

信用评级公告

联合〔2021〕367号

联合资信评估股份有限公司通过对珠海华发投资控股集团有限公司及其拟发行的 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定珠海华发投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，珠海华发投资控股集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）信用等级为 AAA；评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年一月十四日

珠海华发投资控股集团有限公司2021年 面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA
本期债券信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 9.00 亿元（含）
本期债券期限：不超过 5 年（含）（3+2）
募集资金用途：拟全部用于补充流动资金

评级时间：2021 年 1 月 14 日

本期评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

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。

本期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	B	经营环境	宏观和区域风险		3			
			行业风险		2			
		自身竞争力	基础素质		1			
			企业管理		3			
			经营分析		2			
			资产质量		4			
财务风险	F2	现金流	盈利能力		2			
			现金流量		7			
			资本结构		1			
		偿债能力		2				
			调整因素和理由				调整子级	

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对珠海华发投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“华发投控”）的评级反映了其作为珠海市国资委旗下金融及产业投资平台，区域地位突出，受股东支持力度很大。目前公司已基本实现金融产业全牌照，资本实力很强，具有很强的综合实力；近年来，公司业务经营情况良好，整体营业收入持续增长，资本实力不断增强，资产流动性较好，杠杆水平下降并处于适中水平；公司主要子公司华金证券股份有限公司（以下简称“华金证券”）作为全国性的综合类证券公司，业务资质齐全，资本充足性较高。同时，公司股东珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）在资本补充和资源获取等方面给予公司很大支持。

联合资信同时也关注到，公司盈利对子公司形成的投资收益依赖度较高，作为主要收入来源的华金证券易受监管政策和证券市场波动的影响；同时，公司一年内到期债务占比高，存在一定集中兑付压力。

本期债券的发行对公司债务结构影响不大，相关指标对本期债券本金覆盖程度较好。

随着公司战略的稳步推进及资本实力的进一步增强，未来公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司区域地位突出，受股东支持力度很大，综合运营能力很强。公司作为珠海市国资委旗下金融及产业投资平台，受股东支持力度很大；公司利用珠海连接粤港澳的区位优势，通过新设或收购等方式，已基本实现金融产业全牌照，在区域内及行业内具有很强的竞争优势。
2. 华金证券具有一定行业竞争力。公司主要子公司华金证券是一家全国性的综合类证券公司，业务资质齐全，近年来，其业务规模持续扩大，资产质量较好，资本充足性较

分析师：陈凝 卢芮欣

高。

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

3. 公司资本实力很强，财务表现良好。公司成立以来多次实施增资扩股，2019年11月，股东对公司增资90.00亿元，资本实力进一步增强；资产流动性较好，杠杆水平适中，筹资能力很强。

关注

1. 公司盈利水平对投资收益依赖度较高，易受环境影响。公司主营业务收入对华金证券以及联合合营企业形成的投资收益依赖度较高，易受监管政策和证券市场波动的影响。
2. 短期偿付压力较大。公司一年内到期债务占比高，存在一定集中兑付压力，需要公司加强流动性管理。

主要财务数据：

公司合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
资产总额（亿元）	331.99	395.99	555.54	592.79
负债总额（亿元）	171.07	207.29	220.93	255.43
所有者权益（亿元）	160.92	188.70	334.61	337.36
归属于上市公司所有者权益（亿元）	104.30	108.89	239.54	234.85
短期债务（亿元）	95.95	131.97	73.13	87.12
全部债务（亿元）	129.45	160.85	175.20	204.70
营业总收入（亿元）	4.54	8.13	15.38	13.53
投资收益（亿元）	10.62	15.48	14.50	10.31
利润总额（亿元）	6.33	9.61	9.15	12.90
EBITDA（亿元）	8.85	14.02	16.49	/
筹资前净现金流（亿元）	-18.27	-6.87	-88.05	-36.80
营业利润率（%）	45.69	55.86	63.60	73.64
净资产收益率（%）	4.73	4.77	3.04	3.47
资产负债率（%）	51.53	52.35	39.77	43.09
全部债务资本化比率（%）	46.43	46.02	34.37	37.76
EBITDA 利息倍数（倍）	3.39	3.20	2.11	/
全部债务/EBITDA（倍）	15.76	11.47	10.63	/
EBITDA/本期债券额度（倍）	0.98	1.56	1.83	/
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
资产总额（亿元）	156.82	156.67	322.62	351.89
所有者权益（亿元）	104.96	104.22	226.81	230.12
全部债务（亿元）	28.88	24.11	93.23	119.03
营业总收入（亿元）	0.39	0.34	0.48	0.81
投资收益（亿元）	4.72	1.75	3.10	3.69
利润总额（亿元）	3.90	0.19	0.86	3.26
净资产收益率（%）	3.76	0.18	0.52	1.43
资产负债率（%）	33.07	33.48	29.70	34.61
全部债务资本化比率（%）	21.58	18.79	29.13	34.09

EBITDA/本期债券额度 (倍)	0.54	0.19	0.37	/
----------------------	------	------	------	---

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均指合并口径；2. 2020年1-9月财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020年6月18日	陈凝、卢芮欣	联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法总论（2018年）	阅读全文
AAA	稳定	2020年5月27日	陈凝、卢芮欣	联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法总论（2018年）	/
AA+	稳定	2018年6月14日	秦勇庆、张甲男	联合资信主体评级方法总论（2013年）	/

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由珠海华发投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（期）债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：


陈安斌 李芮屹
联合资信评估股份有限公司
1101052386729

珠海华发投资控股集团有限公司

2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）评级报告

一、主体概况

珠海华发投资控股集团有限公司（以下简称“华发投控”或“公司”）成立于2012年7月，原名为珠海金融投资控股集团有限公司（2020年1月，名称变更为“珠海华发投资控股有限公司”），由珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）、珠海格力集团有限公司（以下简称“格力集团”）及珠海市免税企业集团有限公司（以下简称“免税集团”）共同出资组建，初始注册资本5.00亿元。2012年11月，公司增加注册资本20.82亿元，变更后的注册资本为25.82亿元，由华发集团、免税集团及新股东珠海公交巴士有限公司（以下简称“巴士公司”）、珠海水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）溢价认缴，计入实收资本25.82亿元，计入资本公积9.18亿元；2013年8月，华发集团受让水务集团所持有的公司2.83%股权；2014年12月，华发集团以持有的对公司的20亿元债权以债转股的方式进行增资，其中13.70亿元计入注册资本，6.30亿元计入资本公积，公司注册资本增加为39.52亿元；2016年9月，珠海华发综合发展有限公司（以下简称“华发综合”）以现金对公司增资46.00亿元，其中28.93亿元计入注册资本，17.07亿元计入资本公积，公司注册资本增至68.45亿元。

根据珠海市国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）于2019年6月出具的《关于珠海金融投资控股集团有限公司增资扩股方案的备案意见》（珠国资〔2019〕273号），同意华发集团及华发综合对公司共同增资35.00亿元。其中，华发集团本次投资20.22亿元，认缴新增注册资本金8.98亿元；华发综合本次投资14.78亿元，认缴新增注册资本金6.57亿元。本次增资后，公司注册

资本从68.45亿元增加至84.01亿元，华发集团和华发综合分别持有公司52.53%和42.26%股权，上述增资已于2019年7月完成工商变更。2019年11月，公司股东免税集团将其持有的公司5.21%的股权转让给华发集团，华发集团持有公司股权增加至57.74%。

根据珠海市国资委2019年11月出具的《关于对珠海金融投资控股集团有限公司增资90亿元事项的备案意见》（珠国资〔2019〕457号），同意华发集团及华发综合对公司同比例增资90亿元。其中，华发集团投资51.97亿元，其中认缴新增注册资本金23.10亿元；华发综合投资38.03亿元，其中认缴新增注册资本金16.90亿元。增资后，公司注册资本从84.01亿元增加至124.01亿元，已全部实缴。

2020年7月，华发投控名称变更为现名。

截至2020年9月末，公司注册资本和实收资本均为124.01亿元，华发集团持有公司57.74%股权，为公司控股股东；华发集团股东为珠海市国资委，因此公司的实际控制人为珠海市国资委。

截至2020年11月末，华发集团和华发综合持有公司股权未质押。

表1 截至2020年9月末公司股东持股情况

股东名称	持股比例（%）
珠海华发集团有限公司	57.74
珠海华发综合发展有限公司	42.26
合计	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司经营范围：投资与资产管理。

截至2020年9月底，公司设有战略创新部、运营管理部、资本市场部、合规法务部、风险管理部等职能部门。截至2020年9月末，公司纳入合并范围的子公司有44家，主要包括华金期货有限公司（以下简称“华金期货”）、珠海华金融担保有限公司（以下简称“华金

担保”)、华金资产管理(深圳)有限公司(以下简称“华金资管”)、珠海产权交易中心有限责任公司(以下简称“珠海产交中心”)、珠海横琴华发七弦琴知识产权服务有限公司(以下简称“横琴七弦琴产权公司”)、华金证券股份有限公司(以下简称“华金证券”)和横琴国际知识产权交易中心有限公司(以下简称“横琴知交中心”)等;参股公司 59 家。截至 2020 年 9 月底,公司合计拥有员工 1633 人。

截至 2019 年底,公司合并资产总额 555.54 亿元;负债总额 220.93 亿元,其中代理买卖证券款 9.29 亿元,代理承销证券款 2.07 亿元;所有者权益 334.61 亿元,其中归属于母公司的所有者权益 239.54 亿元。2019 年,公司实现营业总收入 15.38 亿元,利润总额 9.15 亿元,净利润 7.96 亿元,其中归属于母公司的所有者净利润 5.29 亿元;经营活动现金流量净额-24.67 亿元,现金及现金等价物净增加额 52.84 亿元。

截至 2020 年 9 月底,公司合并资产总额 592.79 亿元;负债总额 255.43 亿元,其中代理买卖证券款 14.43 亿元;所有者权益 337.36 亿元,其中归属于母公司的所有者权益 234.85 亿元。2020 年 1—9 月,公司实现营业总收入 13.53 亿元,利润总额 12.90 亿元,净利润 11.66 亿元,其中归属于母公司的所有者净利润 10.17 亿元;经营活动现金流量净额 3.46 亿元,现金及现金等价物净增加额 1.22 亿元。

公司注册地址:广东省珠海市横琴金融产业服务基地 5 号楼;法定代表人:李光宁。

二、本期债券概况

本期债券名称为“珠海华发投资控股集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行

公司债券(第一期)”,本期债券发行总规模不超过 9.00 亿元(含),期限为 5 年期,附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券为固定利率,票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的专业投资者进行询价后,由发行人与簿记管理人确定本期债券的票面利率簿记建档区间,投资者直接向簿记管理人发出申购订单,簿记管理人负责记录申购订单,最终由发行人与簿记管理人根据申购情况确定本期债券的最终发行利率。债券票面利率采取单利按年计息,不计复利。每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券募集资金扣除发行费用后,拟全部用于补充流动资金。

本期债券为无担保债券。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

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

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

表 2 2017-2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

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

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1-8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；

房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1-9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1-9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1-3 月下降 36.7%、1-6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是

主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制

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

2. 宏观政策环境

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

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性

1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

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

投资方面，四季度结构继续改善，经济内

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

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

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

四、行业分析及区域经济

公司主要经营区域位于广东省珠海市，主营业务为证券业务，证券行业发展情况和珠海市区域经济情况对公司经营有较大影响。

1. 证券行业分析

(1) 行业概况

股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场规模保持增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长。根据交易所公布的数据，截至 2019 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3777 家；股票市场总市值为 59.29 万亿元，较 2018 年底增长 36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，

共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

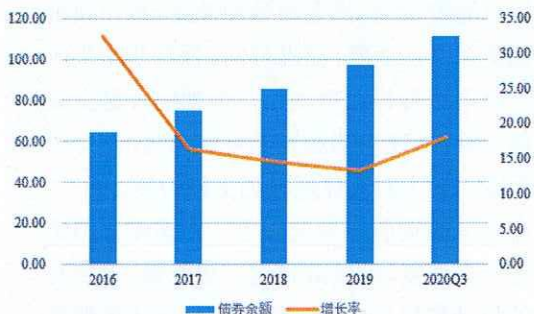
债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019 年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 Wind 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增长 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

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

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）



图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展

第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发

行交易制度改革,提高直接融资比重,降低杠杆率”,同时明确提出“深化创业板、新三板改革”

“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019年6月,证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式,科创板正式开板;7月22日,科创板首批公司上市交易,中国资本市场迎来了一个全新板块。

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

近年来,证券公司的数量呈稳步增长态势。

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

表3 证券行业概况

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

资料来源:中国证券业协会

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

较2018年底增长3.18%,资本实力保持稳定。2019年,133家证券公司全年实现营业收入3604.83亿元和净利润1230.95亿元,分别同比增长35.37%和84.77%,经营业绩大幅改善,其中有120家公司实现盈利。

2020年前三季度,随着国内疫情防控落实和复产复工推进,我国经济稳步增长,A股指数逐步企稳,中小创指数和沪深交易额大幅增长。其中上证综指涨幅4.31%,深成综指上涨21.32%,沪深交易额同比增长59.12%。截至2020年9月底,135家证券公司总资产为8.57万亿元,较2019年底增长18.04%;净资产为2.24万亿元,较2019年底增长10.89%,净资本为1.79万亿元,较2019年底增长10.49%。2020年前三季度,135家证券公司实现营业收入3423.81亿元,实现净利润1326.82亿元,分别同比增长31.08%和42.51%,经营业绩同比大幅增长,其中有126家公司实现盈利。

(2) 行业政策

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

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

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

2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量公募资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

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

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

监管等。

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

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

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

2020 年 7 月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020 年 8 月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的 98 家证券公司中，32 家券商评级上调，25 家券商评级下降，39 家评级与 2019 年持平。从评价结果来看，2020 年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为 A 级数量较 2019 年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

(3) 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2019 年证券公司盈利水平显著上升，前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下

降,但收入占比仍保持 20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017 年,经纪业务和投行业务收入占比有一定下降,自营业务和资产管理业务收入占比有所提升,自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源,资产管理业务保持了较快发展速度,但整体收入规模仍相对较小;2018 年,受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响,证券公司各板块收入均有所下滑,自营业

务收入占比升至 30%以上,投行和经纪业务收入占比下降。2019 年,受股票市场回暖、交投活跃度提升影响,以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升;经纪业务收入占比较为稳定。2020 年前三季度,经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升,自营投资收入占比有所下降,除此之外其他业务收入占比变动较小。

图 3 我国证券行业业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站

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

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

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2017 年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 820.92 亿元，同比下降 22.04%。2018 年，

随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018 年 131 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 623.42 亿元，同比减少 24.06%。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019 年，133 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63 亿元，同比增长 26.34%。2020 年前三季度，证券公司代理买卖证券业务净收入 900.08 亿元，同比增长 43.94%。

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

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

市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下降10.58%，延续下降走势。科创板方面，自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委，109家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模1027.22亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019年证券公司承销各类债券金额7.78万亿元，同比增长31.92%。基于上述因素，2019年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入482.65亿元，同比增长30.46%。2020年前三季度，投行业务收入482.20亿元，同比增长51.72%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2019年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为48.36%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为42.42%。

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

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

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长51.46%，成为第一大收入来源。2018年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018年债券市场新增43家违约主体，较2017年的9家大幅增加，违约金额达1154.50亿元，系2017年违约金额的3.42倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续2018年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长。同时，2019年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2019年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60亿元，同比大幅增长52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63亿元，同比增长15.35%。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司

提升主动管理能力。2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至2019年末，证券公司资产管理业务规模为12.29万亿元，较2018年末下降12.90%；2019年，证券公司实现资产管理业务净收入275.16亿元，同比基本持平。2020年前三季度，证券公司资管业务收入212.64亿元，同比增长11.54%。

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

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自2010年3月31日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至2019年末，融资融券余额1.02万亿元，较2018年末增长34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至2019年11月末，深沪两市股票质押回购融资余额9429亿元，较2018年末下降20.94%；股票质押回购质押股票总市值1.8万亿元，占A股总市值的3.3%，较2018年末下降1.3个百分点，较2017年底峰值下降2.90个百分点；控股

股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过80%的上市公司为469家，较年初减少117家，降幅分别为13.80%和20.00%。截至2020年9月末，全市场质押股份市值占总市值的比重为6.21%，较年初下降1.46个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过80%的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。2019年，证券公司实现利息净收入463.66亿元，同比大幅增长115.81%。2020年前三季度，证券公司利息净收入445.60亿元，同比增长28.27%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2019年，已有至少5家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，联合资信也关注到，目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。

（4）市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019年，国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市，2020年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司已实现A股上市。2020年以来已有7家上市券商完成定向增发募集货币资金，其中海通证券和国信证券分别募资200.00亿元和150.00亿元，资本金规模大幅提升，行

业内头部效应有所加强。另外,受新三板流动性等原因的影响,国都证券、华龙证券、开源证券、粤开证券等多家新三板挂牌证券公司未来将筹备 A 股上市,其中华龙证券和开源证券已于新三板退市。区域竞争方面,部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势,比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月,证监会宣布,自 2020 年 4 月 1 日起,取消证券公司外资股比限制。截至 2020 年 12 月末,中国内地外资控股证券公司已达 8 家,其中四家为新设立合资证券公司(野村东方国际证券有限公司、大和证券(中国)有限责任公司、星展证券(中国)有限公司、摩根大通证券(中国)有限公司),另外 4 家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司(瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司)。此外,证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券 2 家国内券商,行业对外开放程度逐渐提高、行业竞争进一步加剧。短期来看,国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势,证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限;长期来看,随着证券行业进一步开放,外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战,放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机,有利于证券行业整体优化。

2019 年 11 月,证监会明确表态要打造“航

母级证券公司”,同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面,具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司,也将引导证券公司实现差异化和专业化发展,重塑证券公司竞争格局。2020 年 7 月,证监会提出,鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段;2020 年 3 月,中信证券完成对广州证券股份有限公司 100%股权的并购,进一步稳固了其龙头券商的地位;4 月,天风证券已基本完成对恒泰证券 29.99%股权的收购;10 月,国联证券和国金证券因合并过程中为就核心条款未达成一致意见,宣布终止并购,成为继 6 月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此,证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显,市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位,弥补自身业务短板,实现跨区域的资源调配。

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

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

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

9	中信建投	568.95	2856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2246.44	140.93	49.14
合计		10200.34	45056.60	2354.94	780.77

资料来源: Wind

(5) 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险,主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险,主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略,设定投资限额和风险集中度指标,对投资、承销、资产管理等活动进行监控,通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量,并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等,其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面,证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018—2019 年,债券市场违约常态化,股票质押业务风险逐步暴露,证券公司面临信用风险加大。

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

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

融资债券等手段,解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

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

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

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

(6) 未来动向

监管力度加强,证券行业严监管态势将延续;需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

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

2020 年 7 月,广发证券及 14 名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施,同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管,

监管事件频发,处罚力度很大,预计严监管态势将延续。同时,中央经济工作会议针对2021年资本市场提到“要健全金融机构治理,促进资本市场健康发展,提高上市公司质量,打击各种逃废债行为”,“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点,因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点,对于证券公司相关合规、风险事件的发生需保持关注。

证券公司业务转型压力加大,证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显,专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向,兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019年以来,证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长,业务转型压力仍较大,行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是,2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头,如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司;财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系;东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时,多家证券公司先后在金融科技领域加大投入,并希望借助金融科技搭建新型财富管理业务模式;如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力,在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外,证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”,于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收购事件已有发生,这将有助于大型证券公司巩固市场地位,实现优势互补及自身快速发展,亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展,中小证券公司面临竞争将愈加激烈,走特色化、专业化之路或为其转型方向,谋求新股东亦或是其发展路径之一,未来中小证券公司股权变更或增加。

2. 珠海市区域经济情况

珠海市经济较为发达,粤港澳大湾区框架协议落地以及横琴新区建设的有序推进为当地经济及金融业的发展提供了良好契机,为公司的业务经营提供了良好的外部环境。

珠海市位于广东省珠江口的西南部,东与香港隔海相望,南与澳门相连,西邻新会、台山市,北与中山市接壤。珠海于1980年成为经济特区,2008年国务院颁布实施珠江三角洲地区改革发展规划纲要(2008—2020年),明确珠海为珠江口西岸的核心城市。2009年,国务院正式批复《横琴总体发展规划》,横琴成为探索粤港澳紧密合作新模式的新载体。2015年,中国(广东)自由贸易试验区珠海横琴新区片区正式启动,将重点发展旅游休闲健康、商务金融服务、文化科教和高新技术产业,建设文化教育开放先导区和国际商务服务休闲旅游基地,打造促进澳门经济适度多元化发展的新载体,试点有关货物贸易便利化和现代服务业发展的制度创新,与南沙、前海片区实现错位发展,发挥协同效应。2017年7月,《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》正式落地,粤港澳大湾区主要包括广东的广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门9市和香港、澳门两个特别行政区,具备建成国际一流湾区和世界级城市群的基础条件。

2019年,珠海实现地区生产总值3435.89亿元,同比增长6.8%,增速分别高于全国、全省0.7和0.6个百分点。从“六稳”情况看,珠海市除外贸下降外,就业、金融、外资、投资、预期均保持稳定态势,减税降费政策落实到位,经济总量和增速在全省居上水平,整体经济运行情况良好。从产业视角看,第二产业对经济增长的贡献率达33.1%,拉动经济增长2.25个百分点。第三产业对经济增长的贡献率达66.5%,拉动经济增长4.52个百分点。从行业视角看,经济增长的主要动力来自于工业、建筑业、金融业、房地产业和营利性服务业等五个行业。

珠海市金融业保持良好增势。2019年,全市金融业实现增加值369.16亿元,同比增长

15.8%。从货币市场看,2019年末,全市金融机构本外币存款余额 9047.24 亿元,同比增长 19.9%;本外币贷款余额 6358.61 亿元,同比增长 21.4%;全市金融机构存贷款保持 20%左右的较快增长,金融机构加大对实体经济的支持力度,信贷投放结构进一步优化。

2020 年前三季度,珠海市经济增速由负转正,经济运行延续稳步复苏态势。根据广东省地区生产总值统一核算结果,2020 年前三季度,珠海市地区生产总值为 2508.53 亿元,同比增长 0.6%。其中,第一产业增加值为 37.92 亿元,同比下降 3.4%;第二产业增加值为 1070.59 亿元,同比下降 2.2%;第三产业增加值为 1400.02 亿元,同比增长 3.3%。2020 年前三季度,珠海市金融业保持良好增势;截至 2020 年 9 月末,全市金融机构人民币各项存款余额 9238.93 亿元,较上年末增长 12.6%;人民币各项贷款余额 7240.64 亿元,较上年末增长 20.1%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 9 月末,公司注册资本和实收资本均为 124.01 亿元,华发集团持有公司股权 57.74%,为公司控股股东;华发集团股东为珠海市国资委,公司的实际控制人为珠海市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司作为珠海市国资委旗下的金融及产业投资核心平台,受股东支持力度很大,其金融资产规模较大,在区域内竞争优势明显。

公司成立于2012年,作为珠海市国资委下属控股平台,定位为珠海及横琴新区营运国有金融资产和进行产业投资的核心平台,区域地位突出,受股东支持力度很大。自成立以来,公司利用珠海连接粤港澳“桥头堡”的区位优势 and 横琴自贸区先行先试的政策优势,通过新设或收购等方式,已形成业务覆盖证券、期货、银行、金融租赁、保险、基金、各类收益权交易平台、小微金融等多个领域,布局深圳、香港、北京、

上海、天津等核心金融城市的综合性金融投资控股集团。公司聚集了珠海市管企业优质国有资源,在区域内竞争优势明显。公司作为全国地市级中少数有全牌照的金融投资控股企业之一(控股证券公司、参股银行、保险公司等),具备很强的综合实力。截至2019年底,公司合并资产总额555.54亿元,所有者权益334.61亿元;2019年,公司实现营业总收入15.38亿元,净利润7.96亿元。

3. 人员素质

公司员工及管理团队专业素质较高,在金融行业工作经验丰富,人员构成能满足目前公司发展需要。

公司目前设总裁1人,副总经理1人,财务总监、首席资本官、首席人力资源官、首席运营官、首席风险官各1人,公司核心管理团队从业时间较长,行业经验丰富。

公司董事长李光宁先生,1971年出生,硕士研究生,经济师;曾任华发集团助理总经理、副总经理,珠海华发实业股份有限公司(以下简称“华发股份”)董事局副主席、总裁。2012年9月至今任公司董事长;现任公司董事长,华发集团总经理、党委副书记,华发股份董事长、珠海华金资本股份有限公司(以下简称“华金资本”)董事局主席等职务。

公司董事、总裁谢伟先生,1974年出生,大学本科,经济师;曾任深圳市国际企业股份有限公司董事局秘书、投资部经理,华发集团总经理助理,公司副总经理,珠海华发集团财务有限公司(以下简称“华发财务”)董事长、珠海铎创投资管理有限公司(以下简称“铎创投资”)董事长,珠海铎创投资担保有限公司董事长,华发股份董事局秘书。2012年9月至今任公司董事,2015年1月至今任公司总裁;现任公司董事、总裁,华发集团董事、常务副总经理等职务。

公司董事、常务副总裁许继莉女士,1971年出生,硕士研究生,经济师。曾任中国农业银行股份有限公司珠海市分行副行长、兴业银行股份有限公司珠海分行副行长。2015年4月至今任

公司董事，2020年3月至今任公司常务副总裁，现任公司董事、常务副总裁，珠海华发综合发展有限公司董事、总经理及法定代表人，珠海华发实业股份有限公司董事等职务。

截至2019年底，公司共有在职员工1622人，从学历构成上看，硕士及以上学历617人，占比38.04%；本科学历880人，占比54.25%；大专及以下学历125人，占比7.71%。从专业构成上，法律专业120人，占比7.40%；财务专业205人，占比12.63%；经济专业308人，占比18.98%；金融专业406，占比36.68%。从金融行业从业年限看，工作三年及以下306人，占比18.86%；三年至十年770人，占比47.47%；十年以上546人，占比33.67%。

4. 外部支持

公司的控股股东华发集团综合竞争力很强，实控人为珠海市国资委，整体股东背景很强；股东对公司支持力度很大。

公司实控人为珠海市国资委，控股股东华发集团实力很强，是珠海市国有重点企业，其核心业务板块涵盖城市运营、房产开发、金融产业、产业投资等。截至2019年末，华发集团控股上市子公司3家；截至2019年末，华发集团合并资产总额3618.40亿元，所有者权益1070.67亿元；2019年华发集团实现营业总收入792.69亿元，净利润50.51亿元。公司作为华发集团旗下的唯一金融板块运营主体，能够在资源获取和资本补充方面获得华发集团很大支持，公司成立以来获得股东多次增资，2016—2019年累计获得股东增资171亿元。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91440400052401412R），截至2020年12月23日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构相对完善，董事会、监事会独立运作，整体运行情况良好。

公司按照《公司法》等有关法律、法规的要求，建立健全公司治理结构，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。股东会是公司的权力机构，公司设董事会、监事会和经营管理机构，形成了决策、监督和执行相分离的管理体系。

公司股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构，依法行使相关职权。

公司设董事会，由5名董事组成，全部为股东董事。董事会设董事长1名，董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事每届任期三年，连选可以连任。董事任期届满未及时改选，或者董事在任期内辞职导致董事会成员低于法定人数的，在改选出的董事就任前，原董事仍应当依照法律法规的规定，履行董事职务。董事会对股东会负责，依《公司章程》规定行使相关职权。

公司设监事会。监事会由3名监事组成；设监事长1人，由全体监事过半数选举产生。监事会设职工监事1名，职工监事由公司职工（代表）大会民主选举产生；非职工监事由股东单位（华发集团）选派。监事会行使以下职权：对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，提议召开临时股东会会议，并履行向股东会会议提出议案等。

公司设总裁1名，由董事会决定聘任或者解聘；对董事会负责，负责主持公司的生产经营管理工作、组织实施股东会决议等工作。

2. 管理水平

公司内部控制体系比较健全，管理制度比较规范，但随着资产规模的增长和业务范围的扩大，也对公司内控管理水平提出更高要求。

公司根据经营需要，对岗位及职责权限进行了合理的设置和分工，设立了战略创新部、运营管理部、资本市场部、合规法务部、风险管理

部等职能部门。各部门和岗位之间分工明确、分工协作、相互制约、相互监督。

为规范公司运作，确保各项工作有序进行，公司制定了较为完善的公司管理制度，从运营、财务、合规风险、子公司管理等方面加强对公司的管理。

运营管理方面，公司从经营计划管理、组织绩效管理及参股公司管理三个方面对公司整体运营进行规范管理，保障了公司内部管理的效率。

财务管理方面，公司制定了一系列财务管理制度，对报销流程、资金内部检查、工资支付、资产管理等工作做了明确的规定，对规范公司的财务行为，有效控制和合理配置公司的财务资源，实现公司价值的最大化起到重要作用。

合规风险管理方面，公司在风险管理程序、风险管理报告、风险管理人员及岗位要求、风险管理责任、风险管理文化建设等方面建立了一系列合规风险管理制度，促进各项业务在风险可测、可控、可承受的前提下持续、稳定发展。

子公司管理方面，为加强对公司参控股子公司的管理，规范与子公司之间的信息沟通，公司制定了对参控股子公司的管理办法。公司主要通过委派董/监事（长）在董/监事会任职或委派高级管理人员参与经营管理工作，并通过外派董/监事（长）和高级管理人员报批、报告、述职机制实现对参控股子公司的管控。

2016年10月，华金证券收到中国证监会上海监管局出具的《沪证监决〔2016〕87号》文件，该文件指出华金证券债券业务项目组人员通过私人邮箱与评级机构人员进行不恰当的业务沟通并对评级报告进行批注修改，未遵守中介机构独立履职的市场秩序。依据《证券公司监督管理条例》第七十条、《公司债券发行与交易管理办法》第六十三条的规定，中国证监会上海监管局决定暂不受理华金证券与行政许可有关的公司债承销业务申请文件，期限自2016年11月4日至2017年5月3日止。2017年5月，华金证券已经向监管单位提出恢复受理与行政许可有关的公司债券承销业务申请，监管单位对华金证券整

改情况进行了验收，2018年华金证券债券承销业务恢复。2018年，公司子公司华金证券辽宁分公司因未按照规定履行客户身份识别义务，违反了《中华人民共和国反洗钱法》第十九条，收到中国人民银行沈阳分行行政处罚决定书。华金证券针对该事项积极整改。2017—2020年，华金证券证监会分类评级分别为CCC、BBB、BBB和BBB，内控管理水平有所提升。

七、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，公司营业总收入持续增加，证券期货收入对公司的收入贡献大，2018年以来其他业务收入和资管业务收入贡献度提升；投资收益对利润水平具有很高贡献度；2020年1—9月，营业总收入保持增长趋势；同时联合资信关注到公司收入及投资收益受证券市场行情波动影响较大，存在一定波动性。

公司是珠海和横琴新区运营国有金融资产、进行产业投资的核心平台。目前公司下辖证券、期货、银行、金融租赁、保险、投资、基金、普惠金融等诸多业务板块，已经成为全国地级市中金融业务牌照最全的控股集团之一。2017—2019年，受益于证券、资管业务的较好发展及华金证券处置房产带动其他业务收入增长，公司营业总收入持续增长，年均复合增长84.14%；2019年，公司实现营业总收入15.38亿元，同比增长89.17%。2017—2019年，受益于营业总收入及投资收益整体呈增加趋势，公司利润总额整体呈增加趋势，三年复合增长20.22%；2019年为9.15亿元，同比小幅下降4.81%，主要是投资收益减少、营业成本及职工薪酬增加所致。

从收入构成来看，证券期货业务收入主要来自子公司华金证券收入，为公司最大收入来源，但因其他业务收入和资管业务收入的增加，其占比逐年下降至2019年的38.21%。2018年，公司新增资管业务，2019年资管业务收入大幅增长434.31%至4.30亿元，占比提升至27.95%，成为公司第二大收入来源。2017年和2018年，其他业务收入主要是珠海发展投资基金（有限公

伙)结构性存款形成的利息收入;2019年,其他业务收入大幅增加主要是华金证券处置投资性房地产形成处置收入2.10亿元所致,其他业务收入占比增长至16.54%,但该收入不具有持续性。交易平台收入主要来自横琴知交中心、珠海产交中心和七弦琴产权服务,市场化运营致使其收入持续上升,但占比持续下降至2019年的4.61%。普惠金融收入主要来自于华金担保和铎创投资,收入持续增加但占比保持稳定。财务顾问收入整体呈下降趋势且占比快速下降至2019年的3.00%。基金管理业务收入来自于下属公司通过担任基金管理人而获取的管理报酬;2018年公司新增保理业务,系新设华金国际商业保理(珠海)有限公司(以下简称“铎金保理”),形成保理业务收入,但收入占比和规模均较小。

投资收益对公司利润形成较好补充,投资收益主要来自公司参控股子公司的投资收益、处置股权收益以及投资资产形成的收益等。

2017年—2019年,公司投资收益波动增加,三年复合增长16.82%;2018年同比增长45.71%至15.48亿元,主要是处置长期股权投资收益增加和持有至到期投资、可供出售金融资产持有期间获得投资收益增加所致;2019年投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益、可供出售金融资产等取得的投资收益,占比分别为34.79%、27.71%和20.81%。2017年—2019年,投资收益对营业利润贡献度分别为177.00%、165.79%和158.12%,贡献度有所下降但仍处于很高水平。

2020年1—9月,公司实现营业总收入13.53亿元,同比增长22.73%,主要是证券及期货业务收入、资管业务收入增加所致;实现利润总额12.90亿元,同比增长124.69%,主要是收入及公允价值变动损益的增加,加之财务费用减少所致。

表5 公司营业总收入和投资收益情况(单位:亿元、%)

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券及期货业务	2.73	60.16	4.22	51.84	5.88	38.21	6.24	46.11
交易平台	0.31	6.93	0.51	6.23	0.71	4.61	0.36	2.70
资管业务收入	0.00	0.00	0.80	9.90	4.30	27.95	4.66	34.44
普惠金融	0.30	6.67	0.54	6.62	0.98	6.36	0.77	5.70
财务顾问	0.83	18.32	0.34	4.24	0.46	3.00	0.48	3.52
基金管理业务	0.30	6.61	0.25	3.10	0.17	1.11	0.49	3.64
保理收入	0.00	0.00	0.03	0.42	0.34	2.21	0.46	3.44
其他主营业务收入	0.00	0.00	0.004	0.05	0.00	0.01	0.00	0.00
其他业务收入	0.06	1.30	1.43	17.61	2.54	16.54	0.06	0.46
营业总收入合计	4.54	100.00	8.13	100.00	15.38	100.00	13.53	100.00
投资收益		10.62		15.48		14.50		10.31

资料来源:公司提供,联合资信整理

2. 证券业务

受益于投行业务和自营业务的较好发展,华金证券营业收入持续增加;收入结构以投资收益和投资银行业务收入为主;经纪、信用等业务较为稳定;投行业务具有一定竞争优势。但证券业务受市场影响大,其收入实现具有不确定性。

公司证券板块由华金证券负责运营。华金证券前身为成立于2000年9月的上海久联证券经纪有限责任公司;2005年3月,由中国航天科

工集团公司等单位实施重组并更名为航天证券有限责任公司;2014年3月,华金证券引进战略投资者,成为公司旗下的重要成员企业;2016年12月,华金证券更名为现名。2017年,少数股东增资4.875亿元,增资后华金证券注册资本变更为34.50亿元;截至2019年末,华金证券注册资本及实收资本均为34.50亿元,公司持有华金证券79.01%的股权。截至2019年末,华金证券资产

总额134.61亿元，所有者权益41.11亿元；2019年实现营业收入9.70亿元，净利润2.02亿元。2019

年，华金证券净资本、营业收入行业排名分别为76位、71位，处于行业中游偏下水平。

表6 华金证券主要指标排名（单位：名）

项目	2017年	2018年	2019年
净资本	81	83	76
营业收入	89	77	71
证券经纪业务收入	93	92	89
客户资产管理业务收入	/	/	/
投资银行业务收入	84	52	53
融资类业务收入	87	85	79
证券投资收入	58	52	57

注：证券业协会仅公布资产管理业务收入行业中位数以上排名；参与排名证券公司为98家

资料来源：证券业协会，联合资信整理

2017年—2019年，受投资收益（含公允价值变动损益）和投行业务收入增加影响，华金证券营业收入持续增加，分别为3.45亿元、5.66亿元和9.70亿元。从收入构成来看，2017年—2019年，投资收益（含公允价值变动损益）为华金证券最大收入来源，主要由自营业务形成，但其占比持续下降，2019年其占比为53.16%。华金证券自2016年11月起被上海证监局暂停公司债券承销资格半年，受此影响，2017年投行业务收入偏低；2018和2019年，投行手续费

净收入及占比均呈增加趋势，2019年占比为24.36%，成为华金证券第二大收入来源。其他主要包括汇兑损益、其他收益及其他业务收入，2019年华金证券处置投资性房地产形成处置收入2.10亿元致使其他占比增加至2.98%，但该收入不具有持续性。经纪业务、资产管理业务手续费净收入及占比均较小。

2020年1—9月，华金证券实现营业收入5.49亿元，同比下降14.31%，主要是投资收益大幅减少所致。

表7 华金证券营业收入构成（单位：亿元、%）

业务类型	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	1.37	39.69	2.40	42.33	3.50	36.03	3.23	59.14
其中：经纪业务手续费净收入	0.30	8.74	0.32	5.74	0.44	4.54	0.54	9.96
投资银行业务手续费净收入	0.56	16.37	1.64	28.88	2.36	24.36	2.30	42.21
资产管理业务手续费净收入	0.31	8.90	0.31	5.42	0.31	3.18	0.24	4.36
投资咨询业务手续费净收入	0.20	5.68	0.00	0.00	0.00	0.00	/	/
利息净收入	-1.33	-38.67	-1.74	-30.65	-1.18	-12.17	-0.65	-11.85
投资收益（含公允价值变动损益）	3.38	98.10	4.89	86.33	5.16	53.16	2.82	16.12
其他	0.03	0.87	0.11	2.00	2.23	22.98	0.20	0.00
营业收入合计	3.45	100.00	5.66	100.00	9.70	100.00	5.46	100.00

资料来源：华金证券审计报告，联合资信整理

华金证券经纪业务经营范围主要包括代理买卖证券（债券、股票、基金等）和代销金融产品。近年来，华金证券不断扩大经纪业务规模，在营业网点、客户数量、资产规模、专业咨询服务等方面不断提升。2017年，华金证券新设网

点数量为18家；2018年、2019年和2020年1—9月，华金证券未有新设网点；截至2020年9月末，华金证券拥有51家证券分支机构，分布在全国22个省份、4个直辖市，其中8家位于上海市、3家位于北京市、7家位于浙江省、

5家位于广东省。2017年—2019年，华金证券经纪业务手续费净收入持续增加，2019年为0.44亿元，同比增长35.47%。

2017年—2019年，华金证券代理买卖证券交易额随证券市场景气度呈波动增加趋势；2019年代理买卖成交额为1570.98亿元，同比大幅增长69.21%，主要来自代理买卖股票交易额的增加；公司代理买卖业务以股票交易为主，近三年占比均保持在90%以上。2017年—2019

年，公司代理买卖股票、基金市场份额持续提升。2017年—2019年，华金证券佣金率分别为0.38%、0.36%和0.36%，有所下降但处于行业平均水平。

2020年1—9月，随着市场回暖，华金证券代理买卖证券业务大幅增长；代理买卖证券交易额为2114.03亿元，超过上年全年水平；同期，华金证券实现经纪业务手续费净收入3.23亿元，同比增长75.61%。

表8 华金证券代理买卖证券情况（单位：亿元、%）

证券种类	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	代理金额	市场份额	代理金额	市场份额	代理金额	市场份额	代理金额	市场份额
股票	973.68	0.04	846.35	0.05	1437.41	0.06	1965.00	0.06
债券	0.57	/	12.84	/	45.82	/	44.74	/
基金	11.47	0.01	67.10	0.03	81.95	0.04	83.02	0.04
其他	/	/	2.16	/	5.80	/	21.27	/
合计	985.72	/	928.44	/	1570.98	/	2114.03	/

资料来源：公司提供，联合资信整理

投资银行业务方面，华金证券投资银行业务包括IPO、再融资、财务顾问及并购重组、新三板、债券分销及承销业务。华金证券投资银行业务坚持“立足区域开发、打造特色投行”的策略，逐步形成了以固定收益业务为品牌、以中小企业IPO和再融资为特色的投行业务格局。2017—2019年，华金证券投资银行业务手续费净收入呈持续快速增加趋势，2019年为2.36亿元，同比增长44.53%，主要是其债券承销业务发展较好所致；2017年收入偏低主要是债券承销资格暂停影响所致。2018年，华金证券投行业务行业收入排名为52位，债券主承销佣金收入排名47位，处于行业中游水平。

股权业务方面，2017年完成再融资项目1单，规模为2.60亿元；2018年无股权类项目；2019年，华金证券完成IPO项目1单，为联席

主承销。

债券类项目方面，华金证券自2016年11月起被上海证监局暂停公司债券承销资格半年，对债券承销业务造成较大影响，2017年未有债券业务。2018年，华金证券债券承销资格恢复，大力发展债券业务，2018和2019年，华金证券债券承销业务数量和规模均实现较大增长。

2020年1—9月，华金证券完成再融资项目1个，债券承销37个，债券业务较上年有较大增长；同期，华金证券实现投行业务手续费净收入2.30亿元，同比增长105.56%。

项目储备方面，截至2020年9月底，华金证券债券储备项目32个，其中17个已拿批文，10个已申报；2个IPO项目处于已申报阶段；股权再融资项目（含可交债、可转债）10个，其中3个已获批，7个已申报。

表9 华金证券投行业务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
IPO	0	0.00	0	0.00	1	0.003	0	0.00
再融资	1	2.60	0	0.00	0	0.00	1	6.92
债券	0	0.00	12	133.60	25	179.69	37	292.64
合计	1	2.60	12	133.60	26	179.72	38	299.56

注：上述数据均为主承销数据

资料来源：公司提供，联合资信整理

华金证券的自营投资业务主要包括中小企业投资（新三板）与固定投资类收益。华金证券自营业务坚持投研一体化，根据宏观基本面研究、货币流动性分析以及风险收益比分析，制定投资策略及交易计划。

2017年—2019年末，华金证券自营投资规模呈波动下降趋势；2018年末，华金证券投资规模有所减少主要是随着信用风险事件多发，华金证券减少债券投资所致；2019年末，华金证券投资规模有所增加，主要是增加债券、信托计划及资管计划投资所致。华金证券投资结构以债券投资为主，但债券占比持续下降至2019年末的86.25%；其中，华金证券投资的信用债外部评级主要在AA级（含）以上。信托计划和资管计划投资规模有所增长，但2019年末占比

仍较小。2017年—2019年，华金证券投资收益（含公允价值变动收益）持续增加，2019年为5.16亿元，同比增长5.53%，主要来自固收类业务。

截至2020年9月末，华金证券自营证券规模较年初下降5.88%至74.93亿元，主要是减少对信托计划和债券的部分投资；投资结构仍以债券投资为主。截至2020年9月末，华金证券持仓债券存在违约债券1笔，规模为1000万元。2020年1—9月，华金证券实现投资收益（含公允价值变动损益）2.82亿元，同比下降13.11%。

2017年—2019年末和2020年9月末，华金证券自营权益类证券及其衍生品/净资本呈波动下降趋势，自营非权益类证券及其衍生品/净资本呈持续下降趋势，均符合监管标准。

表10 华金证券自营证券投资结构及相关风控指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017年末		2018年末		2019年末		2020年9月末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
债券	81.29	96.37	62.41	92.09	68.66	86.25	66.88	89.26
股票	1.75	2.07	2.24	3.30	2.51	3.16	2.33	3.11
基金	0.00	0.00	0.46	0.68	0.46	0.57	0.18	0.23
信托计划	0.72	0.85	2.00	2.95	4.22	5.30	2.14	2.86
资管计划	0.60	0.71	0.66	0.98	3.75	4.72	3.40	4.54
账面价值合计	84.35	100.00	67.77	100.00	79.61	100.00	74.93	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资本	5.09		6.47		5.51		4.40	
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	211.11		145.93		137.50		134.68	

资料来源：公司提供，联合资信整理

华金证券资产管理业务由资产管理部负责运营，业务品种包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。2017年和2018年，受资管新规及“去通道”等监管政策影响，华金证券资管业务规模有所下滑；截至2018年末，管理规模为461.08亿元，较年初下降17.76%，主要来自定向业务规模的下降。2019年，华金证券推动主动管理业务的发展，集合和专项理财业务的发展带动资管业务规模小幅增加至492.84亿元；业务结构以定向理财为主，但占比下降至2019年末的69.40%；2019年末主动管理业务规模增加至188.97亿元，较年初

增长39.81%，占比增长至38.34%，资管业务主动管理能力有所提升。2017年—2019年，华金证券资产管理业务手续费净收入较为稳定，2019年该收入为0.31亿元。

截至2020年9月末，华金证券资管业务规模较年初下降4.84%，主要是定向理财规模的下降；从业务结构来看，资管业务结构仍以定向理财为主，但其占比延续下降趋势；主动管理规模和占比均有增长；2020年1—9月，华金证券实现资产管理手续费净收入0.24亿元，同比持平。

表 11 华金证券资产管理业务情况 (单位: 亿元、%)

项目		2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
		规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
按产品类型	集合理财	9.62	1.72	14.97	3.25	46.95	9.53	55.63	11.86
	定向理财	521.66	93.05	376.72	81.70	342.01	69.40	276.99	59.06
	专项理财	29.35	5.24	69.39	15.05	103.88	21.08	136.37	29.08
按管理方式	主动管理	90.96	16.22	135.16	29.31	188.97	38.34	209.71	44.72
	被动管理	469.67	83.78	325.92	70.69	303.87	61.66	259.28	55.28
合计		560.63	100.00	461.08	100.00	492.84	100.00	468.99	100.00

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

华金证券信用交易业务主要包括融资融券业务和股票质押业务。华金证券融资融券业务对客户账户风险进行实时监控, 由信用业务部信用交易监控及评估岗密切关注, 及时将风险情况通知分支机构融资融券风控专员; 股票质押回购业务建立了严格的审批决策流程和履约保障预警机制。

从业务开展情况来看, 2017 年—2019 年, 受益于华金证券分支机构积极引入两融客户及市场回暖, 融资融券业务规模持续快速增长, 截至 2019 年末, 融资融券余额为 17.89 亿元, 较年初增长 104.46%; 利息收入亦持续增长, 2019 年, 实现融资融券利息收入 0.81 亿元, 同比增长 102.50%。股票质押业务方面, 2017 年—2019 年, 华金证券股票质押业务规模呈波动下降趋势, 截至 2019 年末, 股票质押业务规模 6.24 亿元, 较年初下降 22.48%, 主要是华金证券控制

风险主动收缩业务规模所致; 实现利息收入波动增长, 2019 年, 实现股票质押利息收入 0.44 亿元, 同比下降 25.42%, 主要是规模下降所致。

截至 2020 年 9 月末, 华金证券融资融券余额为 16.78 亿元, 较年初下降 6.20%; 1—9 月, 实现融资融券利息收入 0.93 亿元; 期末股票质押业务余额 4.85 亿元, 较年初下降 22.28%; 1—9 月, 实现股票质押利息收入 0.34 亿元。

从风险情况来看, 截至 2020 年 9 月末, 华金证券融资融券业务有 1 笔违约项目, 涉及融资剩余本金 1.20 亿元, 客户为企业客户, 目前处于破产重组阶段, 华金证券已完成债权申报待确定具体偿还方案, 尚未计提减值准备。截至 2020 年 9 月末, 华金证券股票质押业务发生违约项目 3 笔, 剩余质押本金合计 2.13 亿元, 已计提减值准备 0.21 亿元, 计提比例一般。

表 12 华金证券信用交易业务情况表 (单位: 户、亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
融资融券账户数目	1140	1520	1811	2086
融资融券余额	4.39	8.75	17.89	16.78
融资融券利息收入	0.28	0.40	0.81	0.93
股票质押业务余额	7.09	8.05	6.24	4.85
股票质押业务利息收入	0.22	0.59	0.44	0.34

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

3. 资管业务

华金资管业务发展较快, 其业务以体系内业务为主。

公司资管业务主要由华金资管负责运营。华金资管是公司旗下的综合性资产管理公司, 成立于 2012 年 1 月, 持有在中国证券投资基金业

协会登记的私募基金管理人资格。截至 2019 年末, 华金资管注册资本和实收资本均为 27.00 亿元, 公司持有 100.00% 股权。截至 2019 年末, 华金资管 (母公司口径) 的总资产为 70.11 亿元, 净资产为 30.87 亿元; 2019 年, 华金资管 (母公司口径) 实现营业收入 3.10 亿元, 净利润 0.56 亿

元。

华金资管主营不动产债权、股权相关业务，兼有长租房、不良收购、并购重组财务顾问等业务，通过提供运营支持、品牌管理等资产增值服务提升资产价值。华金资管总部设在深圳，在珠海、北京、上海、天津、武汉、香港均设有业务团队。

华金资管业务分为市场化业务和华发集团体系内业务，其中，市场化业务投资标的主要为不动产，通常设置有抵质押措施。华发集团体系内业务主要是购房尾款ABS、应收账款及供应链等业务；目前华金资管业务以华发集团体系内业务为主；截至2019年末，华金资管管理业务规模为132.32亿元，其中81.62%为华发集团体系内业务。华金资管部分业务涉及自有资金投资，截至2019年末，华金资管有14.75¹亿元自有资金投资市场化业务，59.69亿元投资华发集团体系内业务；自有资金投资市场化业务主要是房地产项目，综合收益率在12.47%~18.00%；自有资金投资华发集团体系内业务主要是“华发股份-购房尾款”项目、“横琴金融保险大厦项目”“中航信托集合资金信托计划B类信托单位”等项目，综合收益率在6.05%~10.33%。截至2019年末，华金资管自有资金参与投资的产品涉及企业无违约情况。

4. 其他业务

公司其他板块业务发展良好，对公司收入及利润形成补充。

公司期货业务主要由华金期货负责运营。华金期货前身是金谷期货有限公司，成立于1995年，是国内最早一批设立的期货公司；华发投控于2014年通过旗下铎创投资全资收购华金期货。截至2019末，华金期货注册资本6.00亿元，公司持有华金期货100.00%股权。华金期货经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理等，具有上海期货交易所、中国金融期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所的会员资格。华金期货立足天津、服务全国、面向全球，

为全国各类企业及客户开展包括风险管理、经营顾问及财务顾问等服务。

公司交易平台主要包括横琴知交中心、珠海产交中心、横琴七弦琴产权公司、武汉华发七弦琴航易知识产权运营有限公司、横琴华南中小企业挂牌上市服务有限公司和珠海华发拍卖有限公司。2017年—2019年，公司交易平台业务收入呈逐年增长趋势，主要是下属交易平台坚持以市场化运作，区域各类产（股）权、物权和知识产权交易活跃所致。横琴产交中心成立于2017年，是国家“1+2+20+N”的知识产权运营体系的重要组成部分。2017年6月，首个金融创新知识产权运营交易平台正式获批上线，是国家知识产权局批复设立的国家知识产权培训（广东）基地，也是全国唯一一家设立于知识产权运营平台的培训基地。珠海产交中心成立于2013年，是广东省国资委确定的四家有资格从事省属企业国有产权交易定点机构之一，并且在2015年10月成为全国首家通过ISO9001:2000国际质量管理认证的产权交易机构；2019年全年完成交易量751笔，交易金额118.15亿元。横琴七弦琴产权公司成立于2017年，提供知识产权管理及相关咨询，知识产权许可代理服务，知识产权维权咨询及服务，知识产权运营服务，知识产权流程管理，商标代理，著作权转让及代理，科技转让等服务。

普惠金融业务主要由华金担保、铎创投资和珠海华金普惠金融控股有限公司（以下简称“华金普惠”）负责经营。华金担保是目前珠海市唯一国有全资担保公司，公司计划打造其成为珠海市融资担保平台，发挥信用聚集的效应，完善珠海市担保市场体系，缓解小微企业融资难问题。铎创投资成立于2003年，其经营范围为以自有资金进行项目投资、投资管理、实业投资；项目投资引进信息咨询、消费品信息咨询、财务顾问、创业投资、投资咨询等。华金普惠成立于2017年，主要提供“转贷资金”服务，金融咨询及服务。

¹ 华金资管合并口径数据（含子公司）。

铨金保理成立于2018年，是公司为进一步响应政府部门解决小微企业融资难、融资贵难题而成立的，为小微企业提供商业保理服务。公司通过子公司华金担保持有其100%股权。

银行板块均为参股，其形成的投资收益对公司利润形成较好补充且银行板块对公司具有重要战略意义。

截至2019年末，公司共有32家联营企业，无合营企业。2019年，公司对联营企业确认投资收益5.03亿元，占投资收益比重为34.69%，对营业利润贡献度为54.85%。对联营企业的投资收益中，来自银行板块的投资收益占比较高；2019年银行板块确认投资收益合计5.09亿元，占对联营企业投资收益的101.13%。

银行业务板块中，华发投控涉及的企业主要包括珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财务”）、珠海华润银行股份有限公司（以下简称“华润银行”）和珠海南屏村镇银行股份有限公司（以下简称“南屏村镇银行”）三家公司。

公司直接持有华发财务20.00%股份，是其重要股东。华发财务于2013年9月正式开业，注册资本20.00亿元，是在横琴新区设立的第一家法人非银行金融机构、珠海市设立的第二家企

业集团财务公司。华发财务主要对华发集团及其成员单位办理存款、贷款、结算等相关业务，为成员单位提供财务和融资顾问、信用鉴证等咨询、代理业务，为成员单位提供担保等。

公司通过全资子公司珠海市海融资产管理有限公司（以下简称“珠海海融”）和铨创投资分别持有华润银行13.94%和7.08%股权，持股比例合计21.02%，为华润银行第二大股东。华润银行前身为珠海市商业银行，成立于1996年12月。2010年1月，华润股份有限公司和珠海市政府对珠海市商业银行实施战略重组，华润银行注册资本变更为56.38亿元。截至2019年末，华润银行总资产规模2016.77亿元，较上年末增长271.67亿元，增幅15.57%；其中贷款总额1052.32亿元，较上年末增长19.79%；总负债规模1858.95亿元，较上年末增长14.99%；其中存款总额1336.56亿元，较上年末增长19.04%；不良贷款率1.84%，拨备覆盖率为201.90%，资产质量在城商行同业中处于较好水平。2019年，华润银行累计实现营业收入58.67亿元，较上年增长20.82%；实现利息净收入50.08亿元，较上年增长21.39%；实现非息收入8.59亿元，较上年增长17.59%；全行实现净利润17.50亿元，较上年增长27.41%。整体经营情况良好。

表 13 上述主要子公司和联营公司 2019 年（末）主要财务数据（单位：亿元、%）

公司名称	注册资本	实收资本	持股比例	总资产	总负债	所有者权益	营业收入	净利润
华金期货	6.00	6.00	100.00	17.54	11.40	6.14	1.27	0.04
横琴知交中心	1.00	1.00	51.00	0.94	0.19	0.75	0.29	0.00
珠海产交中心	1.00	1.00	100.00	1.69	0.21	1.48	0.41	0.20
铨创投资	37.12	37.12	100.00	242.41	110.48	131.93	11.13	4.17
铨金保理	2.00	2.00	100.00	7.04	4.93	2.11	0.44	0.11
华金担保	3.00	3.00	100.00	3.74	0.44	3.30	0.34	0.24
华发财务	20.00	20.00	20.00	368.66	324.37	44.29	11.18	5.63
华润银行	60.43	60.43	21.02	2016.77	1858.95	157.81	58.67	17.50

注：公司通过子公司持有的华润银行 7.32%股权已质押；持有的华金期货 100%股权已经质押
资料来源：公司提供，联合资信整理

5. 未来发展

公司的发展战略清晰且具有前瞻性，契合国家政策和产业政策发展方向，符合自身特点和未来发展的需要。

未来公司将深入贯彻“科技+”战略，围绕“核心突破、科技赋能、协同创新、提质升级”的经营方针，坚持合规稳健经营，确保经营业绩再上新台阶。整体而言，严控风险，抢抓机遇，提质增效，全面完成年度经营目标，各个版块具体

业务规划如下：

首先，牌照金融业务取得实质性突破，创新金融业务盈利能力稳步提升，全力促进金融产业集群提质升级。华金证券要以上市为目标，各业务条线全面突破，深耕粤港澳大湾区市场。华金资管要做好华发集团内部协同服务，夯实存量业务，大力开拓增量业务，积极培育创新业务，实现规模和效益双提升。华金期货要继续扩大规模，聚焦优势品种与产业，冲击新产品中的上游地位。华金普惠要继续做强三大业务板块，着力布局C端业务，打造特色经营模式。华金保理要以华发集团产业链为主线，大力开展保理融资业务和供应链资产服务。其次，坚持科技赋能，重新梳理金融科技战略，高效助力业务发展，首要赋能华金证券，全面构建金融科技生态体系，为集团信息化建设贡献力量。再次，公司将深化珠澳合作，持续推动AMC、澳门融资租赁、互联网小贷、公募基金、消费金融等牌照获取机会，不断优化完善牌照布局，助推湾区金融创新。第四，公司将严守合规底线，建立健全合规风控管理体系，建立风险偏好管理体系，建设合规法务及风险管理体系。第五，公司继续推进直接融资，支持集团及板块上市公司集群快速发展。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年—2019 年财务报表及 2020 年前三季度财务报表，2017 年财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019 年财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年财务报表均被出具了不带强调事项段的无保留审计意见；2020 年前三季度财务报表未经审计。

财政部于 2017 年颁布了《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量（修订）》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移（修订）》《企业会计准则第 24 号——套期会计（修订）》及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报（修订）》（统称“新金融工具准则”），公司之子公司

华金证券经董事会决议自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，对会计政策相关内容进行了调整。按照新金融工具准则的规定，除某些特定情形外，对金融工具的分类和计量（含减值）进行追溯调整，将金融工具原账面价值和在新金融工具准则施行日（即 2019 年 1 月 1 日）的新账面价值之间的差额计入 2019 年年初留存收益或其他综合收益。同时，公司未对比较财务报表数据进行调整。

由于执行新金融工具准则导致其他综合收益增加 0.18 亿元，未分配利润减少 0.25 亿元。少数股东权益减少 0.04 亿元。

本报告 2017 年和 2018 年数据采用 2018 年和 2019 年审计报告的期初数或上期数。

2017 年—2020 年 9 月末，公司合并范围有一定变化，但考虑到变动于公司规模较小，公司财务报表可比性较好。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 555.54 亿元；负债总额 220.93 亿元，其中代理买卖证券款 9.29 亿元，代理承销证券款 2.07 亿元；所有者权益 334.61 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 239.54 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 15.38 亿元，利润总额 9.15 亿元，净利润 7.96 亿元，其中归属于母公司的所有者净利润 5.29 亿元；经营活动现金流量净额 -24.67 亿元，现金及现金等价物净增加额 52.84 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 592.79 亿元；负债总额 255.43 亿元，其中代理买卖证券款 14.43 亿元；所有者权益 337.36 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 234.85 亿元。2020 年 1—9 月，公司实现营业总收入 13.53 亿元，利润总额 12.90 亿元，净利润 11.66 亿元，其中归属于母公司的所有者净利润 10.17 亿元；经营活动现金流量净额 3.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.22 亿元。

2. 资产质量

2017 年—2019 年末，随着投资规模的扩大，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主，资产中股权投资、债券及债权类投资占

比较高，但公司持有较大规模货币资金，整体看，资产质量较好、流动性较好。

2017年—2019年末，公司资产总额持续增加，三年复合增长29.36%；截至2019年末，公司资产总额555.54亿元，较年初增长40.29%，主要是股东增资后致使货币资金增加以及华金

证券自营投资、融资融券业务规模扩大所致。公司资产结构以流动资产为主，2019年末流动资产占比为61.63%。2017年—2019年，公司自有资产持续增加，自有资产占总资产比重持续减少。

表14 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2017年末		2018年末		2019年末		2020年9月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	171.19	51.57	168.24	42.49	342.39	61.63	331.58	55.94
其中：货币资金	81.08	24.42	82.06	20.72	134.12	24.14	135.84	22.91
融出资金	4.38	1.32	8.73	2.21	17.87	3.22	16.77	2.83
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	45.71	13.77	40.86	10.32	--	--	--	--
交易性金融资产	--	--	--	--	79.61	14.33	74.93	12.64
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.20	0.05	53.95	9.71	47.95	8.09
非流动资产	160.80	48.43	227.75	57.51	213.15	38.37	261.21	44.06
其中：可供出售金融资产	54.65	16.46	86.15	21.76	73.82	13.29	79.30	13.38
持有至到期投资	27.33	8.23	57.80	14.60	17.40	3.13	54.32	9.16
长期股权投资	73.08	22.01	78.12	19.73	112.76	20.30	109.45	18.46
资产总计	331.99	100.00	395.99	100.00	555.54	100.00	592.79	100.00
自有资产	317.97	98.25	375.20	98.50	526.84	97.95	578.36	97.57

注：本报告在计算自有资产、自有负债及相关指标时未除结构化主体其他份额持有人投资份额

资料来源：公司审计报告、财务报表，联合资信整理

流动资产

2017年—2019年末，公司流动资产波动增长，三年复合增长41.42%。截至2019年末，公司流动资产为342.39亿元，较年初增长103.51%，主要是股东增资后致使货币资金增加及一年内到期的持有至到期投资转入所致；流动资产主要由货币资金（占39.17%）、交易性金融资产（占23.25%）、一年内到期非流动资产（占15.76%）构成。

2017年—2019年末，公司货币资金逐年增长，三年复合增长28.61%；截至2019年末，公司货币资金134.12亿元，较年初大幅增长63.45%，主要是股东注资所致；其中，银行存款132.04亿元，受限货币资金0.10亿元，规模很小。

2017年—2018年末，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产有所下降，分别为45.71亿元和40.86亿元，2018年末规模

下降主要是华金证券减少部分债券投资所致，期末仍以债券投资为主，占比为94.13%。

截至2019年末，公司交易性金融资产79.61亿元，全部分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，其中债券、股票和其他占比分别为82.87%、3.16%和13.97%；其他主要是资管产品、信托计划和资产支持证券。

2017年末，公司无一年内到期的非流动资产；2018年末，该科目规模很小；2019年末，公司一年内到期的非流动资产大幅增长268.75倍至53.95亿元，全部为一年内到期的持有至到期投资，主要是公司投资的可转债、信托计划和售房尾款收益权产品。

2017年—2019年末，公司融出资金余额持续大幅增加，年均增长101.93%；其中，2018年末较年初增幅较大主要是华金证券积极拓展该业务致使业务规模扩大所致；截至2019年末，融出资金为17.87亿元，较年初增长104.64%，

主要是2019年随着股票市场行情回暖而规模进一步扩大所致；2019年末融出资金账龄主要分布在1个月以内、3~6个月、6个月至1年和1年以上，占比分别为33.43%、21.10%、16.22%和22.83%，公司对融出资金计提的减值准备余额0.02亿元，比例为0.10%。

非流动资产

2017年—2019年末，公司非流动资产波动增长，三年复合增长15.13%；截至2019年末，公司非流动资产213.15亿元，较年初减少6.41%，主要是一年以内持有至到期投资转入流动资产所致；2019年末非流动资产以可供出售金融资产（占34.63%）、持有至到期投资（占8.16%）和长期股权投资（占52.90%）构成。

2017年—2019年末，公司可供出售金融资产波动增长，三年复合增长16.23%；截至2018年末，公司可供出售金融资产较年初大幅增长57.65%至86.15亿元，主要是子公司铎创投资投资4.80亿元用于受让厦门国际银行股份有限公司1.19%股份，投资8.00亿元用于受让珠海华金智盈投资基金合伙企业（有限合伙）15.99%的财产份额，以及子公司珠海发展投资基金（有限合伙）作为有限合伙人实缴投资增加所致；2019年末可供出售金融资产下降14.31%至73.82亿元，其构成主要是按成本计量的股权投资和按公允价值计量的资管产品，占比分别为75.51%和24.49%；公司未对可供出售金融资产计提减值准备。

2017年—2019年末，公司持有至到期投资波动减少，三年复合减少20.21%；截至2018年末，公司持有至到期投资大幅增长111.46%至57.80亿元，主要是主要系子公司华金资管出资30.00亿元认购珠海华发股份实业有限公司售房尾款收益权系列产品、子公司华发投控股权投资基金管理有限公司分期出资21.00亿元认购广东金融资产交易中心有限公司发行的华发股份购房尾款收益权ABS产品所致。因部分投资产品将于一年内到期转入一年内非流动资产，2019年末该科目下降69.90%至17.40亿元，期末持有至到期主要是信托计划、资产管理计划、

可转债、收益权产品等；公司未对持有至到期投资计提减值准备。

2017年—2019年末，公司长期股权投资逐年增长，三年复合增长24.22%，截至2019年末，公司长期股权投资较年初增长44.34%至112.76亿元，主要是对联营企业本年确认投资收益增加以及追加投资所致。

截至2020年9月末，公司资产总额为592.79亿元，较年初增长6.71%，主要是公司认购35.00亿元购房尾款产品致使持有至到期投资增加，加之华金资管旗下结构化主体购买静安府地块致使投资性房地产增加所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益持续增加，但权益结构稳定性一般，2019年11月股东增资进一步增强了公司资本实力。

2017年—2019年末，随着公司少数股东权益的增长及股东注资，公司所有者权益规模逐年增长，三年复合增长44.20%。2019年11月，公司完成股东增资，其中40.00亿元计入注册资本，50.00亿元计入资本公积；截至2019年末，公司所有者权益334.61亿元，较年初增长77.32%，主要是股东增资及少数股东权益增长所致；其中，少数股东权益95.07亿元，较年初增长19.12%，占所有者权益比重28.41%；归属于母公司的所有者权益239.54亿元，其中，实收资本占51.77%，资本公积占38.24%，未分配利润占9.30%。

截至2020年9月末，公司所有者权益合计337.36亿元，较年初增长0.82%；归属于母公司所有者权益结构中，资本公积占比减少至33.08%，未分配利润占比进一步增加至13.82%；少数股东权益占比增加至30.39%。公司实收资本和资本公积占比虽然较高，但未分配利润及少数股东权益占比亦偏高，所有者权益稳定性一般。

(2) 负债

公司负债规模持续增长，债务结构以长期债务为主，债务结构有所改善，杠杆水平下降并处于较低水平；但公司一年内以内到期债务占比高，存在一定集中兑付压力，需关注公司流动性情况。

2017年—2019年末，公司负债规模逐年增长，三年复合增长13.64%；截至2019年末，公司负债合计220.93亿元，较年初增长6.58%；负债结构以流动负债为主，但负债结构趋向均衡，2019年末流动负债占比为53.51%。

2017年—2019年末，公司流动负债波动下降，三年复合下降3.42%；2019年末较年初下降33.43%至118.23亿元，主要是公司与华发集团及其他关联公司往来款减少致使其他应付款减少所致；流动负债主要由卖出回购金融资产款（占比26.87%）、应付款项（占比12.85%）、其他应付款（占比9.07%）、应付货币保证金（占9.48%）、拆入资金（占5.00%）和其他流动负债（占比16.81%）构成。

2017年—2019年末，公司卖出回购金融资产款持续下降，年均下降32.18%，2019年末较年初下降6.58%至31.77亿元，主要是子公司华金证券债券质押式回购规模减少所致；2019年末该科目主要为质押式债券回购。

2017年—2019年末，公司应付款项持续增长，年均增长31.19%；截至2019年末，应付账款为15.19亿元，较年初增长2.09%；该科目主要是合并结构化主体形成的其他金融负债。

2017年—2019年末，公司其他应付款波动较大，分别为17.14亿元、93.06亿元和10.72亿元；2018年末大幅增长主要是因公司各金融牌照业务发展迅速需要更多的资金投入，导致应付华发集团往来款大幅增加所致；2019年末大幅减少主要是公司用股东增资款偿还华发集团及其他关联方往来款项所致。

2017年—2019年末，公司应付货币保证金持续增加，年均增长201.38%；截至2019年末，应付货币保证金为11.21亿元，较年初增长66.39%，主要是子公司华金期货业务规模快速

增长所致。

2017年—2019年末，公司其他流动负债逐年增长，三年复合增长98.57%；截至2019年末，其他流动负债为19.87亿元，较年初增长65.16%，主要是华金证券发行短期收益凭证增加所致；该科目主要由短期收益凭证和短期应付债券为主。

2017和2018年末，公司无拆入资金；截至2019年末，公司拆入资金5.91亿元，主要为同业拆入资金。

2017和2018年末，公司非流动负债主要是长期借款，非流动负债规模分别为44.32亿元和29.68亿元；截至2019年末，非流动负债为102.70亿元，较年初增长246.04%，主要由长期借款和应付债券构成，占比分别为40.76%和58.63%。

有息债务方面，2017年—2019年末，随着公司发行债券和华金证券发行短期收益凭证，公司全部债务规模逐年增加，三年复合增长12.09%，截至2019年末，公司全部债务175.20亿元，较年初增长8.92%，主要是长期债务增加所致；债务结构由以短期债务为主转变为以长期债务为主，2019年末长期债务占比58.26%。

2017年—2019年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率呈整体下降趋势，2019年末分别为39.77%和34.37%；随着长期债务的增加，长期债务资本化比率波动增长，2019年末为23.37%，公司杠杆水平较低。2017年—2019年，公司自有资产负债率波动下降，2019年末为36.49%，较年初下降13.22个百分点，主要是2019年公司股东较大规模增资所致。

截至2020年9月末，公司负债合计255.43亿元，较年初增长15.62%，主要是公司偿还部分长期借款，同时增加短期借款及应付债券所致；公司资产负债率为43.09%，较年初增长3.32个百分点；全部债务较年初增长16.84%至204.70亿元，短期及长期债务均有增长；债务结构较年初变动不大。从债务到期结构来看，截至2020年9月末，公司一年内到期有息债务占比为42.56%，占比较高，需关注其流动性管理

情况。

表 15 截至 2020 年 9 月底公司有息债务期限分布情况
(单位: 亿元、%)

期限	规模	占比
1 年以内	87.12	42.56
1~2 年	16.89	8.25
2~3 年	30.85	15.07
3~5 年	69.83	34.12
5 年以上	--	--
合计	204.70	100.00

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

4. 子公司资本充足性

子公司华金证券资本实力较为稳定, 以净

资本为核心的风险控制指标均优于行业监管水平, 其资本充足性较好。

2017 年—2019 年末, 华金证券净资本规模呈增长趋势, 主要来自附属净资本的增加; 截至 2019 年末, 华金证券净资本为 40.89 亿元。从主要风控指标来看, 2017 年—2019 年末, 风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率和净稳定资金率均呈持续下降趋势, 净稳定资金率呈持续下降趋势, 其中, 净稳定资金率处于偏低水平, 接近预警标准, 其他指标远高于监管标准。截至 2020 年 9 月末, 华金证券各项风险控制指标均优于行业预警水平, 整体风险可控。

表 16 华金证券风险控制指标情况表 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末	监管标准	预警标准
核心净资本	35.14	35.82	33.89	34.68	--	--
附属净资本	0.00	0.00	7.00	10.25	--	--
净资本	35.14	35.82	40.89	44.93	--	--
净资产	39.75	40.10	41.06	41.96	--	--
各项风险资本准备之和	13.22	13.89	15.90	18.39	--	--
表内外资产总额	87.99	83.22	105.96	105.51	--	--
风险覆盖率	265.75	257.92	257.07	244.32	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率	39.93	43.04	31.98	32.87	≥8.00	≥9.60
流动性覆盖率	400.92	323.21	321.44	249.00	≥100.00	≥120.00
净稳定资金率	159.31	142.34	134.45	160.09	≥100.00	≥120.00
净资本/净资产	88.39	89.32	99.57	107.09	≥20.00	≥24.00

资料来源: 公司提供

5. 盈利能力

公司收入和利润整体呈增加趋势, 盈利能力尚可; 但公司利润的实现投资收益依赖度较高, 投资收益的实现受市场行情影响较大, 存在一定不确定性。

2017 年—2019 年, 受益于证券及其他业务收入增长, 公司营业总收入持续增长, 年均复合增长 84.14%; 2019 年, 公司实现营业收入 15.38 亿元, 同比增长 89.17%, 主要是华金证券和华金资管业务发展较好致使收入增加所致。

公司营业成本由证券、期货业务利息支出、财务顾问费, 基金管理费、产权交易服务费成本和知识产权服务费成本构成; 2017 年—2019 年,

公司营业成本逐年增长, 三年复合增长 45.11%, 2019 年公司营业成本为 5.08 亿元, 同比增长 46.21%, 主要是华金证券转让房产成本进入其他业务成本所致。

从期间费用来看, 2017 年—2019 年, 公司期间费用持续增加, 三年复合增长 44.96%; 2019 年, 公司期间费用总额为 16.19 亿元, 主要是职工薪酬增加以及债务规模增加致使利息费用增长所致; 公司期间费用以管理费用和财务费用为主, 2019 年占比分别为 63.15%和 36.69%。管理费用主要为职工薪酬、租赁费等; 财务费用主要为利息费用支出。

投资收益对公司利润形成较好补充。2017 年—2019 年, 公司投资收益波动增加, 三年复

合增长 16.82%；2018 年同比增长 45.71%至 15.48 亿元，主要是处置长期股权投资收益增加和持有至到期投资、可供出售金融资产持有期间获得投资收益增加所致；其中，处置长期股权投资收益主要来自子公司铎创投资转让珠海十字门中央商务区建设控股有限公司 1.00%所得，可供出售金融资产持有期间投资收益主要来自华金证券投资收益以及公司投资基金和股权的分红。2019 年投资收益同比减少 6.31%至 14.50 亿元，主要是当年处置股权较少致使形成的投资收益减少所致；投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益、可供出售金融资产等取得的投资收益，占比分别为 34.69%、27.71%和 20.81%。2017 年—2019 年，投资收益对营业利润贡献度分别为 177.00%、165.79%和 158.12%，贡献度有所下降但仍处于很高水平。

从盈利情况来看，2017 年—2019 年，受益于营业总收入及投资收益的增加，公司净利润波动增加，三年复合增长 11.84%；2019 年为 7.96

亿元，同比小幅下降 4.43%，主要是投资收益减少、营业成本及管理费用增加所致。从盈利指标来看，因股东注资致使所有者权益规模增加较多，公司净资产收益率整体呈下降趋势，2019 年为 3.04%；公司资产收益率呈波动下降趋势，2019 年为 2.03%。2017 年—2019 年，归母净利润收益率持续下降，主要归属于母公司所有者权益增加所致，2019 年该指标为 3.03%；公司盈利能力尚可。

2020 年 1—9 月，公司实现营业总收入 13.53 亿元，同比增长 22.73%，主要是证券及期货业务收入、资管业务收入增加所致；实现利润总额 12.90 亿元，同比增长 124.69%，主要是收入及公允价值变动损益的增加加之财务费用减少所致；公司净资产收益率和资产收益率分别为 3.47%和 2.03%。

从同行业对比来看，在经营同类或类似主业的金融控股平台类企业中，根据下表数据，与样本企业相比，公司盈利指标相对较低，但杠杆水平相对较低；因公司于 2019 年 11 月增资，对指标产生一定影响。

表 17 金融控股平台类企业的 2019 年财务指标比较（单位：%）

项目	净资产收益率	归母净利润收益率	资产负债率	自有资产负债率
湖南财信投资控股有限责任公司	7.24	7.33	64.50	54.63
苏州国际发展集团有限公司	3.74	2.27	73.11	68.35
国投资本股份有限公司	8.45	7.86	75.83	64.97
上述样本企业平均值	6.48	5.82	71.15	62.25
华发投控	3.04	3.03	39.77	36.49

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

6. 现金流分析

公司经营和投资活动现金流规模较大且波动较大，融资渠道通畅。

经营活动现金流方面，2017 年—2019 年，公司经营活动现金流波动较大；2017 年呈净流出趋势主要是支付资金往来款规模较大所致；2018 年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，主要是收到往来款增加以及支付的往来资金减少所致；2019 年，公司经营活动现金流净额转为净流出，主要是证券业务周期性变动及 2019 年基于会计准确性原则将有息往来款调

整至其他筹资活动所致。

投资活动现金流方面，2017 年，公司投资活动现金呈净流入趋势，主要是取得子公司及其他营业单位支付的现金净额增加所致；2018 年和 2019 年，公司投资活动现金流净额均表现为净流出，主要是公司及子公司投资股权、基金等投资支付的现金较多所致。

筹资活动方面，2017 年—2019 年，公司筹资活动现金流保持净流入态势但净流入额波动较大；2018 年净流入额大幅减少主要是收到其他与筹资活动有关的现金减少所致；2019 年，

筹资活动现金流量净流入规模大幅增加，主要是股东增资及公司发行债券收到的现金增加所致。

2020 年 1—9 月，公司经营活动现金流由负转正，投资活动现金流仍呈净流出态势，因公司融资活动较多，筹资活动仍表现为净流入。

表 18 公司现金流情况表（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流净额	-52.00	61.99	-24.67	3.46
投资活动现金流净额	33.73	-68.86	-63.38	-40.27
筹资活动现金流净额	26.77	6.58	140.89	38.02
现金及现金等价物净增加额	8.49	-0.28	52.84	1.22
期末现金及现金等价物余额	84.73	84.45	137.29	138.51

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

7. 母公司口径财务分析

母公司口径资产主要以股权投资、货币资金及往来款为主，资产流动性一般，但货币资金较充裕；股东增资后，杠杆率下降并处于较低水平；本部盈利主要依靠利息收入及子公司投资收益，盈利能力一般；公司与关联方往来款较为频繁，经营及投资活动所需资金主要依赖筹资活动，需关注公司流动性管理情况。

2017 年—2019 年末，母公司口径资产总额整体呈增长趋势。截至 2019 年末为 322.62 亿元，较年初增长 105.92%，主要是货币资金、其他应收款、长期股权投资增加较多所致；资产结构以长期股权投资（占比 64.80%）、货币资金（占比 6.68%）、其他应收款（占 21.83%）、可供出售金融资产（占 5.93%）为主；其他应收款主要是往来款；长期股权投资主要是对子公司投资，2019 年公司分别追加对铎创投资、华金资管的投资 40.00 亿元和 21.00 亿元。

2017 年—2019 年末，母公司口径负债总额呈持续上升趋势。截至 2019 年末为 95.81 亿元，较 2018 年末增长 82.67%，主要是长期借款和应付债券增加所致；负债来源以其他流动负债（占比 5.22%）、长期借款（占比 38.64%）和应付债券（占 52.19%）为主。近三年末，母公司口径资产负债率波动下降，截至 2019 年末为 29.70%，属较低水平；全部债务规模呈增加趋势，截至 2019 年末，母公司口径全部债务为 93.23 亿元，较年初增长 286.73%，主要是公司发行公司债券所致。

2017 年—2019 年末，母公司口径所有者权益整体呈增长趋势，截至 2019 年末为 226.81 亿元，较 2018 年末增长 117.62%，主要是股东注资所致；所有者权益以资本公积和实收资本为主。

2017 年—2019 年，公司本部营业总收入规模很小，主要是财务顾问费和利息收入；营业总收入先降后升，2018 年为 0.34 亿元，同比下降 13.02%；母公司口径盈利主要来自投资收益，投资收益变动较大，2018 年为 1.75 亿元，同比下降 62.85%，主要是权益法核算长期股权投资的投资收益大幅减少所致；2019 年投资收益为 3.10 亿元，同比增长 76.46%，主要是取得分红较多所致；净利润波动较大，2018 年为 0.19 亿元，同比下降 95.19%，主要是投资收益减少所致；2019 年净利润为 0.86 亿元，同比增长 359.46%，主要是投资收益增加所致。从盈利指标来看，2017—2019 年，母公司口径资产收益率及净资产收益率水平均不高，2019 年分别为 0.36% 和 0.52%。

2017 和 2018 年，母公司口径经营活动现金流量净额均为净流入且净流入规模扩大，经营活动现金流主要是关联方往来款；2019 年，经营活动现金流量净额转为净流出，主要是收到关联方往来款减少及支付往来款增加所致。2017 年—2019 年，公司投资活动现金流量净额均表现为净流出，2019 年净流出规模为 91.99 亿元，主要是投资子公司支付的现金较多所致，主要包括对子公司华金资管增资 21.00 亿元，铎

创投资 40.00 亿元等。2017 年，公司筹资活动较多，筹资活动现金流呈净流入；2018 年，公司偿还债务规模较大，筹资活动呈净流出 7.04 亿元；2019 年，公司股权及债权融资活动较多，筹资活动现金流净流入 112.68 亿元。

截至 2020 年 9 月末，母公司口径资产总额为 351.89 亿元，较年初增长 9.07%，主要是持有至到期投资的增加；负债总额 121.78 亿元，较年初增长 27.10%，主要是公司发行公司债券及增加短期借款所致；1—9 月，母公司口径实现营业收入 0.81 亿元，投资收益 3.69 亿元，利润总额 3.26 亿元；经营活动现金流转正，投资活动仍表现为净流出但净流出规模有所减少，公司融资活动较多，筹资活动现金流仍表现为净流入。

8. 偿债能力

公司整体偿债能力指标表现尚可，考虑到股东背景强且对公司支持力度很大，以及公司自身资本实力很强，资产质量较好，并持有较大规模的现金类资产，公司整体偿债能力极强。

短期偿债能力方面看，2017 年—2019 年末和 2020 年 9 月末，公司合并口径和母公司口径流动比率均表现较好；同期，受货币资金增加较多影响，公司期末现金及现金等价物余额/短期债务呈增加趋势，指标表现较好；但筹资前净现金流为负值，无法对流动负债形成覆盖。整体看，公司短期偿债能力指标表现较好。

长期偿债能力方面，2017 年—2019 年，母公司口径及合并口径，全部债务/EBITDA 表现一般，EBITDA 对利息的覆盖倍数虽有所下降，但覆盖程度较好；公司长期偿债能力指标表现一般。

表 19 公司偿债能力指标

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	母公司	合并	母公司	合并	母公司	合并	母公司	合并
流动比率（%）	98.34	135.07	62.33	94.73	1,067.96	289.60	303.95	241.53
筹资前净现金流流动负债比（%）	-16.54	-14.42	19.05	-3.87	-1154.32	-74.48	-126.77	-26.81
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	7.07	0.88	1.13	0.64	1.80	1.88	0.91	1.59
EBITDA（亿元）	4.90	8.85	1.75	14.02	3.29	16.49	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	5.90	15.76	13.80	11.47	28.33	10.63	/	/
EBITDA 利息倍数（倍）	5.03	3.39	1.14	3.20	1.36	2.11	/	/

注：2020 年 1—9 月相关指标未年化

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

截至 2020 年 9 月底，公司无对外担保情况（子公司华金担保的担保业务除外），无重大被诉情况。

截至 2020 年 9 月末，公司获得银行授信额度合计为 38.80 亿元，银行授信额度已使用 19.00 亿元，剩余授信额度 11.00 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响不大，相关指标对本期债券本金覆盖程度较好；考虑到公司在区域内及行业内具有很强的竞争优势，股东和政府对公司支持力度较大等因素，公司

对本期债券偿付能力极强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至 2020 年 9 月末，公司全部债务总额 204.70 亿元。本期拟发行债券规模为不超过 9.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模较小，本期债券如发行成功，公司债务负担将有所加重，但对债务结构影响不大。

以 2020 年 9 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 9.00 亿元，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 43.94%、38.78%和 27.28%，分别较发

债前上升 0.85、1.02 和 1.44 个百分点。

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础,按照发行9.00亿元

估算相关指标对本期债券本金的保障倍数(见下表)。除筹资前净现金流为负值,无法对本期债券形成覆盖外,其他各项指标对本期债券的覆盖程度均较好。

表 20 本期债券偿付能力指标(单位:倍)

指标	合并				母公司			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
资产总额/本期债券额度	36.89	44.00	61.73	65.87	17.42	17.41	35.85	39.10
所有者权益/本期债券额度	17.88	20.97	37.18	37.48	11.66	11.58	25.20	25.57
净利润/本期债券额度	0.71	0.93	0.88	1.30	0.43	0.02	0.10	0.36
EBITDA/本期债券额度	0.98	1.56	1.83	/	0.54	0.19	0.37	/
筹资前净现金流/本期债券额度	-2.03	-0.76	-9.78	-4.09	-0.45	0.79	-11.28	-3.82

注:2020 年 1-9 月相关指标未年化

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

十、结论

体偿债风险极低,债券到期不能偿还的风险极低。

公司作为珠海市国资委旗下金融及产业投资平台,区域地位突出,受股东支持力度很大。目前公司已基本实现金融产业全牌照,资本实力很强,具有很强的综合实力;近年来,公司业务经营情况良好,整体营业收入持续增长,资本实力不断增强,资产流动性较好,杠杆水平下降并处于适中水平;公司主要子公司华金证券作为全国性的综合类证券公司,业务资质齐全,资本充足性较高。同时,公司股东珠海华发集团有限公司在资本补充和资源获取等方面给予公司很大支持。

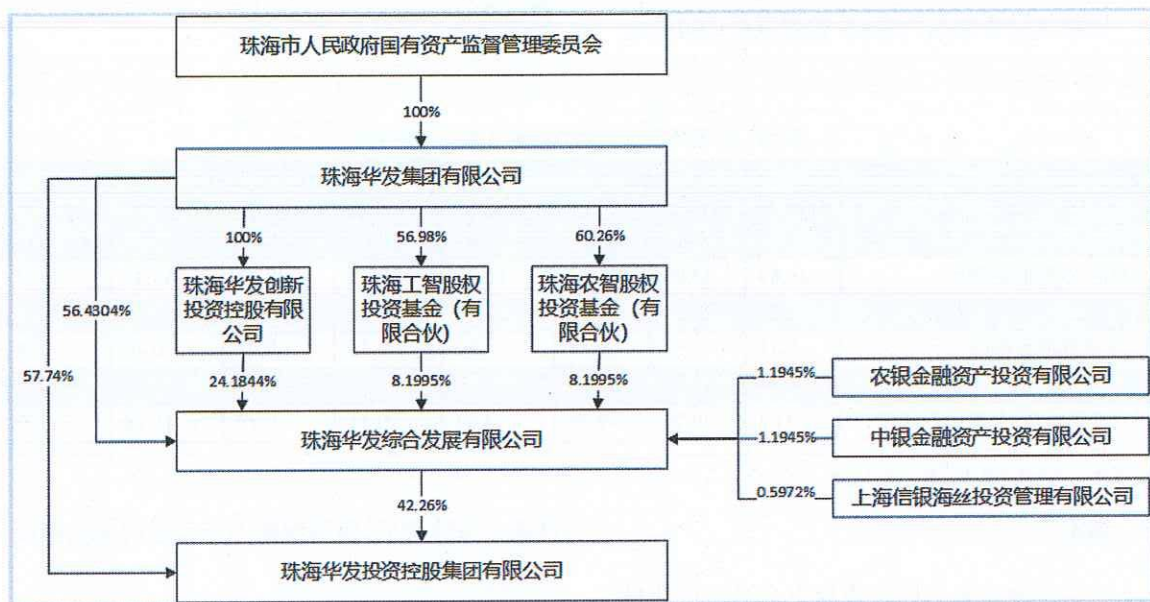
联合资信同时也关注到,公司盈利对子公司形成的投资收益依赖度较高,作为主要收入来源的华金证券易受监管政策和证券市场波动的影响;同时,公司一年内到期债务占比高,存在一定集中兑付压力。

本期债券的发行对公司债务结构影响不大,相关指标对本期债券本金覆盖程度较好。

随着公司战略的稳步推进及资本实力的进一步增强,未来公司业务规模和盈利水平有望进一步提升,整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

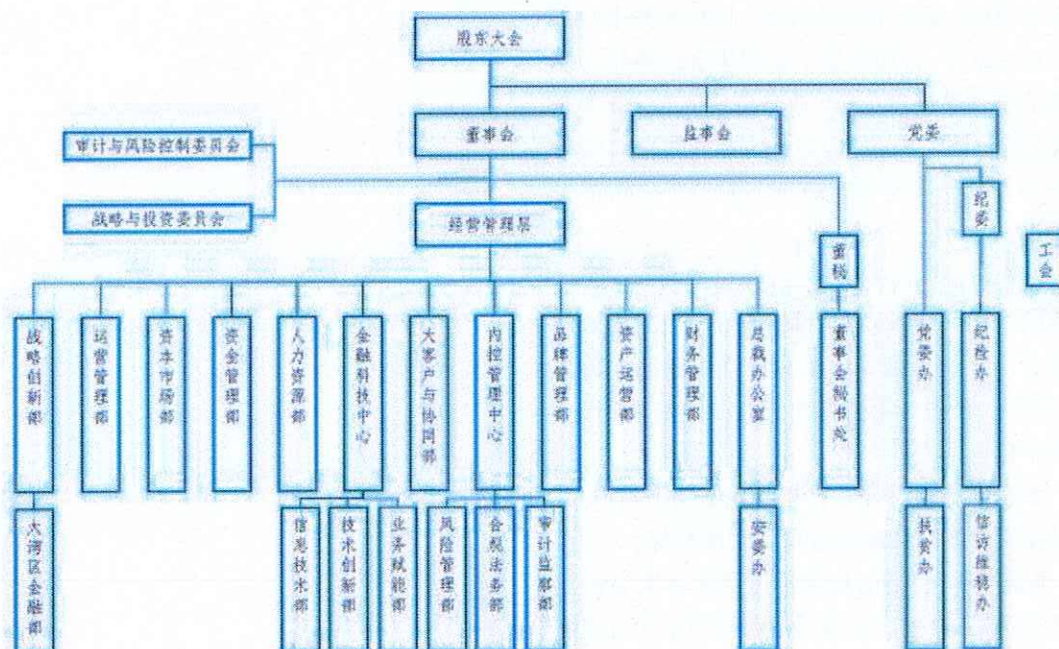
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底珠海华发投资控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底珠海华发投资控股集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月底珠海华发投资控股集团有限公司

主要子公司情况

序号	企业名称	主营业务	注册资本 (亿元)	实收资本 (亿元)	持股比例 (%)	表决权 比例 (%)	取得 方式
1	华金证券股份有限公司	证券业务	34.50	34.50	79.01	79.01	非同一控制 下企业合并
2	华金期货有限公司	期货业务	6.00	6.00	100.00	100.00	非同一控制 下企业合并
3	珠海华金融资担保有限公司	融资担保	3.00	3.00	100.00	100.00	新设
4	华金资产管理（深圳）有限公司	基金管理	27.00	27.00	100.00	100.00	新设
5	珠海产权交易中心有限责任公司	产权交易服务	1.00	1.00	100.00	100.00	新设
6	横琴国际知识产权交易中心有限公司	知识产权交易服务	1.00	1.00	51.00	51.00	新设
7	珠海铎创投资管理有限公司	投资管理	37.12	37.12	100.00	100.00	新设
8	珠海金控股权投资管理有限公司	基金管理	0.05	0.05	100.00	100.00	新设
9	珠海市海融资产管理有限公司	股权投资	10.39	10.39	100.00	100.00	非同一控制 下企业合并
10	珠海发展投资基金（有限合伙）	基金投资管理	100.00	89.37	0.78	0.78	新设
11	珠海横琴新区丰铎股权投资基金管理有限公司	基金管理	0.31	0.31	51.00	51.00	新设
12	珠海金控金湾股权投资基金管理有限公司	基金管理	0.05	0.05	80.00	80.00	新设
13	珠海华金小额再贷款有限公司	小额再贷款	1.00	1.00	100.00	100.00	新设
14	珠海横琴华发七弦琴知识产权服务有限公司	知识产权交易服务	0.01	0.01	51.00	51.00	新设
15	珠海华发拍卖有限公司	拍卖	0.12	0.12	100.00	100.00	新设
16	珠海发展投资基金管理有限公司	基金投资管理	1.50	1.00	57.26	57.26	新设

注：珠海华金小额再贷款有限公司已于 2020 年 10 月注销

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 珠海华发投资控股集团有限公司

主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
财务数据				
资产总额 (亿元)	331.99	395.99	555.54	592.79
所有者权益 (亿元)	160.92	188.70	334.61	337.36
归属于母公司所有者权益 (亿元)	104.30	108.89	239.54	234.85
短期债务 (亿元)	95.95	131.97	73.13	87.12
长期债务 (亿元)	43.50	28.88	102.07	117.58
全部债务 (亿元)	139.45	160.85	175.20	204.70
营业总收入 (亿元)	4.54	8.13	15.38	13.53
投资收益 (亿元)	10.62	15.48	14.50	10.31
利润总额 (亿元)	6.33	9.61	9.15	12.90
EBITDA (亿元)	8.85	14.02	16.49	/
筹资前净现金流 (亿元)	-18.27	-6.87	-88.05	-36.80
财务指标				
营业利润率 (%)	45.69	55.86	63.60	73.64
资产收益率 (%)	2.11	2.29	1.67	2.03
净资产收益率 (%)	4.73	4.77	3.04	3.47
归母净资产收益率 (%)	6.13	5.38	3.03	4.29
长期债务资本化比率 (%)	21.28	13.27	23.37	25.84
全部债务资本化比率 (%)	46.43	46.02	34.37	37.76
资产负债率 (%)	51.53	52.35	39.77	43.09
流动比率 (%)	135.07	94.73	289.60	241.53
筹资前净现金流流动负债比 (%)	-14.42	-3.87	-74.48	-26.81
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	0.88	0.64	1.88	1.59
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.39	3.20	2.11	/
全部债务/EBITDA (倍)	15.76	11.47	10.63	/
EBITDA/本期债券额度 (倍)	0.98	1.56	1.83	/

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 珠海华发投资控股集团有限公司

主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
财务数据				
资产总额 (亿元)	156.82	156.67	322.62	351.89
所有者权益 (亿元)	104.96	104.22	226.81	230.12
短期债务 (亿元)	1.45	9.17	6.21	24.41
长期债务 (亿元)	27.43	14.94	87.02	94.62
全部债务 (亿元)	28.88	24.11	93.23	119.03
营业总收入 (亿元)	0.39	0.34	0.48	0.81
投资收益 (亿元)	4.72	1.75	3.10	3.69
利润总额 (亿元)	3.90	0.19	0.86	3.26
EBITDA (亿元)	4.90	1.75	3.29	/
筹资前净现金流 (亿元)	-4.04	7.14	-101.49	-34.42
财务指标				
营业利润率 (%)	991.54	55.52	178.78	400.47
资产收益率 (%)	2.66	0.12	0.36	0.97
净资产收益率 (%)	3.76	0.18	0.52	1.43
长期债务资本化比率 (%)	20.72	12.54	27.73	29.14
全部债务资本化比率 (%)	21.58	18.79	29.13	34.09
资产负债率 (%)	33.07	33.48	29.70	34.61
流动比率 (%)	98.48	62.33	1067.96	303.95
筹资前净现金流流动负债比 (%)	-16.57	19.05	-1154.32	-126.77
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	7.07	1.13	1.80	0.91
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.03	1.14	1.36	/
全部债务/EBITDA (倍)	5.90	13.80	28.33	/
EBITDA/本期债券额度 (倍)	0.54	0.19	0.37	/

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率或变动率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
盈利指标	
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部有息债务+期末所有者权益+期末全部有息债务) / 2]×100%
资产收益率	当期净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) / 2]×100%
净资产收益率	当期净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
债务结构指标	
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部有息债务/ (全部有息债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
筹资前净现金流流动负债比	筹资前净现金流/流动负债合计×100%
期末现金及现金等价物余额/短期债务	期末现金及现金等价物余额/短期债务

注: 短期债务=短期借款+拆入资金+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债中的有息债务+应付短期债券+其他科目里的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他科目里的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

筹资前净现金流=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 珠海华发投资控股集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年珠海华发投资控股集团有限公司年报公告后的两个月内，且不低于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级；并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

珠海华发投资控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。珠海华发投资控股集团有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对珠海华发投资控股集团有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，珠海华发投资控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注珠海华发投资控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债项相关信息，如发现珠海华发投资控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对珠海华发投资控股集团有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如珠海华发投资控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对珠海华发投资控股集团有限公司或本次（期）债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送珠海华发投资控股集团有限公司、监管部门等。