

信用等级公告

联合[2018]715 号

华西证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对华西证券股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

华西证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

华西证券股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十月八日

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>

华西证券股份有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：10 亿元

债券期限：4 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：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

评级时间：2018 年 10 月 8 日

主要财务数据：

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	554.35	480.92	505.17	579.96
自有资产（亿元）	297.88	305.97	374.30	439.75
可快速变现资产（亿元）	244.92	251.52	343.10	--
所有者权益（亿元）	105.53	119.91	128.20	179.52
自有负债（亿元）	192.35	186.06	246.10	260.23
自有资产负债率（%）	64.57	60.81	65.75	59.18
营业收入（亿元）	60.11	27.11	26.70	6.80
净利润（亿元）	26.83	16.48	10.20	2.87
营业利润率（%）	53.54	71.27	49.34	54.51
平均净资产收益率（%）	28.63	14.62	8.22	1.87
净资本（亿元）	119.45	112.19	115.72	167.61
风险覆盖率（%）	548.93	420.59	332.61	459.63
资本杠杆率（%）	26.88	31.36	27.05	34.55
短期债务（亿元）	36.51	44.21	185.44	201.96
全部债务（亿元）	167.51	167.17	231.39	247.92
EBITDA（亿元）	48.36	29.63	23.30	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.26	3.11	2.45	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.29	0.18	0.10	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.84	2.96	2.33	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中涉及净资产、净资产指标均为母公司口径；3、证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，2016 年末数据使用新规则，并对 2015 年末数据做了追溯调整；4、2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对华西证券股份有限公司（以下简称“公司”或“华西证券”）的评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司，股东背景强大，资本实力较为雄厚，具有齐全的证券业务牌照及多元化的运营模式，具备较强综合竞争力。公司多年来以四川省为发展重点，形成了较强的区域竞争优势，并逐步形成了立足四川辐射全国的业务布局；公司近三年在证监会分类评级中均被评为 A 类，内部管理能力较强。另外，公司于 2018 年 2 月在深圳交易所首发上市，募集资金净额为 48.62 亿元，资本实力显著提升。

联合评级同时也关注到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响；同时，公司债务构成以短期债务为主，需对其集中兑付情况保持关注。

未来随着资本市场的持续发展以及公司上市之后所带来资本实力、品牌的提升，公司业务规模有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 公司是全国性综合类证券公司，资本实力较强，公司多年来以四川省为发展重点，截至 2017 年末公司在川渝地区共设有 57 家营业部，形成了较强的区域竞争优势，并逐步形成了立足四川辐射全国的业务布局。

2. 公司近三年证监会分类评级中均被评为 A 类，内部管理能力较强。

3. 公司于 2018 年 2 月在深圳交易所首发上

市，募集资金净额为48.62亿元，进一步增加了公司资本规模。

关注

1. 经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司业务发展和收益水平带来系统性风险。

2. 公司业务主要以经纪业务为主，单一业务收入占比较大，易受市场波动影响，收入结构有待优化。

3. 目前，公司债务以短期债务为主，需对其集中兑付情况保持关注。

分析师

张 玮

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangy@unitedratings.com.cn

贾一晗

电 话：010-85172818

邮 箱：jiayh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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

华西证券股份有限公司（以下简称“公司”或“华西证券”）前身为华西证券有限责任公司，成立于 2000 年 6 月，是在原四川省证券股份有限公司与四川证券交易中心合并重组的基础上设立而成。历经数次增资扩股，2014 年 7 月，经四川省工商行政管理局核准，华西证券有限责任公司由“有限责任公司”整体变更为“股份有限公司”，本次整体变更后，原“华西证券有限责任公司”的资产、负债、股东权益全部由“华西证券股份有限公司”承继，以截至 2013 年 12 月底经审计的母公司净资产折股，注册资本由 14.13 亿元变更为 21.00 亿元。

2018 年 2 月，公司在深圳证券交易所主板实现上市，股票简称“华西证券”，股票代码“002926”，本次发行募集资金净额为 48.62 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 26.25 亿元，股权结构如下表所示。公司实际控制人为泸州市国资委。

表1 截至2018年3月末公司前五大股东及持股情况（单位：%）

股东	持股比例
泸州老窖集团有限责任公司	18.13
华能资本服务有限公司	11.34
泸州老窖股份有限公司	10.39
都江堰蜀电投资有限责任公司	6.94
四川剑南春（集团）有限责任公司	6.79
合计	53.59

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；证券投资基金代销；融资融券；代销金融产品；为期货公司提供中间介绍业务；中国证监会批准的其他业务。

截至 2017 年末，公司在全国设有 81 家营业部，其中四川省及重庆地区内 57 家，其余分布在北京、上海、武汉、广州、杭州、大连等地；拥有 9 家分公司；3 家全资子公司：华西期货有限责任公司（以下简称“华西期货”）、华西金智投资有限责任公司（以下简称“华西金智”）、华西银峰投资有限责任公司（以下简称“华西银峰”）；公司员工总数 3,170 人。

截至 2017 年末，公司资产总额 505.17 亿元，其中客户资金存款 95.25 亿元、客户备付金 35.07 亿元；负债合计 376.97 亿元，其中代理买卖证券款 130.87 亿元；所有者权益合计 128.20 亿元，母公司口径净资产 115.72 亿元；2017 年，公司实现营业收入 26.70 亿元，净利润 10.20 亿元；经营活动现金流净额 1.45 亿元，期末现金及等价物余额 150.19 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 579.96 亿元，其中客户资金存款 114.89 亿元、客户备付金 24.59 亿元；负债合计 400.44 亿元，其中代理买卖证券款 140.21 亿元；所有者权益合计 179.52 亿元，母公司口径净资产 167.61 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.80 亿元，净利润 2.87 亿元；经营活动现金流净额-18.63 亿元，期末现金及现金等价物余额 174.06 亿元。

公司注册地址：四川省成都市高新区天府二街 198 号；法定代表人：杨炯洋。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“华西证券股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，本期债券发行规模为 10 亿元，期限为 4 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采取公开发行方式；债券票面金额 100 元/张，按面值平价发行。本期债券采用固定利率形式，票面利率通过簿记建档方式确定，在其存续期的前 2 年内固定不变。如发行人行使调整票面利率选择权，则未被回售部分在其存续期后 2 年票面利率为前 2 年票面利率加调整基点，在其存续期后 2 年固定不变。如发行人未行使调整票面利率选择权，则未被回售部分在其存续期后 2 年票面利率仍维持原有票面利率不变。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。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于补充公司营运资金。

三、行业分析

1. 证券行业概况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。我国证券市场经过逾 20 年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。

（1）证券市场发展概况

证券市场规模不断扩大，市场交易活跃度有所下降

股票市场方面，根据交易所公布的数据，截至 2017 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,485 家，股票市场总市值为 63.18 万亿元，较 2016 年底增加 13.33%，平均市盈率为 19.51 倍，较 2016 年减少 1.90 个倍数；2017 年全部 A 股成交额为 111.76 万亿元，日均成交额为 0.46 万亿元，同比减少均为 11.66%。截至 2017 年底，市场融资融券余额为 1.03 万亿元，较 2016 年底增长 9.57%，其中融资余额占比为 99.56%，融券余额占比为 0.44%。股票一级市场发行方面，2017 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.54 万亿元，同比减少 24.42%，共完成 IPO 为 438 家、增发 540 家、配股 7 家、优先股 1 家。

截至 2018 年 6 月底，上交所和深交所上市的公司合计 3,547 家，股票市场总市值为 50.42 万亿元，较 2017 年底减少 11.09%，平均市盈率为 19.60 倍，较 2017 年底减少 7.59 个倍数；2018 年上半年全部 A 股成交额为 52.43 万亿元，日均成交额为 0.29 万亿元，较 2017 年同期基本维持不变。截至 2018 年 6 月底，市场融资融券余额为 0.92 万亿元，其中融资余额占比为 99.30%，融券余额占比为 0.70%。股票一级市场发行方面，2018 年上半年，上交所和深交所共实际募集资金 0.64 万亿元，同比增长 6.23%，共完成 IPO 为 62 家、增发 152 家、配股 9 家。

债券市场方面，根据 Wind 资讯统计数据，截至 2017 年底，债券余额为 74.69 万亿元，较 2016 年底增加 16.25%。债券发行方面，2017 年境内共发行各类债券 3.73 万只，发行额达 40.80 万亿元。2017 年境内债券交易总金额为 1,052.59 万亿元，其中，现券交易成交金额为 99.26 万亿元，回购交易成交金额为 874.39 万亿元，同业拆借 78.93 万亿元。

截至 2018 年 6 月底，债券余额为 78.78 万亿元，较 2017 年底增加 5.48%。债券发行方面，

2018 年上半年境内共发行各类债券 1.78 万只，发行额达 20.56 万亿元。2018 年上半年境内债券交易总金额为 561.73 万亿元，其中，现券交易成交金额为 56.65 万亿元，回购交易成交金额为 444.50 万亿元，同业拆借 60.57 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2017 年全国期货市场累计成交额为 187.90 万亿元，同比下降 3.95%；其中，中国金融期货交易所的交易金额为 24.59 万亿元，同比增长 34.98%，占全国市场份额 13.09%。2018 年上半年全国期货市场累计成交额为 96.10 万亿元，同比增长 11.86%；其中，中国金融期货交易所的交易金额为 11.54 万亿元，占全国市场份额 12.01%，同比减少 8.42%。

多层次资本市场已初步建立并不断完善

中小板和创业板分别于 2004 年和 2009 年设立；新三板自 2012 年开始启动扩容并于 2013 年扩大至全国。截至 2017 年底，挂牌企业数量达 11,630 家，较 2016 年底增加 14.43%；区域性股权交易市场建设也在持续推进中。《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》（以下简称“建议”）也对构建多层次资本市场提出了新的要求，《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。未来对构建多层次资本市场可以预期的方向包括区域股权市场和新三板市场合作对接机制的设立、新三板分层制度的完善、转板制度的出台、上交所战略新兴板的建立、区域股权市场创新（如科创板的完善）等。

金融创新产品和服务不断推出

在证券市场持续发展和监管政策推动下，金融创新产品和服务不断推出。在债券市场方面，推出了如非公开发行公司债、中小企业可交换债、绿色债券、永续期债和熊猫债等品种，丰富了债券种类，提升了审批效率；在股票市场方面，优先股、融资融券、约定购回式证券交易、股权激励行权融资、股票质押式回购、RQFII 等相继推出，进一步丰富了投资工具；在衍生品市场方面，近年来推出了股指期货、国债期货、上证 50ETF 期权和原油期货等投资品种，为投资者提供了更加多元化的风险对冲工具。

（2）证券公司发展概况

近年来，随着资本市场建设力度的加大以及证券市场规模逐步扩大，证券公司的数量呈稳步增长态势。2013~2017 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模迅速增长，于 2015 年后趋于平稳，盈利能力呈现倒 U 型走势，2013~2015 年盈利水平快速提升，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年降幅收窄。一方面，证券市场资本中介业务规模的扩张和监管政策的推动使证券公司资本规模不断得到补充，这也在一定程度上提升了证券公司的抗风险能力；另一方面，创新类业务的发展进一步丰富了证券公司的收入来源。随着证券公司对创新类业务的重视和推进，以及自身资本规模增长带动业务杠杆效应的显现，证券公司的盈利能力得到提升，逐步形成了传统业务和创新业务相互促进的稳定格局。但从目前收入结构来看，仍以传统的经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 2 证券行业概况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
证券公司家数(家)	115	120	125	129	131
盈利家数(家)	104	119	124	124	120
盈利家数占比(%)	90.43	99.17	99.20	96.12	91.60

营业收入(亿元)	1,592.41	2,602.84	5,751.55	3,279.94	3,113.28
净利润(亿元)	440.21	965.54	2,447.63	1,234.45	1,129.95
总资产(万亿元)	2.08	4.09	6.42	5.79	6.14
净资产(万亿元)	0.75	0.92	1.45	1.64	1.85
净资本(万亿元)	0.52	0.68	1.25	1.47	1.58

数据来源：中国证券业协会

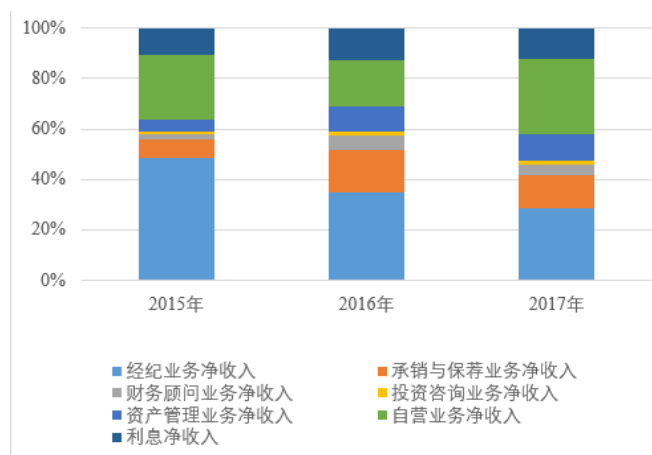
2017 年以来，证券行业在监管趋严和市场震荡性行情环境下，业绩分化有所加深。2017 年，市场环境较 2016 年有所改善，证券市场呈现结构性行情，绩优股涨幅较大，中小盘股连续下跌，指数处于震荡并小幅上升趋势。从业务表现看，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，业务结构同质化较为严重，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力；在市场活跃度提升和 IPO 发行常态化的驱动下，证券公司全年业绩降幅收窄。2017 年，证券公司经纪业务和投行收入占比有一定下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升。另一方面，行业监管思路明确为依法监管、从严监管、全面监管，在投行业务、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，利好证券行业整体信用能力提升。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。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%，经营业绩有所下滑。

2018 年上半年，受国内外经济环境变化的影响，证券市场悲观情绪弥漫，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩。同时，2018 年以来，证券行业延续严监管趋势，截至 2018 年 6 月底，证监会及其派出机构已对 27 家券商开出 34 份行政处罚书和自律监管文件，其中 17 张罚单涉及内控不当，17 张涉及投行业务，内控不当涉及方方面面的问题，其中不少罚单暴露出一线营业部合规意识的薄弱。截至 2018 年 6 月底，131 家证券公司总资产为 6.38 万亿元，较年初小幅增加 3.91%；净资产为 1.86 万亿元，净资本为 1.56 万亿元，较年初基本维持不变，资本实力较为稳定。2018 年 1~6 月，131 家证券公司中，106 家实现盈利，上半年实现营业收入 1,265.72 亿元，实现净利润 328.61 亿元，分别同比减少 11.92% 和 40.53%，盈利能力下降明显。

2. 业务分析

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。证券经纪业务是我国证券公司最主要的业务组成部分，是收入的主要来源，证券经纪业务收入占比虽不断下降，但收入占比仍保持在 28% 以上。近年来，证券公司各项业务板块持续发展，但受市场行情影响较大。2015 年，受益于证券整体成交量的持续增加，行业经纪业务、自营业务均实现大幅增长，2016 年，整体行情较为低迷，经纪业务和自营业务收入下滑较大，但受益于债券市场的繁荣，承销与保荐业务收入增长较快。2017 年以来，经纪业务和投行收入占比有一定下降，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，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。

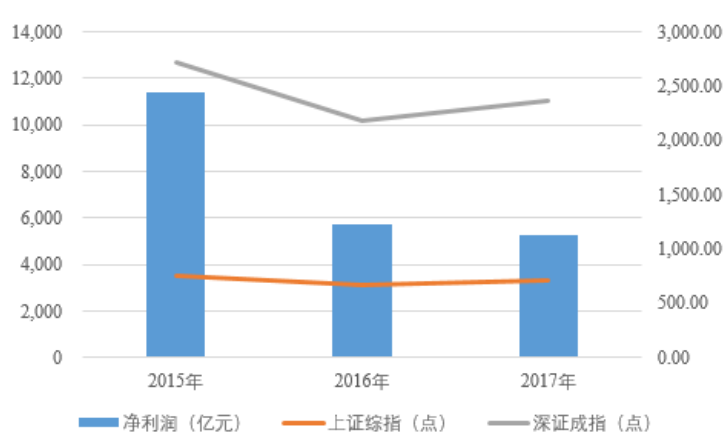
图 1 我国证券行业业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站

由于证券公司的收益水平与证券市场交易量及市场指数正相关，2016 年我国证券行业净利润随着市场指数回落而大幅下降；2017 年，市场指数小幅上升，但中小创跌幅较大，证券公司净利润水平仍小幅下降。

图 2 证券行业净利润情况图



资料来源：中国证券业协会网站

（1）经纪业务

由于市场竞争加剧、互联网金融的兴起，经纪业务市场平均佣金率不断下滑。金融危机后，股票市场交易量持续萎缩，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降，也导致了证券公司盈利水平的大幅下滑。直到 2012 年 11 月，证监会发布《证券公司代销金融资产管理规定》，意味着证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”，经纪业务迎来新的发展机遇。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，证券公司的经纪业务即将进入转型期，轻型营业部应运而生。2014 年下半年以来，国内股票市场经历较长时间的熊市迎来牛市行情，市场交易量明显上涨，证券公司的经纪业务面临新的业务发展机遇和调整。同时，随着融资融券业务的发展以及现金管理型产品的推出，都为经纪业务带来新的增长动力。

近年来随着经纪业务竞争的加剧，经纪业务也从传统的股票交易业务，增加了财富管理的理

念，开展多金融产品交叉营销，券商逐渐完成了传统经纪业务的转型。但经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性风险。2015年6月中旬股市开始持续下跌，两市市值大幅下降、成交量下滑；成交量的下降也影响了经纪业务收入。2016年，股票市场行情景气度不高，证券公司实现代理买卖证券业务净收入1,052.95亿元，仅为2015年收入的39.13%。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年上半年，股票市场投资风格转变，市场风口由权重股转向创业板科技类公司，但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年上半年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入363.76亿元，同比减少6.38%。

（2）投资银行业务

目前证券公司的投资银行业务仍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。

2017年，131家证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入384.24亿元，同比下降26.11%，占全行业营业收入的13.32%，较2016年下降了3.81个百分点。一方面，2017年IPO发行常态化，IPO发行规模大幅提升，国内沪深两市累计IPO家数为438家，较2016年增加211家，首发募集资金2,301.09亿元，同比增加53.81%；受再融资新规影响，增发规模有所下降，2017年增发家数为540家，较2016年减少274家，增发募集资金1.27万亿元，较2016年减少24.90%。另一方面，受到去杠杆政策和资金成本上升影响，我国债券市场步入低迷，发行规模增速放缓，2017年国内债券市场合计发行债券（含同业存单）3.73万只，发行额40.79万亿元，较2016年分别增加27.47%和12.18%。2018年上半年，股票融资方面，上交所和深交所共实际募集资金0.64万亿元，同比增长6.23%，共完成IPO为62家、增发152家、配股9家；债券融资方面，2018年上半年国内共发行各类债券1.78万只，发行额达20.56万亿元，同比增长13.91%。2018年上半年，证券公司投行业务合计收到17张罚单，除了传统的并购重组、债券承销业务之外，上半年ABS迎来首单证监局罚单，对投行业务经营带来负面影响。受金融严监管环境下监管处罚较多和证券市场低迷的影响，131家证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入116.86亿元，同比下降30.95%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，表现出该业务集中度较高。2017年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额由2016年的37.07%提升至46.50%，瓜分近半市场；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额由33.60%提升至39.33%；可见，无论股市还是债市，大证券公司市场地位均进一步巩固。

但值得注意的是，在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司资金的流动性。股票承销业务受监管审批政策的影响较大，IPO政策的变化对承销与保荐业务具有较大影响。

（3）自营业务

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012年来，自营业务在各家券商业务中发展较快，2016年以后，随着证券市场波动加剧，自营业务收入不确定性增加。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。自营资产以固定收益投资为主，2014 及 2015 年股票市场大幅上涨，各证券公司加大了股票、基金和其它证券产品的投资比重。2016 年以来，随着股票市场趋冷，权益类资产占比有所下降。2016 年，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）568.47 亿元，同比减少 59.78%。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，131 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）860.98 亿元，同比增长 51.46%。自营业务受市场风险影响较大，收入实现存在一定不确定性。2018 年上半年，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；同时债券市场利率保持平稳，但违约事件时有发生，券商自营业务下滑幅度较大。2018 年上半年，131 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）295.50 亿元，同比减少 19.24%。

（4）资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小，但是各券商未来业务发展的一大重点。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。近年来，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。截至 2017 年末，证券公司资产管理业务规模为 17.26 万亿元，较年初小幅下降 1.82%。2017 年，证券公司实现资产管理业务净收入 310.21 亿元，同比小幅增长 4.64%。2018 年上半年，证券公司实现资产管理业务净收入 138.88 亿元，较上年同期基本持平。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，定向资管产品规模仍是主要部分，但其占比有所下降。

（5）其他业务

2012 年以来，证券公司其他业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的其他业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务、股票质押式回购业务等。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，融资融券相关业务迅速发展，为券商业绩的增长贡献较大。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。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2017 年底，两融余额 1.03 万亿元，较 2016 年末增长 9.26%；根据 WIND 资讯数据，股票质押业务交易规模有所下降，2017 年，股票质押交易参考市值约为 3.67 万亿元，较 2016 年减少 22.56%，其中 2017 年业务发生额中未解押交易参考市值约 3.31 万亿元，较 2016 年同期增加 71.27%；证券公司 2017 年股票质押业务中全部交易参考市值占比提升至 58.67%，已取代银行成为最大质押方。截至 2018 年 6 月底，两融余额 0.92 万亿元，较 2017 年底减少 10.68%；2018 年上半年，股票质押交易参考市值约为 1.41 万亿元，其中 2018 年上半年业务发生额中未解押交易参考市值约 1.31 万亿元。股票质押市值方面，根据中国证券登记结算公司披露的质押股份数量与各自股价乘积后合计计算，截至 2018 年 6 月底，市场质押市值约 5.47 万亿元，较 2018 年初最高点 6.49 万亿元有所下降；截至 2018 年 6 月底，市场质押股数占总股本比约 9.90%，较 2018 年初约 9.60% 水平略有提升。2018 年 1 月，中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，要求分类评价结果为 A 类的证券公司，自有资金参与股票质押回购交易余额不得超过公司净资本的 150%；分类评价结果为 B 类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 100%；分类评价结果为 C 类及以下的证券公司，自有资金融资余

额不得超过公司净资本的 50%，同时要求证券公司对坏账计提减值准备。同期，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》，对融入方资格、初始交易金额、质押集中度以及资金用途都做出了限制，同时增加了融入方担保物范围。上述规定将引导股票质押业务聚焦实体经济，降低融资风险，也对证券公司风险控制能力提出了更高的要求；但在一定程度上影响了证券公司参与股票质押式回购交易规模，尤其是对中小证券公司影响较大。

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。2018 年上半年，国内股市出现较大跌幅，证券公司股票质押业务面临较大市场风险和信用风险，由于业务规模较大，平仓时也将带来流动性风险，将对证券公司盈利造成不利影响，严监管环境下股票质押业务发展将逐渐回归理性。

3. 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、专业化竞争演变。随着以净资本为核心的监管体系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，宏源与申万合并，方正证券收购民族证券，中信证券收购万通证券；2017 年以来，国内证券公司上市的有：中原证券、银河证券、浙商证券、财通证券、华西证券、南京证券、中信建投证券等 7 家证券公司，同时天风证券、中泰证券、湘财证券、华龙证券、德邦证券等多家中小型券商正处于辅导期或已提交了上市申请。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、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向 A 股的雄心。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地区具备较强竞争优势等。

CEPA 协议（内地与香港和澳门关于建立更紧密经贸关系的安排）下合资券商设立进程加速；2018 年 3 月，中国证监会发布《外商投资证券公司管理办法（征求意见稿）》，允许外资控股合资证券公司，将外资持有证券公司的股权比例限制放宽至 51%，同时外商投资证券公司经营业务范围有所扩大。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。

同时，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 2017 年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 1,949.94 亿元，净利润 719.60 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 62.63%和 63.68%；截至 2017 年底，前十大证券公司资产总额为 3.51 万亿元，占全行业总资产的 57.14%，前十大证券公司以上指标占比均超过 50%，行业集中度较高。

表 3 2017 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	1,531.43	6,255.75	432.92	119.77
2	国泰君安	1,336.95	4,316.48	238.04	104.83
3	海通证券	1,296.94	5,347.06	282.22	98.76
4	广发证券	886.26	3,569.05	215.76	90.83

5	华泰证券	885.90	3,814.83	211.09	94.08
6	招商证券	793.34	2,856.44	133.53	58.05
7	中国银河	648.86	2,548.15	113.44	40.19
8	东方证券	535.01	2,318.60	105.32	36.03
9	国信证券	521.43	1,996.38	119.24	45.79
10	光大证券	500.23	2,058.64	98.38	31.27
合计		8,936.35	35,081.38	1,949.94	719.60

数据来源：wind 资讯

证券公司业务收入来源集中和盈利模式单一雷同，导致证券公司间竞争激烈的同时伴有不当竞争现象。如 IB 业务市场资源有限，个别券商在投资者合规方面放水并因此被证监会立案调查；同时，为大力开展业务，多数券商在创新业务的风险控制上都滞后于产品设计。随着监管的日益加强，整个行业发展分化也日益明显，违规者将受到监管层的严肃治理，规范者且竞争力强的公司则会取得相应发展。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、业务规范 and 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，行业集中度将进一步上升。

4. 风险因素

证券业务是与市场呈强周期关系的，具体风险主要体现如下：

（1）市场风险

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。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。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。2015 年以来，股票市场从火热到大幅下跌，走势波动较大，市场风险加剧，对自营业务和信用业务影响较大，但也对证券公司应对市场风险的策略和技术提出了更高要求。

（2）信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。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。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。目前，宏观经济下行，实体经济经营困难，企业信用风险逐渐暴露，在一定程度上增加了债券投资类业务风险；同时，2017 年以来，债券市场违约事件频发，波动较大，证券公司投资类业务和股票质押业务面临信用风险加大。

（3）流动性风险

在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。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。近年来，随着创新业务的发展和深化，证券公司经营和资产负债结构日趋复杂化，流动性风险体现三种新趋势，一是资产流动性下降和负债杠杆率提高；二是表外业务膨胀发展隐含着表外负债的增长，未来以结构性投融资、资产证券化、部分资管产品为载体的表外业务在创新活动中也将迅速增长；三是资本性承诺的潜在冲击，新股发行市场化定价使得投行业务的包销风险不断加大，单个项目包销金额明显上升，低等级债券市场的扩大也将对证券公司以包销模式发展债券销售业务提供操作空间。

（4）操作风险

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人为失误；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。近年来，证券公司在制度和内控上不断加强和完善业务合规性，控制人为失误；2015年以来，中国证监会也在强化以常规方式打击证券期货市场违法违规的同时组织了相关领域的专项执法活动；2016年，证监会行政处罚力度进一步加大，根据2016年分类评价结果，包括7家公司分别因经纪业务、两融业务和新股发行保荐业务涉嫌违法违规被证监会立案调查。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。

（5）法律政策风险

法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。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的波动影响较大，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。近年来，国家对证券市场的政策监管不断调整，证券公司在业务开展上机遇与挑战并存；同时，证券公司创新业务蓬勃发展，须关注创新业务合规性与否所带来的法律政策风险。

从我国实际情况看，证券公司在风险管理方面普遍面临着一些问题和挑战：第一，我国证券公司开展风险管理的时间还不长，由于产品和业务种类并不完善，风险复杂程度与国际同行业相比仍然较低，全面风险管理的理念未在行业内得到普遍重视。第二，随着全面风险管理理念的提出，证券公司面临着将已有的证券交易、结算、财务管理等不同信息系统进行整合的重要任务，基础数据和信息系统框架的整合成为制约证券公司风险管理水平提升的瓶颈。第三，受国内金融市场成熟度的限制，证券公司普遍缺乏风险对冲的工具，市场创设对冲产品的机制不足，市场风险管理工具的应用仍然有限。第四，证券公司对于操作风险基本处于定性管理阶段，缺乏量化管理的工具和手段。第五，由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，证券公司在创新活动中可能面临因管理水平、技术水平、风险控制能力、配套设施和相关制度等方面不能与创新业务相适应而导致的经营风险。

5. 未来动向

(1) 风险管理水平有所提高，监管力度加强

证券公司风险主要包括市场风险、信用风险、流动性风险以及操作风险。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。比较突出的一点是：2015年，国内股市出现了大幅震荡，各家证券公司凭借较好的风险管理能力，未受到市场的过大冲击，各项业务整体运营平稳。

2016年6月，中国证监会发布修订后的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，并于10月1日正式实施。此次修订，一方面在维持总体框架不变基础上，对不适应行业发展需要的具体规则进行调整；另一方面，结合行业发展的新形势，通过改进净资本、风险资本准备计算公式，完善杠杆率、流动性监管等指标，明确逆周期调节机制等，提升风控指标的完备性和有效性，有利于券商进一步提升风险管理能力。

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8月，证监会公布了2018年证券公司分类评价结果。根据结果，除去33家证券公司按规定与其母公司合并评价外，在参选的98家券商中，获评A类的有40家，获评B类的有49家，获评C类的有8家，获评D类的有1家。与2017年相比，上调评级的有24家，维持评级的有47家，下调评级的有24家；其中，A类券商数量较2017年维持不变，行业整体表现较为稳定。但从券商个体来看，呈现出比较明显的分化态势，大型综合券商排名提升明显。而部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2017年11月，央行发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，针对近几年发展迅速的通道业务提出新的规范，将促使证券公司提升主动管理能力。

2018年1月，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》（以下简称“业务办法”），中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》（以下简称“风险管理指引”），从股票质押业务的交易和结算环节进一步规范，使股票质押市场回归理性；通过严控风控指标和强化业务流程管理，引导证券公司加强信用风险和流动性风险管理能力，有效控制系统性风险。

2018年3月，证监会正式发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，督促证券公司强化主体意识、完善自我约束机制，提升投行类业务内部控制水平，防范和化解投行类业务风险。

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》，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年以来，证券行业延续将监管态势；截至2018年6月底，证监会及其派出机构已对27家券商开出34份行政处罚书和自律监管文件，其中17张罚单涉及内控不当，17张涉及投行业务。

在证监会调整风控指标、修订分类监管规定、严处罚等举措下，体现出监管层对证券公司风险管理能力提出了更高要求，对证券公司保持了较强的监管力度，同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

(2) 资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司将不断推动业务转型，并在相关业务面临较好的发展机遇，同时对自身风控能力提出更高要求。

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。“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 7 月，中央政治局会议强调稳中求进工作总基调，提出“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”，将成为下半年考量经济走势的重要标杆。预计 2018 年下半年我国经济将逐步趋稳，出现系统性风险的概率较低，但是股票市场低迷将持续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。同时，2018 年下半年，随着美元加息和贸易战引发的国际形势复杂化，我国经济下行压力较大，资本市场振幅加剧，证券公司业绩也将短期承压。此外，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，引导行业聚焦主业发展；《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》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。

总体看，未来一段时间，随着资本市场改革和行业监管持续推进，证券行业将面临较好发展机会，但国内经济和证券市场的持续低迷和不确定性亦对证券公司业绩造成较大压力，证券公司转型压力较大，同时自身风控能力也需进一步提升。

四、规模与竞争力

公司作为全国性综合类上市证券公司，具有较强的经营实力

公司是全国性综合类上市证券公司之一，业务资质齐全，可为投资者提供综合性的证券金融服务，同时公司还经营期货、直投等业务，形成多元化运营模式。2016 年，公司专项合并口径净资产同业排名第 38 位，处于行业中等偏上水平；截至 2017 年末，公司母公司口径净资产 126.42 亿元，净资本 115.72 亿元。公司于 2018 年 2 月在深圳交易所首发上市，募集资金净额为 48.62 亿元，进一步增加了公司资本规模，2018 年 3 月末母公司口径净资产 167.61 亿元。成为上市公司后，公司融资渠道将进一步丰富，有利于未来业务规模的扩张以及整体竞争力的增强。

近三年公司在证监会分类评级中均被评为 A 类，体现了公司较强内部管理能力。

公司股东背景较强，区域竞争优势明显

公司实际控制人为泸州市国资委，且公司持股比例较大的四川剑南春（集团）有限责任公司和都江堰蜀电投资有限责任公司等均为四川省内知名国有企业，为公司立足于四川省内的发展提供了条件。公司业务网点遍布四川、北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、大连和杭州等地，截至 2017 年末共设有 81 家证券营业部，其中四川省及重庆地区 57 家。公司始终坚持落实“以四川为根据地”的战略，积极打造各项业务在四川区域的优势地位，其中公司营业网点在四川省覆盖率超过 70%，具有明显的渠道网点优势。公司积极开展区域综合开发工作，完善中小企业融资客户开发与服务链条，推进分公司的设立，省内重点拓展中小企业融资客户和地州市政府融资平台。公司经纪业务具有较强的市场竞争力，尤其在四川省当地市场具有明显的竞争优势，近年来公司经纪业务收入在四川省内均排名第一。

总体看，公司作为全国性综合类上市证券公司，具有较强的经营实力，区域竞争优势明显。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》等法律法规要求，建立了“三会一层”的现代企业制度。公司设置股东大会为最高权力机构，依法行使职权，包括决定公司的经营方针和投资计划、修改公司章程等。

公司董事会应由 13 名董事构成，其中独立董事 5 名，截至 2017 年末，公司尚有 2 名董事空缺。董事会下设审计委员会、薪酬与提名委员会以及风险控制委员会，按照相关制度履行职责，为董事会决策提供支持。近年来，公司董事会召开多次会议，审议并通过了财务预算决算、年度经营计划、利润分配方案、增设分支机构等多项议案。

监事会为公司监督机构，公司监事会应由 3 名监事构成，其中职工监事 1 名，目前有 1 名监事空缺，因此原监事王鑫女士继续履职至新监事选举完成并取得监管机构的任职资格批复。公司监事会对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司的财务，监事会还通过列席董事会和经营管理层会议、对分支机构进行现场调研等形式履行监督职能。

公司经营管理层由总经理、副总经理、合规负责人、财务负责人、首席风险官及董事会秘书组成。公司经营管理层成员具有丰富的经营管理经验，这有利于公司经营管理的科学决策和稳健发展。

总体看，公司建立了“三会一层”的公司治理架构，为建立有效的决策机制、提高公司治理水平、形成制衡和监督机制提供了保障，有助于公司持续稳健发展。

2. 内部控制及合规管理

公司按照《公司法》、《证券法》等法律法规及公司章程的规定，建立了分工明确、相互制衡的内部控制体系。公司监事会根据公司《章程》的规定，履行监督职责。监事会通过检查公司财务状况，履行财务监督职责。通过监事列席董事会会议，对董事会决议事项提出质询，对公司重大事项的决策进行监督，定期或不定期听取公司财务运行和合规管理情况汇报。

公司稽核审计部按照《稽核审计工作管理制度》的规定，通过现场稽核和非现场稽核方式，对公司各职能部门、业务条线执行国家有关法律法规及公司规章制度的情况进行独立的监督检查，向董事会和监事会报告工作。

公司合规负责人对公司及其工作人员的经营管理和执业行为的合规性进行审查、监督和检查。合规法务部负责协助合规负责人推行合规管理，具体组织识别、评估、监测和报告合规风险，进行合规审核、合规检查、合规调查、合规培训和合规咨询。各部门、分支机构的合规管理岗位对所在业务条线、所在部门管理的业务或事务范围内的合规风险进行识别、评估、检查、监控和报告。

公司首席风险官负责组织风险管理部推动公司全面风险管理体系建设，识别、监测、评估和报告公司整体风险水平，并为业务决策提供风险管理建议，协助指导和检查各部门、分支机构的风险管理工作。风险管理部对自营投资、资产管理、融资融券、约定购回式证券交易、股票质押式回购等业务进行风险监控，参与投行业务定价及压力测试工作，牵头并配合业务部门识别、评估、监测、报告、控制和处置业务经营中的各类风险；拟定公司风险偏好和容忍度方案、流动性风险管理方案、风险限额管理方案等；通过风险信息管理系统动态对公司关键风险指标进行监控，判断和预测各类风险指标的变化，及时预警超越各类、各级风险限额的情况。

公司通过相关制度明确各部门、岗位的目标、职责和权限，建立相关部门之间、岗位之间的

制衡和监督机制。公司对分支机构采取交易集中、清算集中等集中管理模式，对分支机构财务负责人、分支机构信息技术负责人实行垂直管理，以增强对分支机构的管控力度。同时，公司对控股子公司关联交易、对外担保、重大投资、信息披露等活动制定了相应的控制政策和操作流程。

近三年公司在证监会分类监管评级中均被评为 A 类，公司总体内部管理水平较高。公司于 2018 年 2 月实现 A 股上市，未来管理遵循《上市公司治理准则》，将进一步推动公司建立和完善现代企业制度，规范公司运作。

总体看，公司不断完善内部控制体系，规范内部控制制度，加强对各部门、分支机构以及控股子公司的管控，内控管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司所经营的业务板块包括经纪业务、自营业务、投资银行业务、资产管理业务和信用交易业务等，其中经纪及财富管理业务对收入贡献度最高，同时，信用交易业务和投资银行业务发展态势较好，对收入贡献度逐渐提高。

近年来，证券市场波动较大，公司营业收入持续下降，2015~2017 年分别实现营业收入 60.11 亿元、27.11 亿元和 26.70 亿元，年均复合下降 33.36%；实现净利润分别为 22.75 亿元、16.48 亿元和 10.20 亿元，年均复合下降 33.05%。

从收入结构来看，受证券市场交易量及佣金率下滑的影响，经纪及财富管理业务收入逐年下滑，占比亦呈逐年下降的态势，近三年分别占比 81.08%、70.84%和 51.50%，仍是收入的主要收入来源；信用业务方面，2016 年两融业务规模下降较快，2017 年以来股票质押业务发展迅速，综合以上影响，信用业务收入呈波动增长趋势，占比逐年增加，三年分别为 7.95%、10.60%和 15.56%，对收入的贡献度逐年增长；公司投资银行业务稳步发展，收入及占比均逐年增长，分别为 3.26%、10.81%和 12.58%；资产管理业务虽近两年发展较为迅速，但规模仍然较小，对收入贡献度不高，2017 年占比 5.96%；投资业务收入逐年增长，占比亦呈增长趋势，三年分别为 5.67%、13.69%和 15.55%，公司其他业务对收入的贡献度较低。

表 4 近年来公司营业收入结构（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪及财富管理业务收入	48.74	81.08	19.20	70.84	13.75	51.50
信用业务收入	4.78	7.95	2.87	10.60	4.15	15.56
投资银行业务收入	1.96	3.26	2.93	10.81	3.36	12.58
资产管理业务收入	0.38	0.63	0.71	2.62	1.59	5.96
投资业务收入	3.41	5.67	3.71	13.69	4.15	15.55
其他业务收入	0.84	1.40	-1.94	-7.15	0.17	0.62
分部间抵消（以“-”列示）	--	--	-0.38	-1.41	-0.47	-1.77
营业收入合计	60.11	100.00	27.10	100.00	26.70	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.80 亿元，同比下降 2.76%，主要来自于手续费及佣金收入的下降，同期取得了较好的投资收益，同比增长 21.88%至 2.38 亿元；同期，公司实现净利润 6.80 亿元，同比小幅下降 17.69%。

总体看，公司收入主要来自经纪及财富管理业务，信用业务和投资银行业务保持良好的发展态势，对收入贡献大幅提高。同时，联合评级也关注到公司的收入结构受市场行情波动的影响较大，未来收入增长具有一定不确定性。

2. 业务运营

(1) 经纪业务

公司经纪业务主要由经理层下设的零售财富服务管理委员会负责开展，其下设证券金融部、综合管理部、运行管理部、市场营销部、网络金融部、信息技术部、结算管理部和财富管理部 8 个部门。公司经纪业务经营范围主要包括代理客户买卖有价证券、代理还本付息、分红派息、代理登记开户；证券投资基金代销、金融产品代销业务；为期货公司提供中间介绍业务；融资融券、约定购回等信用类业务；为高净值客户提供资本中介服务与咨询服务。经纪业务是公司最主要的收入来源。

近年来，公司持续优化完善预算管理体系，简化审批流程，提升管理效率；优化客户分级分类服务体系，提升投资顾问业绩；主动调整组织架构，匹配业务转型发展需求；优化运行机制，提升业务支持能力，不断推动经纪业务向“产品+服务”模式转型。由于行业竞争的加剧，加之异地券商轻型营业部快速进入四川省内以及网上开户等不断加快的佣金市场化进程，市场佣金率总体呈现下滑趋势。近年来，公司在努力开拓传统股票型客户的同时，通过提升投资咨询服务水平、加快推进投顾团队建设、加大金融产品的研发、引进和销售力度，着力提升整体服务水平，使传统经纪业务继续保持良好的发展态势。

公司经纪业务在四川省内具有较强的市场竞争力。截至 2017 年末，公司共设 81 家营业部，其中四川省及重庆地区内有 57 家营业部，其余网点遍及北京、上海、深圳、大连、广州、杭州、天津、重庆、武汉等国内主要城市；公司营业网点在四川地州市州覆盖率超过 70%，具有明显的渠道网点优势和较强的区域竞争力。

近年来随着证券市场波动，整体交易量下滑，且佣金率持续下降，公司经纪业务收入规模持续下降，2015~2017 年公司经纪业务手续费净收入分别为 44.17 亿元、15.47 亿元和 10.74 亿元，复合变动率为-50.69%。

经纪业务手续费净收入以代理买卖证券为主。2015~2017 年公司代理买卖证券净收入分别为 42.01 亿元、14.30 亿元和 9.97 亿元，排名行业第 16 位、17 位和 18 位；从代理买卖证券类型来看，由以股票交易为主逐渐变为债券现货为主，债券交易占比逐年增加，主要系近年来债券市场创新产品迭出、全市场债券发行量增加所致；代理买卖股票方面，受证券市场交易量下滑的影响，代理买卖股票交易金额逐年下滑，年均复合下降 39.47%，市场份额逐年下降，分别为 0.96%、0.92% 和 0.79%。另外，公司佣金率逐年下滑，但仍高于行业平均水平，未来仍有一定的下行空间。

表 5 近年来公司代理买卖证券业务情况表（单位：亿元，%）

类型	2015 年		2016 年		2017 年	
	交易金额	市场份额	交易金额	市场份额	交易金额	市场份额
股票	48,740.42	0.96	23,314.29	0.92	17,855.38	0.79
证券投资基金	1,816.32	0.60	1,081.61	0.49	549.92	0.28
债券现货	9,953.57	0.39	11,382.66	0.26	27,770.67	0.53

资料来源：公司提供

代销金融产品业务方面，2015~2017 年，公司向客户销售的金融产品销售额分别为 173.72 亿

元、146.95 亿元和 52.67 亿元，复合变动率为-48.17%；实现金融产品销售收入（包括代理销售金融产品收入、交易单元席位租赁收入、代销金融产品咨询服务收入、代销公司资产管理计划收入等）分别为 2.79 亿元、0.89 亿元和 0.09 亿元。

2018 年 1~3 月，公司实现经纪业务手续费净收入 2.39 亿元，同比下降 10.75%。

总体看，随着证券市场波动，公司经纪业务经营业绩有所下降，但仍在在四川省当地市场具有明显的竞争优势。经纪业务受市场影响较大，公司经纪业务在营业收入中的占比较大，收入稳定性需关注。

（2）投资银行业务

公司投资银行业务主要由投资银行总部、固定收益总部及场外市场部负责开展。投资银行总部主要负责股票的承销与保荐业务、财务顾问业务。其中，股票承销与保荐业务主要包括首次公开发行股票、配股、公募增发、非公开发行等。财务顾问业务主要类型包括改制、收购兼并、重大资产重组、股权转让财务顾问等。固定收益总部主要负责企业债券等固定收益证券的承销。场外市场部主要负责代办股份转让业务。

近年来，公司不断加强投资银行业务团队建设，建立市场化的考核激励机制，投资银行业务发展较快。公司持续重视投资银行业务人员队伍培养，截至 2017 年末，公司有保荐代表人 29 名，准保荐代表人 35 名。

近年来，公司投资银行业务手续费净收入保持快速增长，2015~2017 年，公司投资银行业务手续费净收入分别为 1.96 亿元、2.93 亿元和 3.36 亿元，年均复合增长率为 30.92%。投资银行业务净收入中，以承销和保荐业务收入为主。

承销和保荐业务方面，2015~2017 年公司分别实现承销和保荐净收入 1.60 亿元、2.23 亿元和 2.61 亿元；2015~2017 年公司主承销 IPO 分别有 1 个、3 个和 3 个；公司再融资家数分别为 7 家、5 家和 4 家；主承销债券分别为 2 单、7 单和 8 单。财务顾问业务方面，公司以发现价值、创造价值为目的，为客户提供法律、财务、政策咨询等方面的顾问服务，以及金融工具、交易结构、交易流程等产品设计服务。2015~2017 年，公司分别实现财务顾问收入 0.36 亿元、0.72 亿元和 0.76 亿元。

表6 近年来公司承销保荐业务情况（个，亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
主承销 IPO 家数	1	3	3
主承销再融资家数	7	5	4
主承销债券笔数	2	7	8
承销和保荐净收入	1.60	2.23	2.61

资料来源：公司提供

场外市场业务方面，公司于 2012 年 9 月成立场外市场部，业务团队分布在北京、成都两个区域，经营新三板市场业务。2015~2017 年，公司分别成功推荐 15 单、26 单和 12 单挂牌项目；截至 2017 年底，公司对 58 家挂牌企业履行持续督导职责，承担做市业务的挂牌企业 6 家，新三板业务共创收 793.75 万元。

截至 2017 年末，公司在会审核的 IPO、再融资、并购重组项目 6 单，储备的 IPO、再融资、并购重组项目 30 余单，立项的债券发行项目 33 个，新三板项目 27 个。

2018 年 1~3 月，公司实现投资银行业务手续费净收入 0.26 亿元，同比大幅下降 72.29%。

总体看，公司投资银行业务发展较快，已初具规模，但整体竞争力一般。联合评级同时注意到投资银行业务易收到市场波动和政策的影响，未来收入增长具有一定不确定性。

(3) 自营业务

公司自营业务以固定收益类证券和权益类证券投资为主。公司自营业务建立了完善的投资决策体系，主要包括三个层次的投资决策机构：董事会-投资管理委员会-深圳分公司。董事会是公司自营投资业务的最高决策机构，投资管理委员会是公司自营投资业务经营管理的决策与风险管控机构，深圳分公司是公司自营投资业务的执行机构，在投资管理委员会做出的决策范围内根据授权负责具体投资项目的决策和执行工作。公司建立了以投资管理委员会、风险管理部门、投资部门为中心的多层次投资交易风险管理体系，确保公司投资交易业务中资金和账户的安全和投资活动的有序运行。风险管理部门设立自营投资监控管理岗，具体负责对公司自营业务实施事前、事中监控，控制措施覆盖与自营业务有关的所有部门和岗位，并渗透到决策、执行、监督、反馈等各个环节，以防范规模失控、决策失误、超越授权、内幕交易等风险。公司通过合理的预警机制、严密的账户管理、严格的资金审批调度、规范的交易操作及完善的交易记录保存制度等，控制自营业务运作风险。风险管理部门投资监控管理岗通过独立的实时监控系統负责对证券持仓、盈亏状况、风险状况和交易活动进行有效监控并定期对自营业务进行压力测试，确保自营业务各项风险指标符合监管指标的要求并控制在公司承受范围内。

受 2015 年下半年以来股市剧烈震荡及证券市场整体低迷的影响，2016 年公司自营投资收益同比下降 51.35%至 1.80 亿元，2017 年以来，股票市场持续震荡有所回升，基金投资同比收益增长，自营投资收益同比增加 40.00%至 2.52 亿元。

2015~2017 年，公司自营业务投资规模逐年上升，三年分别为 25.45 亿元、37.55 亿元和 61.39 亿元；从投资结构上来看，公司自营业务投资以固定收益类投资为主，尤其是 2016 年以来股市震荡，公司偏好投资固定收益类产品，债券投资占比由 2015 年末的 75.34%增加至 88.21%；2017 年以来公司增加了基金投资规模，债券占比降至 59.16%，投资债券尚无违约现象，基金投资规模增至 33.97%，主要为货币基金和分级基金 A，考虑到分级基金 A 流动性较差，未来拟降低此类投资规模。受股票市场震荡的影响，公司自营投资业务中股票投资规模总体呈下降趋势，近三年占比分别为 15.81%、5.66%和 6.86%。

表 7 近年来公司自营证券投资结构情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	规模	占比	收益	规模	占比	收益	规模	占比	收益
股票	4.02	15.81	0.47	2.12	5.66	-0.28	4.21	6.86	1.01
债券类	19.18	75.34	3.13	33.12	88.21	1.97	36.32	59.16	0.60
基金	2.25	8.85	0.10	2.30	6.14	0.12	20.86	33.97	0.92
合计	25.45	100.00	3.70	37.55	100.00	1.80	61.39	100.00	2.52

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：1、上表规模=期内自营及其他证券交易活动占用资金累计日积数/期内天数。

2、收益=投资活动相关收入(包括但不限于投资收益、利息收入及其他综合收益)-投资活动相关成本(包括但不限于融资成本及利息开支)。

截至 2017 年末，权益类证券及其衍生品投资规模较年初降幅约为 68%，固定收益类证券及其衍生品投资规模增幅约为 105%，受此影响，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 6.67%，较年初大幅下降；自营固定收益类证券/净资本由年初的 68.11%增加至 138.08%，但仍远未达到预警标准。

2018 年以来，公司自营业务发展情况较好，第一季度实现投资收益 2.38 亿元，同比增长 21.88%。

总体看，公司自营业务坚持稳健投资的理念，在证券市场行情波动的情况下，积极调整投资结构，但投资收益仍受市场波动影响很大。

（4）资产管理业务

公司资产管理业务的最高投资决策机构是资产管理委员会，资产管理总部主要负责业务运营管理工作。目前公司资产管理业务品种包括集合资产管理业务和定向资产管理业务。

2015~2017 年，公司资产管理业务规模持续增长，尤其 2017 年以来增长迅速，年末较年初大幅增长 585.91%。集合资产管理业务方面，公司资产管理业务规模持续快速增长，2017 年末集合资管计划规模 174.96 亿元，年均复合增长 213.41%，主要系公司大力发展债券型零售业务，债券型产品规模迅速扩大所致。定向资产管理业务方面，2017 年以来规模增长迅速，年末受托资金规模 929.14 亿元，同比增长 917.96%，主要系债券委外产品及于银行合作的交易服务类债券产品的增长所致。公司 2017 年新增专项资管业务，主要是资产证券化业务，年末受托资金规模 46.61 亿元。

近年来，公司资产管理业务手续费净收入波动增长，其中由于 2016 年上半年随着公司资管产品到期，手续费收入有所下降；2017 年以来随着各类业务的迅速发展，收入增长迅速，集合资产管理业务、定向资产管理业务及专项资产管理业务分别实现净收入 0.64 亿元、0.29 亿元和 0.17 亿元。

表 8 近年来公司资产管理业务规模情况（单位：亿元）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	受托资金	净收入	受托资金	净收入	受托资金	净收入
集合资管业务	17.81	0.26	76.49	0.03	174.96	0.64
定向资管业务	73.62	0.12	91.28	0.07	929.14	0.29
专项资管业务	--	--	--	--	46.61	0.17
合计	91.43	0.38	167.77	0.10	1,150.72	1.10

资料来源：公司提供

2018 年 1~3 月，公司实现资产管理业务手续费净收入 0.16 亿元，同比大幅增长 367.32%。

总体看，近年来公司资产管理业务规模不断增长，但对公司收入贡献较小，未来资产管理业务仍然是公司大力发展的业务板块。

（5）信用业务

公司信用业务主要以融资融券业务为主，同时还包括约定式购回证券交易业务和股票质押式回购业务。

信用交易业务管理控制方面，公司已建立了较完善的融资融券业务内部管理制度及操作流程，并及时对相关制度进行了修订和调整，制度覆盖了融资融券业务管理的各个方面。公司严格通过 OA 系统对客户开户审批的全过程进行留痕；同时，公司建立了客户信用状况的持续管理机制，通过记录和分析客户持仓品种及其交易情况，根据客户的操作情况与资信变化等因素，定期更新信用状况并调整其授信等级。

公司一方面建立了完善的客户查询方式和途径，如实向客户提供证券登记结算机构、第三方存管银行提供证券、资金明细等数据的查询，另一方面建立了客户回访机制和投诉处理机制。

公司建立了以净资本为核心的融资融券业务规模监控和调整机制。公司风险管理部对融资融券业务开展实时监控和风险量化分析工作，业务监控阈值符合监管要求，集中风险监控具备融资融券业务数据集中管理、总量监控、信用账户分类监控、自动预警等功能。公司合规法务部的合规管理工作覆盖了融资融券业务，并按要求将融资融券业务与资产管理、自营、投行等业务在机构、人员、信息、账户等方面相互分离。

公司自 2012 年 6 月开展融资融券业务以来，该项业务保持较快发展，逐步成为公司主要收入来源之一。2015~2017 年，公司融资融券业务规模持续下降，2016 年以来，证券市场持续 2015 年下半年以来的低迷状态，年末融资融券余额下降至 94.49 亿元，全年实现融资融券利息收入 7.17 亿元；2017 年证券市场延续了震荡态势，融资融券业务规模小幅下降，期末余额降至 92.91 亿元，全年实现收入同比小幅降至 6.99 亿元。

表 9 近年来公司融资融券业务情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
期末融资融券余额	116.20	94.49	92.91
融资融券利息收入	10.22	7.17	6.99

资料来源：公司提供

2013 年 3 月，公司约定购回式证券交易业务正式开展，但近年来业务规模较小且呈收缩趋势，2015~2017 年分别实现约定购回业务利息收入分别为 597.93 万元、526.81 万元和 183.53 万元，收入贡献较小且逐年下降。

公司股票质押业务于 2013 年 8 月开展，且规模持续快速增加，2015~2017 年，公司股票质押回购业务期末余额分别为 7.12 亿元、38.63 亿元和 54.10 亿元；三年分别实现利息收入分别为 0.47 亿元、1.24 亿元和 2.28 亿元。股票质押业务于 2018 年 2 月出现一笔违约，系客户未按要求提前回购质押股票，涉及融资金额 0.40 亿元，目前此事项已进入诉讼阶段。

表 10 近年来公司股票质押业务情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
期末规模	7.12	38.98	54.10
收入	0.47	1.24	2.28

资料来源：公司提供

从业务放大倍数来看，2015~2017 年末公司信用业务杠杆率分别为 117.30%、111.33%和 114.72%，受 2018 年 IPO 募集资金的影响，此指标有望进一步下降。

总体来看，近年来，融资融券业务规模受市场波动影响有所下降，公司股票质押式回购业务快速发展，信用业务收入对公司经营业绩的贡献度有所提升。

3. 未来发展

公司聚焦“零售财富管理服务和“企业综合金融服务”的“双核驱动”发展战略，实现“发展战略、人力资源、资金运营、风险控制”的统一管理，致力于将公司打造成为最具活力和特色的证券金融综合服务商。公司将聚焦铸特，立足区域市场并将优势业务向全国辐射。一方面，公司专注于中高端零售客户群，通过提升客户价值分析管理能力、建立高素质的营销团队、搭建线上线下联动的渠道服务体系等举措，把富裕零售客户的财富管理业务作为公司未来的主要收入来源；另一方面，公司积极培育全产品服务的能力，把围绕企业成长的全生命周期综合金融服务作为发展的重点。

总体看，公司未来发展符合自身定位，在深交所首发上市亦有利于公司内部管理的加强以及品牌效应。

七、风险管理分析

公司成立以来严格按照《公司法》、《证券法》、《证券公司监督管理条例》、《证券公司内部控制指引》、《证券公司风险控制指标管理办法》、《证券公司全面风险管理规范》、《证券公司流动性风险管理指引》等相关法律、法规规章要求，制订了《风险管理制度》、《合规管理制度》、《流动性风险管理办法》、《风险控制指标管理规定》、《风险限额管理办法》、《压力测试试行办法》、《证券自营业务风险监控管理办法》、《资产管理业务风险监控管理办法》、《融资融券业务风险监控实施细则》等一系列规章制度，建立了全面、系统的风险控制政策与程序，严格遵循规范化、计量化、系统化的原则，以实现风险的可测、可控、可承受，针对不同资产建立了审批、授权和责任承担制度，先后出台了涵盖经营管理各个方面的规章制度。公司建立了较为完整的风险管理组织架构，董事会、经营管理层、各职能部门、各业务部门及分支机构职责明确。2013年8月，公司成立了风险管理委员会，并制定了相关议事规则，公司风险管理控制体系不断完善。

公司建立了四个层级的风险管理组织架构：第一层级是董事会及其下设风险控制委员会和审计委员会；第二层级是首席风险官及合规总监；第三层级是专职风险管理部门；第四层级是各业务经营部门及职能管理部门。各层级风险管理主体依据各自承担的风险管理职责开展风险管理工作。公司针对各业务条线面临的风险制定一整套风险管理制度，同时建立风险监控与评价考核制度，以保证风险管理制度的有效执行。

公司提倡全业务、全过程、全员工风险管理文化，风险管理三道防线：业务部门直接进行业务操作，面向客户提供产品和服务，了解业务所蕴含的真实风险，是全面风险管理的第一道防线，应当从源头识别、评估并控制业务风险；风险管理部门、合规法务部门、资金运营部门等专职部门作为全面风险管理的第二道防线，通过完善风险管理制度、限额等体系，同时监控各项监管指标和风险限额指标，及时发现风险并采取措施控制公司总体风险；内外部稽核为风险管理的第三道防线，通过稽核审计对业务部门及职能部门风险管理的有效性进行评估，并提出改进建议。

1. 市场风险管理

市场风险是由于市场风险因素，如股票价格、指数、利率水平的变动而导致公司资产组合价值发生变化，造成公司损失的风险。

公司当前面临的主要市场风险为权益类市场风险（受个股、股指等价格变动影响）以及固定收益类市场风险（受利率水平，信用利差水平等变动影响）。

针对市场风险，公司构建了以风险价值 VaR、风险敏感度指标、压力测试等为核心的风险管理模型和指标体系。权益类投资风险指标包括组合市值、行业集中度、个股集中度、流动性风险指标等，固定收益类投资风险指标包含投资组合久期、DV01、行业集中度、发行方集中度等。公司制定了《市场风险管理办法（试行）》、《风险价值模型 VaR 方法论》，以 95%为置信区间，采用历史模拟法，计算投资组合的风险价值 VaR。公司制定了《风险限额管理办法》，对市场风险中的各类风险指标进行了限额设定，通过完善的授权分配机制、及时的监控与报告，预警与处置。

总体看，随着公司自营业务规模的增加，公司权益类投资的价格风险和固定收益类投资的利率风险将上升。公司需提高市场风险量化管理水平，提升市场风险管理能力。

2. 信用风险管理

信用风险是指由于公司客户、债券发行人、交易对手等违约或其信用评级、履约能力降低而造成损失的风险。公司当前面临的信用风险主要来源于固定收益自营投资、融资融券、股票质押回购、约定购回等资本中介业务等。

公司固定收益类自营业务主要投资对象为政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短期融资券。公司制定了《信用风险管理办法》、《风险限额管理办法》，对债券投资的信用评级集中度、发行方集中度等信用风险指标制定了相应的限额管理方案，防止信用风险的过度集中。公司对信用类固定收益证券投资注重分散投资，并密切跟踪投资对信用评级变化。

在融资融券、约定式购回、股票质押式回购交易业务方面，为防范此类业务客户的信用风险，公司制定、实行一整套涉及整个业务流程的风险防范、监控、应对机制。公司严格控制业务的总规模，建立以净资本为核心的业务规模监控和调整机制；公司《风险限额管理办法》中制定融资融券、约定式购回、股票质押式回购交易业务风险控制指标及阈值，指标包括维持担保比率、单一客户、单一证券集中度等风控指标，公司建立了逐日盯市制度，对交易进行实时监控、主动预警，通过客户资信审核、授信审核、客户账户监控、发送补仓或平仓通知、及时提示交易规则等措施，严格控制业务的信用风险。

总体看，公司不断完善针对各类业务的信用风险控制措施，信用风险控制水平逐步提升。

3. 流动性风险管理

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

公司制定了《流动性风险管理办法》、《流动性风险应急预案实施细则》，并开展了多次流动性风险管理培训。

根据公司董事会决议，确定目前公司流动性风险偏好为稳健型。将流动性覆盖率和净稳定资金率分别作为公司短期和长期的流动性风险容忍度衡量指标，公司流动性覆盖率和净稳定资金率容忍度均为 120%。每年初和每月初按照中国证券业协会的要求，在年度综合压力测试、流动性专项压力测试和月度压力测试中，以预计或规定压力情景下的净稳定资金率和流动性覆盖率为基础对公司进行流动性压力测试，考察公司在未来一年和一个月内抵御流动性风险的能力。流动性检测工具包括合同期限错配评估、流动性风险容忍度指标和风险限额指标监测、优质流动性资产动态管理、与市场有关的监测工具、对日常现金流量的监测及抵（质）押品监测。流动性指标方面，2018 年 3 月末公司流动性覆盖率和净稳定资金率分别为 383.48% 和 171.90%，均符合监管要求。

总体看，公司制定了较为完整的流动性管理制度，并且相关指标均符合监管要求。随着股票质押式回购业务规模的迅速扩大，公司的资金需求上升，这对公司的流动性管理提出更高要求。

4. 操作风险管理

操作风险是指因内部人为操作失误、内部流程不完善、信息系统故障或不完善、交易故障等原因而导致的风险。

公司根据中国证监会《证券公司内部控制指引》等规定，继续完善风险管理和内部控制架构；经纪业务、自营业务、资产管理业务、投资银行业务以及创新业务之间的信息隔离墙制度，防止出现内幕交易、利益冲突、利益输送等违规行为。公司进一步规范业务操作规程；建立技术防范体系，完善实时监控系统，对业务进行实时监控和风险预警，对员工从业行为的规范性进行监测；通过合规检查和稽核审计，及时发现操作风险；提高合规及风险管理绩效考核的力度；加大对员

工的合规管理及风险管理培训，宣传和营造全员合规、主动合规的合规文化，努力提高员工合规意识和风险管理能力，构建依法合规经营的企业文化。公司在合规法务部设置制度执行督导岗，组织安排定期或不定期对各业务部门及子公司制度落实执行的情况进行抽查和督导。

总体看，公司建立了较为全面的风险管理制度体系，较好地支持和保障了各项业务的发展。随着证券公司创新业务的不断深入开展，新产品、新业务的不断推出，公司不断提高风险管理水平的专业化和精细化，健全风险管理体系，整体风险管理水平较高。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年年度合并财务报表，均由四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并对 2015~2016 年财务报表出具了标准无保留的审计意见，对 2017 年财务报表出局了无保留的审计意见。2015 年新增合并三级控股子公司 2 家，有限合伙企业 1 家和公司拥有控制权的结构化主体 2 个，2016 年合并范围无变动；2017 年新纳入合并范围的子公司及结构化主体均规模较小。总体看，近三年公司合并范围变化较小，财务报表可比性强。

截至 2017 年末，公司资产总额 505.17 亿元，其中客户资金存款 95.25 亿元、客户备付金 35.07 亿元；负债合计 376.97 亿元，其中代理买卖证券款 130.87 亿元；所有者权益合计 128.20 亿元，母公司口径净资产 115.72 亿元；2017 年，公司实现营业收入 26.70 亿元，净利润 10.20 亿元；经营活动现金流净额 1.45 亿元，期末现金及等价物余额 150.19 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 579.96 亿元，其中客户资金存款 114.89 亿元、客户备付金 24.59 亿元；负债合计 400.44 亿元，其中代理买卖证券款 104.21 亿元；所有者权益合计 179.52 亿元，母公司口径净资产 167.61 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.80 亿元，净利润 2.87 亿元；经营活动现金流净额-18.63 亿元，期末现金及现金等价物余额 171.52 亿元。

2. 资产质量与流动性

近三年，公司资产总额波动下降，年均复合变动率为-4.54%，自有资产持续增长，年均复合增长 12.10%，变动趋势与资产总额的偏离主要系经纪业务规模下滑，代理买卖证券款的波动所致。公司自有资产以可快速变现资产为主，截至 2017 年底，公司自有资产为 374.30 亿元，其中可快速变现资产占比为 91.66%，较年初占比上升 9.46 个百分点。2015~2017 年，公司可快速变现资产年均复合增长 18.36%，其中 2017 年末较年初大幅增长 36.41%，主要系公司自营业务规模和股票质押业务规模扩张所致，公司可快速变现资产主要由可供出售金融资产（占比 18.54%）、买入返售金融资产（占比 19.66%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 28.98%）、融出资金（占比 27.02%）组成，自有货币资金和自有备付金占比较小。

表 11 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
自有资产	297.88	305.97	374.30
可快速变现资产	244.92	251.53	343.10
其中：可供出售金融资产	30.03	39.47	63.62
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	41.58	37.69	99.42
融出资金	115.96	94.29	92.72

买入返售金融资产	12.45	50.42	67.47
自有货币资金	31.11	21.03	11.66
自有备付金	13.79	8.63	8.21
资产总额	554.35	480.92	505.17

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

注：可供出售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。

近三年公司融出资金持续下降，年均复合变动率为-10.58%，主要系融资融券业务规模下降所致；从融出资金剩余期限来看，以 1~3 个月为主，占比 63.60%，流动性较好，公司对融出资金按照余额的 0.20%计提减值准备。近三年公司可供出售金融资产规模持续上升，年均复合增长 8.05%，截至 2017 年末，公司可供出售金融资产账面价值 72.11 亿元，较年初增长 1.49%，构成以债券为主，占比 84.25%，主要系其他类权益投资规模大幅下降所致；其他类权益投资主要包括公司向中国证券金融股份有限公司的专户投资，上述投资于 2015 年 9 月完成，2017 年 3 月收回投资。近三年，公司买入返售金融资产大幅增长，年均复合增长 132.76%，主要系股票质押式回购业务的规模迅速扩大所致，截至 2017 年末，公司买入返售金融资产 67.47 亿元，较年初大幅增长 33.81%，收取的担保物公允价值合计 150.24 亿元，为买入返售金融资产价值的 2.23 倍，担保物对资产的覆盖程度好。

近三年，受证券市场行情波动的影响，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产波动增长，年均复合增长 54.86%，截至 2017 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 147.27 亿元，较年初大幅增加 73.07%，主要系债券投资规模增长所致。其中债券投资余额占比 79.04%，基金投资余额占比 14.53%，股票和其他投资余额占比较小。

2018 年以来，受 IPO 募集资金的影响，公司多项业务规模有所扩张，资产总额亦有所增长，截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 579.96 亿元，较年初增长 14.81%，其中客户资金存款和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产分别较年初增长 20.62%和 25.79%；自有资产增长 17.49%至 439.75 亿元。

总体看，近年来，公司自有资产规模持续增加，以可快速变现资产为主，变现能力较强，流动性较好，资产质量较高。

3. 负债及杠杆水平

近三年，公司负债总额波动下降，年均复合变动率为-8.35%，自有负债规模波动上升，年均复合增长率 13.11%，截至 2017 年底，公司自有负债 246.10 亿元，较年初增长 32.27%，主要系卖出回购金融资产款规模扩大所致，其中，卖出回购金融资产款占比为 56.20%，应付短期融资款占比 18.67%，应付债券占比为 18.67%。

截至 2017 年底，公司卖出回购金融资产款为 138.32 亿元，较年初大幅增长 449.45%，主要系公司两融收益权转让回购及债券质押式回购规模大幅增加所致，按标的物来看，以债券为主，占比 78.31%。截至 2017 年底，公司应付债券 45.95 亿元，较年初大幅下降 62.63%，主要系债券到期偿还所致。

表 12 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
自有负债	192.35	186.06	246.10
其中：卖出回购金融资产款	36.51	25.17	138.32
拆入资金	--	--	2.00
应付债券	131.00	122.96	45.95

应付短期融资款	--	14.60	45.12
负债总额	448.82	361.01	376.97
自有资产负债率	64.57	60.81	65.75
净资本/负债	64.46	63.07	48.03
净资产/负债	59.59	66.66	52.47

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

由于公司自有负债规模的波动增长，近三年，公司的自有资产负债率波动上升，分别为 64.57%、60.81% 和 65.75%，根据中国证券业协会发布的《2016 年度证券公司经营业绩排名情况》，公司财务杠杆率为 2.50 倍，在行业内排名 50 位，处于中等水平。

有息债务方面，近三年，公司债务规模波动增加，全部债务年均复合增长 17.53%，其中 2016 年末较年初变动不大，截至 2017 年末，公司全部债务规模 231.39 亿元，较年初大幅增长 38.42%。近三年公司债务结构变化较大，2015~2016 年末公司长期债务占比较大，分别为 78.20% 和 73.56%，2017 年公司债券回购质押规模大幅增长，受此影响，在债务结构方面，2017 年末公司短期债务占比迅速增至 80.14%，其中，债券回购质押占比 58.41%。

截至 2018 年 3 月末，公司负债总额为 400.44 亿元，较年初增长 6.23%，其中自有负债 260.23 亿元，较年初增长 5.74%；由于公司上市募集资金的影响，自由负债率较年初有所下降，为 59.18%，净资本/负债和净资产/负债均有所增长，分别为 65.12% 和 69.03%。有息债务方面，截至 2018 年 3 月末，公司全部债务为 247.92 亿元，较年初增长 7.14%，主要来自于卖出回购金融资产款的增长，债务构成方面，短期债务占比进一步增加，占全部债务的 71.46%。

总体看，随着公司业务发展，公司自有负债明显增加，公司杠杆水平有所波动，但结合行业来看，仍属适中水平；从债务结构来看，公司短期债务占比较大，面临一定短期集中兑付压力。

4. 资本充足性

近三年公司所有者权益持续增长，年均复合增长 10.58%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 128.20 亿元，较年初增长 6.92%；归属于母公司的所有者权益占比 127.57 亿元，其中，股本占比 16.46%、资本公积占比 29.60%、未分配利润占比 31.56%、一般风险准备占比 17.51%。公司所有者权益的稳定性尚可。

公司主要通过利润留存和发行次级债券等途径补充资本，截至 2017 年末¹，公司净资本 115.72 亿元，净资产 126.42 亿元，近几年总体较为稳定；净资本中，核心净资本占比大，为 100.22 亿元，较年初增加 6.40%。受次级债券逐渐到期的影响，公司净资本/净资产逐年下降，由 2015 年末的 108.17% 降至 91.54%。2016 年由于公司核心净资本的增加，公司资本杠杆率由年初的 26.88% 增至 31.36%，2017 年以来由于公司自营业务及股票质押等业务规模的扩张，表内外资产总额有所增加，资本杠杆率指标降至 27.05%。近年来公司各项风险准备之和持续增加，由 2015 年末的 21.76 亿元增加至 34.79 亿元；受各项风险资本准备上升影响，风险覆盖率持续下降，由 2015 年末的 548.93% 下降至 332.61%。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，经营风险属较低水平。

¹ 证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，改进净资本、风险资本准备计算公式，将原有净资产/负债、净资本/负债两个指标调整为资本杠杆率指标（核心净资本/表内外资产总额），调整权益类证券计算口径、将衍生品区分权益类和非权益类衍生品，合并融资类业务计算口径；公司对 2015 年末风险控制指标进行了追溯。

表 13 近年来公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	18 年 3 月末	监管标准	预警标准
核心净资本	79.63	94.19	100.22	152.11	--	--
附属净资本	39.82	18.00	15.50	15.50	--	--
净资本	119.45	112.19	115.72	167.61	--	--
净资产	110.43	118.58	126.42	177.69	--	--
各项风险准备之和	21.76	26.68	34.79	36.47	--	--
表内外资产总额	296.94	300.91	373.72	443.04	--	--
风险覆盖率	548.93	420.59	332.61	459.63	≥100	≥120
资本杠杆率	26.88	31.36	27.05	34.55	≥8	≥9.6
净资本/净资产	108.17	94.62	91.54	94.33	≥20	≥24

数据来源：公司净资本监管报表，以上指标均为母公司口径。

公司于 2018 年 2 月在深圳交易所首发上市，募集资金净额为 48.62 亿元，进一步增加了公司资本规模。受此影响，截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益 179.52 亿元，较年初大幅增长 40.03%；同期，净资本和净资产分别增长 44.84%和 40.55%至 167.61 亿元和 177.69 亿元；风险覆盖率较年初大幅增至 459.63%；受公司业务规模扩大，表内外资产总额增长较快，资本杠杆率增长至 34.55%。公司各项风控指标均符合监管标准。

总体看，公司所有者权益保持稳定增长，稳定性尚可，公司各项风险控制指标均优于监管水平，2018 年 2 月上市以来，资本金规模进一步增加。资本充足性较好。

5. 现金流

从现金流来看，2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 49.77 亿元、-90.95 亿元和 1.45 亿元，其中 2016 年呈大规模净流出状态，主要系受市场波动影响，公司代理买卖证券款大幅下降所致，2017 年回购业务融入资金较 2016 年增长 145.56 亿元，使得经营活动现金流净额由负转正，净流量为 1.45 亿元。

2015 年，公司投资活动现金流受证金公司的专户投资影响，全年净流出 31.67 亿元，2016~2017 年投资规模较小，流入主要是收回的证金公司专户投资，投资活动现金流净额分别为-1.55 亿元和 1.78 亿元。

2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 95.54 亿元、-2.25 亿元和-58.42 亿元，2015 年受发行债券规模大幅增加的影响，公司筹资活动现金流入规模较大，2016~2017 年受债务到期影响公司偿还债务支付的现金流较大，筹资活动现金流呈净流出状态，整体看，公司现金流状况正常。

表 14 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
经营性现金流量净额	49.77	-90.95	1.45	-18.63
投资性现金流量净额	-31.67	-1.55	1.78	-6.47
筹资性现金流量净额	95.54	-2.25	-58.42	48.98
现金及现金等价物净增加额	113.65	-94.73	-55.21	23.87
年末现金及现金等价物余额	300.13	205.40	150.19	174.06

资料来源：公司财务报告

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额分别为-18.63 亿元和-6.47 亿

元；筹资活动方面，受公司 IPO 及发行债券的影响，筹资活动现金流入 55.45 亿元，当期流出主要系偿还债务支付现金 6.38 亿元。

总体看，公司经营活动现金流受市场影响波动较大，投资活动现金流规模一般，筹资活动现金流受公司融资活动及债务到期偿付的影响较大，均有较大规模的流入及流出，公司整体现金流状况正常。

6. 盈利能力

近年来，受证券市场波动影响，公司营业收入持续下降。2015~2017 年，公司营业收入年均复合减少 33.36%，2017 年，公司全年实现营业收入 26.70 元，同比下降 1.51%，降幅小于行业平均水平。

表 15 公司盈利指标（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
净利润	26.83	16.48	10.20
营业费用率	32.17	44.45	50.44
薪酬收入比	25.21	31.91	36.69
平均自有资产收益率	10.78	5.46	3.00
平均净资产收益率	28.63	14.62	8.22

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

近三年，公司营业支出整体降幅略低于营业收入的降幅，年均复合变动率为-24.70%。其中，2016 年，公司营业支出合计 7.79 亿元，主要由于子公司银峰投资在 2015 年针对中铁信托睿智系列信托产品计提了 8.38 亿元的减值准备，2016 年银峰投资将所持该信托产品的受益权以转让价格 5.79 亿元协议转让给中铁信托，并转回减值准备 5.77 亿元；此事件对当年的营业支出影响较大，且不具有持续性，因此下文对盈利能力相关指标的分析以 2017 年为主。从支出构成来看，主要是业务及管理费，2017 年占比 99.57%，较 2015 年增长 18.50 个百分点，主要系公司处于业务转型及创新发展的需要，在队伍建设、信息技术、客户营销与服务等方面持续进行战略性投入。受以上因素影响，2017 年公司营业费用率及薪酬收入比均有明显增长，分别为 50.44%和 36.69%。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司净利润持续下降，年均复合变动率为-38.34%，其中 2016 年同比下降主要系证券市场波动导致公司经营业绩下滑所致，2017 年同比降幅较大主要系 2016 年资产减值损失冲回；公司各项盈利指标亦持续下降，2017 年平均自有资产收益率和平均净资产收益率分别为 3.00%和 8.22%。根据中国证券业协会公布的证券公司经营业绩排名情况，2015 年~2016 年公司净资产收益率排名行业分别为第 25 位和第 26 位，处于中上游水平；根据证券业协会发布的证券公司经营业绩（未经审计），行业平均净资产收益率为 6.48%，公司盈利能力好于行业平均。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.80 亿元，同比下降 2.76%，同期，由于公司 IPO 过程中涉及的费用支出较大，导致当期业务及管理费同比增长 31.06%至 3.09 亿元。综合以上因素，公司 2018 年 1~3 月利润总额和净利润分别降至 3.77 亿元和 2.87 亿元，降幅分别为 16.67%和 17.69%。

总体看，近年来，受市场波动的影响，公司营业收入规模及盈利水平持续下降，但总体盈利能力在行业内排名中上水平。

7. 偿债能力

近年来，随着公司利润总额的波动，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 48.36 亿元、29.63 亿元和 23.30 亿元，年均复合变动率为-30.59%。公司 2017 年的 EBITDA 主要由利息支出（占 40.80%）和利润总额（占 56.36%）构成。同期，公司债务规模也有所增长，公司 EBITDA 全部债务比持续下降，分别为 0.29 倍、0.18 倍和 0.10 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力有所下降，处于一般水平；EBITDA 利息倍数逐年下降，分别为 4.26 倍、3.11 倍和 2.45 倍，EBITDA 对利息的保护能力较强。另一方面，考虑到公司持有较大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 1.39 倍，该类资产可对债务形成良好保障。

表 16 公司偿债能力指标表（单位：亿元，%，倍）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
全部债务	167.51	167.17	231.39
可快速变现资产/自有负债	1.27	1.35	1.39
EBITDA	48.36	29.63	23.30
EBITDA 利息倍数	4.26	3.11	2.45
EBITDA 全部债务比	0.29	0.18	0.10

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2018 年 3 月末，公司无对外担保情况。

截至 2017 年末，公司获得银行授信 639 亿元，其中已到期正在续期的授信审批 74 亿元，已使用约 125 亿元，间接融资渠道畅通。

根据 2018 年 1 月 3 日查询的企业信用报告，公司有 3 笔已结清不良关注类贷款，均正常还款。

总体看，公司整体偿债压力在合理范围，资产及盈利对负债的保障程度较好；公司于 2018 年 2 月在深圳交易所首发上市，未来直接和间接融资能力有望进一步增强，公司整体偿债能力极强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至 2017 年末，公司自有负债合计为 246.10 亿元。本期拟发行公司债券规模 10 亿元，相对于公司目前的债务规模，债务负担将不会发生明显变化。

以 2017 年末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 10 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为 66.64%，债务负担将小幅增加，对于债务结构上，长期债务占比将小幅增加，但对结构影响较小，结合公司所处的证券行业来看，债务整体处于正常水平。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2017 年末的财务数据为基础，按照公司发行 10 亿元公司债券估算可快速变现资产、EBITDA 和股东权益对本期债券本金的保障倍数（详见下表）。

表 17 本期次公司债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2017 年
可快速变现资产/本期债券本金	34.31

EBITDA/本期债券本金	2.33
股东权益/本期债券本金	12.82

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

公司持有较大规模的可快速变现资产，该类资产可对债务形成良好保障；2017 年，公司 EBITDA 对本期债券的本金覆盖程度较好，同时，公司因发行债券增加的营运资金，主要用于与公司主营业务相关的用途，以支持公司的长期发展及核心竞争力的培育。此外，公司拥有较为顺畅的融资渠道，能够为本期债券提供较强的现金流保障。

综合以上分析，并考虑到公司作为全国性综合类上市证券公司，创新业务稳步推进、盈利水平较高等因素，公司对本期债券的偿还能力极强。

十、综合评价

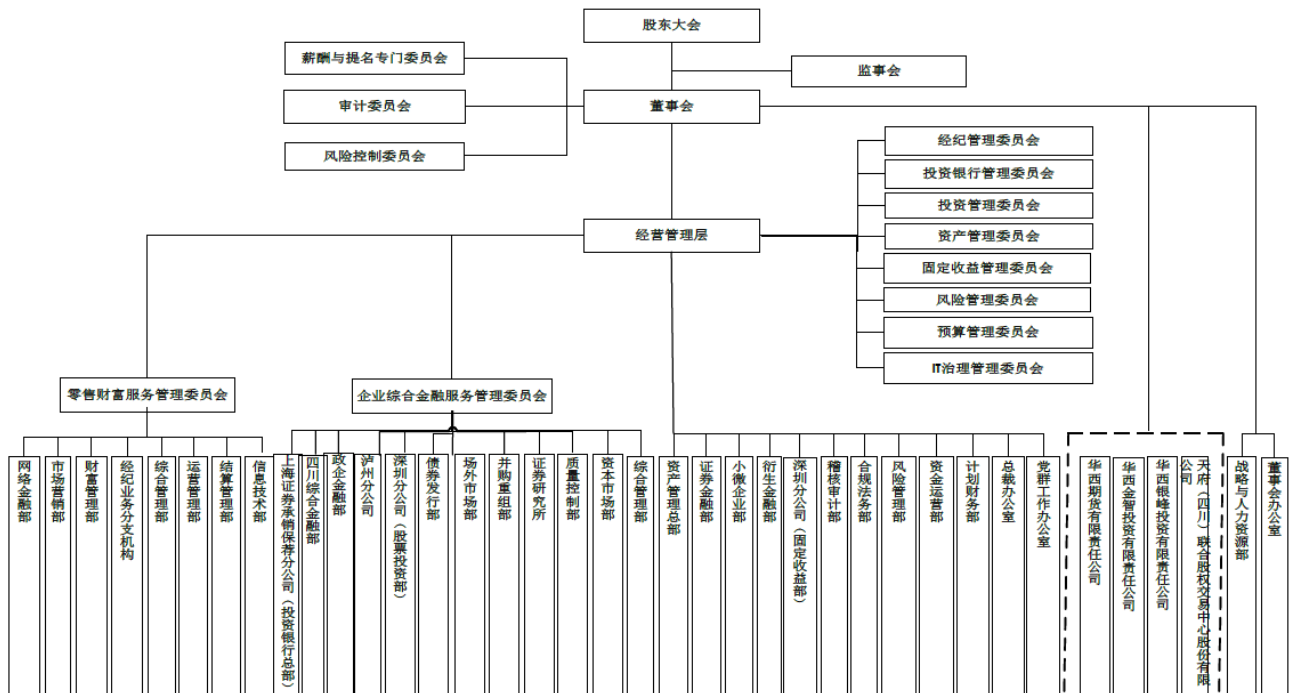
华西证券作为全国性综合类证券公司，股东背景强大，资本实力较为雄厚，具有齐全的证券业务牌照及多元化的运营模式，具备较强综合竞争力。公司多年来以四川省为发展重点，形成了较强的区域竞争优势，并逐步形成了立足四川辐射全国的业务布局；公司近三年在证监会分类评级中均被评为 A 类，内部管理能力较强。另外，公司于 2018 年 2 月在深圳交易所首发上市，募集资金净额为 48.62 亿元，资本实力显著提升。

联合评级同时也关注到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响；同时，公司债务构成以短期债务为主，需对其集中兑付情况保持关注。

未来随着资本市场的持续发展以及公司上市之后所带来资本实力、品牌的提升，公司业务规模有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

附件 1 华西证券股份有限公司组织结构图



附件 2 华西证券股份有限公司 主要财务指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	554.35	480.92	505.17	579.96
自有资产 (亿元)	297.88	305.97	374.30	439.75
可快速变现资产 (亿元)	244.92	251.53	343.10	--
所有者权益 (亿元)	105.53	119.91	128.20	179.52
自有负债 (亿元)	192.35	186.06	246.10	260.23
自有资产负债率 (%)	64.57	60.81	65.75	59.18
可快速变现资产/自有负债 (倍)	1.27	1.35	1.39	--
营业收入 (亿元)	60.11	27.11	26.70	6.80
净利润 (亿元)	26.83	16.48	10.20	2.87
营业利润率 (%)	60.31	71.27	49.34	54.51
营业费用率 (%)	32.17	44.45	50.44	45.45
薪酬收入比 (%)	25.21	31.91	36.69	--
平均自有资产收益率 (%)	10.78	5.46	3.00	1.31
平均净资产收益率 (%)	28.63	14.62	8.22	1.87
净资本 (亿元)	119.45	112.19	115.72	167.61
核心净资本 (亿元)	79.63	94.19	100.22	152.11
风险覆盖率 (%)	548.93	420.59	332.61	459.63
资本杠杆率 (%)	26.88	31.36	27.05	34.55
流动性覆盖率 (%)	576.94	212.17	469.72	383.48
净稳定资金率 (%)	175.51	126.85	131.42	171.90
短期债务 (亿元)	36.51	44.21	185.44	201.96
长期债务 (亿元)	131.00	122.96	45.95	45.96
全部债务 (亿元)	167.51	167.17	231.39	247.92
EBITDA (亿元)	48.36	29.63	23.30	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.26	3.11	2.45	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.29	0.18	0.10	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	4.43	2.96	2.33	--

附件 3 有关计算指标的计算公式

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 $\times 100\%$
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
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益 $\times 100\%$
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+应付短期融资款+拆入资金+卖出回购金融资产+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+一年内到期的非流动负债+其他流动负债中的有息债务（如有）

长期债务=长期借款+应付债券+其他非流动负债中的有息债务（如有）

EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表。

附件 4 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。

联合信用评级有限公司关于 华西证券股份有限公司 2018 年 面向合格投资者公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年华西证券股份有限公司年报公告后的两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。

华西证券股份有限公司应按联合评级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。华西证券股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注华西证券股份有限公司的相关状况，如发现华西证券股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如华西证券股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至华西证券股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（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西证券股份有限公司、监管部门等。

