

华宝投资有限公司

**及其发行的 18 华宝 01、18 华宝 03、18 华宝 04、19 华
宝 01 与 20 华宝 01**

跟踪评级报告

概述

编号:【新世纪跟踪[2020]100925】

评级对象: 华宝投资有限公司及其发行的 18 华宝 01、18 华宝 03、18 华宝 04、19 华宝 01 与 20 华宝 01

	18 华宝 01	18 华宝 03	18 华宝 04	19 华宝 01	20 华宝 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/ 2020 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/ 2020 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/ 2020 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/ 2020 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/ 2020 年 6 月 29 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/ 2019 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/ 2019 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/ 2019 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/ 2019 年 6 月 27 日	-
首次评级:	AAA/稳定/AAA/ 2018 年 7 月 4 日	AAA/稳定/AAA/ 2018 年 10 月 8 日	AAA/稳定/AAA/ 2018 年 10 月 8 日	AAA/稳定/AAA/ 2018 年 12 月 28 日	AAA/稳定/AAA/ 2019 年 12 月 30 日

主要财务数据及指标

	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位: 亿元			
母公司数据			
货币资金	3.79	0.11	0.005
有息债务	80.23	81.99	74.66
所有者权益	229.12	212.92	213.33
投资收益	23.31	6.44	14.90
营业利润	23.42	2.26	11.72
合并数据及指标			
总资产	535.60	508.19	561.63
总资产*	509.99	489.33	536.70
股东权益	244.55	229.92	232.55
总负债*	265.43	259.41	304.14
有息债务	174.28	167.82	213.71
营业总收入	7.55	8.21	13.47
营业利润	24.76	1.87	17.46
净利润	23.32	1.99	14.56
资产负债率* (%)	52.05	53.01	56.67
短期债务/有息债务 (%)	81.39	53.77	54.34
营业利润率 (%)	328.07	22.73	129.67
平均资产回报率 (%)	5.10	0.40	2.84
平均资本回报率 (%)	8.25	0.84	6.30

注: 表中数据依据华宝投资经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算, 其中, 总资产*和总负债*为剔除代理买卖证券款和代理承销证券款后的净额。

分析师

王隽颖 wangjy@shxsj.com
 宫晨 gongchen@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对华宝投资有限公司(简称华宝投资、发行人、该公司或公司)及其发行的 18 华宝 01、18 华宝 03、18 华宝 04 与 19 华宝 01 的跟踪评级反映了 2019 年以来华宝投资在股东支持、资本实力及金融股权质量等方面保持优势, 同时也反映了公司在业务结构调整、投资业务及风险管理体系等方面面临一定的压力。

主要优势:

- **股东支持。**华宝投资作为中国宝武旗下重要的金融股权投资管理平台, 在资本补充和业务发展等方面能够得到中国宝武的有力支持。
- **资本实力强。**华宝投资资本实力较为雄厚, 预计在华宝信托的股权划转完成后, 公司资本实力将进一步增强, 负债经营程度将有所下降。
- **金融股权质量较好。**华宝投资持有华宝证券和华宝租赁等金融类股权, 并预计注入华宝信托股权, 公司所持金融类股权的资产质量较好。

主要风险:

- **业务结构调整。**根据中国宝武的资产重组方案, 华宝投资虽继续持有中国太保股权, 但所持中国太保股权产生的权益均由中国宝武享有, 中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核, 2018 年起中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩, 相应产生的分红也由中国宝武享有。按计划华宝信托股权将划转至公司, 但由于实际划转进度存在不确定性, 对公司的财务表现构成重大影响。此外, 由于中国宝武金融板块混改的最终方案尚未确定, 需持续关注中国宝武金融板块混改方案对公司的影响。
- **投资业务风险。**华宝投资以股权投资及金融资产投资为业务发展重点, 盈利易受宏观经济和金融市场的波动影响。在资本市场波动加大及固定收

益产品信用事件频发的环境下，公司投资业务风险加大。

- 风险管理体系仍待完善。华宝投资风险管理体系仍待进一步完善，未来随着股权投资业务及金融资产投资业务的发展，公司风险管控能力将面临一定挑战。

➤ 未来展望

通过对华宝投资有限公司及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并给予上述债券 AAA 信用等级

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



华宝投资有限公司

及其发行的 18 华宝 01、18 华宝 03、18 华宝 04、19 华宝 01
与 20 华宝 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照华宝投资有限公司 2018 年公开发行公司债券(第一期)(品种一)、华宝投资有限公司 2018 年公开发行公司债券(第二期)(面向合格投资者)(品种一)、华宝投资有限公司 2018 年公开发行公司债券(第二期)(面向合格投资者)(品种二)、华宝投资有限公司 2019 年公开发行公司债券(第一期)(面向合格投资者)(品种一)和华宝投资有限公司 2020 年公开发行公司债券(第一期)(面向合格投资者)(分别简称“18 华宝 01”、“18 华宝 03”、“18 华宝 04”、“19 华宝 01”、“20 华宝 01”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据华宝投资提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据,对华宝投资的财务状况、经营状况及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

公司概况

华宝投资有限公司(以下简称“华宝投资”、“公司”或“该公司”)前身为上海五钢浦东国际贸易有限公司,系上海五钢(集团)有限公司(现更名为“宝钢集团上海五钢有限公司”)于 1994 年 11 月 21 日独资组建。后经历多次股权变更,至 2007 年 1 月,宝钢集团有限公司(以下简称“宝钢集团”)持有公司 100% 的股权。2016 年,宝钢集团与武汉钢铁(集团)公司重组为中国宝武钢铁集团股份有限公司(以下简称“中国宝武”),截至 2019 年末,公司注册资本为 93.69 亿元,中国宝武持有公司 100% 股权,为公司控股股东,公司实际控制人为国务院国资委。

作为中国宝武六大多元化产业中产业金融板块的投资管理平台,华宝投资承担了管控中国宝武现有金融企业,推进各金融企业之间的资源共享和业务互动的职责,以期能够充分发挥各企业的协同效应。公司自身业务定位为利用自有资金对金融、钢铁产业上下游公司等行业作长期股权投资;对 Pre-IPO、上市公司定向增发或新发配售等作中期策略投资;以及通过金融资产投资进行现金管理。

华宝投资主要从事股权、金融产品等投资业务,并通过控股子公司华宝证券有限责任公司从事证券服务业务;通过控股子公司华宝都鼎(上海)融资租

赁有限公司从事融资租赁业务。

图表 1. 华宝投资纳入合并范围子公司情况（单位：亿元，%）

公司名称	简称	持股比例	注册资本	主营业务	成立时间
华宝证券有限责任公司	华宝证券	83.07	40.00	证券经纪、自营、资产管理、投资咨询，融资融券等证券相关业务	2002.03
华宝都鼎（上海）融资租赁有限公司	华宝租赁	54.80	13.00	融资租赁业务	2017.02
华宝（上海）股权投资基金管理有限公司	华宝股权	100.00	0.20	股权投资管理、投资管理和资产管理等业务	2016.12

资料来源：华宝投资（截至 2019 年末）

2017 年 7 月，中国宝武第一届董事会第四次会议，表决通过《关于华宝板块实施混合所有制改革的议案》，并于 2018 年 4 月 17 日下发《关于同意华宝信托股权无偿划转至华宝投资的批复》（以下简称“批复”），同意华宝投资《关于宝武金融板块混改方案调整的请示》。根据相关批复：1）公司于 2017 年 9 月公布的《华宝投资有限公司重大资产重组的公告》中的原重组方案不再实施；2）中国宝武将其持有的华宝信托有限责任公司（以下简称“华宝信托”）98% 股权全部无偿划转至公司；3）中国宝武设中国宝武产业金融发展中心（以下简称“产业金融发展中心”），负责金融产业控股参股公司股权管理、金融产业规划和投资管理、金融牌照统筹管理、参股公司股东会、董事会的表决事项处理和参股公司股东权益管理等事宜，中国宝武及子公司持有的中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国太保”）合计 14.93% 股权由产业金融发展中心对口管理，其中 14.17% 的股权虽然仍由公司持有，但该股权对应的派出董、监事人选推荐权、重大事项表决权 and 处置权等权利均由中国宝武行使，对应中国太保股权所产生的权益均由中国宝武享有，中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核，对中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。资产重组及其进度将对公司未来业务开展、盈利水平和负债结构产生重大影响。

截至 2019 年末，华宝投资总资产为 561.63 亿元，所有者权益 232.55 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 217.86），2019 年实现营业总收入 13.47 亿元，投资收益 15.87 亿元，净利润 14.56 亿元。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政

策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本

市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

华宝投资作为中国宝武产业金融板块的核心企业，持有的股权涵盖证券、保险和融资租赁等金融行业，受我国及证券业、保险业和融资租赁行业的发展状况影响较大。

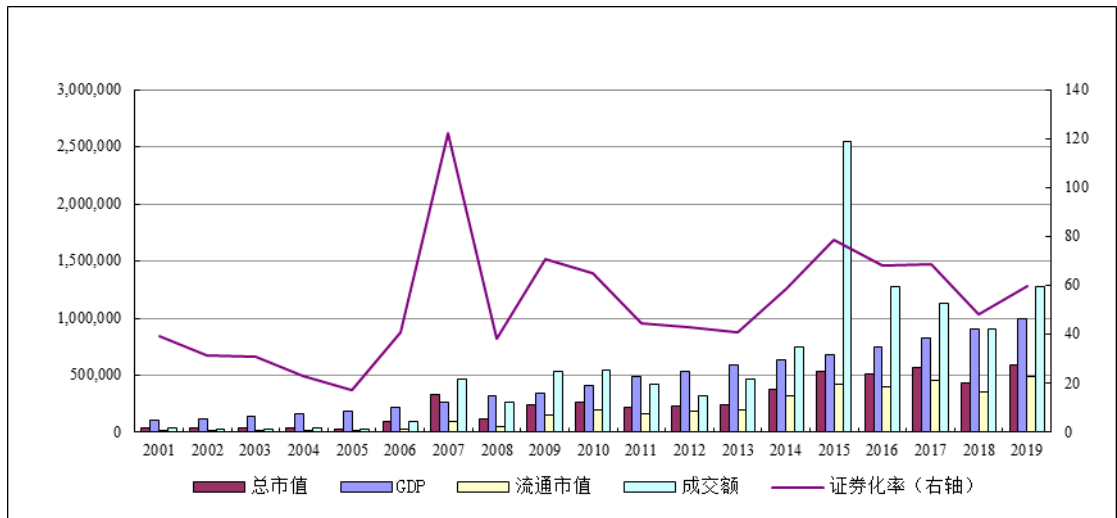
(一) 证券业行业环境

近年来，我国证券市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善，但与成熟市场相比，风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性仍较强。由于证券业受到高度监管，证券公司业务得到较大保护，这也成为证券公司信用质量的重要支撑。证券业同质化竞争较严重，且随着证券市场层次与参与主体的日益丰富，其他金融机构及互联网金融使得证券业面临日益激烈的市场竞争压力。而证券公司创新业务的开展在优化证券公司业务结构的同时，也抬高了其杠杆经营程度，对证券公司资本补充、融资能力和风险管理能力提出更高要求。

我国证券市场经过20多年发展，市场规模不断壮大，市场层次与参与主体不断丰富，监管体系与市场规则不断完善。证券市场在改善社会融资结构、优化资源配置、推动经济与金融体制改革与发展等方面发挥了重要作用。

根据沪深交易所统计数据，截至2019年末，沪深两市境内上市公司共有3777家，市价总值59.29万亿元。

图表 2. 中国股市发展情况及证券化率（单位：亿元，%）

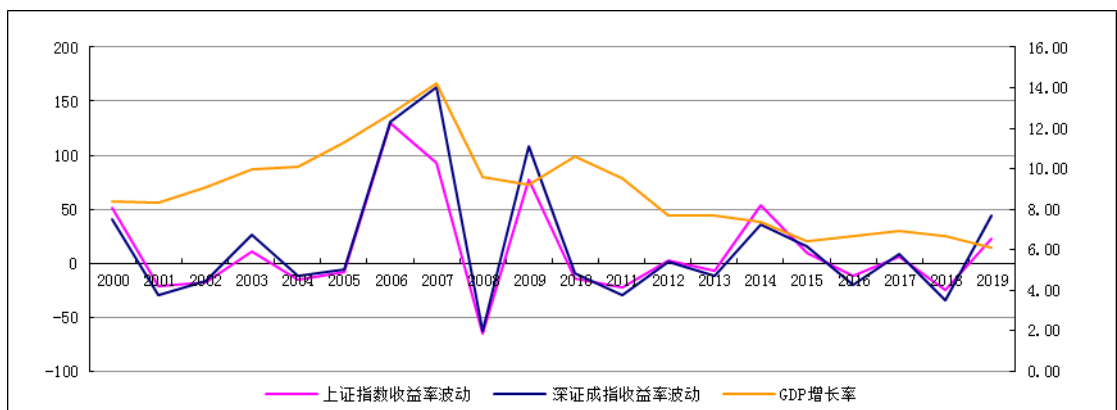


资料来源：Wind

注：证券化率=股市总市值/GDP×100%。

我国证券市场尚处于不断发展和完善过程中。证券公司综合治理和股权分置改革的陆续完成，有利于证券市场的规范发展，但市场依然存在结构性矛盾与制度性缺陷。目前，我国证券市场在多层次市场体系建设、机构投资者培育、发行审批制度改革、信息披露规则要求、市场退出机制等方面仍有较大改善空间。近年来，证券行业持续推进改革创新，以点带面稳步推动创新业务制度建设逐一落地实施，证券行业有望由依靠通道业务驱动转向多元化发展。但与成熟市场相比，我国证券市场的风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性较强。自 2015 年我国股票二级市场出现大幅调整以来，证券行业监管政策导向逐步向防范金融风险和维护金融稳定的方向转变，创新脚步有所放缓，但中长期改革转型的思路不变。

图表 3. GDP 增长率与上证指数及深证成指收益率波动情况（单位：%）

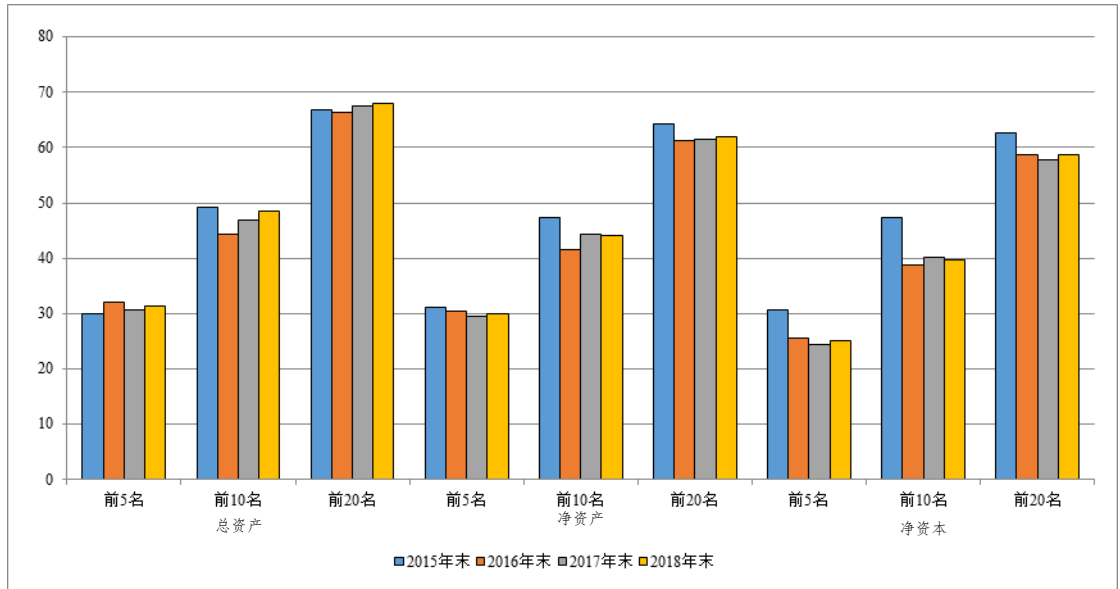


资料来源：Wind

我国证券业受到高度监管。证券公司市场准入、业务经营和日常管理等方面受到全面监管，证券公司的设立和业务实施特许经营。在金融分业经营环境下，特许经营方式使证券公司能够获得较好的经营保护，这也成为我国证券公司重要的信用支持因素。

证券公司综合治理整顿之后，证券业竞争格局发生重大变化，业务资源向少数证券公司集中。同时，中国证监会自 2004 年以来实施证券公司分类监管，大型优质证券公司竞争优势得到增强。证券业市场集中度较高，行业竞争格局初步形成。

图表 4. 证券业集中度变化情况（单位：%）



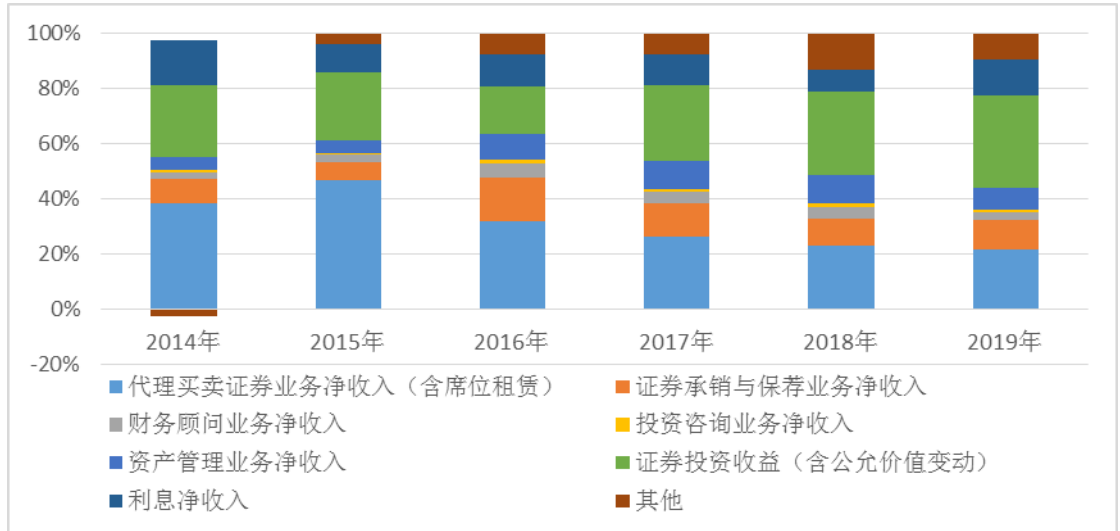
资料来源：中国证券业协会

目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。一方面，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险。而且，近年来，互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面临激烈的市场竞争压力。另一方面，随着我国金融市场的持续改革，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，杠杆经营程度上升后，证券公司在资本补充、融资能力和风险管理能力等方面有待同步提高。

受市场发展水平和监管环境影响，国内证券公司业务模式相对单一，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，盈利水平易受证券市场行情度影响，周期性波动明显。2014 年以来，佣金率整体下滑促使证券公司推动转型，积极抢占融资融券市场份额。2017 年，股票质押业务规模迅速增长，为证券公司盈利稳定性提供了一定补充。同时，全年股票市场慢牛的走势以及市场投资风格的转变亦使得证券公司自营投资表现有所改善。但监管政策的持续收紧对证券公司合规风控能力提出了更高的要求。2018 年，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策带来的全球性信用收缩，股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期有所减少，各证券公司均加快业务转型，推进非通道类业务的发展。2019 年，得益于股票市场回暖、两融规模增长，科创板落地及债市发行规模的小幅增长，证券公司营收

和利润均较去年同期显著增长。监管环境方面，资本市场全面深化改革开放给证券业带来了新的发展机遇，对证券公司综合能力要求进一步提升的同时，营收结构有望进一步优化。

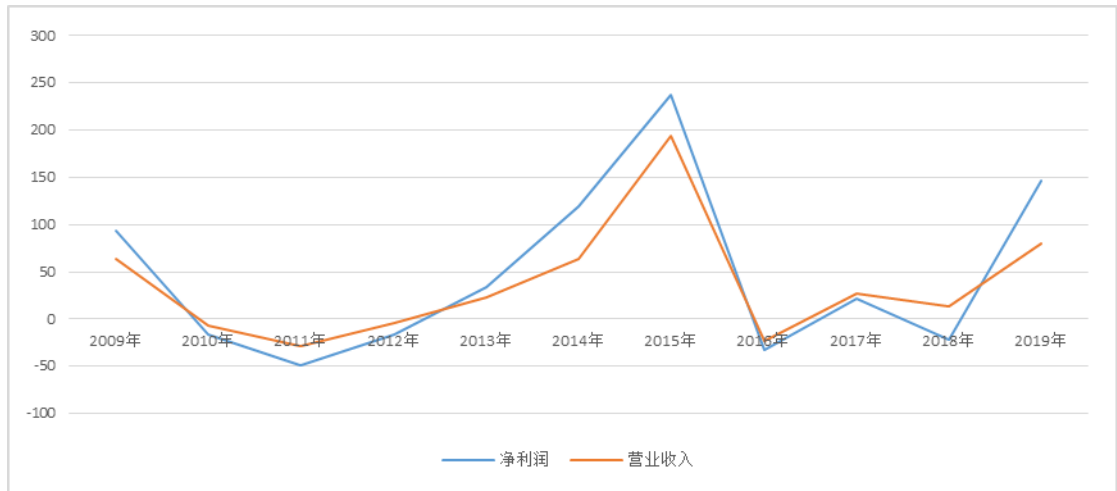
图表 5. 证券公司营业收入结构情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

2019年，股票市场回暖，A股各板块指数整体出现较大涨幅，股票交易活跃。根据Wind资讯统计，2019年末沪深A股市场累计股基交易额为136.62万亿元，较去年同期增长35.85%。债券市场交投活跃，根据Wind资讯统计，2019年末银行间和交易所债券合计成交89.03万亿元，总成交量较去年同期增长42.38%。同期，债券市场合计发行额为45.19万亿元，较去年同期发行额增长3.06%。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期明显增长。与市场景气度关联最紧密的经纪业务及自营业务收入增幅较为明显；得益于市场两融规模的增长，叠加固定收益业务持仓规模的持续增加，证券公司的利息净收入亦大幅优于前两年表现；得益于科创板落地及债市发行规模的小幅增长，投行业务收入有所回升；受托管理业务规模的下降，尤其是定向资管业务规模的减少，仍在一定程度上影响了资产管理业务的盈利水平。

图表 6. 证券业历年营业收入与净利润增幅情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

我国证券监管部门审慎推进证券市场的金融创新与对外开放。2014年起，证券市场创新步伐与开放进程有所加快，融资融券、直投业务、股指期货等创新业务与品种陆续推出，创业板成立、三板市场升级扩容，QFII 与 QDII 适用对象逐步拓宽和提高，创新为市场与机构注入了活力。2019年以来，资本市场全面深化改革开放，叠加金融行业对外开放各项举措持续推出，证券业迎来新的发展机遇。随着我国对外开放水平的提高，我国证券市场的创新度和开放度将进一步提高。

（二） 融资租赁行业环境

近年来，我国融资租赁行业处于爆发式增长阶段，市场参与者和业务规模逐年扩大。2020年1月，银保监会下发了《融资租赁业务经营监管管理暂行办法（征求意见稿）》，正在向业内征求意见。《征求意见稿》对融资租赁公司业务范围和融资渠道提出要求，制定了一系列监管指标，并要求对存量融资租赁企业进行分类并进行清理，监管环境有所收紧。

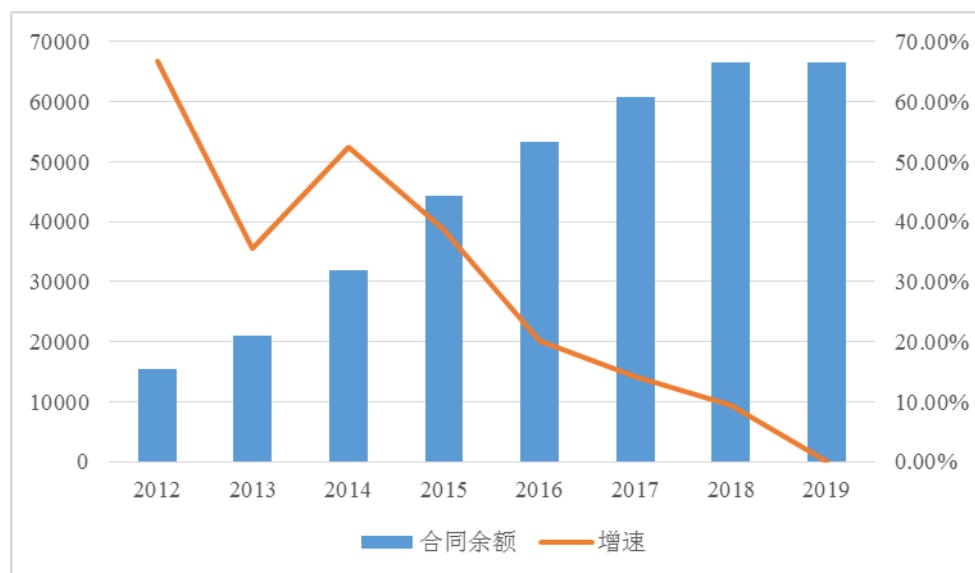
目前，我国融资租赁公司业务以售后回租为主，具有较为明显的类信贷特点，各类融资租赁公司之间竞争较为激烈。租赁公司投放资产的行业分布较为广泛，客户集中度普遍较高，不利于风险的分散。资金融通方面，我国融资租赁公司的资金主要来源于银行借款，但因融资租赁公司是持牌金融机构，其融资渠道更为广泛。随着政策层面的放开和资本市场的成熟，融资租赁公司逐步通过发行债券、资产证券化产品在资本市场进行直接融资。融资租赁公司的融资成本因信用资质的不同分化较为明显。

融资租赁行业在发达国家是与“银行信贷”、“资本市场”并驾齐驱的三大金融工具之一，在国家经济和金融体系发展中扮演着重要的角色。我国现代租赁业始于二十世纪八十年代初，主要为进口先进设备及技术提供资金。由于行业及监管结构重整，租赁业于九十年代经历了一段停滞时期。顺应中国加

入世界贸易组织的开放承诺，随着中国政府多项法律及法规政策的颁布，2004年以来，我国融资租赁行业开始步入发展正轨，并于2009年起进入快速发展阶段。2015年以来，随着国家各项扶持、鼓励融资租赁行业发展政策的出台，融资租赁行业进一步呈现爆发式增长。

近年来，在产业升级、城镇化进程的积极推进下，公共基础设施、医疗教育和交通运输等投资需求旺盛，我国租赁行业经历高速增长，2010年至2017年7年间，融资租赁合同余额年复合增速达到36.18%。但2018年以来，受行业监管体制和会计准则即将发生重大变化等因素影响，融资租赁企业数量、注册资本和租赁业务合同余额的增速明显减缓，为2006年以来的最低。根据中国租赁联盟、联合租赁研发中心和天津滨海融资租赁研究院统计，截至2019年末，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司、SPV公司和收购海外的公司）总数约为12130家，注册资本金33255.00亿元，融资租赁业务合同余额66540.00亿元。

图表 7. 全国融资租赁业合同余额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：WIND，中国租赁联盟，联合租赁研发中心，天津滨海租赁研究院

融资租赁有融资和融物相结合的特点。经过近年来的快速发展，我国融资租赁行业已经取得了较大的发展成就，行业参与主体的数量和市场容量均大幅上升，但相较于我国的总投资额而言，租赁业务的体量仍处于较低水平。与发达国家相比，国内融资租赁行业的发展仍处在初级阶段，这突出体现在两个方面，一个方面是市场渗透率较低，另一方面是业务层次不高。根据世界租赁报告的统计，截至2017年末，绝大部分发达国家融资租赁渗透率均超过10%，美国长期维持在20%以上。然而，截至2017年底，我国融资租赁渗透率为6.8%，与发达国家15%-30%的租赁渗透率相比，仍有较大的发展空间。

相较于银行、证券、保险等传统金融机构，融资租赁行业监管体系建设相对滞后，可以分为多头监管和统一监管两个阶段。在2018年4月之前，我国租赁行业的监管呈现出“一个市场、两套监管体系、三种企业准入标准”的特

征，其中银保监会¹负责金融租赁公司监管；商务部负责内资试点融资租赁公司（以下简称“内资租赁公司”）和外商投资融资租赁公司（以下简称“外商租赁公司”）的管理。两大监管体系的监管思路和监管措施呈现出明显的差异。金融租赁公司的监管主要依据是《金融租赁公司管理办法》，对内资和外资融资租赁的监管的法律依据主要是商务部 2013 年 9 月 18 日发布的《融资租赁企业监督管理办法》（商流通发[2013]337 号）。相较银监会监管系统而言，商务部对各类融资租赁公司的监管相对宽松，且随着“简政放权”的推进，相关审批流程不断简化，准入标准相应下降。

为了有效防范和化解融资租赁行业风险隐患，减少监管套利空间，2018 年 5 月，商务部发布《关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》（商办流通函[2018]165 号），将制定融资租赁公司经营和监管规则的职责划归银保监会。至此，融资租赁公司统一归口监管，但基于监管效率和成本上的考虑，除金融租赁公司继续直接由中央金融管理部门或其派出机构监管外，外商租赁公司和内资租赁公司将由地方金融监管部门实施监管。

2020 年 1 月，为引导融资租赁公司合规经营，明确市场定位，落实监管责任，强化监督管理，促进融资租赁行业规范发展，银保监会下发了《融资租赁业务经营监督管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），正在向社会公开征求意见。《征求意见稿》对融资租赁公司业务范围和融资渠道提出要求，制定了一系列监管指标，主要包括融资租赁公司风险资产总额不得超过净资产的 8 倍，对单一承租人的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的 30%；单一集团的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的 50%；对一个关联方的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的 30%；对全部关联方的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的 50%；对单一股东及其全部关联方的融资余额不得超过该股东在融资租赁公司的出资额，且应同时满足本办法对单一客户关联度的规定等。征求意见稿的发布，将对融资租赁公司的业务、盈利等方面产生较大影响。

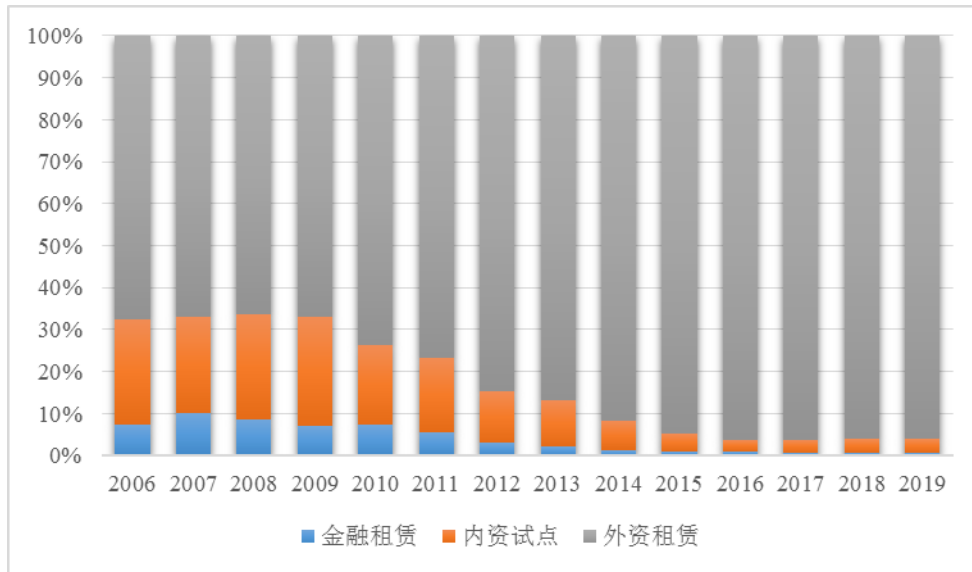
除对租赁公司的融资渠道和监管指标提出要求外，《征求意见稿》还要求对存量的融资租赁公司进行分类清理。《征求意见稿》要求地方金融监管部门按照经营风险、违法违规情形将辖内融资租赁公司划分为正常经营、非正常经营和违法违规经营等三类，并提出分类处置意见。

由于设立门槛与监管要求存在一定差异，目前各类租赁公司发展存在一定的不均衡性。其中，金融租赁公司数量较少，且由于审批较严，增速相对较慢。内资租赁公司增速较为平稳，2017 年以来，随着相关审批权限的下放，数量增幅较为明显。外商租赁公司由于设立门槛相对较低，数量占比最高，发展速度最快；但部分企业也存在无实际开展业务、违法经营等问题。截至 2019 年 6 月末，金融租赁公司、内资租赁公司和外商租赁公司数量占比分别

¹原银监会

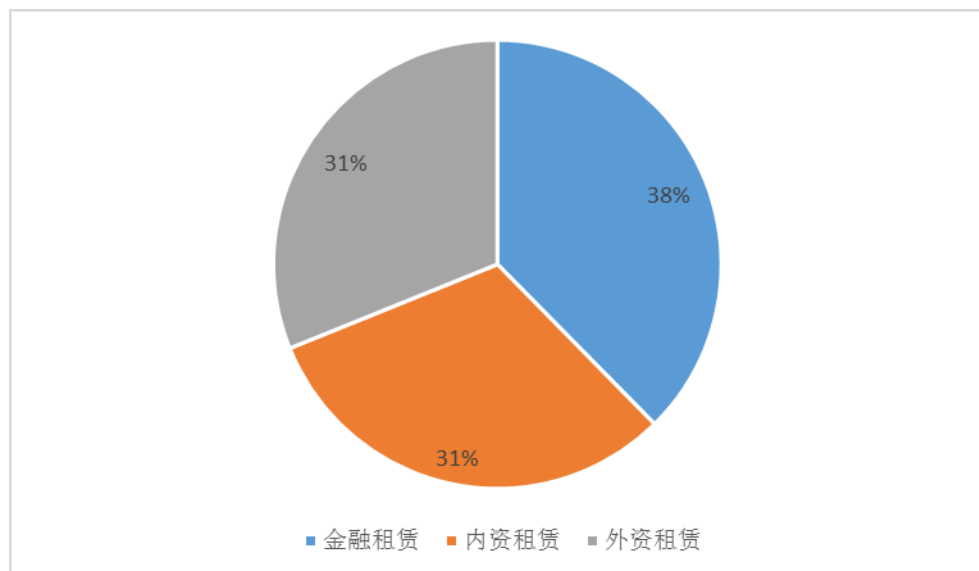
为 0.58%、3.37% 和 96.04%。然而在实际业务量方面，金融租赁公司业务规模占比却最高，外商租赁公司的业务规模占比并未因公司数量的大幅增长而提升。以租赁合同余额为例，截至 2019 年末，金融租赁、内资租赁和外商租赁三类租赁公司租赁合同余额占比分别为 37.62%、31.27% 和 31.11%。整体来看，租赁公司竞争格局呈现出金融租赁公司数量少但业务体量较大、外商租赁公司数量和业务量占比明显不匹配的特点。

图表 8. 三类融资租赁公司家数占比（单位：%）



资料来源：中国租赁联盟，联合租赁研发中心，天津滨海融资租赁研究院，新世纪评级整理

图表 9. 2019 年末三类融资租赁合同余额占比（单位：%）



资料来源：中国租赁联盟，联合租赁研发中心，天津滨海融资租赁研究院，新世纪评级整理

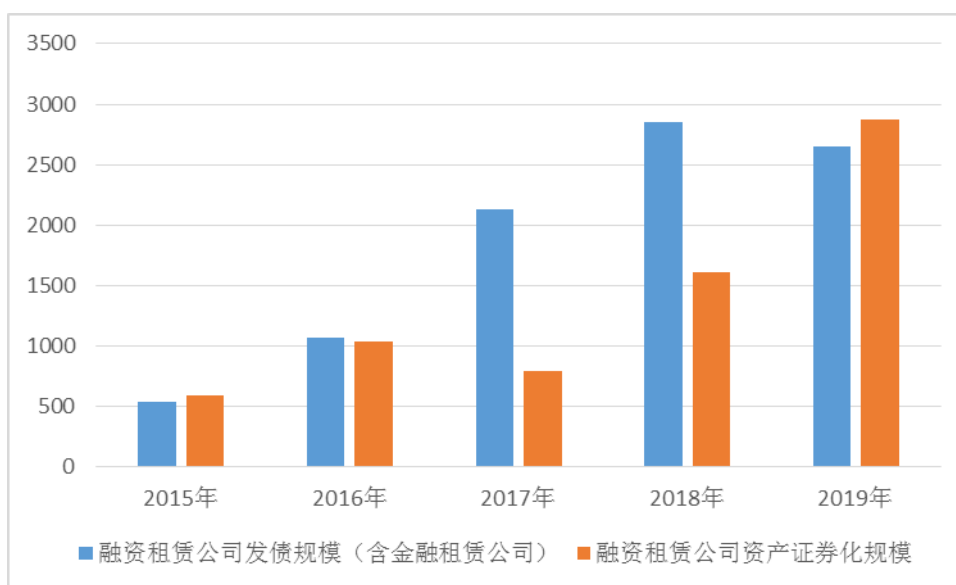
目前，国内融资租赁公司主要从事融资租赁业务。业务模式以售后回租为主，“类贷款”特征明显。为实现利润最大化，经营贷款或“类贷款”业务

的公司普遍有做大规模、下沉客户层级、加大期限错配程度的冲动。此外，由于行业监管相对宽松，产能过剩行业、融资平台公司等融资受限的主体转向融资租赁公司融资。由于类信贷业务主要是向承租人提供资金，最主要的竞争力为利率水平，我国各类背景的融资租赁公司业务差异化程度相对较低，且融资租赁公司多为全国范围内展业，竞争较为激烈。业务投放方面，融资租赁业务投放领域较为广泛，包括交通运输、仓储和邮政业、能源行业、基础设施及不动产行业、通用机械设备行业、工业装备行业、医疗制药行业和建筑工程行业等等，不同行业收益率差异较大。此外，由于大部分租赁公司人员相对精简，杠杆水平相对较高，融资租赁公司客户集中度相对较高，不利于风险的分散。

国内融资租赁公司的资金主要来源于银行贷款等传统融资方式。各类融资租赁公司因资源禀赋不同，融资渠道存在一定差异。金融租赁公司因持有金融牌照，根据《金融租赁公司管理办法》，进行同业拆借等业务，且由于金融租赁公司信用资质普遍强于商业租赁公司，其融资渠道较一般商业租赁公司更为广泛。直接融资方面，随着政策层面的放开和资本市场的成熟，融资租赁公司的融资渠道逐步多元化：2009年8月，中国人民银行和银监会共同发布公告，允许合格的金融租赁公司在银行间债券市场发行金融债券；而其他融资租赁公司纷纷通过公开发行股份并上市、国内发行债券、赴香港发行人民币点心债、发行资产管理计划、进行境外借款以及与信托公司合作等多种方式获取资金，支持业务高速发展。其中，2014年以来，随着国内债券市场的高速发展，直接融资渠道已成为融资租赁公司重要的融资方式。据Wind统计，2016-2019年国内融资租赁公司（含金融租赁公司）债券发行规模²分别为1071.30亿元、2130.10亿元、2849.72亿元和2653.80亿元（其中金融租赁公司债券发行规模分别为280.00亿元、519.00亿元、903.00亿元和648.00亿元）。此外，以租赁租金为基础资产的资产证券化产品规模亦呈现井喷状态，2016-2019年，发行规模分别为1035.23亿元、793.21亿元、1603.81亿元和2874.62亿元，分别占同期企业资产证券化规模的22.13%、9.99%、8.01%和6.10%。随着融资渠道的扩宽，融资租赁公司负债管理工具进一步丰富。但是也需要关注到，近年来，在我国金融供给侧改革逐步推进的背景下，类金融行业面临的监管环境正在逐步收紧，未来，融资租赁公司面临的流动性管理难度或将进一步加大。

²不含资产证券化产品

图表 10. 融资租赁公司债券与资产证券化证券存量规模持（单位：亿元）



资料来源：WIND，新世纪评级整理

融资成本方面，由于大部分金融租赁公司股东背景较强，注册资本金和业务规模相对较大，信用资质相对较好，融资成本低于商业租赁公司。对于非持牌的商业租赁公司，根据股东背景、资本金规模、业务体量、业务投向、风控能力和盈利状况等因素，融资成本会有较为显著的差异。

2. 业务运营

华宝投资本部主要开展长期股权投资业务和中短期投资业务，并分别通过并表子公司华宝证券和华宝租赁开展证券服务业务和融资租赁业务。公司审慎开展股权投资业务，已投资项目资质相对较好。近年来，在严监管和市场趋紧的背景下，公司中短期投资规模有所波动，且部分投向关联公司发行的金融产品。此外，根据中国宝武资产重组方案，华宝信托 98% 股权将无偿划转至公司；同时，因机构及职责调整，对应中国太保股权所产生的权益均由中国宝武享有，中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核，对中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。资产重组及其进度将对公司未来业务、负债结构、盈利水平和盈利结构产生重大影响。

华宝投资主要业务为投资及咨询业务，包括长期股权投资业务和短期证券投资业务，此外，公司通过其并表子公司华宝证券从事证券经纪、咨询、投行等证券服务业务，通过其并表子公司华宝租赁从事融资租赁业务。2018 年，公司投资收益主要包括投资各类金融资产获取的收益。

根据中国宝武资产重组方案，中国宝武所持 98% 华宝信托股权将无偿划转给华宝投资，同时，因机构及职责调整，对应中国太保股权所产生的权益

均由中国宝武享有，中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核，对中国太保投资产生的收益也不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。一方面，华宝信托划转后，公司将新增信托相关业务，但目前划转进度存在不确定性。另一方面，对中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。2018年，公司投资收益为9.49亿元，同比下降62.39%，净利润为1.99亿元，同比下降91.48%。此项资产重组将对公司的业务模式、负债结构、盈利水平和结构产生重大影响。

1、长 期 股 权 投 资

股权投资方面，华宝投资能对投资企业有重大影响的有2家，分别为四源合股权投资管理有限公司（以下简称“四源合”）和上海欧冶金融服务股份有限公司（以下简称“欧冶金融”）。

图表 11. 华宝投资长期股权投资情况（单位：亿元，%）

公司名称	账面价值	注册资本	持股比例	成立时间
四源合股权投资管理有限公司	0.69	10.00	25.00	2017.07
上海欧冶金融服务股份有限公司	3.63	14.00	25.00	2015.02

资料来源：华宝投资（截至2019年末）

法兴华宝汽车租赁（上海）有限公司（以下简称“法兴华宝”）成立于2009年，为华宝投资和ALD国际控股有限公司共同出资组建的汽车租赁公司。ALD国际控股有限公司为法国兴业银行全资子公司，是欧洲最大的汽车金融租赁品牌之一。2019年，公司与ALD国际控股有限公司、南京领行汽车服务有限公司（以下简称“南京领行”）签署产权交易合同，约定公司和ALD国际控股有限公司将其持有的法兴华宝的100%股权（其中公司与ALD国际控股有限公司分别持股50%）通过上海联合产权交易所转让给南京领行，转让价格为25200万元（其中公司持有的股权对应的转让价款为12600万元）。截至2019年末，公司已收到转让款12600万元。2020年1月，公司完成对法兴华宝股权转让工商变更，将持有的法兴华宝股权转让变更至南京领行。

欧冶金融成立于2015年，系由华宝投资和欧冶云商股份有限公司（以下简称“欧冶云商”）共同出资组建的金融服务公司。欧冶云商，是中国宝武于2015年2月整合原有钢铁电子交易相关资源，依托互联网、物联网、大数据、移动互联等技术打造的生态型钢铁服务平台。截至2019年末，欧冶金融资产总额26.24亿元，净资产15.25亿元，当年实现营业收入1.76亿元，净利润-0.24亿元。

四源合成立于2017年7月，是由WL ROSS&Co.LLC、华宝投资、中美绿色东方投资管理有限公司和深圳市招商平安资产管理有限责任公司共同出资设立的，注册资本10.00亿元，公司持有其25%股权。四源合作为中国第一支钢铁产业结构调整基金——四源合钢铁产业结构调整基金的普通合伙人（GP），致力于助力中国钢铁行业去除过剩产能、出清僵尸企业、加快兼并重

组、提高产业集中度、实施混合所有制改革、推动新型国际产能合作，从而有效释放行业存量资产资源并优化高效配置。截至 2019 年末，四源合的资产总额为 2.99 亿元，净资产为 2.75 亿元，当年实现净利润为 56.30 万元。

除上述三家联营或合营企业外，华宝投资持有中国太保 14.17% 的股份，但受中国宝武资产重组影响，未来，股权对应的派出董、监事人推荐权、重大事项表决权和处置权等权利均由中国宝武行使，公司不再享受中国太保股权所产生的权益，因此，2017 年末，公司将所持中国太保的长期股权投资转入其他流动资产核算，2018 年起，中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核，中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。截至 2019 年末，公司所持中国太保股权的账面价值为 184.56 亿元。

中国太保成立于 1991 年 5 月 13 日，是我国成立较早的综合性保险公司，并分别于 2007 年和 2009 年在上海证交所和香港联交所成功上市，主要股东有香港中央结算（代理人）有限公司、华宝投资有限公司、申能（集团）有限公司、上海海烟投资管理有限公司和上海国有资产经营有限公司等。中国太保综合实力较强，在国内保险行业具有较突出的市场地位。2019 年末，中国太保总资产为 15283.33 亿元，归属于上市公司股东的净资产为 1784.27 亿元。

图表 12. 中国太保盈利情况（单位：亿元）

类别	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	3198.09	3543.63	3854.89
其中：保险业务收入	2816.44	3218.95	3475.17
投资收益	519.46	534.77	677.62
营业支出	2987.86	3261.08	3574.22
其中：退保金	101.68	126.41	111.04
赔付支出	947.86	1072.16	1285.41
提取保险责任准备金	1055.58	1050.78	1227.76
营业利润	210.23	282.55	280.67
归属母公司股东的净利润	146.62	180.19	277.41
华宝投资当期按权益法确认的投资收益	20.78	-	-

资料来源：中国太保年度报告

此外，华宝投资还对中石油管道有限责任公司（以下简称“中管道”）等开展股权投资，此类投资中，公司对于被投资企业无重大影响，故计入可供出售金融资产项下。截至 2019 年末，公司该类股权投资金额为 32.72 亿元，占可供出售金融资产比重为 89.03%。

图表 13. 华宝投资本部可供出售金融资产中股权类投资情况（单位：亿元，%）

公司名称	账面价值	注册资本	持股比例	成立时间
中石油管道有限责任公司 ³	21.61	800.00	0.88	2015.11
中国船舶重工股份有限公司	7.34	228.79	0.58	2008.03
上海祺澳投资中心（有限合伙）	1.06	-	8.89	2016.04
其他	2.71	-	-	-
合计	32.72	-	-	-

资料来源：华宝投资（截至 2019 年末）

2、中短期投资

华宝投资利用自有资金和部分融资资金在证券市场从事中短期金融产品投资，投资范围包括股票、债券、基金、信托计划和银行理财产品等。2017 年年中，公司开展部门架构改革，原权益投资部下属权益投资部和量化投资部被撤销，下沉部分投资人员到华宝证券、华宝信托和华宝股权等关联机构，部分人员转入资本运作，部分人员离职。机构调整后，公司中短期投资主要由资本运作负责，主要开展大类资产配置，以 FOF 模式开展金融资产投资业务。

2019 年末，华宝投资以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产（包括交易性金融资产）为 89.41 亿元，占公司总资产*的比重为 16.66%，主要投向为资管计划信托计划和基金，其中，信托计划和资管计划底层多为债券和股票等标准化产品。2019 年末，公司可供出售的金融资产（剔除股权投资部分）余额为 13.28 亿元，占公司总资产*的比重为 2.47%，包括以公允价值计量的权益工具 9.25 亿元，债务工具 4.03 亿元；其他债权投资余额为 52.03 亿元，占公司总资产*的比重为 9.69%，包括 3.83 亿元国债，2.58 亿元地方债，7.99 亿元金融债和 37.62 亿元企业债。公司债券投资主要来自华宝证券自营业务。截至 2019 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中城投债占比 44.01%，公司债等占比 4.52%；按评级分类，AAA 级债券占比 48.62%，AA+级债券占比 20.93%，AA 级债券占比 30.46%。可供出售金融资产中城投债占比 68.61%，政策性银行债占比 15.36%，公司债等占比 0.37%；按评级分类，债项评级 AAA 占比 15.84%，AA+占比 6.69%，AA 占比 54.75%。

华宝投资部分中短期投资投向关联公司的金融产品，或由本部委托子公司或关联公司进行投资。2019 年末，公司投资于华宝信托旗下信托产品本金为 40.35 亿元，公允价值变动及全年实现的投资收益合计 4.67 亿元，减值准备 0.5 亿；投资于华宝基金旗下委托理财产品及基金产品本金为 5.87 亿元，公允价值变动及全年实现的投资收益合计 0.37 亿元；投资于华宝证券旗下资

³ 2015 年 12 月 24 日，根据《中国石油天然气股份有限公司 2015 年第八次董事会会议决议公告》（临 2015-034），中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）全资子公司中油管道以现金为对价收购中石油和其他转让方各自持有的中石油东部管道有限公司、中石油管道联合有限公司和中石油西北联合管道有限公司全部股权。截至本评级报告出具日，此次收购已完成工商变更，中油管道注册资本由 0.50 亿元增至 800 亿元，公司持有中油管道 0.88% 的股权。

管计划本金为 14.54 亿元，公允价值变动及全年实现的投资收益合计为 0.5 亿元；投资于华宝股权旗下私募股权投资基金产品本金为 5 亿元，公允价值变动及全年实现的投资收益合计为 1.56 亿元。在资本市场震荡、固定收益产品信用事件频发的环境下，公司未来面临的投资业务风险加大。

图表 14. 华宝投资中短期资产金额及占比情况（单位：亿元，%）

类别	2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比
货币资金*	6.42	1.31	17.20	3.20
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	70.68	14.44	66.84	12.45
债务工具投资	65.39	13.36	60.74	11.32
权益工具投资	5.29	1.08	6.10	1.14
交易性金融资产	22.27	4.55	22.57	4.21
债务工具投资	20.21	4.13	15.84	2.95
权益工具投资	2.06	0.42	6.74	1.26
债权投资（定期存单）	-	-	9.98	1.86
其他债权投资	49.65	10.15	52.03	9.69
其他权益工具投资（股票）	5.53	1.13	0.93	0.17
可供出售金融资产(剔除股权投资部分)	15.18	3.10	13.28	2.47
其中：可供出售债务工具	4.18	0.85	4.03	0.75
按公允价值计量的可供出售权益工具	11.00	2.25	9.25	1.72
合计	169.73	34.69	182.83	34.07

资料来源：华宝投资

注 1：以上资产占比均为其占总资产*的比例，总资产*为总资产剔除代理买卖证券款及代理承销证券款后的值

注 2：以上数据采用新金融工具准则

3、证券业务

证券经纪及自营业务方面，华宝投资通过并表子公司华宝证券从事证券业务。华宝证券成立于 2002 年 3 月，总部位于上海，注册资金 15 亿元。2015 年 4 月，华宝证券注册资本增至 40.00 亿元。华宝证券业务规模较小，近年来营业收入和净利润在行业内排名中下游。截至 2019 年末，华宝证券在全国设有 2 家分公司和 25 家营业部。

从财务数据来看，2019 年，华宝证券总资产*占华宝投资合并报表总资产的比重有所下降。利润方面，近年来，华宝证券营业收入受资本市场环境影响波动下行，但波动幅度小于行业总体水平。2019 年，华宝证券实现营业收入 6.91 亿元，净利润 1.22 亿元，盈利水平有所提升。近年来，在资本市场持

续震荡的环境下，华宝证券证券投资规模在 2017 年达到峰值后有所回落，仍以固定收益投资占比居高；近两年来，得益于债券收益率阶段性上行和股指回升的交替作用，华宝证券证券业务收益呈现递增趋势。2019 年末，华宝证券的总资产*为 122.03 亿元，所有者权益为 45.80 亿元。

图表 15. 华宝证券财务情况（单位：亿元，%）

类别	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产*	134.34	26.34	121.07	24.73	122.03	22.74
所有者权益	49.03	20.05	45.56	19.80	45.80	19.69
净利润	0.33	1.42	0.48	24.15	1.22	8.38

资料来源：华宝投资

注：占比为华宝证券总资产*/华宝投资总资产*×100%

4、融资租赁业务

华宝投资主要通过控股子公司华宝租赁开展融资租赁业务。华宝租赁成立于 2017 年 2 月，由华宝投资、宝钢香港投资有限公司（以下简称“宝钢香港”）和上海都鼎企业管理中心（有限合伙）共同出资成立（以下简称“上海都鼎”），主要从事融资租赁业务、租赁业务、向国内外购买租赁财产、租赁交易咨询和担保和从事与主营业务有关的商业保理业务等。2018 年 7 月 23 日，华宝投资、宝钢香港、舟山市国有资产投资经营有限公司（以下简称“舟山国资”）分别向华宝租赁注资 5.03 亿元、2.50 亿元和 2.47 亿元，截至 2019 年末，注册资本增至 13.00 亿元，华宝投资、宝钢香港、舟山国资、上海都鼎分别持有华宝租赁 54.80%、25.00%、19.00% 和 1.20% 股份。

截至 2019 年末，华宝租赁的总资产为 88.61 亿元，所有者权益为 15.43 亿元，应收融资租赁款净额为 78.79 亿元，当年实现营业收入 5.41 亿元，净利润 1.42 亿元。

华宝租赁业务开展时间较短，截至 2019 年末，公司应收融资租赁款主要投向公共事业、医疗、能源和文化旅游等行业，期末应收融资租赁款净额为 78.79 亿元，尚未发生逾期，减值准备余额为 0.81 亿元。

图表 16. 华宝租赁应收融资租赁款行业分布情况（亿元）

行业	2018 年末		2019 年末	
	项目个数	应收融资租赁款净额	项目个数	应收融资租赁款净额
公用事业	27	13.86	76	44.93
航运	2	0.40	-	-
建设	2	0.79	-	-
教育	3	1.62	3	1.22
医疗	31	11.21	45	9.92

行业	2018 年末		2019 年末	
	项目个数	应收融资租赁款净额	项目个数	应收融资租赁款净额
交通运输	2	0.99	17	3.04
能源	1	0.57	15	9.49
文化旅游	12	7.87	32	8.69
制造业	-	-	2	1.50
合计	80	37.31	190	78.79

资料来源：华宝投资

图 表 17. 华宝租赁应收融资租赁款期限分布情况（亿元）

期限	2018 年末		2019 年末	
	项目个数	应收融资租赁款净值	项目个数	应收融资租赁款净值
1 年以内（含）	0	0.00	1	1.35
1-3 年（含）	17	7.10	73	24.57
3-5 年（含）	62	30.06	115	47.04
5 年及以上	1	0.15	1	5.83
合计	80	37.31	190	78.79

资料来源：华宝投资

注：因租金分期收取，此处仅为 1 年以内（含）需要收取的租金，无一年到期的项目

华宝租赁主要收取融资租赁利息收入及一次性收取咨询费和手续费收入获得收益。2019 年，华宝租赁实现营业收入 5.41 亿元。

管理

中国宝武持有华宝投资 100% 股权，为华宝投资的控股股东，公司产权结构清晰，股东背景较好。公司严格按照有关法律、法规的要求，建立并不断完善公司治理结构，强化内部管理，规范经营运作，目前已形成较为完善的公司治理结构。

华宝投资为中国宝武的全资子公司，产权结构清晰，公司产权状况详见附录一。

中国宝武前身为宝山钢铁（集团）公司，成立于 1992 年 1 月，后经国务院批准，以宝山钢铁（集团）公司为主体，联合重组上海冶金控股（集团）公司和上海梅山（集团）有限公司并更名为宝钢集团有限公司。2016 年 11 月，经国务院国有资产监督管理委员会（“国务院国资委”）批准，宝钢集团和武汉钢铁（集团）公司联合重组成立中国宝武钢铁集团有限公司。

中国宝武旗下有宝钢股份、八一钢铁、宝信软件、韶钢松山等多家上市企业，并确定了以钢铁产业为基础，相关产业协同发展的发展战略，即打造以绿色精品智慧的钢铁产业为基础，新材料、现代贸易物流、工业服务、城

市服务、产业金融等相关产业协同发展的格局，是国有资本投资公司试点企业。经过 30 多年发展，中国宝武在世界钢铁行业保持领先地位。2017 年，中国宝武连续第十四年进入美国《财富》杂志评选的世界 500 强榜单，位列第 204 位，在全球钢企中排名第二。截至 2019 年末，中国宝武的注册资本为 527.91 亿元，总资产为 8621.94 亿元，所有者权益 4181.32 亿元。2019 年，中国宝武实现营业收入 5522.06 亿元，净利润 295.99 亿元，华宝投资的股东背景较好。

华宝投资的主要关联企业包括公司的控股股东，公司下属控股和参股子公司，以及最终受同一股东控制的企业。截至 2019 年末，公司的关联交易主要为子公司华宝证券与关联方的证券手续费及佣金收入、公司持有华宝信托和华宝基金发行的金融产品等。2018 年末，公司持有的华宝信托、华宝基金和华宝证券金融产品投资本金合计为 29.63 亿元，并确认公允价值变动和投资收益-0.58 亿元。此外，公司为华宝信托的信托计划提供担保，截至 2019 年末，实际担保余额为 0.97 亿元。

华宝投资严格按照《中华人民共和国公司法》和其他有关法律、法规和规章制度的规定，不断完善公司治理结构，强化内部管理，规范公司经营运作。《华宝投资有限公司章程》规定了股东的权利和义务，设立董事会、监事会和经营管理机构，形成决策、监督和执行相分离的管理体系。

华宝投资设董事会，其成员为七人。董事会包括一名公司职工代表，由公司职工民主选举产生。董事会设董事长一人，由股东从董事会成员中指定。董事的任期每届为三年。非由职工代表担任的董事任期届满，经股东连续委派可以连任。董事会中的职工代表经公司职工民主选举，连选可以连任。董事会会议应有三分之二以上的董事出席方可举行。董事会决议的表决，实行一人一票。董事会决议应经全体董事会成员过半数同意后生效。

华宝投资设监事会，其成员为三人。监事会成员中包括一名公司职工代表，由公司职工民主选举产生。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事的任期每届为三年，非职工监事任期届满，经股东连续委派可以连任；监事会中的职工代表经公司职工民主选举，连选可以连任。监事会每年度至少召开一次会议。监事会会议应有三分之二以上的监事出席方可举行。监事会决议的表决，实行一人一票。监事会决议应当经过半数监事通过后生效。

华宝投资根据自身经营特点，建立了现有组织架构，并在财务管理、业务管理、风险管理、重大事项决策、子公司管理等方面建立了一系列管理制度。公司组织架构详见附录一。

财务管理制度方面，华宝投资制定了包括经营预算、资金管理、财务收入管理、成本费用管理、财产管理、资金余缺管理、财务报告等方面内容的《华宝投资有限公司财务管理制度》。为提高公司资金营运效率，保障资金安全，规范资金管理，建立统一、高效、合理的资金管控流程，公司制定了《华

宝投资有限公司资金管理办法》，对资金管理分类、资金划拨的审批权限、资金管理信息、银行帐户管理、划款凭据的管理等方面作出了详细的规定。

业务管理制度方面，华宝投资制定了《华宝投资有限公司自有资金运作管理办法》、《华宝投资有限公司股权投资业务管理办法》、《华宝投资有限公司股权投资业务操作流程》、《华宝投资有限公司量化投资业务管理办法》和《华宝投资有限公司自有资产固定收益投资业务管理办法》等制度，以规范相关业务的业务操作程序、操作流程，对业务管理，风险管控等方面作出了详细规定。

风险管理制度方面，华宝投资制定了《内部风险控制规定》、《华宝投资有限公司合同管理制度》和《华宝投资有限公司法律事务管理制度》等制度，对风险控制的目标和原则、内部风险控制的基本要求、内部风险控制制度的主要内容等方面作出了详细的规定。

投资业务方面，投资决策委员会是华宝投资负责投资业务的决策机构。设主席一名，负责投资决策委员会的领导工作；设执行委员一名，负责公司证券投资业务的日常工作，检查和监督投决会决议的执行，评估投资绩效，并根据市场变化对证券投资有相机决策权。此外，公司制定了《授权管理办法》，梳理了授权层级，从绝对额和相对比例两个角度，细化了不同种类业务限额，以规范投资业务，切实防范各类业务风险。

对子公司的管理方面，华宝投资制订了《子公司重大事项决策程序流程》，对子公司重大事项决策程序等方面做出了详细的规定；并制定了华宝证券董事会职权事项专门列表，对相关事项领域的决策机构和处理部门等方面作出了详细的规定。

财务

2018 以来，华宝投资利润主要来自中短期持有各类金融产品产生的投资收益及公允价值变动损益。根据中国宝武资产重组方案，公司虽继续持有中国太保股权，但所持中国太保股权产生的权益均由中国宝武享有，中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核，对中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。在华宝信托股权划转落地后，公司营业收入及盈利能力将得到一定补充，但由于实际划转进度存在不确定性，对公司未来财务表现构成重大影响。总体来看，资产重组及其实施进度将对公司盈利水平和盈利结构产生重大影响。此外，在金融去杠杆和资本市场不确定性增加的背景下，公司中短期投资业务面临的风险有所上升。2017 年以来，受资产重组及太保会计科目调整影响，公司资产负债率上升较快。2019 年以来，随着融资租赁业务融资需求的增长，公司有息债务有所上升。目前公司高流动性资产规模较大，对短期债务和有息债务实

现较好覆盖。

1. 公司财务质量

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对华宝投资的 2017-2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。公司在历次审计检查中未发现重大问题、未出现重大资产损失，未接受过通报、批评等情况。

截至 2019 年末，华宝投资总资产为 561.63 亿元，所有者权益 232.55 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 217.86），2019 年实现营业总收入 13.47 亿元，投资收益 15.87 亿元，净利润 14.56 亿元。

华宝投资主要从事股权、金融产品等投资业务，并通过控股子公司华宝证券有限责任公司从事证券服务业务；通过控股子公司华宝都鼎（上海）融资租赁有限公司从事融资租赁业务。

华宝投资 2019 年将 20 项结构化主体纳入合并报表范围，其中，7 项结构化主体为由华宝证券作为管理人的资产管理计划，8 项结构化主体由华宝信托作为管理人的信托计划，2 项结构化主体由华宝股权作为管理人的股权投资基金，1 项华宝证券持有的由华鑫证券作为管理人的资产管理计划，2 项结构化主体为由华宝基金作为管理人的资产管理计划。截至 2019 年末，结构化主体年末资产总额为 27.25 亿元，负债总额为 0.11 亿元。

图表 18. 华宝投资纳入合并范围子公司情况（单位：亿元，%）

公司名称	简称	持股比例	注册资本	主营业务	成立时间
华宝证券有限责任公司	华宝证券	83.07	40.00	证券经纪、自营、资产管理、投资咨询，融资融券等证券相关业务	2002.03
华宝都鼎（上海）融资租赁有限公司	华宝租赁	54.80	13.00	融资租赁业务	2017.02
华宝（上海）股权投资基金管理有限公司	华宝股权	100.00	0.20	股权投资管理、投资管理和资产管理等业务	2016.12

资料来源：华宝投资（截至 2019 年末）

2. 公司盈利能力

2017-2019 年，华宝投资分别实现营业利润 24.76 亿元、1.87 亿元和 17.46 亿元，其中投资收益占比较高。

图表 19. 华宝投资利润构成情况（单位：亿元）

类别	2017 年	2018 年	2019 年
营业总收入	7.55	8.21	13.47
营业总成本	11.45	15.15	15.46
投资收益	25.22	9.49	15.87

类别	2017年	2018年	2019年
公允价值变动收益	3.24	-0.77	4.55
营业利润	24.76	1.87	17.46
营业外收入	0.02	0.08	0.11
营业外支出	1.10	0.03	0.03
利润总额	23.68	1.92	17.55

资料来源：华宝投资

2018年，由于华宝投资所持中国太保股权产生的权益均由中国宝武享有，中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核，对中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有，受此影响，2018年以来，公司长期股权投资确认的投资收益大幅下降。公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产主要投向货币基金、债券和股票，2019年，由于公司本部和结构化主体处置了多个基金和理财产品，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产投资收益为5.03亿元，较上年大幅增加。此外，2019年公司获得四源合(上海)钢铁产业股权投资基金中心(有限合伙)投资退伙收益9亿元，受此影响，当年公司可供出售金融资产投资收益为10.21亿元，较年初大幅增加，带动总投资收益上升。在资本市场震荡、固定收益产品信用事件频发的环境下，公司未来面临的投资业务风险将有所上升。

图表 20. 华宝投资的投资收益构成（单位：亿元，%）

类别	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
以公允价值计量且变动计入当期损益金融资产投资收益	-1.31	-5.21	2.14	22.55	5.03	31.68
可供出售金融资产投资收益	5.97	23.66	6.31	66.49	10.21	64.33
持有至到期投资收益	0.08	0.32	0.65	6.85	-	-
长期股权投资收益	20.81	82.52	0.45	4.74	-0.08	-0.49
交易性金融资产投资收益					0.19	1.21
其他权益工具投资收益					0.12	0.78
其他债权投资处置收益					0.40	2.49
其他	-0.33	-1.29	-0.06	-0.63	0.00	0.00
合计	25.22	100.00	9.49	100.00	15.87	100.00

资料来源：华宝投资

3. 公司偿债能力

1. 债务分析

偿债能力方面，华宝投资资本实力较强。2017 起，受所持中国太保股权的会计科目调整和有息债务融资增加的影响，公司股东权益有所下降，总负债大幅上升。2017-2019 年末，公司股东权益分别为 244.55 亿元、229.92 亿元和 232.55 亿元，总负债*分别为 265.43 亿元、259.41 亿元和 304.14 亿元。2017-2019 年末，公司的资产负债率*分别为 52.05%、53.01%和 56.67%。

华宝投资有息债务由应付债券、长期应付款、长期借款、卖出回购金融资产款、短期借款、应付短期融资款、拆入资金和长期收益凭证构成，2019 年末，公司有息债务总额为 213.71 亿元，较年初增加 45.89 亿元，主要是融资租赁业务融资需求上升所致。

图表 21. 华宝投资有息债务构成情况（单位：亿元）

类别	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期借款	19.78	13.16	14.34
拆入资金	7.03	6.60	12.06
卖出回购金融资产款	51.78	44.62	37.99
长期借款（含一年内到期的长期借款）	34.89	46.34	40.73
应付债券（含一年内到期的应付债券）	39.95	39.97	67.55
应付短期融资款	20.85	17.13	17.94
长期收益凭证	-	-	1.53
长期应付款（含一年内到期的长期应付款）	-	-	21.57
合计	174.28	167.82	213.71

资料来源：华宝投资

公司过往债务履约情况

根据华宝投资提供的 2020 年 3 月 20 日《企业信用报告》，公司无违约情况发生。

或有负债

根据华宝投资审计报告，2016 年 7 月，公司将关联方华宝信托原担保金额上限由 12.00 亿元调整为 2.00 亿元人民币，截至 2019 年末，实际担保余额为 0.97 亿元。此外，截至 2019 年末，公司对子公司华宝证券实际担保余额为 10 亿元，对子公司华宝租赁两笔担保实际担保余额分别为 5.17 亿元和 8.56 亿元。

2. 现金流分析

2017-2019 年，华宝投资经营活动产生的现金流量净额分别为-44.19 亿元、

-13.87 亿元和-29.78 亿元。公司 2017 年经营活动产生的现金流量净额为负，主要是子公司华宝证券投资金融资产规模变大，以致现金净流出增多所致。2018 年，公司经营性现金流净额为-13.78 亿元，主要是子公司华宝租赁的融资租赁业务扩展，以及受证券市场行情影响，子公司华宝证券经纪业务所涉及的代理买卖证券款流出增加所致。2019 年，随着子公司华宝租赁融资租赁业务的持续扩展，公司经营活动现金净流出继续增加，当年经营性现金流净额为-29.78 亿元。

2017-2019 年，华宝投资投资活动产生的现金流量净额分别为-17.14 亿元、41.38 亿元和 19.31 亿元。公司投资活动产生的现金流量净额呈波动趋势，主要原因是公司的投资行为具有滚动操作的特点，不同投资项目或标的的投资期限、收益分配时点及投资收益确认时点分布不均，且发行人会根据金融市场行情制定及调整投资策略，从而增加或减少金融资产配置。

2017-2019 年，华宝投资筹资活动产生的现金流量净额分别为 18.65 亿元、-32.51 亿元和 22.32 亿元。公司筹资活动产生的现金流量净额总体呈波动趋势。

3. 资产质量分析

2017-2019 年末，华宝投资总资产*分别为 509.99 亿元、489.33 亿元和 536.70 亿元，主要由其他债权投资、长期应收款、可供出售金融资产、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产、交易性金融资产及其他流动资产构成。2017 年公司将中国太保股权由长期股权投资转入其他流动资产核算，其他流动资产占比快速上升。同期，由于并表子公司华宝证券通过债券质押等方式融入资金规模较大，叠加短期和长期债务均上升较快，公司短期债务和有息债务均有较大规模上升，但公司流动资产对其覆盖程度仍维持在较好水平。2019 年以来，公司有息债务有所上升，主要是融资租赁业务融资需求上升所致。总体来看，公司持有的短期可变现资产规模较大，对短期债务的覆盖度较高。

图表 22. 华宝投资的资产构成占比情况（单位：%）

类别	2017 年末	2018 年末	2019 年末
货币资金*	1.82	1.31	3.21
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产（包括交易性金融资产）	18.49	19.00	16.66
持有至到期投资	2.01	-	-
可供出售金融资产	25.24	9.82	6.85
长期股权投资	0.95	1.06	0.80
其他债权投资	-	10.15	9.69
其他	51.49	58.66	62.79
其中：对中国太保的投资	38.20	37.72	34.39
总资产*	100.00	100.00	100.00

资料来源：华宝投资

注：以上资产占比均为各项资产占总资产*的比例。

图表 23. 华宝投资短期偿债能力（单位：%）

类别	2017 年末	2018 年末	2019 年末
货币资金*/短期债务	6.53	7.11	14.81
（货币资金*+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产）/短期债务	163.73	163.35	123.45
（货币资金*+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产）/有息债务	133.26	87.84	67.08

资料来源：华宝投资

注：2019 年末以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产包括交易性金融资产

截至 2019 年末，华宝投资合并口径商业银行授信合计 249 亿元，其中已使用 63 亿元。

外部支持因素

中国宝武持有华宝投资 100% 的股权，为公司的控股股东，公司的实际控制人为国务院国资委。中国宝武旗下有宝钢股份、八一钢铁、宝信软件、韶钢松山等多家上市企业，资本实力雄厚，并确定了以钢铁产业为基础，相关产业协同发展的发展战略，即打造以绿色精品智慧的钢铁产业为基础，新材料、现代贸易物流、工业服务、城市服务、产业金融等相关产业协同发展的格局，是国有资本投资公司试点企业。截至 2019 年末，中国宝武的注册资本为 527.91 亿元，总资产为 8621.94 亿元，所有者权益 4181.32 亿元。2019 年，中国宝武实现营业收入 5522.06 亿元，净利润 295.99 亿元。公司作为中国宝

武内重要的金融股权投资管理平台，在资本补充和业务发展等方面能够得到中国宝武的有力支持。

跟踪评级结论

中国宝武持有华宝投资 100% 的股权，为公司的控股股东，公司实际控制人为国务院国资委。公司作为中国宝武内重要的金融股权投资管理平台，在资本补充和业务发展等方面能够得到中国宝武的有力支持。

华宝投资主要业务为投资及咨询业务，包括长期股权投资业务和中短期投资业务，此外，公司通过其并表子公司华宝证券从事证券经纪、咨询、投行等业务，通过其并表子公司华宝租赁从事融资租赁业务。公司对于股权投资业务较为审慎，已投资项目多与中国宝武或其它资本实力较强的公司合作投资。公司闲置资金多用于中短期投资业务，以期实现资产的保值增值。近年来，公司中短期投资规模有所波动，且部分投向关联公司发行的金融产品。

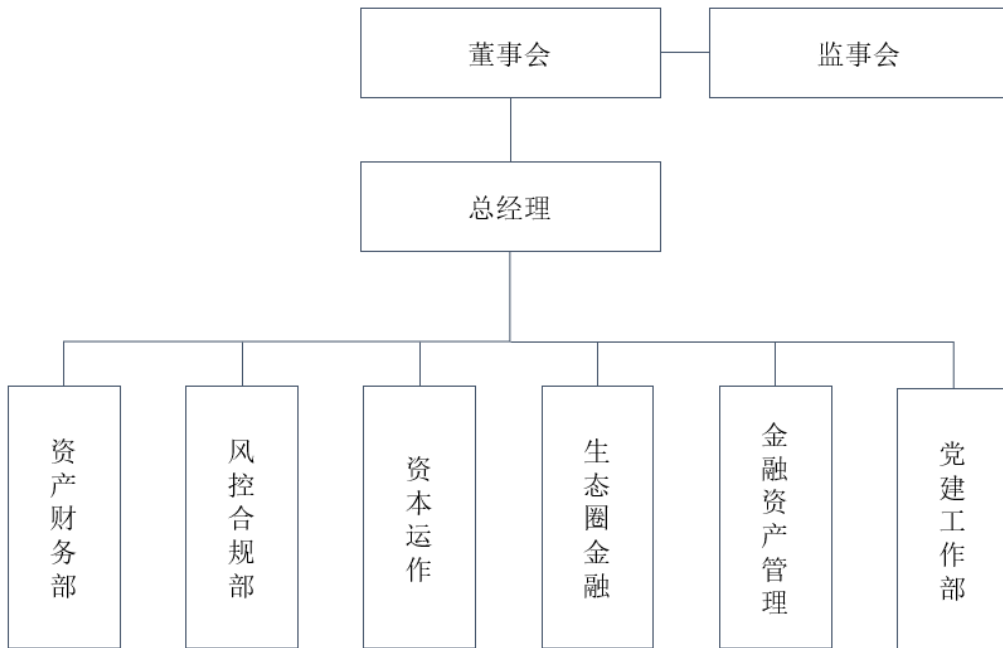
华宝投资的盈利主要来自中短期持有各类金融产品产生的投资收益及公允价值变动损益，2018 年起，公司虽继续持有中国太保股权，但所持中国太保股权产生的权益均由中国宝武享有，中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核，对中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。按计划华宝信托股权将划转至公司，但由于实际划转进度存在不确定性，对公司的财务表现构成重大影响。由于中国宝武金融板块混改的最终方案尚未确定，需持续关注中国宝武金融板块混改方案对公司的影响。此外，在资本市场震荡，固定收益产品利率处于低点及信用风险事件频发的背景下，公司的投资业务及盈利能力将面临较大挑战。

2017 年以来，受资产重组及太保会计科目调整影响，公司资产负债率上升较快。2019 年以来，随着融资租赁业务融资需求的增长，公司有息债务有所上升。目前公司高流动性资产规模较大，对短期债务和有息债务实现较好覆盖。

本评级机构将持续关注：（1）中国宝武混改方案对公司业务、资产、利润等方面的影响；（2）股票市场和债券市场波动对公司资产质量及盈利的影响；（3）公司股权投资业务开展情况及相关业务风险。

附录一：

公司组织架构图



注：根据华宝投资提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录二：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2017年	2018年	2019年
金额单位：人民币亿元			
总资产(亿元)	535.60	508.19	561.63
总资产*(亿元)	509.99	489.33	536.70
货币资金*(亿元)	9.26	6.42	17.20
所有者权益(亿元)	244.55	229.92	232.55
归属于母公司所有者权益(亿元)	230.91	214.41	217.86
总负债(亿元)	291.05	278.27	329.08
总负债*(亿元)	265.43	259.41	304.14
有息债务(亿元)	174.28	167.82	213.71
短期债务(亿元)	141.85	90.24	116.13
营业总收入(亿元)	7.55	8.21	13.47
营业利润(亿元)	24.76	1.87	17.46
净利润(亿元)	23.32	1.99	14.56
资产负债率*(%)	52.05	53.01	56.67
权益负债率(%)	119.01	121.03	141.51
短期债务/有息债务(%)	81.39	53.77	54.34
货币资金*/短期债务(%)	6.53	7.11	14.81
营业利润率(%)	328.07	22.73	129.67
平均资产回报率(%)	5.10	0.40	2.84
平均资本回报率(%)	8.25	0.84	6.30

注：表中数据依据华宝投资经审计的2017-2019年财务数据整理、计算，其中，货币资金*已剔除客户资金存款，总资产*和总负债*为剔除代理买卖证券款和代理承销证券款后的净额。

附录三：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
总资产*	期末资产总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款
货币资金*	期末货币资金-期末客户存款
总负债*	期末负债总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款
有息债务	期末短期借款+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产款+期末一年内到期的长期债务+期末长期借款+期末应付债券+期末其他负债中中应计入部分
短期债务	期末短期借款+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产款+期末一年内到期的长期债务+期末短期债券+期末其他负债中中应计入部分
资产负债率*	期末总负债*/期末总资产*×100%
权益负债率	期末总负债/期末所有者权益×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业总收入×100%
平均资产回报率	报告期净利润/[(期初总资产*+期末总资产*)/2] ×100%
平均资本回报率	报告期净利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2] ×100%

注：上述指标计算以华宝投资合并财务报表数据为准；

附录四：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于2014年6月）
- 《工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）》（发布于2019年8月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。