流动性保持关注。

表 21 截至 2017 年底财信投资有息债务到期情况表（单位：亿元，%）

到期日	金额	占比
2018 年	105.58	61.21

2019 年	41.00	23.77
2020 年及以后	25.92	15.02
合计	172.50	100.00

资料来源：财信投资提供

注：上表有息债务规模系按财信投资提供口径统计，与财务口径计算的有息债务规模存在一定差异。

截至 2017 年底，财信投资资产负债率为 71.96%，较年初下降 10.64 个百分点；剔除代理买卖证券款后，财信投资自有资产负债率为 66.17%，较年初下降 11.95 个百分点，财信投资负债水平有所降低。2016~2017 年底，财信投资全部债务资本化比率分别为 75.34%和 63.90%，长期债务资本化比率分别为 51.89%和 40.54%，财信投资偿债压力有所下降，考虑到财信投资旗下主要为金融机构，整体债务负担仍属正常水平。

总体看，2017 年财信投资负债规模有所降低，杠杆水平有所下降，负债结构以流动负债为主，短期债务偿还压力较大，财信投资整体债务负担属正常水平。

所有者权益

截至 2017 年底，财信投资所有者权益合计 104.11 亿元，较年初大幅增长 61.95%，2017 年，控股股东财信金控对财信投资增资 60.20 亿元，全部计入资本公积，财信投资所有者权益大幅增长；其中，归属于母公司的所有者权益占比 95.25%，少数股东权益占比 4.75%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 37.76%，资本公积占比 36.42%，未分配利润占比 14.08%。财信投资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。

总体看，2017 年，股东增资使财信投资所有者权益大幅增长，所有者权益结构整体稳定性较好。

盈利能力

2017 年，受财富证券营业收入下降影响，财信投资营业总收入 23.35 亿元，同比减少 16.40%，主要系财富证券经纪业务和投资银行业务手续费及佣金收入下降以及剥离实业投资所致。2017 年，财信投资分别实现净利润 6.39 亿元，同比增加 23.21%，主要系财信投资投资收益大幅增长所致。

从期间费用来看，2017 年，财信投资费用总额为 10.89 亿元，同比减少 19.93%；其中，销售费用为 0.00 亿元，管理费用为 9.16 亿元，同比减少 13.37%，财务费用为 1.73 亿元，同比减少 40.22%。2017 年，财信投资费用收入比 46.64%，同比小幅下降 2.05 个百分点，费用控制能力略有提升但仍需改善。

财信投资投资收益主要来自长期股权投资持有和处置产生的投资收益以及金融板块子公司进行金融产品投资产生的投资收益，2017 年参股公司吉祥人寿经营亏损降低了财信投资总体投资收益规模，但华融湘江银行经营较好，带来较多投资收益。2017 年，财信投资实现投资收益 6.82 亿元，同比增加 100.76%，主要系财信投资处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益和长期股权投资收益大幅增加所致；财信投资投资收益规模较大，其中可供出售金融资产取得的投资收益占比 43.29%，处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产产生的投资收益占比 27.55%，权益法核算的长期股权投资收益占比 18.91%。2017 年，财信投资投资收益占营业利润的比重为 80.18%，较 2016 年提升 34.88 个百分点，对营业利润的贡献度有所提高。

表 22 财信投资盈利情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年
营业利润	7.50	8.51
利润总额	7.55	8.54
净利润	5.18	6.39
营业利润率	15.92	16.90
总资产报酬率	3.97	4.34
净资产收益率	6.38	7.58

资料来源：财信投资审计报告，联合评级整理。

从盈利能力指标看，2016~2017 年，财信投资净资产收益率小幅提升，分别为 6.38%和 7.58%，指标处于较好水平；财信投资总资产报酬率分别为 3.97%和 4.34%；财信投资营业利润率为 15.92%和 16.90%，呈小幅增加态势，财信投资盈利能力较好。

总体看，2017 年，财信投资盈利能力有所提升，投资收益对营业利润贡献较大，易受宏观环境、参股企业经营状况和金融市场行情等因素影响。

现金流

从经营活动来看，2016~2017 年，财信投资经营活动现金流量净额分别为 22.31 亿元和 0.48 亿元，2017 年大幅下降的原因主要系财信投资本部支付往来款增加所致；2016~2017 年，财信投资经营活动现金流入有所减少，分别为 71.68 亿元和 67.91 亿元，财信投资经营活动现金流出有所增加，分别为 49.37 亿元和 67.42 亿元。

从投资活动来看，2016~2017 年，财信投资投资活动现金流量净额均呈大幅净流出态势，净流出规模分别为 60.44 亿元和 21.77 亿元，2017 年净流出规模减少主要系子公司证券投资规模大幅下降所致；2016~2017 年，财信投资投资活动现金流入大幅减少，分别为 127.44 亿元和 44.28 亿元。2016~2017 年，财信投资投资活动现金流出大幅减少，分别为 187.88 亿元和 66.05 元。

从筹资活动看，2016~2017 年，财信投资筹资活动现金流量由负转正，分别为-4.87 亿元和 11.70 亿元，2017 年较 2016 年增加 80.30 亿元，主要系股东对财信投资增资所致；2016~2017 年，财信投资筹资活动现金流入小幅增加，分别为 2,593.71 亿元和 2,862.43 亿元，财信投资筹资活动现金流出小幅增加，分别为 2,598.57 亿元和 2,850.73 亿元，主要系偿还债务支付的现金增加所致。

总体看，2017 年，受金融业务现金流出增加影响，财信投资经营活动现金流净额大幅下降；投资活动保持较大规模净流出状态；2017 年，受益于股东增资，财信投资筹资性现金流量净额由负转正。

偿债能力

截至 2017 年末，财信投资流动比率 1.25 倍，较 2016 年末小幅增加 0.15 个百分点；因存货较少，速动比率和流动比率基本一致；2016~2017 年末，财信投资现金短期债务比分别为 0.73 倍和 0.56 倍，呈下降趋势，2017 年财信投资现金类资产大幅减少，现金短期债务比下滑明显，财信投资短期偿债能力一般。

2016~2017 年，财信投资 EBITDA 分别为 16.90 亿元和 16.46 亿元，基本维持不变；2017 年，财信投资 EBITDA 构成中，利润总额占比 51.87%，利息支出占比 45.66%，折旧和摊销占比 2.47%，利润总额占比较高。2016~2017 年，财信投资 EBITDA 利息倍数分别为 1.94 倍和 2.19

倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍和 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖情况较差，但对利息仍能形成较好覆盖。

截至 2018 年 3 月末，财信投资本部无银行授信额度；子公司财富证券取得银行授信总额 408.33 亿元，未使用额度 366.53 亿元；湖南信托取得银行授信总额 168.80 亿元，未使用额度 132.40 亿元，财信投资间接融资渠道情况较好。财信投资不存在任何对外担保。

总体看，财信投资偿债指标表现整体一般，但考虑到财信投资资产质量和流动性总体较好，同时考虑到财信投资作为湖南省重要国有金融控股平台，具备较强区域竞争力，联合评级认为财信投资总体偿债能力极强。

3. 债权保护效果

本次债券由财信投资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。以 2017 年末财务数据测算，估算财信投资相关指标对本报告所跟踪债券待偿金额 5.92 亿元的保障倍数（见下表），经营现金流量对待偿本金合计保障程度较低，其余各项指标对本报告所跟踪债券的保障能力均较好。

表 23 财信投资相关指标对本报告所跟踪债券的保障能力（单位：倍）

项目	2017 年
资产总额/跟踪债券待偿本金合计	62.71
所有者权益/跟踪债券待偿本金合计	17.59
经营活动现金净流量/跟踪债券待偿本金合计	0.08
EBITDA/跟踪债券待偿本金合计	2.78

资料来源：财信投资审计报告，联合评级整理

总体看，财信投资经营规模和资产规模较大，盈利能力较好，其所提供的担保对本次债券信用状况具有积极的影响。

九、综合评价

公司作为湖南省唯一国有控股的综合类证券公司，投行和经纪业务继续保持较强的区域优势。2017 年受证券市场震荡及监管政策变化的影响，公司收入和利润规模大幅下降，但信用业务有所增长，自营业务有所回暖。截至 2017 年末，公司资产质量较好，资本充足性较高。

联合评级也关注到，公司主营业务受市场行情影响收入下降较大，经纪业务收入和投行收入下滑较快，同时，公司并表的结构化主体盈利水平大幅下滑，对公司营业收入影响较大；未来经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响；公司 2017 年中国证监会分类评价级别降至 BB，需进一步完善内控及合规管理。

“14 财富债”的担保方财信投资作为湖南省重要的国有金融投资控股平台，经营规模较大，资产质量良好；2017 年，财信投资获股东增资 60.20 亿元，资本实力进一步提升，其资产和盈利对债务的保障程度极强，对提升本次债券的信用状况具有显著积极作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“14 财富债”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 财富证券有限责任公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	312.82	266.93
自有资产（亿元）	237.19	203.44
可快速变现资产（亿元）	207.34	178.95
所有者权益（亿元）	65.06	62.53
自有负债（亿元）	172.13	140.91
自有资产负债率（%）	72.57	69.26
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.20	1.27
营业收入（亿元）	13.42	9.93
净利润（亿元）	3.83	1.04
营业利润率（%）	32.37	14.71
营业费用率（%）	63.26	80.85
薪酬收入比（%）	42.06	47.36
平均自有资产收益率（%）	1.74	0.47
平均净资产收益率（%）	7.12	1.63
净资本（亿元）	56.57	45.03
风险覆盖率（%）	216.79	203.49
资本杠杆率（%）	26.52	23.58
信用业务杠杆率（%）	73.69	99.64
流动性覆盖率（%）	197.11	190.73
净稳定资金率（%）	148.19	150.13
短期债务（亿元）	130.98	84.51
长期债务（亿元）	29.32	50.99
全部债务（亿元）	160.31	135.50
EBITDA（亿元）	10.24	7.06
EBITDA 利息倍数（倍）	1.86	1.35
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.05
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.73	1.19

附件 2 湖南财信投资控股有限责任公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	369.42	371.23
所有者权益（亿元）	64.28	104.11
短期债务（亿元）	127.03	113.30
长期债务（亿元）	69.32	70.99
全部债务（亿元）	196.35	184.29
营业总收入（亿元）	27.94	23.35
净利润（亿元）	5.18	6.39
EBITDA（亿元）	16.90	16.46
经营性净现金流（亿元）	22.31	0.48
现金短期债务比	0.73	0.56
营业利润率（%）	15.92	16.90
总资产报酬率（%）	3.97	4.34
净资产收益率（%）	6.38	7.58
资产负债率（%）	82.60	71.96
全部债务资本化比率（%）	75.34	63.90
长期债务资本化比率（%）	51.89	40.54
流动比率（倍）	1.10	1.25
速动比率（倍）	1.10	1.25
EBITDA 利息倍数（倍）	1.94	2.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.13

附件 3 财富证券有限责任公司 有关指标计算公式

指标	计算公式
年均增长率	$[(\text{本期/前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有资产负债率	自有负债/自有资产 $\times 100\%$
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益 $\times 100\%$
营业利润率	营业利润/营业收入 $\times 100\%$
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入 $\times 100\%$
营业费用率	业务及管理费/营业收入 $\times 100\%$
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产 $\times 100\%$
平均净资产收益率	净利润/平均净资产 $\times 100\%$
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+融出资金+ 买入返售金融资产+可供出售金融资产 -客户资金存款-客户备付金-扣除不能快速变现的投资资产

注：全部债务=短期债务+长期债务

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

长期债务=长期借款+应付债券

信用业务余额=融出资金余额+股票质押业务余额

附件 4 湖南财信投资控股有限责任公司 有关指标计算公式

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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
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 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	营业利润 / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
薪酬收入比	职工薪酬 / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 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%
负债权益比率	负债总额 / 所有者权益总额
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产 - 存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

注: 全部债务 = 短期债务 + 长期债务

短期债务 = 短期借款 + 拆入资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 卖出回购金融资产款 + 一年内到期的非流动负债 (扣除一年内到期的长期应付款) + 应付短期债券

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额 = 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 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含次级债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。