

信用评级公告

联合〔2021〕3818号

联合资信评估股份有限公司通过对华西证券股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华西证券股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“17华股01”“18华股01”“19华股01”“19华股02”“20华股01”“21华股01”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:

二〇二一年六月七日

华西证券股份有限公司公开发行公司债券

2021年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次评级	评级展望	上次评级	评级展望
华西证券股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华股 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华股 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华股 02	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华股 01	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华股 01	AAA	稳定	AAA	稳定
17 华股 01	AAA	稳定	AAA	稳定

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华西证券股份有限公司（以下简称“公司”或“华西证券”）的跟踪评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司，股东背景很强，资本实力很强，具有齐全的证券业务牌照及多元化的运营模式，综合竞争力很强。受益于证券市场回暖，2020年，公司各项业务整体发展状况较好，营业收入和净利润均实现较好增长；分类评级仍为 A 类，内部管理水平较高。截至 2020 年末，公司资产质量较高，流动性较好，杠杆水平适中，资本充足。

同时，联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响；2020 年，公司债务规模有所增长，虽 2020 年债务结构有所优化，但仍需对公司流动性状况保持关注。

未来随着资本市场的持续发展、各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级 AAA；维持“21 华股 01”“20 华股 01”“19 华股 02”“19 华股 01”“18 华股 01”和“17 华股 01”的债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模(亿元)	债券余额(亿元)	到期兑付日
21 华股 01	15.00	15.00	2024/02/09
20 华股 01	10.00	10.00	2025/02/25
19 华股 02	15.00	15.00	2023/10/23
19 华股 01	9.00	9.00	2024/03/21
18 华股 01	10.00	2.07	2022/10/18
17 华股 01	13.00	11.69	2022/04/06

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
证券公司行业信用评级方法	V3.1.202011
证券公司主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

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

优势

1. **公司综合竞争力很强，在四川省内具备较强竞争优势。**公司作为全国综合类证券公司，主要业务行业排名中上游水平。公司股东背景很强，主要股东泸州老窖集团有限责任公司和四川剑南春（集团）有限责任公司均为四川省内知名企业，为公司立足于四川省内的发展提供了条件。在深耕四川的基础上，逐步形成辐射全国的经营网络布局，业务区域范围不断拓宽，并具备较强的区域竞争优势。
2. **公司营业收入和净利润实现较好，资产质量较高，流动性较好。**2020年，公司营业收入和净利润均同比增长；整体盈利能力较好。截至2020年末，公司资产规模较上年末增长，资产以自有资产为主，资产质量较高，流动性较好，杠杆水平适中，资本充足。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			业务经营分析	1
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	1
			资本充足性	2
			杠杆水平	1
		流动性因素	资金来源与流动性	1
调整因素和理由			调整子级	
公司实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会，且持股比例较大的股东泸州老窖集团有限责任公司和四川剑南春（集团）有限责任公司等均为四川省内知名企业，股东背景很强，为公司立足于四川省内的发展提供了条件。			+1	

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

分析师：贾一晗

张晨露

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-8567 9696

传真：010-8567 9228

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

关注

1. 营业收入易受资本市场波动影响。公司营业收入主要来自经纪业务和证券投资业务，业务规模及收入等方面受资本市场波动的影响较大，未来业务发展、收入的持续增长情况需关注。
2. 公司信用风险需持续关注。近年来，资本市场信用风险事件多发，需持续关注公司信用业务和债券投资业务的信用风险状况。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
自有资产（亿元）	345.40	507.55	565.52	570.34
自有负债（亿元）	161.40	310.61	351.85	353.78
所有者权益（亿元）	184.00	196.94	213.67	215.56
优质流动资产/总资产（%）	19.41	19.18	21.78	/
自有资产负债率（%）	46.73	61.20	62.22	62.03
营业收入（亿元）	25.45	39.37	46.83	9.56
利润总额（亿元）	11.16	18.65	24.53	4.26
营业利润率（%）	44.07	47.52	51.90	44.78
净资产收益率（%）	5.41	7.52	9.26	1.58
净资本（亿元）	158.81	164.89	176.31	/
风险覆盖率（%）	478.16	364.63	407.57	/
资本杠杆率（%）	43.06	31.12	29.13	/
短期债务（亿元）	95.86	214.81	191.94	156.55
全部债务（亿元）	151.83	294.77	318.67	317.95

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据除非特别说明均为合并口径；2. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径；3. 2021 年一季度财务数据未经审计，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	2021/5/6	贾一晗 张晨露	证券公司行业信用评级方法 V3.1.202011 证券公司主体信用评级模型（打分表） V3.1.202011	阅读原文
AAA	稳定	2018/5/30	张祎 贾一晗	证券行业评级方法（联合信用评级有限公司 2018 年）	阅读全文
AA+	稳定	2013/8/5	田兵 赖金昌 刘睿	证券公司资信评级方法（2014 年）	阅读全文

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编号。

声 明

一、本报告引用的资料主要由华西证券股份有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

贾一鸣 张景浩
联合资信评估股份有限公司



华西证券股份有限公司公开发行公司债券

2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

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

2018年2月,公司在深圳证券交易所主板实现上市,股票简称“华西证券”,股票代码“002926.SZ”,本次发行募集资金净额为48.62亿元。截至2021年3月末,公司注册资本26.25亿元,泸州老窖集团有限责任公司(以下简称“泸州老窖”)直接及间接持有公司28.52%的股权,为公司的控股股东,公司实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会,公司控股股东持有的公司股权不存在被质押情况。

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

截至2020年末,公司在全国设有114家营业部,分布于18个省、4个直辖市、1个自治区,其中四川省内57家,省外57家;3家全资子公司:华西期货有限责任公司(以下简称“华西期货”)、华西金智投资有限责任公司(以下简称

“华西金智”)、华西银峰投资有限责任公司(以下简称“华西银峰”)。截至2020年末,公司在职工合计4033人。公司组织架构图详见附件1-2。

截至2020年末,公司资产总额772.29亿元,其中客户资金存款159.72亿元、客户备付金35.64亿元;负债合计558.62亿元,其中代理买卖证券款206.61亿元;所有者权益合计213.67亿元,母公司口径净资产176.31亿元;2020年,公司实现营业总收入46.83亿元,利润总额24.53亿元,净利润19.02亿元;经营活动现金净流出43.90亿元,现金及现金等价物净增加额31.63亿元。

截至2021年3月末,公司资产总额778.09亿元,其中客户资金存款162.13亿元、客户备付金36.14亿元;负债合计561.53亿元,其中代理买卖证券款207.76亿元;所有者权益合计216.56亿元;2021年1-3月,公司实现营业总收入9.56亿元,利润总额4.26亿元,净利润3.41亿元;经营活动现金净流入49.93亿元,现金及现金等价物净增加额4.92亿元。

公司注册地址:四川省成都市高新区天府二街198号;法人代表:杨炯洋。

三、债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券情况见下表,截至2021年3月末,本次跟踪债券除“20华股01”外,其余跟踪债券募集资金均已按指定用途使用完毕。2020年10月18日,公司完成“18华股01”7.93亿元回售工作,并按时付息,票面利率由4.00%调整为3.74%;截至目前,“18华股01”剩余待偿本金规模2.07亿元。2020年4月6日,公司完成“17华股01”1.31亿元回售工作,并按时付息,票面利率由4.75%调整为3.08%;截至目前,“17华股01”剩余待偿本金规模11.69亿元。此外,“21华股01”尚未到首个付息日,其余跟踪债券均在付息日正常付息。

表 1 本次跟踪债券概况 (单位: 亿元、年)

简称	债券代码	发行规模	债券余额	期限	起息日	到期兑付日
17 华股 01	112513.SZ	13.00	11.69	5 (3+2)	2017/4/6	2022/4/6
18 华股 01	112775.SZ	10.00	2.07	4 (2+2)	2018/10/18	2022/10/18
19 华股 01	112863.SZ	9.00	9.00	5 (3+2)	2019/3/21	2024/3/21
19 华股 02	112986.SZ	15.00	15.00	4 (2+2)	2019/10/23	2023/10/23
20 华股 01	149043.SZ	10.00	10.00	5 (3+2)	2020/2/25	2025/2/25
21 华股 01	149381.SZ	15.00	15.00	3	2021/2/9	2024/2/9

资料来源: Wind, 联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年, 新冠肺炎疫情全球大流行, 对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响, 以“六稳”“六保”为中心, 全力保证经济运行在合理区间。在此背景下, 2020 年我国经济逐季复苏, GDP 全年累计增长 2.30%¹, 成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家, GDP 首次突破百万亿大关, 投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度, 我国经济运行持续恢复, 宏观政策整体保持了连贯性, 稳健的货币政策灵活精准、合理适度, 把服务实体经济放到更加突出的位置; 积极的财政政策提质增效, 推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度, 我国国内生产总值现价 24.93 万亿元, 实际同比增长 18.30%, 两年平均增长 5.00%², 低于往年同期水平, 主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看, 三大产业中**第二产业恢复最快, 第三产业仍有较大恢复空间。**具体看, 第二产业增加值两年平均增长 6.05%, 已经接近疫情前正常水平 (5%~6%), 第二产业恢复情况良好, 其中工业生产恢复良好, 工业企业盈利改善明显; 而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%, 增速略微低于疫情前正常水平; 第三产业两年平均增长 4.68%, 较 2019 年同期值低 2.52 个百分点, 第三产业仍有恢复空间, 主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年 平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速, 下同。

² 为剔除基数效应影响, 方便对经济实际运行情况进行分析判断, 文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率, 下同。

城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿

元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和

5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行

趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

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

1. 证券行业概况

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020 年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，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；2020 年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据，截至 2020 年末，上交所和深交所上市的公司合计 4154 家；股票市场总市值为 79.72 万亿元，较 2019 年末增长 34.46%；平均市盈率为 25.64 倍，较 2019 年增长 5.29 个倍数。2020 年全部 A 股成交额为 206.02 万亿元，日均成交额为 0.85 万亿元，同比增长 63.05%。截至 2020 年末，市场融资融券余额为 1.62 万亿元，较 2019 年末增长 58.84%，其中融资余额占比为 91.54%，融券余额占比为 8.46%。股票一级市场发行方面，2020 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.67 万亿元，同比增长 8.20%，共完成 IPO 为 396 家、增发 362 家、配股 18 家、优先股 8 家，可转债和可交债分别为 206 家和 41 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。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，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平

稳，但债券违约向国企蔓延。根据 Wind 统计，截至 2020 年末，债券余额为 114.30 万亿元，较 2019 年末增长 17.72%。债券发行方面，2020 年境内共发行各类债券 5.03 万只，发行额达 56.89 万亿元，同比增长 25.90%。2020 年境内债券交易总金额为 1282.19 万亿元。其中，现券交易成交金额为 241.09 万亿元，回购交易成交金额为 893.97 万亿元，同业拆借 147.13 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020 年全国期货市场累计成交额为 437.53 万亿元，同比增长 50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 115.44 万亿元，同比增长 65.80%，占全国市场份额 26.38%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

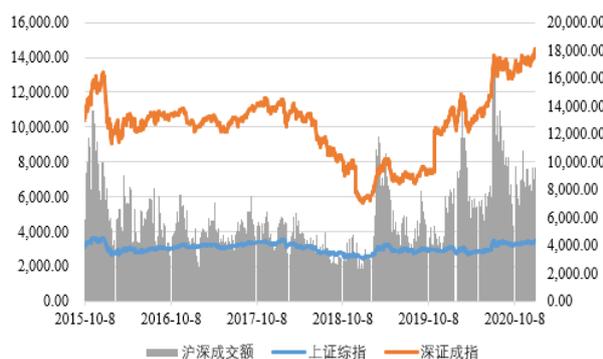
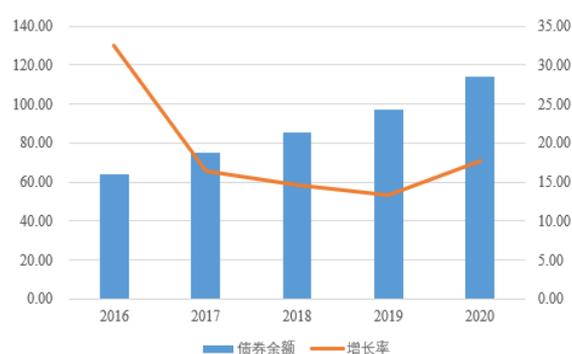


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



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的第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 6 月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三

板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020 年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020 年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019 年以来增幅较大；盈利能力呈现 U 型走势，2018 年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019 年和 2020 年，受市场行情和利好政策等因素影响，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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

资料来源：中国证券业协会

2020 年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020 年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020 年以来涉及证券公司的罚单超过 150 张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020 年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较 2019 年有所提升。截至 2020 年末，139 家证券公司总资产为 8.90 万亿元，较 2019 年末增长 22.50%；净资产为 2.31 万亿元，较 2019 年末增长 14.10%，净资本为 1.82 万亿元，较 2019 年末增长 12.35%。2020 年，139 家证券公司实现营业收入 4484.79 亿元，实现净利润 1575.34 亿元，分别同比增长 24.41% 和 27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有 127 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》要求证券公司存量大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。

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。

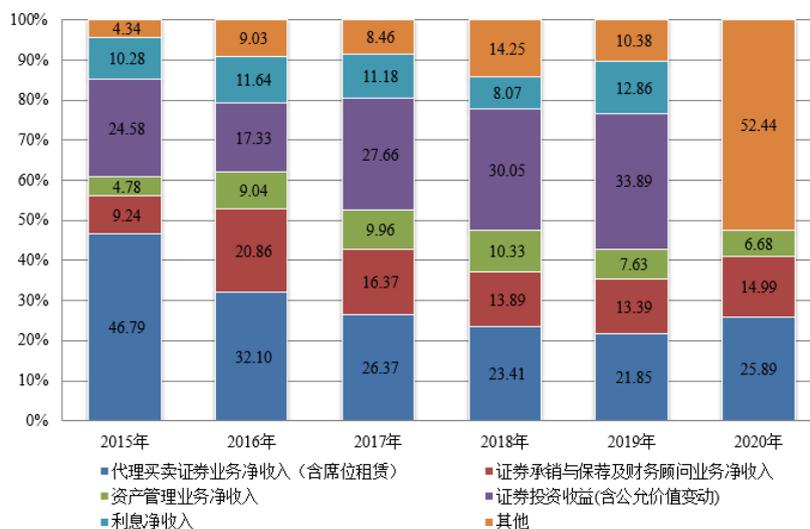
2021年3月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

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；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

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。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，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



注：证券业协会未披露2020年全行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入
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。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，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场

指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10亿元，同比增长47.42%。

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、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策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。2020年以来，A股IPO审核家数及过会率明显提升，2020年，发审委审核IPO家数634家，其中605家通过审核，过会率达95.43%，远高于2019年全年277家审核家数、247家通过家数及89.17%的通过率。2020年，IPO发行规模合计4699.63亿元，发行家数396家，分别同比增长85.57%和95.07%。受再融资新规利好政策

影响，2020年，再融资规模8854.34亿元，同比增长26.10%，扭转下降趋势。科创板方面，2020年共有229家科创类公司提交上交所上市委审核，218家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模2262.60亿元。债券市场方面，2020年，证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资，2020年证券公司承销各类债券金额10.05万亿元，同比增长32.09%。基于上述因素，2020年，全行业实现投资银行业务净收入672.11亿元，同比增长39.26%。

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。2020年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为52.83%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时，创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；新证券法等纲领性文件出台，强化中介机构“看门人”的责任，促使证券公司提升专业服务能力，投行业务快速发展的背景下，合规风控成为证券公司核心竞争力。

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。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。2020年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。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，同比基本持平。

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》要求证券公司存量大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2020年末，证券公司资产管理业务规模为10.51万亿元，较

2019 年末下降 14.48%；2020 年，证券公司实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。

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；2020 年融资融券业务大幅增长且风险可控，股票质押业务规模继续压缩，风险继续化解。

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 2020 年末，融资融券余额 1.62 万亿元，较 2019 年末增长 58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。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。截至 2020 年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为 5.42%，较年初下降 0.79 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。但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。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 31.72%。

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。2019 年 11 月，证监会明确提出要推动打造航母级证券公司，推动证券行业做大做强。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。

近年来，证券公司扎堆补充净资本，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、财达证券已实现 A 股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券等证券公司已处于 IPO 辅导期或已过会阶段。2020 年，共计 16 家上市证券公司完成增发和配股，其中海通证券和国信证券分别增发募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，招商证券完成配股募资 126.83 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。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。

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 2020 年末证券公司所有者权益排序，2020 年前十大证券公司实现营业收入合计 2994.25 亿元，净利润 995.85 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.76% 和 63.21%。截至 2020 年底，前十大证券公司资产总额为 5.85 万亿元，占全行业总资产的 65.70%。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 2020 年末/2020 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	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37
4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

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 年以来，债券市场违约常态化，2020 年部分国企

违约超预期，债券市场分化加剧，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，如今的证券市场对于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。

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，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

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，并希望借助智能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并购事件已有发生，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。截至2021年3月末，公司注册资本26.25亿元，泸州老窖直接及间接持有公司28.52%的股权，为公司的控股股东，公司实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模和竞争力

公司作为全国性综合类上市证券公司，具备很强的经营实力。

公司是全国性综合类证券公司，各项业务牌照齐全且具有综合化经营的发展模式。公司资本实力、盈利水平均处行业中上游，2020年，公司业务整体保持了较好的发展趋势，并取得较好经营业绩。截至2020年末，公司合并资产总额达772.29亿元，所有者权益213.67亿元，母公司口径净资产176.31亿元。2020年，公司营业收入为46.83亿元，利润总额24.53亿元，净利润为19.02亿元。

根据中国证券业协会排名，公司主要业务行业排名整体呈提升态势，业务竞争力很强。2020年，公司在证监会分类评级中继续被评为A类，体现了公司较强的内部管理能力。

表5 公司主要业绩排名 单位：名

项目	2017年	2018年	2019年
净资本	36	28	25
营业收入	36	32	22
证券经纪业务收入	21	23	22
客户资产管理业务收入	46	39	/
投资银行业务收入	41	50	27
融资类业务收入	26	25	24
证券投资收入	38	31	33

注：1、2019年“客户资产管理业务收入”排名为“资产管理业务收入排名”，公式为“资产管理业务净收入-资产管理业务均受托管资产总净值*万分之3”。

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

3. 外部支持

公司股东背景很强，能够为公司四川省

域保持竞争优势给予支持。

公司实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会，且持股比例较大的股东泸州老窖集团有限责任公司和四川剑南春（集团）有限责任公司等均为四川省内知名企业，为公司立足于四川省内的发展提供了条件。公司始终坚持落实“以四川为根据地”的战略，积极打造各项业务在四川区域的优势地位，其中公司营业网点在四川省覆盖率超过70%，具有明显的渠道网点优势。公司积极开展区域综合开发工作，完善中小企业融资客户开发与服务链条，推进分公司的设立，省内重点拓展中小企业融资客户和地市政府融资平台。公司经纪业务具有较强的市场竞争力，尤其在四川省当地市场具有明显的竞争优势，公司经纪业务收入在四川省内均排名第一。

4. 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（机构信用代码：91510000201811328M），截至2021年4月22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。

截至2020年末，公司获得银行授信750亿元，已使用120亿元，间接融资渠道畅通。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理情况未发生重大变化，内控管理整体水平较高，但仍需进一步完善。

跟踪期内，公司内部管理及主要制度未发生重大变化。公司依据相关法律法规要求，建立了股东大会、董事会、监事会和经营管理层“三会一层”相互分离、互相制衡的法人治理结构。2020年10月，公司进行了董事会换届，鲁剑雄被选举为公司新任董事长。

受到处罚方面，2018年9月11日，公司由于在开展债券发行业务过程中，未接受托管协

议在临时受托事务报告中披露重要事项及发布临时受托管理报告，及在新三板挂牌项目推荐尽调过程中未能勤勉尽责被四川证监局采取出具警示函行政监管措施。公司从完善制度、加强培训、严肃问责等方面采取了相应措施，进行整改完善。2020年一季度，公司全资子公司华西期货收到中国人民银行成都分行行政处罚意见告知书，华西期货存在未按照规定报送大额交易报告或者可疑交易报告的违法违规行为，决定对华西期货处20万元罚款，对华西期货1名相关直接责任人员处1万元罚款。华西期货及相关直接责任人员按时缴纳罚款。根据整改计划就反洗钱内控制度、客户身份识别及资料保存、可疑交易报告等方面及时整改，并进一步建立健全反洗钱工作制度流程，充实完善反洗钱工作组织体系，加大反洗钱技术系统投入，建立完善反洗钱工作的考核奖惩机制。2020年11月，华西期货接受四川证监局现场检查。华西期货通过全资子公司华期梧桐开展资产管理业务过程中，存在以下违规行为：一是交易员、投资经理、风控员等关键岗位隔离不到位，存在混同操作、混同办公的情况；二是投资顾问利益冲突防范机制不健全；三是有关信息披露内容存在差错，公示内容与附件内容不一致。华西期货收到四川证监局出具的监管措施后，对自四川证监局现场检查以来提出问题的整改情况进行了复查，指定整改责任人。在全部整改完毕后，华西期货向四川证监局报送了整改报告。四川证监局于2020年12月30日对华西期货整改情况进行了现场检查，未再提出新的监管意见。

2021年3月，由于公司保荐的江苏永鼎股份有限公司可转债项目发行人在证券发行上市当年营业利润比上年下滑50%以上，中国证监会对公司相应保荐代表人采取暂不受理与行政许可有关文件3个月的行政监管措施。2021年3月，由于公司作为宁夏远高实业集团有限公司公开发行“18远高01”“19远高01”“19远高02”等公司债券的主承销商、受托管理人，存在未对发行人抵押备案程序的真实性进行全面尽职

调查、未持续跟踪并及时披露与发行人偿债能力相关的重大事项的违规行为，上海证券交易所对公司予以书面警示。2021年5月12日，四川证监局对公司出具了《关于对华西证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（[2021]13号）。因公司在担任南宁糖业股份有限公司2017年非公开发行公司债券主承销商及受托管理人期间、在对山东广悦化工有限公司2018年非公开发行绿色公司债券尽职调查过程中、在广东南方新媒体股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市项目中，违反了相关规定，以及公司投资银行类业务内部控制不完善，四川证监局决定对公司采取出具警示函的行政监管措施。目前，针对2021年以来收到的处罚，公司正在积极整改过程中。

2018—2020年，公司的证监会分类评级结果均为A类A级，但内控管理水平仍需进一步提高。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受证券市场行情回暖的影响，公司营业收入和利润总额同比增长；同时，公司业务仍以经纪及财富管理业务和投资业务为主，易受市场环境因素影响，未来收入持续增长存在不确定性。

公司所经营的业务板块包括经纪及财富管理业务、投资业务、投资银行业务、资产管理业务和信用业务等，其中经纪及财富管理业务对收入贡献度最高。

2020年，受市场行情回暖影响，公司各项业务呈现良好的发展态势，营业收入及利润总额保持较好增长趋势，同比增长分别为18.93%和31.52%。

从具体收入变化和收入结构来看，经纪及财富管理业务收入仍是公司最主要的收入来源，2020年占比44.04%；经纪及财富管理业务收入同比增长58.25%。2020年受投资收益下降影响，投资业务收入及占比均有所回落，投资业务收入同比下降3.13%。信用业务方面，受益

于公司融资融券业务发展状况良好影响，2020年，公司信用业务收入同比增长4.14%；受营业收入增长的影响，信用业务收入占营业收入的占比下降。2020年，公司实现投资银行业务收入4.46亿元，同比减少14.24%，占比下降3.69个百分点，主要系公司股权发行业务规模减少所致。2020年，资产管理业务收入同比增加14.08%，主要系公司专项资产管理业务规模快速增加所致；由于资产管理业务收入对公司营

业收入贡献度较低及公司营业收入的快速增加，2020年资产管理业务收入占比小幅下降。2020年，公司其他业务收入1.09亿元，同比增长53.52%，主要系自有资金利息收入增加所致，其他业务对收入的贡献度较低。

2021年1-3月，公司实现营业收入9.56亿元，同比上涨4.43%，利润总额4.26亿元，同比下降12.64%，主要系业务及管理费用的增加所致。

表6 公司营业收入结构 单位：亿元、%

业务类型	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪及财富管理业务收入	10.11	39.72	13.03	33.10	20.62	44.04
信用业务收入	5.57	21.89	8.46	21.48	8.81	18.81
投资银行业务收入	1.67	6.57	5.20	13.22	4.46	9.53
资产管理业务收入	1.76	6.92	1.42	3.60	1.62	3.45
投资业务收入	5.92	23.25	10.55	26.79	10.22	21.83
其他业务收入	0.42	1.65	0.71	1.81	1.09	2.33
合计	25.45	100.00	39.37	100.00	46.83	100.00

资料来源：公司财务报告、公司提供，联合资信整理

2. 业务运营

2020年，受证券市场行情回暖影响，公司经纪及财富管理业务收入稳步增长；公司营业网点遍布全国，其中在四川地区继续保持明显的渠道网点优势和很强的区域竞争力。

公司经纪及财富管理业务主要包括证券和期货经纪业务、推广和代理销售金融产品业务、提供专业化研究和咨询服务业务等。经纪及财富管理业务是公司最主要的收入来源。

公司主要利用个性化的投顾服务维持高于行业平均水平的佣金率，2020年公司在四川地区的平均佣金率为0.56~0.57%，在四川以外地区的平均佣金率为0.29%。2020年公司新设营业部5家；截至2020年末，公司在全国设有114家营业部，分布于18个省、4个直辖市、1个自治区，其中四川省内57家，省外57家；公司营业网点在四川地市州覆盖率超过70%，继续保持明显的渠道网点优势和很强的区域竞争力。

2020年随着证券市场回暖，交易量大幅增加，公司经纪及财富管理业务收入同比增长58.25%；其中，代理买卖证券业务收入为经纪

及财富管理业务收入的主要来源，2020年代理买卖证券业务实现收入17.20亿元，同比增长46.03%，主要系市场行情回暖，交易量上升所致。2020年，公司代销金融产品业务收入同比增长303.78%，但代销金融产品业务对公司经纪及财富管理业务收入贡献仍较小。

表7 公司主要经纪业务情况表 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
代理买卖证券业务收入	8.48	11.78	17.20
代销金融产品业务收入	0.10	0.25	0.99

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

2020年，公司投资银行业务整体发展较快，处于行业中游水平，其中债券承销规模大幅增长，债券承销收入是投资银行业务收入主要来源；目前公司投资银行业务项目储备较好。

公司投资银行业务主要包括证券承销与保荐业务、财务顾问业务及新三板推荐业务。

2020年，公司实现投资银行业务收入4.46亿元，同比减少14.24%，主要系公司股权发行业务规模减少所致。公司投资银行业务收入中，

以承销和保荐业务收入为主。承销与保荐业务方面，2020年，承销与保荐业务净收入同比下降9.45%，主要系公司股权发行业务规模减少导致净收入下降所致。股权融资方面，2020年公司主承销IPO项目家数和主承销再融资家数均为3个；债券融资方面，2020年公司主承销债券笔数同比增长44.44%，主承销债券金额同比增长11.89%。

财务顾问业务方面，公司以发现价值、创造价值为目的，为客户提供法律、财务、政策咨询等方面的顾问服务，以及金融工具、交易结构、交易流程等产品设计服务。2020年，公司完成中信证券收购广州证券项目、华宏科技发行股份购买资产项目、振静股份发行股份购买资产项目，公司实现财务顾问收入0.74亿元，同比减少27.45%。

新三板业务方面，公司推动优质储备项目在精选层挂牌，2020年公司完成四川省内首单精选层项目“秉扬科技”，并对50家挂牌企业履行持续督导职责，承担做市业务的挂牌企业5家。

表8 公司投行业务情况表 单位：个、亿元、名

项目	2018年	2019年	2020年
主承销IPO家数	0	3	3
主承销再融资家数	1	1	3
主承销债券笔数	17	36	52
主承销债券金额	145.55	291.95	326.66
承销和保荐净收入	1.03	4.34	3.93
投资银行业务收入行业排名	50	27	/

资料来源：公司提供

表9 公司主要自营业务情况表 单位：亿元、%

项目	2018年		2019年		2020年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
债券	100.18	72.11	187.90	76.06	188.41	63.85
股票	3.68	2.65	20.34	8.23	17.28	5.86
基金	35.07	25.24	38.81	15.71	89.38	30.29
合计	138.93	100.00	247.05	100.00	295.07	100.00

注：本表根据公司年报仅统计自营业务中主要的债券、股票和基金投资业务规模。

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

2020年，受资管新规“去通道”政策影响，公司资产管理业务规模下降；专项资管业务规

从投行项目储备来看，截至2020年末，公司股权融资及财务顾问业务在会审核项目10个，其中首发项目6个，再融资项目2个、精选层项目1个、可转债项目1个；已通过审核待发行项目5个。截至2020年末，公司债券承销项目共取得批文项目33个（含已取得批文未发行完毕项目），在会审核项目约12个。

2020年，公司加大对投资业务的投入，自营投资规模有所增长，其中债券为公司最主要的投资品种，整体取得了较好的投资收益。

公司的投资业务主要包括公司自营的股票、债券、基金等投资，以及子公司另类投资业务，其中公司自营投资收入占投资业务收入比重超过90%。

2020年，公司投资业务收入达到10.22亿元，同比减少3.10%，主要系投资业务收益减少所致。2020年，受投资收益减少和营业收入快速增长的影响，投资业务收入占营业收入的比重下降4.96个百分点，但仍为公司第二大营业收入来源。

2020年，公司加大了对投资业务的投入；2020年，公司投资业务规模同比增长19.43%，主要系基金投资规模增加所致；从投资结构上来看，投资业务以固定收益类债券投资为主，其中利率债占比较大。

截至2020年末，公司自营权益类证券及其衍生品/净资本为20.99%，较上年末上升6.34个百分点；自营固定收益类证券/净资本153.00%，较上年末上升5.18个百分点，远优于预警标准。

模有所增长，成为资管业务第一大组成部分。

公司资产管理业务主要为公司作为集合、

定向和专项资管产品以及私募基金管理人提供的资产管理服务。

截至2020年末，公司资产管理业务规模872.04亿元，较上年末下降32.42%，主要系受资管行业政策影响，定向资产管理业务规模大幅下降所致。公司专项资产业务主要是资产证券化业务，发展较快，截至2020年末受托资金规模361.66亿元，较上年末增长24.39%，同时专项资管业务规模占比迅速上升达到41.47%，

成为最主要的业务品种。集合资产管理业务方面，2020年末集合资管计划规模221.96亿元，较上年末下降24.49%，主要系受银行机构委外业务集中度限制的影响，委外额度减少。

2020年资产管理业务净收入1.10亿元，同比增长27.91%，主要系专项资产管理业务收入增加以及资产管理业务分部转回前期信用减值损失所致。

表 10 2018 - 2020 年末母公司资产管理业务规模情况 单位：亿元

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	受托资金	净收入	受托资金	净收入	受托资金	净收入
集合	119.48	0.27	293.94	0.19	221.96	0.28
定向	605.32	0.64	705.65	0.33	288.42	0.23
专项	199.99	0.46	290.74	0.34	361.66	0.60
合计	924.79	1.37	1290.33	0.86	872.04	1.10

资料来源：公司提供，联合资信整理

受证券市场回暖影响，2020年，公司融资融券业务规模和收入同比增长；股票质押式回购业务规模和收入同比下降，但未形成不良债权。

公司信用业务主要包括融资融券业务、股票质押式回购业务，约定购回式证券交易业务规模很小。

2020年，随着证券市场回暖市场交易量大幅上升，公司融资融券业务规模及利息收入均保持增长，同比增长率分别为38.58%和31.49%，融资融券利息收入增速低于融资融券余额的增速，主要系费率下降所致。

表 11 2018 - 2020 年公司两融业务情况 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
期末余额	82.39	111.82	154.96
利息收入	6.55	6.70	8.81

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

由于受行业政策及控制风险需要，行业内股票质押回购业务规模处于下降趋势，截至2020年末，公司自有资金（含纾困计划）股票质押业务融出资金余额为30.03亿元，较上年末下降52.53%。2020年新冠疫情发生以来，公司对部分受疫情影响出现暂时流动性困难的融入

方股票质押合约进行了展期；另外，2020年部分纾困上市公司股东的流动性得到纾解，对股票质押合约进行了购回，截至2020年末，公司纾困计划放款余额7.62亿元。

2020年，公司实现利息收入3.49亿元，同比下降19.44%。截至2020年末，自有资金对接股票质押存续项目综合履约保障比例224.79%，公司股票质押式回购业务未发生本金损失，未形成不良债权，业务风险控制有效。

表 12 2018 - 2020 年公司股票质押业务情况 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
期末余额	38.55	63.26	30.03
利息收入	2.83	4.33	3.49

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

2020年，公司约定购回式证券交易业务规模较小且呈收缩趋势，2020年实现利息收入26.25万元，期末约定购回式业务规模为374.48万元。

从业务杠杆水平来看，2020年末公司信用业务杠杆率为86.59%，较上年末下降2.34个百分点，公司杠杆水平在合理的范围内，风险可控。

2020年，公司子公司发展状况较好，但盈利规模一般。

截至2020年末，华西期货注册资本和实收资本均为6.00亿元，公司持股比例为100.00%，华西期货为公司下属的期货子公司。截至2020年末，华西期货资产总额为34.57亿元，净资产为8.92亿元；2020年，华西期货实现营业总收入1.46亿元，净利润为0.54亿元。

截至2020年末，华西银峰注册资本为20.00亿元，实收资本为15.00亿元，公司持股比例为100.00%，华西银峰主营业务为金融产品投资和股权投资。截至2020年末，华西银峰资产总额为16.49亿元，净资产为16.26亿元；2020年，华西银峰实现营业总收入0.98亿元，净利润为0.58亿元。

华西金智为公司下属的私募投资基金子公司。截至2020年末，华西金智资产总额为6.29亿元，净资产为5.81亿元；2020年，华西金智实现营业总收入0.47亿元，净利润为0.61亿元。

3. 未来发展

公司战略定位较明确，制定的措施可行性较高，有助于公司目标的逐步实现，但经营易受经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响，未来发展存在一定不确定性。

2021年，公司将继续全力打造财富管理、投资银行以及投资管理三大支柱业务，使其成为公司未来3~5年收入增长的“三驾马车”。财富管理方面，通过聚集核心客群，丰富财富管理产品服务体系，推动金融科技应用落地，加快财富管理转型，提升财富管理业务竞争优势；投资银行方面，以并购业务作为突破口，围绕专精行业战略客户生命周期投融资需求、联动财富、资管构建投行内外部生态，同时，优化投行组织架构，强化业务专精于服务的能力与支持保障；投资管理方面，以自营固收作为优势突破口，布局FICC转型，发展衍生金融、打造量化特色，强化板块协同，中长期成为公司重要收入来源。

围绕公司投研支持、机构销售、PB外包以及资管产品创设等跨业务关键能力打造机构服务和券商资管两大平台，与三大支柱业务协同，推动业务发展。机构服务平台方面，以投研能力和机构战略客户统筹管理为抓手，打造具有区域特色的研究所，培育川内机构战略客户，推动机构金融业务发展；券商资管平台方面，中短期通过深化与各业务单位协同、做大资管规模，长期培育资产配置和主动管理核心能力，打造潜力收入增长点。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年年度合并财务报表和2021年一季度财务报表，2018年度合并财务报表由四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019—2020年度合并财务报表由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，公司2018—2020年财务报表均被出具了无保留意见的审计报告，2021年一季度财务报表未经审计。2019年，成都金智全胜股权投资基金管理有限公司和华西东方投资管理（北京）有限公司因注销不再纳入公司财务报表的合并范围，2019年公司无新增纳入财务报表范围的结构化主体，因清算而不再纳入合并范围的结构化主体3个；2020年，公司新增3只结构化主体纳入合并报表范围，因结构化主体清算和其它原因，减少纳入合并结构化主体3只。

会计政策变更方面，财政部于2017年颁布了修订后的《企业会计准则22号—金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号—金融资产转移》《企业会计准则第24号—套期会计》《企业会计准则第37号—金融工具列报》四项会计准则，公司于2019年1月1日开始采用新金融工具会计准则，根据相关新旧准则衔接规定，对可比期间信息不予调整，首次执行日执行新准则与原准则的差异追溯调整期初留存收益或其他综合收益。公司自2020年1月1日起执行财政部修订后的《企业会计准则第14号—收入》。根据相关新旧准则衔接规定，对可比期间信息

不予调整，首次执行日执行新准则的累积影响数追溯调整期初留存收益及财务报表其他相关项目金额。

总体看，2018—2020年公司合并范围变化较小，财务数据可比性强。

截至2020年末，公司资产总额772.29亿元，其中客户资金存款159.72亿元、客户备付金35.64亿元；负债合计558.62亿元，其中代理买卖证券款206.61亿元；所有者权益合计213.67亿元，母公司口径净资产176.31亿元；2020年，公司实现营业总收入46.83亿元，利润总额24.53亿元，净利润19.02亿元；经营活动现金流净流出43.90亿元，现金及现金等价物净增加额31.63亿元。

截至2021年3月末，公司资产总额778.09亿元，其中客户资金存款162.13亿元、客户备付金36.14亿元；负债合计561.53亿元，其中代理买卖证券款207.76亿元；所有者权益合计216.56亿元；2021年1—3月，公司实现营业总收入9.56亿元，利润总额4.26亿元，净利润3.41亿元；经营活动现金净流入49.93亿元，现金及现金等价物净增加额4.92亿元。

2. 资金来源与流动性

2020年，公司负债总额较上年末增长，杠杆水平有所提升，但仍处于行业适中水平；公司债务规模有所增长且短期债务占比较大，债

务结构有待优化，仍需对公司流动性状况保持关注。

公司主要通过拆入资金、卖出回购金融资产、发行短期融资券及公司债券的方式来满足业务发展对资金的需求，融资方式较为多元化。截至2020年末，公司负债总额558.62亿元，较上年末增长16.05%，主要系公司融资余额和代理买卖证券款增长所致。公司自有负债主要由卖出回购金融资产、应付债券、应付短期融资款等构成，其他科目占比较小。截至2020年末，公司自有负债351.85亿元，较上年末增长13.31%，主要系公司应付短期融资款和应付债券增长所致，其中，应付短期融资款占比22.61%，卖出回购金融资产款占比为31.10%，应付债券占比为36.01%。

自有负债方面，截至2020年末，应付短期融资款79.57亿元，较上年末增长21.07%，主要系公司发行短期公司债及短期收益凭证融入资金规模增加所致；截至2020年末，卖出回购金融资产款109.46亿元，较2019年末减少14.20%，主要系公司债券质押回购业务融入资金规模减少所致；按标的物来看，全部为债券，卖出回购金融资产款担保物价值为124.73亿元，保障效果较好。截至2020年末，公司应付债券126.73亿元，较上年末增长58.49%，主要系2020年公司发行“20华股01”“20华西01”和“20华西C1”等长期债券所致。

表13 公司负债情况 单位：亿元、%

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
负债总额	283.81	481.34	558.62	561.53
自有负债	161.40	310.61	351.85	353.78
其中：卖出回购金融资产款	52.07	127.57	109.46	124.85
应付债券	55.97	79.96	126.73	161.40
应付短期融资款	11.28	65.72	79.57	15.69
拆入资金	25.00	21.51	2.90	16.01
全部债务	151.83	294.77	318.67	317.95
其中：短期债务	95.86	214.81	191.94	156.55
长期债务	55.97	79.96	126.73	161.40
自有资产负债率	46.73	61.20	62.22	62.03
净资产/负债（母公司口径）	99.87	53.74	50.58	/
净资产/负债（母公司口径）	114.41	62.82	59.88	/

资料来源：公司财务报表和监管报表，联合资信整理

从杠杆水平来看，随着融资规模扩大，截至

2020年末公司自有资产负债率上升至62.22%，

较上年末上升 1.02 个百分点，但仍处于行业适中水平。2020 年末，母公司口径净资产/负债和净资产/负债分别为 50.58% 和 59.88%，较上年末均有所下滑。

从有息债务来看，截至 2020 年末，公司全部债务规模 318.67 亿元，较上年末增长 8.11%，主要系应付短期融资券和应付债券大幅增长所致。公司债务结构中短期债务占比较大，截至 2020 年末公司短期债务占比为 60.23%，较上年末下降 12.64 个百分点，债务结构虽有所优化，但公司仍存在一定短期偿债压力。

截至 2021 年 3 月末，公司合并口径负债总额 561.53 亿元，较上年末增长 0.52%；全部债务规模 317.95 亿元，较上年末基本持平，短期债务占比较上年末下降 10.99 个百分点至 49.24%。

2020 年，受融资融券和投资业务规模扩大影响，公司资产规模保持增长，资产以自有资产为主，资产流动性较好，资产质量较高。

截至 2020 年末，公司资产总额 772.29 亿元，较上年末增长 13.86%，主要系融资融券业务、投资业务规模增加所致；截至 2020 年末，公司自有资产占资产总额的比重为 73.24%，较上年末下降 1.59 个百分点，变化不大。截至 2020 年末，公司自有资产 565.62 亿元，较上年末增长 11.44%。公司资产构成变化不大，截至 2020 年末，公司资产总额主要由货币资金（占比 22.89%）、结算备付金（占比 5.81%）、融出资金（占比 19.66%）、买入返售金融资产（占比 6.87%）和金融投资资产（占比 40.45%）组成。

表 14 公司资产情况表 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
资产总额	467.81	678.27	772.29	778.09
其中：货币资金	113.47	153.39	176.77	180.17
融出资金	81.84	113.61	151.82	151.44
结算备付金	29.93	36.83	44.90	46.42
买入返售金融资产	67.11	86.07	53.06	52.98
金融投资	--	261.97	312.39	315.86
自有资产	345.40	507.55	565.52	570.34
自有资产/资产总额	73.83	74.83	73.23	73.30
优质流动性资产	66.18	96.27	121.40	/
优质流动资产/总资产	19.41	19.18	21.78	/

注：优质流动性资产/总资产中分子分母均取自风控指标监管报表；该表中资产科目未剔除第三方在结构化主体中权益部分
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，货币资金 176.77 亿元，较上年末增长 15.24%，主要系市场行情回暖，客户存款增加所致。截至 2020 年末，结算备付金 44.90 亿元，较上年末增长 21.91%，主要系行情趋于好转，自有备付金增加所致。截至 2020 年末，融出资金 151.82 亿元，较上年末增长 33.63%，主要系市场行情趋于活跃，融资融券业务规模扩大所致。截至 2020 年末，公司融出资金担保物公允价值 520.50 亿元，对融出资金的覆盖程度为 342.84%，覆盖程度较好。截至 2020 年末，公司对融出资金计提减值准备 0.10 亿元。

截至 2020 年末，买入返售金融资产 53.06 亿元，较 2019 年末减少 38.35%，主要系股票质押业务规模减少所致；买入返售金融资产中，股票质押式回购占比 56.59%，债券质押式回购占比 43.19%。股票质押式回购融出资金剩余期限主要集中在三个月至一年内，占比为 58.65%。截至 2020 年末，买入返售金融资产担保物公允价值为 92.94 亿元，对买入返售金融资产的覆盖程度为 175.16%，覆盖程度较好。截至 2020 年末，公司对买入返售金融资产计提减值准备 0.14 亿元。

截至 2020 年末，公司金融投资资产规模为

312.39 亿元，较上年末增长 19.25%，主要系公司投资业务扩大投资规模所致；占资产总额的比重为 40.45%，金融投资主要由交易性金融资产（占比 76.53%）和其他债权投资（占比 23.33%）组成。截至 2020 年末，公司交易性金融资产 239.07 亿元，较上年末增长 71.66%；交易性金融资产主要由债券（占比 48.33%）、公募基金（占比 31.39%）和股票（占比 7.04%）组成；截至 2020 年末，公司交易性金融资产中受限资产 86.46 亿元，占比 36.17%，受限比例较高，均为债券，受限原因为债券借贷担保物、卖出回购担保物和期货交易非货币充抵保证金。截至 2020 年末，公司其他债权投资 72.87 亿元，较上年末下降 22.57%，主要系公司投资业务投资规模减少所致；其他债权投资主要由地方债（占比 6.79%）、企业债（占比 6.90%）、中期票据（占比 30.43%）和公司债（占比 37.32%）组成；截至 2020 年末，公司其他债权投资中受限资产 54.33 亿元，占比为 74.56%，受限比重较高，受限资产均为债券，受限原因为债券借贷担保物和卖出回购担保物。

截至 2020 年末，公司自有资产为 565.52 亿元，较上年末增长 11.44%，占公司资产总额的比重为 73.24%，相比年初占比小幅下降 1.59 个百分点；同期，公司优质流动资产为 121.40 亿元，较上年末增长 26.10%，优质流动资产/总资产为 21.78%，上升 2.61 个百分点，公司资产流动性较好。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 778.09 亿元，较上年末增长 0.75%。整体看，公司资产规模及结构较上年末变化不大。

3. 资本充足性

随着利润留存，2020 年末公司所有者权益规模有所增长，稳定性较好，主要风险控制指标均优于监管指标，整体资本充足性很好。

截至 2020 年末，公司所有者权益合计 213.67 亿元，较上年末增长 8.50%，主要系利润留存所致；归属于母公司的所有者权益 213.22 亿元，其中，股本占比 12.31%、资本公积占比 38.06%、未分配利润占比 30.78%、一般风险准备占比 14.13%。公司所有者权益的稳定性较好。

从分红情况来看，针对 2019 年度利润，公司 2020 年派发现金股利金额合计 2.00 亿元，占 2019 年归属于母公司净利润 13.94%。2021 年公司拟分配现金股利 2.91 亿元，占上一年度归母净利润的 15.31%。公司分红力度不大，利润留存对公司股东权益的补充力度较好。

截至 2020 年末，公司净资本 176.31 亿元，净资本/净资产为 84.47%，公司净资本以核心净资本为主。2020 年公司各项风险准备之和有所下降，由 2019 年末的 47.50 亿元下降 8.93% 至 43.26 亿元；风险覆盖率有所增长，由 2019 年末的 348.77% 上升至 407.57%，主要系各项风险资产下降所致。2020 年，公司各项风险控制指标处于安全范围内，绝大多数指标远高于行业监管标准，资本充足性较好。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 216.56 亿元，较上年末增长 1.35%，主要系利润留存所致。

表 15 公司风险控制指标情况表 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	监管标准	预警指标
核心净资本	149.71	160.18	166.81	--	--
附属净资本	9.10	5.50	9.50	--	--
净资本	158.81	165.68	176.31	--	--
净资产	181.92	193.69	208.73	--	--
各项风险资本准备之和	33.21	47.50	43.26	--	--
风险覆盖率	478.16	348.77	407.57	≥100	≥120
资本杠杆率	43.06	31.29	29.13	≥8	≥9.6
净资本/净资产	87.29	85.54	84.47	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

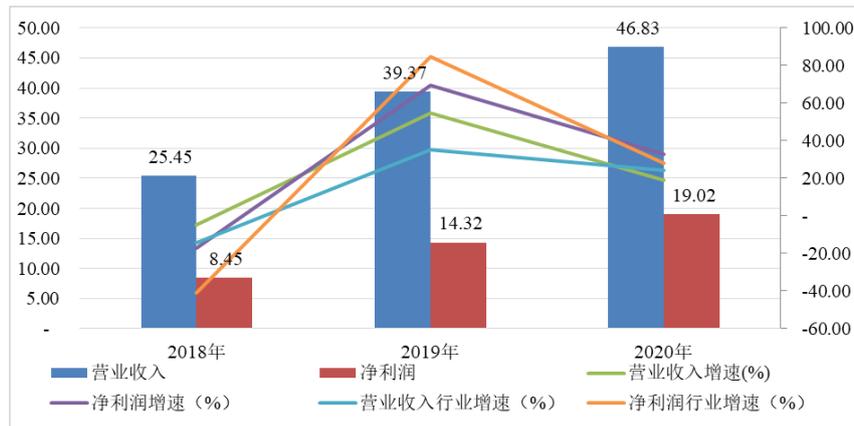
4. 盈利能力

2020年，公司营业收入和净利润均保持增长态势；整体盈利能力较强。

2020年，公司实现营业收入46.83亿元，同比增长18.93%，主要系受证券市场回暖，公司

经纪及财富管理业务收入增长所致，具体收入结构变动请见本报告经营概况部分。在营业收入带动下，公司净利润亦实现快速增长，2020年达19.02亿元，同比增长32.83%。

图4 公司营业收入和净利润情况 单位：亿元、%



资料来源：公司审计报告，wind，联合资信整理

从营业支出来看，2020年，公司营业支出合计22.52亿元，同比增长9.01%，主要系业务及管理费用增加所致。公司营业支出以业务及管理费为主，2020年占比为94.57%，占比较高。2020年，公司营业费用率和薪酬收入比分别为45.48%和33.80%，处于行业适中水平。由于2020年公司职工薪酬与上年基本持平，因此在营业收入增长的情况下，2020年薪酬收入较去年下降5.52个百分点。

从盈利指标来看，2020年，公司实现净利润19.02亿元，同比增长32.83%，主要系证券市场回暖，公司经纪及财富管理业务大幅增长所致。2020年，公司营业利润率、净资产收益率和净资产收益率分别为51.90%、3.54%和9.26%，盈利能力保持较好水平。

表16 公司盈利指标 单位：%、名

项目	2018年	2019年	2020年
营业费用率	52.37	50.72	45.48
薪酬收入比	36.84	39.32	33.80
营业利润率	44.07	47.52	51.90
净资产收益率	2.36	3.36	3.54
净资产收益率	5.41	7.52	9.26
净资产收益率排名	17	18	/

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2021年1-3月，公司各业务平稳发展，实现营业收入9.56亿元，同比增长4.43%；实现净利润3.41亿元，同比下降9.17%。主要系业务及管理费用的增长所致。

从同行业对比来看，根据下表中的数据，与样本企业相比，2020年公司盈利能力指标表现较好，营业利润率高于行业平均水平，费用管理能力低于样本平均值。

表17 2020年证券公司行业财务指标比较 单位：%

企业名称	净资产收益率	营业利润率	营业费用率	盈利稳定性
中国银河证券股份有限公司	9.50	38.65	32.92	34.28
浙商证券股份有限公司	9.51	20.43	26.66	17.88
长城证券股份有限公司	8.53	26.67	31.36	37.83
上述样本企业平均值	9.18	28.58	30.31	30.00
华西证券	9.26	51.90	45.48	30.21

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月末，公司不存在涉及金额占公司最近一期经审计净资产绝对值 10% 以上，且绝对金额超过 1000 万元的重大诉讼、仲裁事项。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年末，公司存续债券的短期偿债压力较小，公司良好的资产质量和盈利能力能够对存续债券形成较好保障。

截至2020年末，公司存续债券余额共159.45亿元。其中一年内到期的应付债券为“16华股01”“16华西C1”和“19华股02”，2023年达到存续债券待偿本金峰值。2020年优质流动资产和EBITDA分别为121.40亿元、36.78亿元，优质流动性资产/一年内到期债券余额和EBITDA/未来待偿债券本金峰值分别为2.60倍和0.49倍。公司对存续债券保障情况如下表：

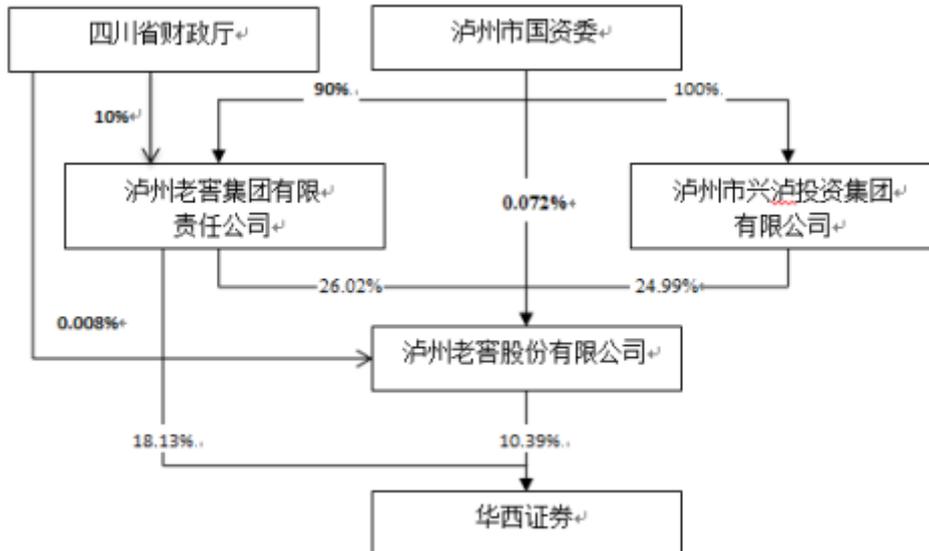
表 18 截至 2020 年末公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020 年末
一年内到期债券余额	46.69
未来待偿债券本金峰值	75.00
优质流动性资产/一年内到期债券余额	2.60
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.49

十一、结论

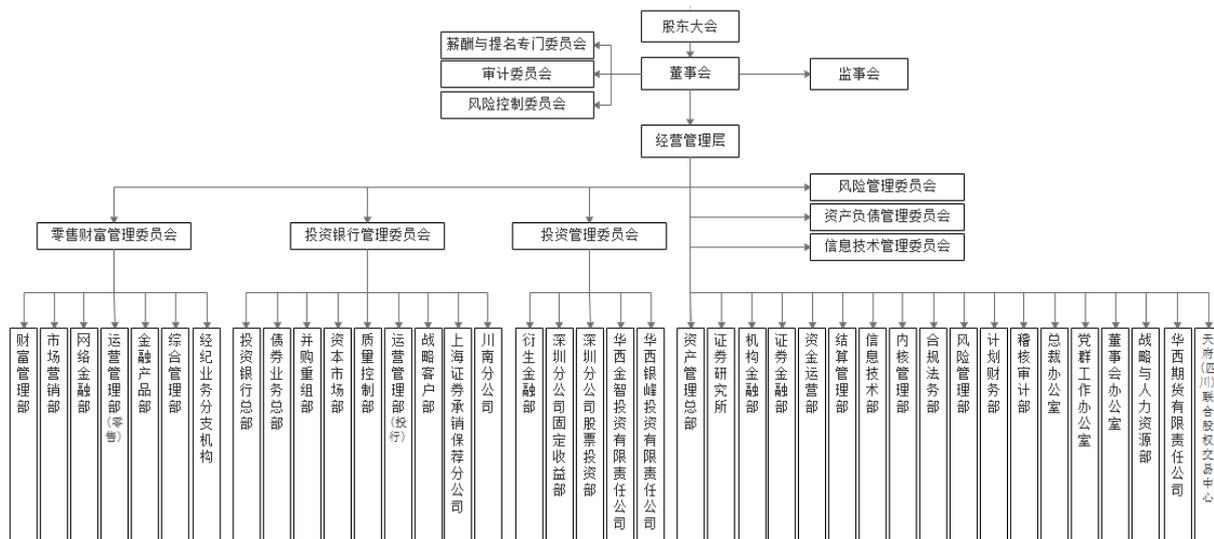
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA；维持“21 华股 01”“20 华股 01”“19 华股 02”“19 华股 01”“18 华股 01”和“17 华股 01”的债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末华西证券股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末华西证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
自有资产（亿元）	345.40	507.55	565.52	570.34
自有负债（亿元）	161.40	310.61	351.85	353.78
所有者权益（亿元）	184.00	196.94	213.67	215.56
优质流动资产/总资产（%）	19.41	19.18	21.78	/
自有资产负债率（%）	46.73	61.22	62.22	62.03
营业收入（亿元）	25.45	39.37	46.83	9.56
利润总额（亿元）	11.16	18.65	24.53	4.26
营业利润率（%）	44.07	47.52	51.90	44.78
营业费用率（%）	52.37	50.72	45.48	53.07
薪酬收入比（%）	36.84	39.32	33.80	/
自有资产收益率（%）	2.36	3.36	3.54	/
净资产收益率（%）	5.41	7.52	9.26	1.58
净资本（亿元）	158.81	165.68	176.31	/
风险覆盖率（%）	478.16	348.77	407.57	/
资本杠杆率（%）	43.06	31.29	29.13	/
流动性覆盖率（%）	322.28	247.92	335.38	/
净稳定资金率（%）	182.00	146.10	197.78	/
信用业务杠杆率（%）	66.30	88.93	86.59	/
短期债务（亿元）	95.86	214.81	191.94	156.55
长期债务（亿元）	55.97	79.96	126.73	161.40
全部债务（亿元）	151.83	294.77	318.67	317.95

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径；3. 2021 年 1—3 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

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	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/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%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

