

信用评级公告

联合〔2022〕5352号

联合资信评估股份有限公司通过对华融证券股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华融证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 华融 G1”信用等级为 AAA，评级展望调整为稳定，并移出负面评级观察名单。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十四日

华融证券股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
华融证券股份有限公司	AAA	稳定	AAA	列入负面评级观察名单
20 华融 G1	AAA	稳定	AAA	列入负面评级观察名单

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 华融 G1	30.00 亿元	30.00 亿元	2023-04-02

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司主体信用评级方法	V3.2.202204
证券公司主体信用评级模型（打分表）	V3.2.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			业务经营分析	3
			未来发展	2
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	7
			资本充足性	3
			杠杆水平	2
		流动性因素		1
		调整因素和理由		
控股股东在流动性支持方面给与公司支持力度大，拟变更新股东对公司有积极正面影响作用			+3	

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华融证券股份有限公司（以下简称“公司”或“华融证券”）的跟踪评级反映了其作为中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）下属综合性券商之一，具有较强的经营实力。随着公司风险资产的处置及出清，2021 年利润扭亏为盈，且各项风控指标有所回升，资产充足率大幅回升，优质流动性资产占总资产比重较高，资产流动性较好。

联合资信也关注公司主要业务与证券市场高度关联，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对公司经营带来不利影响；公司仍有剩余部分风险资产尚未处理，及公司拟将变更控股股东未来发展战略存在不确定性等情况需持续关注。

随着股东变更事宜落地和业务逐渐恢复正常，公司竞争力有望回升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 华融 G1”的信用等级为 AAA，评级展望调整为稳定，并移出负面评级观察名单。

优势

- 综合实力较强。**公司是全国综合性主流券商之一，资本实力较强，主要业务排名处于行业中游水平，综合竞争力较强。
- 资产流动性较好。**截至 2021 年末，公司拥有较大规模的优质流动性资产，资产流动性较好；随着风险资产的出清，公司资本充足率大幅回升，处于较好水平。

关注

- 业务经营易受经营环境变化影响。**公司主要业务与证券市场高度关联，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对公司经营带来不利影响。

分析师：刘嘉 张晨露

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. 风险资产规模较大，盈利波动性很大。公司资管计划投资了较大规模的股票质押业务，随着风险资产的出清，公司利润总额变动较大，盈利波动性很大；2021 年剩余风险资产规模 104.80 亿元，未来仍需关注公司风险资产处置进展。
3. 证监会分类评级很低。由于公司 2020 年出现大幅亏损导致 2021 年公司证监会分类评价很低，2021 年，公司收到监管函，内控合规管理有待提高。

主要财务数据：

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
自有资产（亿元）	385.31	370.95	320.90
自有负债（亿元）	264.49	331.99	219.87
所有者权益（亿元）	120.82	38.96	101.03
优质流动性资产/总资产（%）	25.31	31.05	32.99
自有资产负债率（%）	68.64	89.50	68.52
营业收入（亿元）	32.64	11.86	8.27
利润总额（亿元）	0.36	-81.54	1.25
营业利润率（%）	1.12	-687.30	22.55
净资产收益率（%）	0.39	-103.09	2.59
净资本（亿元）	144.00	35.47	108.09
风险覆盖率（%）	196.17	44.36	173.50
资本杠杆率（%）	27.63	5.48	25.46
短期债务（亿元）	176.32	169.46	94.72
全部债务（亿元）	252.68	279.28	195.25

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小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. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径

资料来源：公司定期报表，联合资信整理

评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	列入负面 评级观察 名单	2021/9/1	贾一晗 刘嘉	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) V3.1.1202011	阅读全文
AAA	稳定	2020/6/17	董日新 张祎	（原联合评级）证券公司行业评级方法	阅读全文
AAA	稳定	2017/11/17	张祎 贾一晗	证券公司资信评级方法	--
AA+	稳定	2013/9/12	赖金昌 姜赐玉	证券公司（债券）资信评级	阅读全文

注：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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受华融证券股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

华融证券股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于华融证券股份有限公司（以下简称“公司”或“华融证券”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

华融证券股份有限公司（以下简称“华融证券”或“公司”）是经中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）批准筹建，于 2007 年 9 月正式注册成立的证券公司，初始注册资本 15.10 亿元，其中：中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）出资 15.00 亿元，占比 99.34%，中国葛洲坝集团股份有限公司出资 0.10 亿元，占比 0.66%。经多次增资扩股，截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 58.41 亿元，中国华融为公司的控股股东，持有公司 71.99% 的股权，中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）为中国华融控股股东，因此公司最终实际控制人为财政部。截至 2022 年 3 月末，持有公司超过 5% 股份的股东中不存在质押或冻结股权情况。

表1 截至2022年3月末公司前五大股东及持股比例

股 东	持股比例（%）
中国华融资产管理股份有限公司	71.99
广州产业投资控股集团有限公司	10.24
中国葛洲坝集团股份有限公司	4.07
宁波禾元控股有限公司	2.54
湖南出版投资控股集团有限公司	1.71
合 计	90.55

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2021 年末，公司在全国范围内设立了营业部 64 家、分公司 18 家（含 1 家筹备分公

司）；拥有控股子公司 1 家：华融期货有限责任公司（以下简称“华融期货”，持股比例 92.50%），全资子公司 2 家：华融瑞泽投资管理有限公司（以下简称“华融瑞泽”）、华融基金管理有限公司（以下简称“华融基金”）。截至 2022 年 3 月末，公司建立了前、中、后台完整的部门架构（详见附件），母公司员工总数 1515 人。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 484.91 亿元，其中客户资金存款 54.30 亿元；负债总额 383.88 亿元，其中代理买卖证券款 67.36 亿元；所有者权益（含少数股东权益）101.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益 100.58 亿元；母公司口径净资产 108.09 亿元。2021 年，公司实现营业收入 8.27 亿元，利润总额 1.25 亿元，净利润 1.81 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.96 亿元；现金及现金等价物净增加额 7.31 亿元。

公司注册地址：北京市西城区金融大街 8 号；法定代表人：张海文。

三、本次跟踪债券情况

本次跟踪债券“20 华融 G1”情况详见下表，本次跟踪债券募集资金已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表2 本次跟踪债券概况

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 华融 G1	30.00 亿元	30.00 亿元	2020/4/2	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出

预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，**第三产业受疫情影响较大**。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较

高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

表 3 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

社融存量增速(%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速(%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速(%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率(%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速(%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 整理

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有

所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

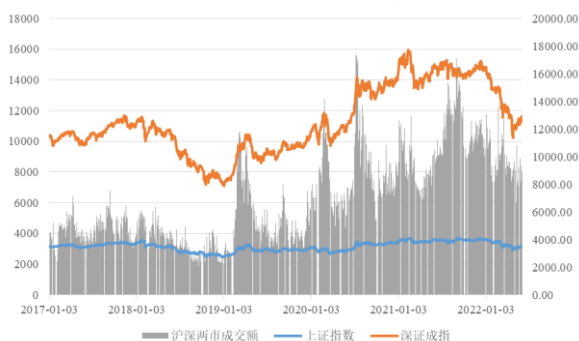
公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等，核心业务属证券行业。

1. 证券行业概况

2021 年，股票市场呈震荡走势，结构行情明显，市场交投持续活跃；债券市场运营平稳，市场规模保持增长态势，全年发行量同比小幅增长。

股票市场方面，2019 年，市场预期回暖，股票市场先扬后抑，一季度贡献全年大部分涨幅；2020 年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升；2021 年，股票市场呈震荡走势，板块分化加剧，结构性行情明显，市场交投活跃度持续提升。截至 2021 年末，上证指数收于 3639.78 点，较年初上涨 4.80%；深证成指收于 14857.25 点，较年初上涨 2.67%，涨幅均较 2020 年有所回落。根据交易所公布的数据，截至 2021 年末，我国上市公司总数 4615 家，较年初增加 461 家；上市公司总市值 91.61 万亿元，较年初增长 14.91%。根据 Wind 统计数据，2021 年全部 A 股成交额 257.18 万亿元，同比增长 24.82%，市场交投持续活跃。截至 2021 年末，市场融资融券余额 1.83 万亿元，较上年末增长 13.17%，其中融资余额占比 93.44%，融券余额占比 6.56%。2021 年，全市场股权融资募集资金合计 1.84 万亿元，同比增长 6.39%；完成 IPO、增发和配股的企业分别有 520 家、507 家和 6 家；完成可转债和可交债发行的企业分别有 119 家和 34 家。

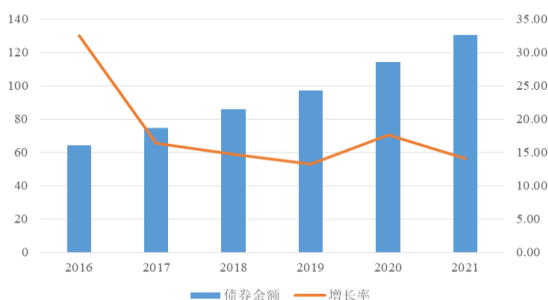
图 1 股票市场指数及成交额情况（单位：点、亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

债券市场方面，2019 年，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020 年，债券市场规模持续增长，受疫情以及货币政策影响，市场利率出现大幅波动，5 月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延；2021 年，债券市场整体运行平稳，全年债券发行量同比小幅增长。根据 Wind 统计数据，2021 年境内共发行各类债券 5.38 万只，发行额 61.76 万亿元，同比增长 8.55%。截至 2021 年末，我国存量债券余额 130.35 万亿元，较上年末增长 14.10%，较上年末增速放缓。2021 年境内债券交易总金额 1631.90 万亿元，同比增长 27.27%；其中现券交易成交金额 241.91 万亿元，回购交易成交金额 1161.23 万亿元，同业拆借成交金额 128.76 万亿元。截至 2021 年末，中债—综合净价（总值）指数收于 103.30 点，较年初小幅增长 1.44%。

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，证券行业服务实体经济取得新成效。

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

本市场迎来了一个全新板块。2020年6月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。2021年9月，定位为“服务创新型中小企业的主阵地”的北京证券交易所注册成立，我国资本市场的层次布局不断完善。根据中国证券业协会统计，2021年，证券公司服务481家企业完成境内首发上市，融资金额达5351.46亿元，分别同比增加87家、增长12.87%，其中科创板、创业板两板上市企业家数占全年IPO家数的75.05%，融资金额占全年IPO融资总额的65.28%，引导资本有效支持科技创新；服务527家境内上市公司实现再融资，融资金额达9575.93亿元，分别同比增加132家、增长8.10%。同期，证券公司承销债券15.23万亿元，同比增长12.53%。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长；2021年，证券行业业绩表现较好；证券公司收入实现对经纪业务和自营业务依赖程度较高，盈利水平受市场行情及行业政策影响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2017—2021年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大；盈利能力呈现U型走势，2018年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019—2021年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩持续增长。截至2021年底，140家证券公司总资产为10.59万亿元，较上年末增长18.99%；净资产为2.57万亿元，较上年末增长11.26%，净资本为2.00万亿元，较上年末增长9.89%。2021年，140家证券公司实现营业收入5024.10亿元，实现净利润1911.19亿元，分别同比增长12.03%和21.32%，经营业绩同比实现较好增长。

从收入结构来看，2021年，证券公司收入仍主要来源于经纪业务和自营业务。2021年，证券行业实现经纪业务收入1534.18亿元，同比增长33.08%，占比行业营业收入的30.54%，较上年有所提升，其中代理销售金融产品净收入206.90亿元，同比增长53.96%；实现投资银行净收入699.83亿元，同比增长4.12%；实现资产管理业务净收入317.86亿元，同比增长6.10%。截至2021年末，证券行业资产管理业务规模为10.88万亿元，较上年末增长3.53%，其中集合资产管理规模大幅增长112.52%至3.28万亿元，资产管理业务主动管理转型成效显著。

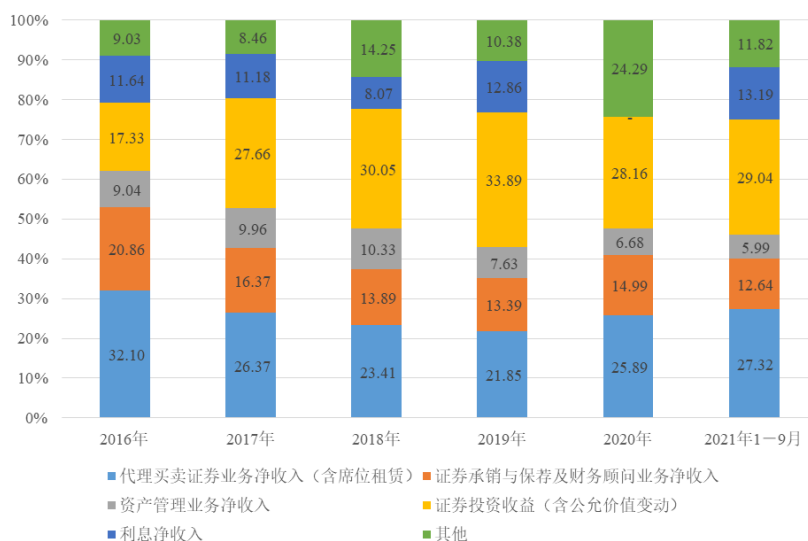
表4 证券行业概况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
证券公司家数（家）	131	131	133	139	140
盈利家数（家）	120	106	120	127	/
盈利家数占比（%）	91.60	80.92	90.23	91.37	/
营业收入（亿元）	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79	5024.10
净利润（亿元）	1129.95	666.20	1230.95	1575.34	1911.19
总资产（万亿元）	6.14	6.26	7.26	8.90	10.59
净资产（万亿元）	1.85	1.89	2.02	2.31	2.57
净资本（万亿元）	1.58	1.57	1.62	1.82	2.00

注：证券业协会未披露2021年证券公司盈利家数情况

资料来源：中国证券业协会

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：1. 证券业协会未披露2020年全年行业利息净收入数据，2020年其他包括利息净收入和其他收入；2. 证券业协会未披露全行业2021年代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）、证券承销与保荐业务净收入、财务顾问业务净收入、证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入数据，仅披露了经纪业务收入、投资银行净收入等，因披露口径存在较大差异，故上表以2021年前三季度收入结构替代全年进行列示
资料来源：中国证券业协会

证券公司行业集中度较高。

证券公司行业集中度较高。按证券公司营业收入排序，2021年，前十大证券公司实现营业收入合计3847.83亿元，净利润1313.90亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为50.30%和56.53%。截至2021年底，前十大证券公司资产总额为6.98万亿元，净资产总额为

1.29万亿元，分别占全行业总资产和净资产比重46.97%和54.80%；前十大证券公司上述财务指标较2020年有所下降，但行业集中度仍较高。未来，大型券商可以凭借规模、平台、品牌、政策倾斜等多方面优势将龙头优势进一步扩大，证券公司的行业集中度仍将维持在较高水平。

表5 截至2021年末/2021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	2138.08	12786.65	765.24	240.05
2	海通证券	1777.55	7449.25	432.05	137.48
3	国泰君安	1506.37	7912.73	428.17	153.03
4	华泰证券	1520.36	8066.51	379.05	136.01
5	中国银河	989.78	5601.35	359.84	105.17
6	广发证券	1108.01	5358.55	342.50	120.55
7	中金公司	847.31	6497.95	301.31	108.10
8	中信建投证券	800.06	4527.91	298.72	102.35
9	招商证券	1125.90	5972.21	294.29	116.58
10	申万宏源	1054.53	5617.34	246.66	94.58
合计		12867.95	69790.45	3847.83	1313.90

资料来源：公开数据，数据以营业收入由高到低排序

2. 行业政策

在资本市场深化改革背景下，证券公司严监管态势将延续；新《证券法》等纲领性文件出台，多项利好政策、业务规则和指引密集发布，有望推动资本市场和证券行业健康有序发展。

在资本市场深化改革背景下，在加强金融监管、防范金融风险的监管要求下，“严监管、防风险”仍将是监管的主旋律。随着新《证券法》等纲领性文件出台，资本市场基础设施建设的持续推进，证券行业多项业务规则、指引密集发布，引导证券公司规范执业，推动资本市场和证券行业有序发展。

表 6 2019 年以来部分行业政策及重大事项情况

时间	政策名称	主要内容
2019 年 3 月	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共 2+6+1 个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定
2019 年 7 月	证监会发布《证券公司股权管理规定》	进一步加强证券公司股权监管，规范证券公司股东行为，提升监管效能
2019 年 8 月	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	对高分类评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。于 2020 年 1 月发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，并于 2020 年 6 月 1 日正式施行
2019 年 12 月	修订《中华人民共和国证券法》	进一步完善了证券市场基础制度，为证券市场全面深化改革落实落地，有效防控市场风险，提高上市公司质量，切实维护投资者合法权益，促进证券市场服务实体经济功能发挥，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提供了坚强的法治保障
2020 年 5 月	发布《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》	为落实新《证券法》有关要求，支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，更好服务实体经济，允许证券公司公开发行次级债券以及为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间
2020 年 6 月	发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》、《证券发行上市保荐业务管理办法》	推动创业板改革并试点注册制
2020 年 7 月	证监会发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	明确适用范围，精简优化发行条件。明确发行上市审核和注册程序。强化信息披露要求，对发行承销作出特别规定，强化监督管理和法律责任，加大对上市公司、中介机构等市场主体违法违规行为的追责力度
2021 年 2 月	《证券市场资信评级业务管理办法》发布	取消证券评级业务行政许可，改为备案管理；取消公开发行公司债券强制评级，降低第三方评级依赖的基础上，完善证券评级业务规则，规范评级执业行为；增加独立性要求；提高证券评级业务违法违规成本
2021 年 3 月	深交所《关于合并主板与中小板相关安排的通知》	顺应市场自然规律，对市场估值无实质影响
	《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》	进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求
	《上市公司信息披露管理办法》	大幅提高信息披露的违法违规成本，信息披露环节监管将更趋严格
2021 年 5 月	证监会公布首批证券公司“白名单”	简化优质券商工作流程，进一步提升监管有效性，推动行业高质量发展
2021 年 7 月	《关于依法从严打击证券违法活动的意见》	加强资本市场基础制度建设，健全依法从严打击证券违法活动体制机制，提高执法司法效能
	《证券期货违法行为行政处罚办法》	提升流动性覆盖率要求，延长最长发行期限，短期融资券发行更规范
2021 年 9 月	《证券公司短期融资券管理办法》	提升流动性覆盖率要求，延长最长发行期限，短期融资券发行更规范
2021 年 9 月	设立北京证券交易所	有助于完善多层次资本市场体系，更好发挥资本市场功能作用、促进科技与资本融合
2021 年 10 月	证监会发布《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》	进一步规范辅导相关工作，充分发挥派出机构属地监管优势，压实中介机构责任，从源头提高上市公司质量，积极为全市场稳步推进注册制改革创造条件
2022 年 5 月	证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	深入推进设立科创板并试点注册制改革，完善科创板交易制度，提升科创板股票流动性、增强市场韧性
	证监会发布《保荐人尽职调查工作准则》和《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》	持续完善制度规则体系，督促保荐机构不断提高执业质量，提高资本市场服务实体经济高质量发展能力

资料来源：证监会网站，联合资信整理

3. 未来动向

分层竞争格局持续，中小券商竞争压力大。

随着政策红利持续向优质券商倾斜以及前期资源、业务投入积累效应的显现，大型券商综合实力持续提升。头部券商业务综合多元，收入

结构相对均衡，在业绩稳定性方面更具优势，同时，随着其持续发力创新业务，综合实力优势突出，有利于大型券商在轻、重资本业务转型上构建核心优势。行业逐步孕育分层竞争格局，中小券商也将结合市场环境、自身禀赋及其所在区域的特色化需求，在特定行业、区域内精耕细作，逐步转向差异化、特色化发展策略。同时，若行业景气度下行，中小券商将面临更大竞争压力。

严监管基调持续，利于行业规范发展。

2022年，证监会将统筹推进提高上市公司质量、健全退市机制、多层次市场建设、强化中介机构责任、投资端改革、完善证券执法司法体制机制等重点改革，持续完善资本市场基础制度。“严监管、防风险”仍将是监管的主旋律，以推动证券公司加强内部控制、扎实风险管理、提升执业水平，坚守底线练好内功，推动行业规范发展。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年5月末，公司控股股东持股比例未发生变化，控股股东为中国华融，实际控制人为财政部。

2. 企业规模及竞争力

公司是全国综合性证券公司之一，综合竞争力较强。

公司作为国内综合类证券公司之一，证券业务资质齐全。截至2021年末，公司共设有64家证券营业部、18家分公司，网点基本实现全国布局。业务经营方面，2019年度有三项业务排名30位左右。2020年公司年报延迟公布，官方未公布公司各项业务排名数据，考虑到2020年证券行业整体经营业绩同比大幅增长，公司营业收入有所下降，部分业务板块排名较2019年会出现下降。2021年，公司主要以化解风险资产为主要目标，各项排名较2019年均有所下滑。2021年公司整体收入同比下降，但利润较去年扭亏为盈；

同时，随着风险资产陆续处置及出清，截至2021年末，公司净资本及净资产分别为108.09亿元和99.63亿元，回归于2019年水平，整体公司综合竞争力较强。

表7 公司主要指标排名 单位：名

项目	2019年	2021年
净资本（母公司口径）	32	47
营业收入	63	88
证券经纪业务收入	63	68
客户资产管理业务收入	20	35
投资银行业务收入	35	57
融资类业务收入	38	64
证券投资收入	81	106

注：由于公司未按时披露年报，证券业协会2020年经营业绩排名中未将公司纳入其中。

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名，联合资信整理

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业征信报告，截至2022年5月17日查询日，公司无信贷交易记录。

根据联合资信2022年5月末查询的结果，公司无被列为失信被执行人的情形。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，联合资信未发现公司有逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年3月末，公司在国内主要商业银行获得综合信用额度208.45亿元，已使用30.93亿元。

七、管理分析

2021年以来公司修订了部分制度，管理层人员变动较大，证监会分类评级降至CCC级，合规内控水平一般。

制度建设方面，2021年，公司为规范公司债券信息披露管理工作，制定了《华融证券股份有限公司公司债券信息披露事务管理办法》（以下简称“《办法》”），已经公司2021年第五届董事会审议通过，《办法》的制定为投资者权益提供了进一步的保障。《华融证券股份有限公司

司全面风险管理制度》于 2017 年制定，并于 2021 年 1 月修订。

合规内控方面，2021 年 1 月，子公司华融期货有限责任公司及其总经理、首席风险官因“三会”运作不规范、合规管理和风险管理未有效全覆盖、印章及居间业务等内部管控不足、有的岗位职责安排未形成有效制衡、与子公司场地、人员未严格分开等问题被海南证监局采取责令改正的监管措施。2021 年 10 月，公司贵阳北京路营业部因存在不具备基金从业资格、非营销岗位人员违规参与基金销售活动的情况，被贵州证监局采取出具警示函的监管措施。2021 年 11 月，子公司华融期货有限责任公司及其首席风险官因未按规定保存客户身份资料被中国人民银行海口中心支行采取行政处罚。2022 年 3 月，公司分管投行业务的高级管理人员李虎因公司投资银行类业务存在业务制度体系不健全，收入递延覆盖不全面，专职合规人员配备不足，部分项目独立性及执业质量欠缺等问题被北京证监局采取了监管谈话的监管措施。

2022 年 3 月，公司分管资管业务的高级管理人员高鹤因公司资产管理业务存在部分产品投资决策不审慎，风险管控不到位，投资对象尽职调查不扎实，重大事项未披露等问题被北京证监局采取了监管谈话的监管措施。就针对上述监管措施，公司已报送相关整改文件。

2021 年，公司在证监会分类评级结果为 CCC 级，主要扣分项系公司出现大规模亏损导致净资产下降以及延迟披露年报造成，2022 年证监会分类评价暂未公布。

人员变动方面，截至 2021 年末，公司董事、监事、高级管理人员的离任（含变更）7 人，人员变动较大，主要系 2021 年公司整体加大处置风险资产力度，部分高级管理人员和董事发生变更，具体详见下表。截至本报告出具日，公司仍缺位 2 位董事，暂未补齐董事人数。

表 8 截至 2021 年末公司管理层变更情况

人员	职务	变动方向
林峰	董事	离任
张连起	独立董事	离任
童艳	董事/总经理	离任
杨金亮	副总经理/首席风险官	离任
刘月平	合规总监/董事会秘书	离任
齐宁	副总经理/合规总监（兼首席风险官）	新任
曾建勇	副总经理（主持工作）	新任
汪强	副总经理	新任
刘宁宇	独立董事	新任

资料来源：公司债券年报，联合资信整理

八、重大事项

公司控股股东拟变更，相关事宜申请已经证监会核准，联合资信将持续关注后续进展情况。

根据监管机构对金融资产管理公司逐步退出非主要业的要求，公司控股股东中国华融拟将持有的华融证券股权对外公开转让，并已于 2021 年 12 月 3 日在北京金融资产交易所发布转让信息及相关材料。中国华融与国新资本有限公司（以下简称：“国新资本”）于 2022 年 1 月 27 日签署的《国有产权交易合同》，拟向国新资本转让持有的华融证券 71.99% 股权，同时一并转让合伙企业的标的份额，以经备案的评估值为基础，转让对价为 109.33 亿元。本次转让完成后，中国华融将不再拥有公司任何权益，公司不再为中国华融的附属公司。2022 年 3 月 25 日，中国华融召开 2022 年第一次临时股东大会，审议并通过出售公司股权议案。2022 年 6 月 10 日，公司收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《中国证监会行政许可申请受理单》，中国证监会依法对公司提交的变更控股股东、实际控制人申请材料进行了审查，认为该申请资料齐全，决定对该行政许可申请予以受理。中国华融于 2022 年 6 月 23 日发布公告，公司已收到关于中国证监会出具的关于核准公司变更控股股东、实际控制人的批复，联合资信将持续关注后续该事项的进展情况。本次拟变更的控股股东国新资本是

中国国新控股有限责任公司的全资子公司，是由国务院国有资产监督管理委员会的下属央企金融服务平台，综合实力很强，若其成为公司控股股东，公司业务有望进一步稳定发展。

九、经营分析

1. 经营概况

2021年，受公司资产管理业务持有资产投资收益大幅下降影响，营业收入有所下降，利润较去年扭亏为盈；公司主营业务易受经济环

境、证券市场及监管政策等因素影响，其经营业绩有较大的波动性。

2021年，公司营业收入为8.27亿元，同比下降30.30%，主要系资产管理业务中持有的资产投资收益大幅下降所致，公允价值变动损益-7.86亿元，主要系股权投资、股票和资管计划的公允价值为负；实现利润总额1.25亿元，同比去年扭亏为盈，主要系财务担保信用损失转回使得营业成本下降，公司营业收入主要来源于经纪业务手续费、利息收入和投资收益。

表9 公司营业收入构成情况 单位：亿元、%

项目	金额			占比		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
手续费及佣金净收入	5.32	5.17	6.16	16.30	43.58	74.37
其中：经纪业务手续费净收入	2.24	3.07	3.45	6.87	25.85	41.72
投资银行业务手续费净收入	2.31	1.93	2.19	7.08	16.29	26.48
咨询业务净收入	0.07	0.24	0.15	0.20	2.00	1.69
资产管理业务手续费净收入	0.55	-0.32	0.18	1.69	-2.72	2.06
利息净收入/（支出）	11.07	6.56	5.01	33.93	55.28	60.58
投资收益	7.77	13.77	4.91	23.80	116.14	59.37
公允价值变动收益/（损失）	7.22	-14.80	-7.86	22.12	-124.78	-95.04
其他业务收入	1.18	1.06	0.02	3.60	8.93	0.24
其他	0.08	0.10	0.03	0.25	0.85	0.36
营业收入合计	32.64	11.86	8.27	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 业务运营

（1）经纪业务

2021年，公司经纪业务聚焦财富管理转型，代理买卖证券市场份额和佣金率小幅下降，手续费收入有所增长。

公司经纪业务主要由财富业务管理部、经纪管理部、投顾业务部、营销管理部、私募客户部等部门负责。截至2021年末，公司营业部数量基本保持稳定，未新设立，在全国范围内设立营业部64家、分公司18家。

2021年以来，公司经纪业务聚焦财富管理转型，推进财富业务体系化建设，构建完善财富管理业务客户体系、产品体系、服务体系、管理体系、运营体系、支持体系、合规风控体系。截至2021年末，公司累计账户总数达131万户，同比增长7.30%。2021年，公司代理买卖证券交易额1.37万亿元，同比增长7.03%，但公司市场份额有所下降，主要系增速低于市场整体情况所致。2021年，公司平均佣金率虽有所下滑，但依然高于市场平均水平；实现代理买卖证券业务收入3.94亿元，同比增长34.93%，仍以个人客户为主。

表 10 公司代理买卖证券业务情况表 单位：万亿元、%

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股基	0.57	0.2083	0.81	0.2157	0.90	0.1956
债券	0.61	0.1233	0.47	0.1612	0.47	0.0965
合计	1.17	--	1.28	--	1.37	--
佣金率(%)	0.427		0.412		0.374	

资料来源：公司提供，联合资信整理

2021年，公司代销金融产品业务规模有所增长，收入受费率影响低于规模增速。

表 11 公司代销金融产品业务情况表 单位：亿元

项目	2019 年	2020 年	2021 年
规模	195.25	39.82	74.06
收入	0.06	0.21	0.34

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

(2) 信用业务

2021 年以来，公司未新增股票质押业务，融资融券业务发展态势较好。公司股票质押业

务存在较大规模风险项目，相关项目的处置回收情况需关注。

公司信用业务由信用业务部负责，主要有融资融券业务和股票质押业务。2021 年，公司继续提高加强高净值客户营销力度，加之整体市场行情较好，融资融券业务规模及收入均同比小幅增长。截至 2021 年末，公司融资融券业务规模为 36.92 亿元，较上年末增长 13.60%，实现利息收入 2.55 亿元，同比增长 17.51%。

表 12 公司信用交易业务情况表 单位：万户、亿元

项目	2019 年	2020 年	2021 年
期末融资融券账户数目	2.53	2.58	2.67
期末融资融券规模	22.88	32.50	36.92
融资融券利息收入	1.85	2.17	2.55
期末股票质押业务回购余额	110.97	79.33	21.09
股票质押业务利息收入	5.56	2.26	0.44

资料来源：公司提供及公司年报，联合资信整理

由于公司股票质押业务风险逐渐暴露，因此从2018年起，公司不再新增股票质押业务，均为存续剩余项目的管理。截至2021年末，公司股票质押业务回购余额为21.09亿元，较上年末大幅下降73.41%，主要系公司出清了资管业务中自有资金持有的股票质押风险资产；计提减值准备12.99亿元，剩余股票质押项目账面价值8.20亿元。

(3) 投资银行业务

2021 年以来，公司股权承销业务稳定发展，债券承销规模小幅下降，期末项目储备情况较好。

公司投资银行业务主要由投资银行业务委员会负责统筹管理，投资银行业务委员会组织

下辖的业务部门开展股权融资、债券和资产证券化、财务顾问（并购重组）等投资银行业务，并由质量控制部对相关投资银行业务进行质控。2021年，公司投资银行业务收入1.52亿元，同比小幅下降10.60%，主要系债券承销业务竞争加大，费率下降导致。

2021年，公司投资银行业务稳定发展。2021 年，公司完成保荐承销业务3单，其中IPO 项目1单，募集资金规模10.52亿元；上市公司再融资项目两单，募集金额18.69亿元。截至2021年末，公司督导新三板挂牌公司38家，完成新三板定向增发业务1单，募集资金规模10.15亿元。

债券业务方面，2021年公司主承销项目39单，承销规模276.78亿元，同比小幅下降；副主

承销和分销完成155单，承销规模69.28亿元，同比增长24.54%。

表 13 公司投行业务主承销情况 单位：次、亿元

项目		2019 年			2020 年			2021 年		
承销方式	证券名称	承销次数	承销金额	承销收入	承销次数	承销金额	承销收入	承销次数	承销金额	承销收入
主承销	新股发行	0	0	0	2	10.21	0.52	1	10.52	0.55
	增发新股	7	1.76	0.01	3	9.41	0.03	3	35.03	0.14
	债券发行	32	397.40	1.47	35	282.02	1.00	39	276.78	0.66
小计		39	399.16	1.49	40	301.64	1.55	43	322.33	1.34
副主承销及分销	债券发行	11	7.36	0.01	83	55.63	0.06	155	69.28	0.14
小计		11	7.36	0.01	83	55.63	0.06	155	69.28	0.14
合计		50	406.53	1.50	123	357.27	1.61	198	391.61	1.48

资料来源：公司提供，联合资信整理

项目储备方面，截至2022年3月末，公司投资银行业务已立项项目23个，其中债券项目8个，股权项目15个；在审项目共计8个，股权项目2个，项目储备预计融资规模为1263.50亿元，项目储备情况较好。

（4）自营投资业务

公司自营投资业务以债券投资为主，2021年收入大幅下降，主要系业务规模和债券收益率下降所致。

公司自营业务主要由自营业务管理部、固定收益投资部和证券投资部负责。2021年公司自营业务实现营业收入4.84亿元，同比大幅下降40.76%，主要系自营投资规模和债券收益率下降。

从投资规模和构成来看，2021年，公司降低了自营投资杠杆，因此投资规模小幅下降，债券始终为公司投资品种中最主要的组成部分。

2021年以来，公司债券投资规模较上年末有所下降。截至2021年末，公司自营投资业务规模为189.13亿元，其中债券投资165.27亿元，占比87.38%，仍然是投资产品中最主要的组成部分，其中利率债88.38亿元，信用债76.89亿元，信用债中AAA级占比较上年末小幅提升至80.61%，AA+级占比提高至14.41%；股票投资5.75亿元，较上年末小幅增长；自营权益类证券及其衍生品/净资本和自营非权益类证券及其衍生品/净资本均大幅下降。

表 14 公司自营投资业务投资结构 单位：亿元、%

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	151.48	95.81	204.69	95.22	165.27	87.39
股票	1.99	1.26	4.93	2.29	5.75	3.04
基金	1.00	0.63	1.04	0.48	4.11	2.17
银行理财产品	0.00	0.00	0.00	0.00	14.00	7.40
逆回购	3.63	2.30	4.31	2.00	0.00	0.00
合计	158.10	100.00	214.97	100.00	189.13	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资本	5.20		21.20		6.94	
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	159.28		839.74		210.03	

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2022年3月末，公司自营投资业务涉及的债券违约本金为6.32亿元，其中已转让收益权

的金额5.83亿元（已出表），未转让剩余项目金额0.50亿元。

(5) 资产管理业务

受资管新规后业务转型及存量资产压降的综合影响，2021年，公司资产管理业务规模和管理费收入继续大幅下降，仍以主动管理业务为主。公司资管产品投资的股票质押业务风险化解持续推进，未来仍需关注风险资产的处置情况。

公司资产管理业务主要包括单一资产管理业务和集合资产管理业务，主要由资产管理业务管理部、产品管理部、权益投资部、固定收益部、混合投资部和集中交易室负责。近年来，公司资产管理业务按照监管要求，一方面进行业

务转型，另一方面加快风险化解，公司按照“应收尽收，能收快收”的风险化解思路积极推进，持续压降存续产品规模，因此2021年公司资产管理业务规模及管理费收入继续保持了下降趋势。从管理方式来看，公司资产管理业务中，截至2021年末，公司主动管理业务占比较高，占比达66.50%。

截至2021年末，公司资产管理业务参与的股票质押业务余额为77.64亿元（非自有资金持有），已全部逾期，此类风险资产转由特殊资产经营业务单元负责，未来仍需关注此类资产的处置情况。

表 15 公司母公司口径资产管理业务情况 单位：亿元

项目		2019 年		2020 年		2021 年	
		期末规模	管理费收入	期末规模	管理费收入	期末规模	管理费收入
产品类型	集合资产管理业务	475.57	2.27	364.45	1.73	166.01	0.86
	单一资产管理业务	944.05	1.23	617.67	0.26	298.82	0.24
	小计	1419.62	3.50	982.12	1.99	464.83	1.10
管理方式	主动管理业务	1055.67		712.38		309.09	
	非主动管理业务	363.95		267.74		155.74	

资料来源：公司提供，联合资信整理

(6) 特殊资产管理业务

公司特殊资产管理业务主要是负责处理公司股票质押及资产管理业务的相关风险资产，剩余项目主要为资管产品的股票质押业务。

公司于2020年成立了特殊资产经营业务委员会，下设特殊资产经营管理部、特殊资产经营一部、特殊资产经营二部，主要负责资产管理业务中股票质押产品的风险项目和资产管理业务的相关风险项目。2018年初，公司风险资产规模为724.90亿元，截至2021年末，风险资产规模104.80亿元，已压降620.10亿元，主要通过司法途径、债权转让等多种方式化解风险资产。

3. 未来发展

公司目标清晰，定位明确，但公司正处于股东变更过程中，未来发展战略存在不确定性。

公司目标为成为具有一定核心竞争优势，“特色鲜明、实力雄厚、高效专业、稳健合规”

的特色化、精品化券商。公司将把突出特色化、专业化经营，打造核心竞争优势作为发展方向，依托金融改革和金融开放向深度、广度推进的时代背景，把握行业面临的“市场化、综合化、国际化、科技化”竞争趋势，依托公司自身的股东、人才、资源优势，提升专业能力，在细分领域做出特色和品牌，实现高质量可持续性发展。截至本报告出具日，公司控股股东变更的申请中国证监会已批复无异议，股东的变更将使得公司发展战略存在不确定性。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年—2021年财务报表，2019年经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并被出具无保留意见的审计报告；公司2020年和2021年财务报表均经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“安永

华明”）审计，其中 2020 安永华明对公司的合并报表和资产负债表发表无保留意见，但对经营成果及现金流量无法发表意见，主要原因为：公司 2020 年度就交易性金融资产、其他债权投资、买入返售金融资产、债权投资和其他债券投资进行了重新评估及减值测试，但管理层未对上述资产截至 2019 年 12 月 31 日的公允价值、信用减值损失相应进行重新评估，因此安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）无法获取充分、适当的审计证据就公司上述资产于 2019 年 12 月 31 日的账面价值的适当性进行合理判断，也无法就公司 2020 年度确认的相关损益是否有部分应计入以前年度合并及公司利润表进行合理判断。由于安永华明对 2020 年经营成果及现金流量无法发表意见，该事项对截至 2021 年末期间的合并及公司利润表以及合并及公司现金流量表的本年数据对与对应数据的可比性存在潜在影响，因此安永华明对 2021 年合并及公司财务报表发表保留意见。

公司自 2021 年 1 月 1 日开始按照新修订的《企业会计准则第 21 号—租赁》进行会计处理，并根据衔接规定，对可比期间信息不予调整。

综上，公司利润表和现金流表可比性一般。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 484.91 亿元，其中客户资金存款 54.30 亿元；负债总额 383.88 亿元，其中代理买卖证券款 67.36 亿元；所有者权益（含少数股东权益）101.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益 100.58 亿元；母公司口径净资本 108.09 亿元。2021 年，公司实现

营业收入 8.27 亿元，利润总额 1.25 亿元，净利润 1.81 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.96 亿元；现金及现金等价物净增加额 7.31 亿元。

2. 资金来源及流动性

截至2021年末，公司负债总额大幅下降，主要因资管产品清算，结构化主体持有份额下降所致，及卖出回购金融资产款规模下降所致。

截至 2021 年末，公司负债总额 383.88 亿元，较上年末下降 33.74%，主要系其他负债中的资产管理产品清算，并表的结构化主体其他份额持有人份额款项减少所致；公司负债主要由卖出回购金融资产款、代理买卖证券、应付债券、次级债和其他负债构成。

截至 2021 年末，公司卖出回购金融资产款较上年末下降 31.90%至 56.12 亿元，主要系卖出回购债券下降所致，担保物价值 87.76 亿元，对卖出回购金融资产覆盖较好；公司代理买卖证券款 67.36 亿元，较上年末增长 16.61%，主要系市场交投活跃使得代理买卖证券业务机构客户和个人客户均增长，代理买卖证券款种类仍以个人为主；公司应付债券和次级债分别为 50.87 亿元和 85.66 亿元，较上年末分别下降 34.24%和 23.16%，主要系偿还债券下降所致；公司其他负债主要由应付合并结构性主体权益持有者款项和应付资管产品暂收款构成，较上年末下降 50.77%。

表 16 公司负债情况 单位：亿元、%

项目	2019年末		2020年末		2021年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
负债合计	536.92	100.00	579.34	100.00	383.88	100.00
其中：卖出回购金融资产款	8.93	1.66	82.40	14.22	56.12	14.62
代理买卖证券款	41.99	7.82	53.87	9.30	62.68	16.33
应付债券	87.15	16.23	77.36	13.35	50.87	13.25
次级债	136.42	25.41	111.48	19.24	85.66	22.31
其他负债	234.38	43.65	238.92	41.24	117.62	30.64

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

从杠杆水平来看，截至 2021 年末，公司全部债务规模为 195.25 亿元，较上年末下降 30.09%，主要系偿还债券所致，公司短期债务占比 48.51%，长短期债务占比均衡；受自有负债中卖出回购金融资产款的下降，公司自有资产负债率亦有所下降，杠杆水平处于一般水平。受风险资产的出清，公司净资产和净资本规模有所回升，对负债的覆盖程度有所回升到合理水平。

表 17 公司债务和杠杆水平 单位：亿元、%

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
全部债务	252.68	279.28	195.25
其中：短期债务	176.32	169.46	94.72
长期债务	76.36	109.82	100.53
自有资产负债率	68.64	89.50	68.52
净资本/负债（母公司口径）	47.55	9.10	46.44
净资产/负债（母公司口径）	39.51	9.66	42.81

注：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+交易性金融负债+衍生金融负债+其他负债科目

表 18 公司资产情况 单位：亿元、%

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产总额	657.74	100.00	618.30	100.00	484.91	100.00
其中：货币资金	78.96	12.00	86.27	13.95	90.11	18.58
融出资金	23.60	3.59	33.05	5.35	37.17	7.67
交易性金融资产	154.48	23.49	121.60	19.67	69.04	14.24
债权投资	99.06	15.06	41.18	6.66	17.30	3.57
其他债权投资	156.41	23.78	239.83	38.79	169.21	34.90
买入返售金融资产	112.52	17.11	57.84	9.35	8.20	1.69
自有资产	385.31	58.58	370.95	60.00	320.90	66.18
优质流动性资产/总资产	106.94	25.31	132.71	31.05	109.66	32.99

注：优质流动性资产/总资产指标的分子分母均取自母公司口径风险监管报表，优质流动性资产为折算前数据口径
资料来源：公司定期报告、风险监管报表，联合资信整理

截至 2021 年末，公司货币资金 90.11 亿元，较上年末增长 4.45%，其中客户资金存款 54.30 亿元，较上年末增长 17.74%，自有货币资金 35.81 亿元，较上年末下降 10.82%。公司使用受限的银行存款为 0.79 亿元，占货币资金比重的 0.88%。

截至 2021 年末，公司融出资金 37.17 亿元，较上年末增长 12.47%，主要系融资融券业务规

模增长所致；公司融出资金余额 37.24 亿元，主要以个人客户为主，共计提减值准备 0.07 亿元；融资融券业务担保物的公允价值共计 124.37 亿元，对融资融券业务覆盖度较好。

中的短期有息债务；债务指标计算中已将次级债券和应付债券中一年以内到期的金额调整到短期债务中

资料来源：公司定期报告、风险监管报表，联合资信整理

2021 年以来，公司资产规模延续了下降趋势，仍以自有资产为主；公司持续对风险资产进行处置和出清，资产质量有所好转，流动性较好，但质量仍属一般。

截至 2021 年末，公司资产总额 484.91 亿元，较上年末下降 21.57%，主要系公司将部分金融投资科目（交易性金融资产、买入返售金融资产、债权投资和其他债权投资）转让给中国华融旗下控股企业；自有资产为 320.90 亿元，较上年末下降 13.49%。资产构成方面，截至 2021 年末，公司资产仍以自有资产为主，并且占比有所提升，科目构成上主要由货币资金、融出资金、买入返售金融资产和金融投资科目构成。

截至 2021 年末，公司买入返售金融资产 8.20 亿元，较上年末下降 85.82%，主要系公司转让账面价值 34.24 亿元的股票质押资产至中国华融旗下子公司所致；公司买入返售金融资

产余额 21.19 亿元，主要以股票为主，累计计提减值准备 12.99 亿元。

截至 2021 年末，公司交易性金融资产 69.04 亿元，较上年末大幅下降 43.23%，主要系转让资产管理业务中的信托产品所致。

截至 2021 年末，公司债权投资 17.30 亿元，较上年末下降 58.00%，主要系公司将 20.23 亿元的债权投资收益权转让至中国华融控股的子公司所致，累计计提减值准备 27.80 亿元。

公司其他债权投资以债券为主，截至 2021 年末，公司其他债权投资 169.21 亿元，较上年末下降 29.45%，主要系公司清算了资产管理计划及压降债券投资规模所致。

截至 2021 年末，公司其他资产 53.79 亿元，较上年末大幅增长，主要系转让风险资产的应收收益权转让款增长所致。

从资产流动性来看，公司优质流动性资产规模 109.66 亿元，公司优质流动性资产/总资产占比保持在较好水平。受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产 87.76 亿元，主要系其他债权投资形成，占资产总额的比例为 18.10%。

3. 资本结构

截至 2021 年末，公司所有者权益大幅增长；受风险资产陆续出清后，各风险控制指标回升至合理水平，资本充足性较好。

截至 2021 年末，公司股东权益为 101.03 亿元，较上年末增长 159.30%，主要系因转让资产产生的价差 62.00 亿元计入资本公积所致；其中归属于母公司的股东权益为 100.58 亿元，实收资本 58.41 亿元、资本公积 96.28 亿元、一般风险准备 14.36 亿元、未分配利润-76.08 亿元，分别占比 58.07%、95.72%、14.28%和-75.65%。受 2020 年利润大幅亏损所致，截至 2021 年末，公司未分配利润占比较高；2021 年公司转让风险资产差价计入资本公积，所有者权益结构变化较大，稳定性一般。

截至 2021 年末，公司风险资产陆续出清后风控指标较上年末均大幅回升至正常水平，流动性覆盖率保持较高水平；附属净资本 22.95 亿元，较上年末增长 94.09%，主要系公司净资产增长，次级债券可计入的附属净资本增加所致。

表 19 母公司口径风险控制指标 单位：亿元、%

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	监管标准	预警指标
核心净资本	105.39	23.65	85.14	--	--
附属净资本	38.62	11.82	22.95	--	--
净资本	144.00	35.47	108.09	--	--
净资产	119.64	37.67	99.63	--	--
各项风险资本准备之和	73.41	79.97	62.30	--	--
净资本/净资产	120.36	94.16	108.49	≥20.00	≥24.00
风险覆盖率	196.17	44.36	173.50	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率	27.63	5.48	25.46	≥8.00	≥9.60
流动性覆盖率	2700.85	2950.78	1513.62	≥100.00	≥120.00
净稳定资金率	148.81	141.89	229.86	≥100.00	≥120.00

资料来源：公司风险控制指标监管报表

4. 盈利能力

2021 年，财务担保信用损失转回使得公司扭亏为盈，但资产减值仍对公司盈利造成较大侵蚀，盈利水平有所提升，但整体盈利能力仍属偏弱。

2021 年，公司营业收入为 8.27 亿元，同比下降 30.30%，营业支出为 6.40 亿元，支出同比大幅下降 93.14%，主要系财务担保信用损失转回 6.81 亿元；其他业务成本为 2.77 亿元，同比大幅下降 88.03%，主要系结构化主体其他持有

人享有的净损益降低所致。公司业务及管理费波动较小，主要为职工薪酬支出。

表 20 公司营业支出构成 单位：亿元、%

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
业务及管理费	11.65	36.09	10.80	11.57	11.01	171.93
信用减值损失（“负号”代表转回）	20.90	64.78	59.22	63.42	-7.56	-118.04
其他业务成本	-0.52	-1.60	23.15	24.79	2.77	43.29
其他	0.23	0.73	0.21	0.23	0.18	2.82
营业支出	32.27	100.00	93.38	100.00	6.40	100.00

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

盈利能力方面，2021 年，受营业收入下降影响，公司营业费用率和薪酬收入比大幅上升；营业利润受减值转回利润扭亏为盈影响，营业利润率为正、自有资产收益率和净资产收益率均为正，但整体盈利能力仍属偏弱。

薪酬收入比	20.62	52.37	78.42
营业利润率	1.12	-687.30	22.55
自有资产收益率	0.12	-21.78	0.52
净资产收益率	0.39	-103.09	2.59

资料来源：公司定期报告，联合资信整理

表 21 公司盈利指标 单位：%

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业费用率	35.69	91.06	133.15

从同行业对比来看，在可比证券公司中，公司盈利能力和样本平均值水平相对较弱，盈利稳定性较差，杠杆高于对比企业均值。

表 22 截至 2021 年末/2021 年证券公司行业财务指标比较（单位：%）

企业名称	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
国元证券股份有限公司	6.05	2.43	39.51	29.70	64.16
东兴证券股份有限公司	6.90	2.22	44.66	13.72	68.96
东北证券股份有限公司	9.45	3.02	42.32	24.05	68.94
上述样本企业平均值	7.47	2.56	42.16	22.49	67.35
公司	2.59	0.52	133.15	145.71	68.52

资料来源：公司定期报告、公开资料，联合资信整理

5. 或有事项

公司作为被告的未决诉讼、仲裁涉及金额规模一般，需关注涉诉案件对公司或有负债造成的不利影响。

截至 2022 年 3 月末，公司不存在对外担保情况。（1）江西新建农村商业银行股份有限公司与广发银行股份有限公司、广发银行股份有限公司深圳分行、华融证券金融理财合同纠纷案（诉讼标的剩余理财本金 4820.60 万元及利息），2022 年 6 月 6 日，公司执行二审判决；（2）江西兴国农村商业银行股份有限公司（以下简称“兴国农商行”）与广发银行股份有限公司、广发银行股份有限公司深圳分行、华融证券金融理财合同纠纷案（诉讼标的剩余理财本金 4820.60 万元及利息），2022 年 6 月 6 日，公司执行二审判决；（3）泰豪科技股份有限公司与华融证券股份有限公司等财产损害赔偿纠纷案（涉及金额 5127.64 万元），2021 年 12 月 30 日，本案开庭审理，截至 2022 年 5 月末，案件仍处于诉讼中；（4）桂林银行股份有限公司与华融证券股份有限公司等金融委托理财合同纠纷案（涉及金额 1.00 亿元），2021 年 11 月 11 日，桂林银行在北京金融法院对公司及托管行招商银行北京分行提起民事诉

司、广发银行股份有限公司深圳分行、华融证券股份有限公司金融理财合同纠纷案（诉讼标的剩余理财本金 4820.60 万元及利息），2022 年 4 月 22 日，公司执行二审判决；（3）泰豪科技股份有限公司与华融证券股份有限公司等财产损害赔偿纠纷案（涉及金额 5127.64 万元），2021 年 12 月 30 日，本案开庭审理，截至 2022 年 5 月末，案件仍处于诉讼中；（4）桂林银行股份有限公司与华融证券股份有限公司等金融委托理财合同纠纷案（涉及金额 1.00 亿元），2021 年 11 月 11 日，桂林银行在北京金融法院对公司及托管行招商银行北京分行提起民事诉

讼，2022年4月12日开庭交换证据，案件拟定于7月7日线上谈话并开庭。

十、外部支持

中国华融将继续为公司流动性及经营、投资和筹资活动提供全面支持，并且将积极处置风险资产。未来公司股权面临被转让，拟新进的控股股东综合实力很强，若变更完成，则有利于公司稳定发展。

根据公司2020年报披露：（1）中国华融同意，将会且有能力在公司审计报告出具日（2021年8月30日）起12个月内或公司不再为中国华融之并表附属机构之日（以先到之日为准）为公司的经营、投资和筹资活动提供全面支持。若未来根据安排转让所持公司控股股权，将受让方为公司的经营、投资和筹资活动提供不低于中国华融所提供的财务支持作为股权转让先决条件。（2）中国华融将会对其集团内的流动性风险进行统一管理，根据公司的业务状况向公司提供流动性支持，确保公司具有充足的流动性以维持持续经营。（3）公司及中国华融正在采取积极的措施化解和处置风险资产，加快金融投资底层资产回现，并确保公司资本尽快获得补充。随着公司风险资产的出清，公司资本充足性大幅回升，对公司流动性支持力度很大。

公司控股股东变更为国新资本的申请已经中国证监会核准，国新资本是中国国新控股有限责任公司的全资子公司，是由国务院国有资产监督管理委员会的下属央企金融服务平台，综合实力很强。

十一、债券偿还能力分析

截至2021年末，公司相关财务数据对全部债务的保障效果一般；但考虑到2021年自身资产质量和资本实力得到有效改善和提升，业务具备较强行业竞争力及股东的支持力度较大等因素，公司对本次跟踪债券的偿还能力极强。

1. 债券情况

截至2022年6月9日，公司全部存续债券余额合计为108.50亿元，其中次级债券58.50亿元，公司存续债券于2022年和2023年全部到期。

2. 债券偿还能力分析

截至2021年末，公司全部债务为195.25亿元，一年内到期债务规模94.72亿元，所有者权益和经营活动现金流入额对公司全部债务覆盖程度较好，但营业收入对债务的覆盖程度较弱。

表 23 公司债券偿还能力指标

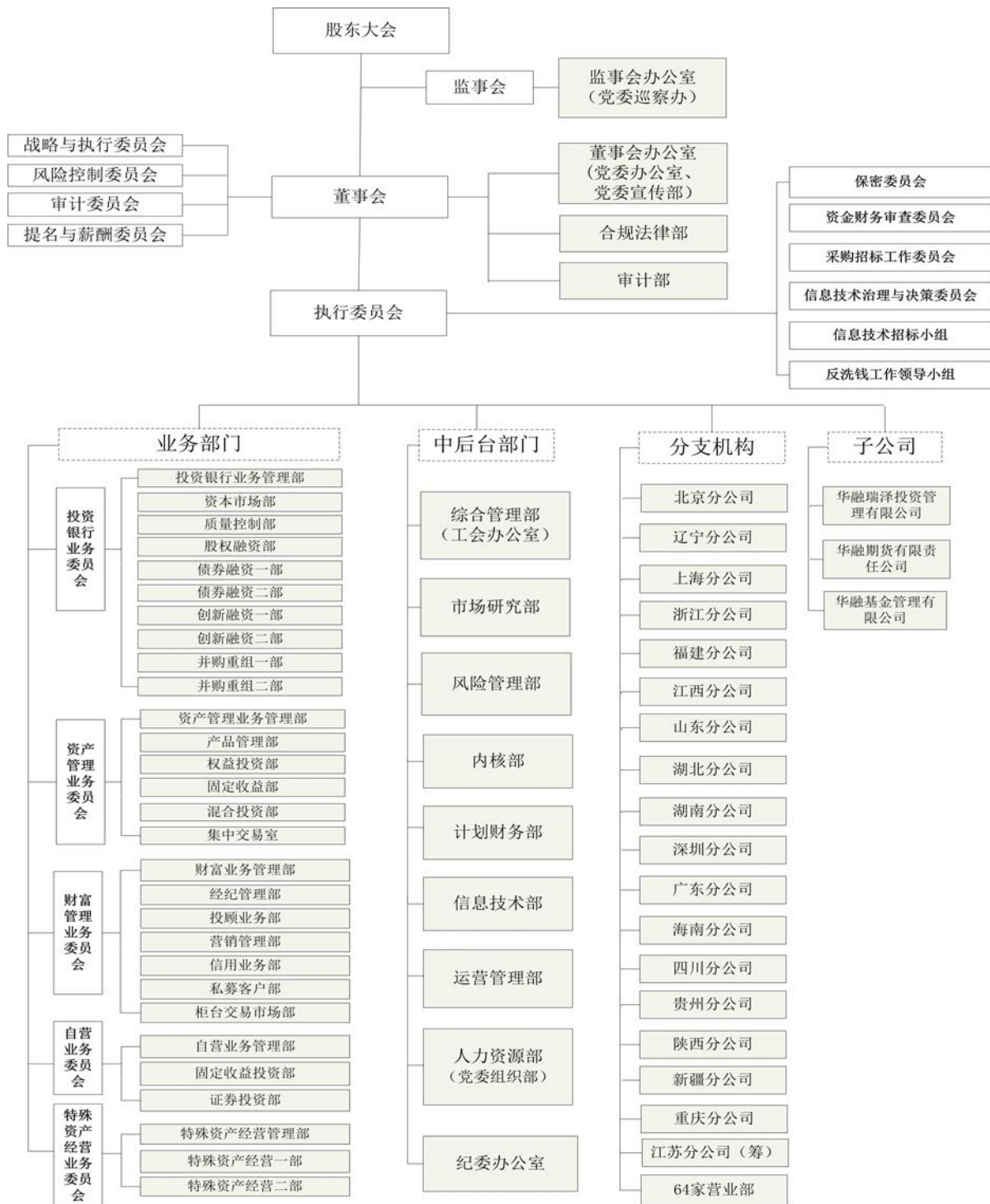
项目	2021 年
全部债务（亿元）	195.25
所有者权益/全部债务（倍）	0.52
营业收入/全部债务（倍）	0.04
经营活动现金流入额/全部债务（倍）	0.72

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20华融G1”的信用等级为AAA，评级展望调整为稳定，并移出负面评级观察名单。

附件 1 截至 2022 年 3 月末华融证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 华融证券股份有限公司主要财务数据及指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
自有资产（亿元）	385.31	370.95	320.90
自有负债（亿元）	264.49	331.99	219.87
所有者权益（亿元）	120.82	38.96	101.03
优质流动性资产/总资产（%）	25.31	31.05	32.99
自有资产负债率（%）	68.64	89.50	68.52
营业收入（亿元）	32.64	11.86	8.27
利润总额（亿元）	0.36	-81.54	1.25
营业利润率（%）	1.12	-687.30	22.55
营业费用率（%）	35.69	91.06	133.15
薪酬收入比（%）	20.62	52.37	78.42
自有资产收益率（%）	0.08	-21.78	0.52
净资产收益率（%）	0.39	-103.09	2.59
盈利稳定性（%）	369.00	118.53	145.71
净资本（亿元）	144.00	35.47	108.09
风险覆盖率（%）	196.17	44.36	173.50
资本杠杆率（%）	27.63	5.48	25.46
流动性覆盖率（%）	2700.85	2950.78	1513.62
净稳定资金率（%）	148.81	141.89	229.86
信用业务杠杆率（%）	111.45	288.90	57.74
短期债务（亿元）	176.32	169.46	94.72
长期债务（亿元）	76.36	109.82	100.53
全部债务（亿元）	252.68	279.28	195.25

资料来源：公司定期报表，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%
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值的绝对值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动性资产/总资产	优质流动性资产/总资产×100%; 优质流动性资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
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+交易性金融负债+其他负债科目中的短期有息债务
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他负债科目中的长期有息债务
全部债务	短期债务+长期债务

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

联合资信评级展望含义如下：

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持