

信用评级公告

联合〔2022〕2368号

联合资信评估股份有限公司通过对华创证券有限责任公司及其拟面向专业投资者公开发行的2022年次级债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定华创证券有限责任公司主体长期信用等级为AA⁺，华创证券有限责任公司2022年面向专业投资者公开发行次级债券（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：

二〇二二年四月十八日

华创证券有限责任公司2022年面向专业投资者 公开发行次级债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

担保方信用等级：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 10.00 亿元（含）

本期债券期限：本期债券为 3 年期

担保方式：不可撤销连带责任保证担保

担保方：中国投融资担保股份有限公司

偿还方式：单利按年计息，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

偿还顺序：清偿顺序在公司普通债之后、先于公司股权资本

募集资金用途：用于补充营运资金及适合的、法律法规允许的其他用途

评级时间：2022 年 4 月 18 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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华创证券有限责任公司（以下简称“公司”或“华创证券”）的评级反映了其作为全国性综合类券商之一，自身资本实力较强；经纪业务在贵州省内具有明显的竞争优势，公司良好的研究能力亦为各类业务提供支持。近年来，公司整体经营状况良好，盈利水平持续提升。公司各项风险指标持续优于监管要求，内控水平良好。公司控股股东华创阳安股份有限公司（以下简称“华创阳安”）在资金等方面给予公司较多支持。

本期债券担保方中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）作为国内首家全国性专业信用担保机构，系控股股东国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投公司”）旗下金融板块重要组成部分，受到国投公司支持力度较大。自成立以来，中投保积累了丰富的担保业务管理经验，具有较强的业务创新能力以及很强的资本实力，且致力于推动行业发展和政策推进，在担保行业位于龙头地位。中投保资本充足，资产质量较好；近年来，中投保担保业务代偿规模较小，代偿率指标维持较好水平，整体风险管理水平良好。中投保所提供的担保对本期债券信用水平提升显著。

联合资信也关注到，证券市场波动、监管政策变化、市场信用风险上升带来的风险暴露增加等因素，可能对公司经营带来不利的影响。公司杠杆水平有所上升，且一年内到期债务占比较高，需关注短期流动性管理。此外，近年来国内宏观经济下行压力加大，担保行业整体代偿率有所上升，中投保担保业务行业和区域集中度较高，同时需持续关注中投保投资业务相关的市场风险和信用风险。

相对于公司目前的债务规模，本期拟发行债券的规模一般。公司主要财务指标对发行前、后全部债务的覆盖程度变化不大。本期债券担保方中投保的资产总额和所有者权益对本期债券本金能够形成很好覆盖，增信效果显著。

未来随着资本市场的持续发展、公司各项业务的稳步推进，公司整体竞争力有望进一步提升。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
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	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	1
			业务经营分析	2
			未来发展	2
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	2
			资本充足性	2
			杠杆水平	2
		流动性因素	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

分析师：张祎 贾一晗

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

优势

- 自身资本实力较强，股东支持力度大。**公司作为国内综合性券商之一，近年来资产规模逐年增长，自身资本实力较强。公司股东华创阳安系 A 股上市公司，融资渠道多样且较为畅通；公司作为其核心全资子公司，在资金等方面能够得到股东较大支持。
- 业务发展良好，贵州区位优势明显，研究能力较强。**近年来公司各项业务发展良好，营业收入和净利润持续较快增长，盈利水平持续提升；经纪业务在贵州省内保持明显的区位优势；研究所具备较强的研究能力，能够为各类业务提供支持。
- 担保方中投保综合竞争力很强；资本实力很强，资产质量较好，代偿能力极强。**中投保作为国内第一家融资担保公司，综合竞争力很强。中投保担保业务规模较大，处于行业上游水平。中投保资本实力很强，资本充足性良好，并且资产质量较好；2018 年以来中投保担保业务代偿规模小，当期代偿率低，中投保整体代偿能力极强。

关注

- 关注短期流动性管理。**公司杠杆水平有所提升；截至 2021 年 9 月末，公司一年内到期的债务占比较高，需对公司短期流动性管理保持关注。
- 关注自营及信用业务信用风险。**公司自营投资规模较大且以债券为主，同时公司持有信用业务债权，随着外部信用风险攀升，需对公司资产信用风险状况保持关注。
- 担保方中投保行业及区域集中度较高；业务转型成效仍有待观察；需关注投资业务相关的市场及信用风险。**中投保担保业务余额中第一大行业及区域占比虽有所下降，但行业 and 区域集中度仍较高。中投保积极推动业务转型，未来仍需关注业务转型成效。中投保自有资金投资规模较大，对于面临的市场风险和信用风险需保持关注。

主要财务数据:

公司合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
自有资产 (亿元)	316.84	340.85	367.65	392.19
自有负债 (亿元)	208.93	227.07	248.28	265.83
所有者权益 (亿元)	107.91	113.79	119.37	126.36
优质流动性资产/总资产 (%)	21.79	14.01	10.97	/
自有资产负债率 (%)	65.94	66.62	67.53	67.78
营业收入 (亿元)	18.26	25.02	32.22	25.95
利润总额 (亿元)	3.32	7.37	9.31	9.58
营业利润率 (%)	17.90	29.05	28.76	36.37
净资产收益率 (%)	2.27	4.90	6.11	5.86
净资本 (亿元)	109.71	99.39	109.08	100.44
风险覆盖率 (%)	243.31	202.35	273.88	199.40
资本杠杆率 (%)	26.45	25.41	24.17	23.74
短期债务 (亿元)	145.44	122.40	129.70	138.73
全部债务 (亿元)	202.75	217.70	233.62	250.77

注: 1. 公司 2021 年三季度财务报表未经审计, 相关指标未年化; 2. 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; 3. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径

资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

担保方主要财务数据:

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额(亿元)	204.53	265.13	258.52	266.36
所有者权益(亿元)	101.27	106.67	116.42	111.58
净资本(亿元)	35.66	41.33	63.69	/
营业收入(亿元)	28.74	22.97	38.95	15.92
利润总额 (亿元)	20.95	9.70	12.50	8.63
净资产收益率(%)	18.46	7.99	7.48	6.45
期末担保余额(亿元)	678.98	501.67	480.03	539.75
融资性担保放大倍数(倍)	4.25	3.24	3.67	4.28
净资本担保倍数(倍)	19.04	12.14	7.54	/
净资本/净资产比率(%)	35.22	38.74	54.71	/
当期担保代偿率(%)	0.0013	0.28	0.15	0.00
累计担保代偿率(%)	0.05	0.07	0.08	0.07

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 2. 除特别说明外, 本报告财务数据及指标计算均为合并口径; 3. 2021 年三季度财务数据未经审计, 相关指标未年化

资料来源: 中投保审计报告、2021 年三季度报告及其提供资料, 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
AA ⁺	稳定	2021/6/11	张晨露 张帆	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	阅读全文
AA ⁺	稳定	2017/5/31	张祎 贾一晗	(原联合信用评级有限公司) 证券公司资信评级方法 (2014 年 1 月)	--
AA	稳定	2015/5/18	刘洪涛 陈凝	(原联合信用评级有限公司) 证券公司资信评级方法 (2014 年 1 月)	--

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; 私募债评级报告无阅读全文链接

声 明

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

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

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用投资咨询有限公司（以下简称“联合咨询”）为该公司提供了培训服务。由于联合资信与关联公司联合咨询之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

华创证券有限责任公司2022年面向专业投资者 公开发行次级债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

华创证券有限责任公司（以下简称“公司”或“华创证券”）成立于2002年1月，前身为华创证券经纪有限责任公司，系在剥离原贵州实联信托投资股份有限公司和原贵州省国际信托投资公司证券资产的基础上增资扩股设立，初始注册资本为2.00亿元，后于2010年2月更为现名。经多次增资，截至2015年末，公司注册资本增至15.79亿元。2016年8月，中国证监会核准华创阳安股份有限公司（以下简称“华创阳安”，原河北宝硕股份有限公司，于2018年7月更为现名）向贵州省物资集团有限责任公司等13家华创证券股东发行股份并募集配套资金。2016年9月，华创阳安发行股份购买公司控股权实施完毕，公司控股股东变更为华创阳安。2016年12月，华创阳安以配套募集资金净额73.48亿元对公司增资，其中14.97亿元计入注册资本，其余58.51亿元计入资本公积，截至2016年末，公司注册资本增至30.75亿元。2017年5月，公司以资本公积转增注册资本61.51亿元，公司注册资本增至92.26亿元，其中华创阳安持股97.44%。2019年9月，华创阳安现金收购了公司其他股东持有的2.5617%股权，成为公司唯一股东。截至2021年末，公司注册资本及实收资本均为92.26亿元，华创阳安持股100.00%，为公司控股股东；由于华创阳安于2020年2月转变为无实际控制人状态，因此公司亦转变为无实际控制人状态。截至2022年3月末，华创阳安质押了其持有的公司股份的10.00%。

公司经营范围包括：法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营；法律、法规、国务院决定规定应当许可（审批）的，经审批机关批准后凭许可（审批）文件经营；法律、法规、国务院决定规定无需许可（审批）的，市场主体自主选择经营。（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；证券投资基金销售业务；为期货公司提供中间介绍业务；融资融券业务；代销金融产品业务。）

截至2021年9月末，公司合并范围内一级子公司共3家，分别为金汇财富资本管理有限公司（以下简称“金汇资本”）、华创期货有限责任公司（以下简称“华创期货”）和兴贵投资有限公司（以下简称“兴贵投资”）。截至2021年9月末，公司共有12家分公司，74家证券营业部，其中47家营业部位于贵州省。

截至2020年末，公司合并资产总额431.25亿元，其中客户资金存款51.83亿元、客户备付金10.16亿元；负债合计311.88亿元，其中代理买卖证券款63.60亿元；所有者权益119.37亿元，其中归属于母公司所有者权益118.57亿元。2020年，公司营业总收入为32.22亿元，利润总额为9.31亿元，净利润为7.12亿元，其中归属于母公司所有者净利润7.02亿元；经营活动产生的现金流量净额为17.70亿元，现金及现金等价物净增加额12.04亿元。

截至2021年9月末，公司合并资产总额472.12亿元，其中客户资金存款62.09亿元、客户备付金17.61亿元；负债合计345.76亿元，其中代理买卖证券款79.89亿元；所有者权益126.36亿元，其中归属于母公司所有者权益125.52亿元。2021年1—9月，公司营业总收入为25.95亿元，利润总额为9.58亿元，净利润为7.20亿元，其中归属于母公司所有者净利润7.16亿元；经营活动产生的现金流量净额为7.41亿元，现金及现金等价物净增加额12.95亿元。

公司注册地址：贵州省贵阳市云岩区中华北路216号；法定代表人：陶永泽。

二、本期债券概况

公司本期拟发行的债券名称为“华创证券有限责任公司2022年面向专业投资者公开发行

次级债券（第一期）”，本期发行规模不超过 10.00 亿元（含）。本期债券为 3 年期。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券采用固定利率，本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由股东授权公司董事会与主承销商根据发行时的市场情况及合格投资者报价情况协商确定。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券面向专业投资者公开发售。

本期债券是证券公司次级债券，清偿顺序在公司普通债之后、先于公司股权资本。

本期债券由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

本期债券的募集资金扣除发行费用后，用于补充营运资金及适合的、法律法规允许的其他用途。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021 年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力

度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年我国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长 5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90% 和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，**第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08% 和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2017 - 2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；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

1 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021年我国社会消费品零售总额44.08万亿元，同比增长12.50%；两年平均增速3.98%，与疫情前水平（2019年为8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021年全国固定资产投资（不含农户）54.45万亿元，同比增长4.90%；两年平均增长3.90%，较疫情前水平（2019年为5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021年，我国货物贸易进出口总值6.05万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额3.36万亿美元，同比增长29.90%；进口金额2.69万亿美元，同比增长30.10%；贸易顺差达到6764.30亿美元，创历史新高。

2021年，CPI温和上涨，PPI冲高回落。

2021年，CPI同比上涨0.90%，扣除食品和能源价格后的核心CPI同比上涨0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021年PPI同比上涨8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动PPI升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动PPI涨幅高位回落。

2021年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至2021年末，社融存量余额为314.13万亿元，同比增长10.30%，增速较2020年末低3个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于2019年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1同比增速持续回落，M2同比增速相对较为稳定，2021年M2-M1剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021年，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入17.27万亿元，同比增长11.90%，主要得益于经济修复、PPI高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021年全国新增减税降费超过1万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021年全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021年，全国政府性基金预算收入9.80万亿元，同比增长4.80%。其中国有土地使用权出让收入8.71万亿元，同比增长3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出11.37万亿元，同比下降3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。

2021年，全国各月城镇调查失业率均值为5.10%，低于全年5.50%左右的调控目标。2021年我国全国居民人均可支配收入3.51万元，实际同比增长8.10%；两年平均增速5.06%，仍未恢复到疫情前2019年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021年12月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出2022年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022年经济增长更加依赖内生动力。从三

大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、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，债券市场规模持续增长；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，经济环境下行叠加不利外部影响导致沪深指数出现较大幅度下跌，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度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。根据证券交易所公布的数据，截至 2020 年底，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 年底增长 34.46%；平均市盈率为 25.64 倍，较 2019 年增长 5.29 倍。2020 年全部 A 股成交额为 206.02 万亿元，同比增长 62.37%。截至 2020 年底，市场融资融券余额为 1.62 万亿元，较 2019 年底增长 58.84%，其中融资余额占比为 91.54%，融券余

额占比为 8.46%。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%；完成 IPO、增发、配股和发行优先股的企业分别为 396 家、362 家、18 家和 8 家；完成可转债和可交债发行的企业分别为 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重影响下，债券市场规模不断扩大，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券需求增长。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，债券市场规模持续增长，受疫情以及货币政策影响，市场利率出现大幅波动，5 月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据 Wind 统计，截至 2020 年底，债券余额为 114.30 万亿元，较 2019 年底增长 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 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，同业拆借金额为 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%，占全国市场份额的 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第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019年6月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7月22日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020年6月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。2021年9月，定

位为“服务创新型中小企业的主阵地”的北京证券交易所注册成立，我国资本市场的层次布局不断完善。

随着证券市场规模的逐步扩大，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；净利润呈现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，证券公司收入来源以经纪业务、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2 证券行业概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年1-9月
证券公司家数(家)	129	131	131	133	139	140
盈利家数(家)	124	120	106	120	127	124
盈利家数占比(%)	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37	88.57
营业收入(亿元)	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79	3663.57
净利润(亿元)	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34	1439.79
总资产(万亿元)	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90	10.31
净资产(万亿元)	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31	2.49
净资本(万亿元)	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82	1.94

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，多家证券公司投资银行业务、资产管理业务和自营业务遭到重罚。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、投资银行仍是收入的主要构成，经纪和投资银行业务收入占比较2019年有所提升。截至2020年底，139家证券公司总资产为8.90万亿元，较2019年底增长22.50%；净资产为2.31万亿元，较2019年底增长14.10%，净资本为1.82万亿元，较2019年底增长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。

2021年前三季度，国民经济稳中向好，证券行业保持增长态势。截至2021年9月底，140家

证券公司总资产为 10.31 万亿元，较 2020 年底增长 15.84%；净资产为 2.49 万亿元，较 2020 年底增长 7.79%；净资本为 1.94 万亿元，较 2020 年底增长 6.59%。2021 年前三季度，140 家证券公司实现营业收入 3663.57 亿元，实现净利润 1439.79 亿元，分别同比增长 7.00% 和 8.51%，经营业绩保持增长态势，其中有 124 家证券公司实现盈利（中国证券业协会统计数据，下同）。

2. 行业政策

在资本市场深化改革背景下，证券公司严监管态势将延续；2020 年以来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。

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，证券公司次级债公开发行的放开拓宽了证券公司融资渠道，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。

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，进一步完善了证券公司股东准入和监管的

相关要求。

2021 年 4 月，证监会修订《科创属性评价指引（试行）》，新增研发人员占比超过 10% 的常规指标，按照支持类、限制类、禁止类分类界定科创板行业领域，建立负面清单制度；在咨询委工作规则中，完善专家库和征求意见制度，形成监管合力；交易所在发行上市审核中，按照实质重于形式的原则，重点关注发行人的自我评估是否客观，保荐机构对科创属性的核查把关是否充分，并做出综合判断。

2021 年 5 月，证监会首批证券公司“白名单”公布，对纳入白名单的证券公司取消部分监管意见书要求，同时对确有必要保留的监管意见书，简化工作流程，从事前把关转为事中事后从严监督检查。后续，证监会将根据证券公司合规风控情况对“白名单”持续动态调整。

2021 年 7 月，中国人民银行公布《证券公司短期融资券管理办法》，自 2021 年 9 月 1 日起开始正式实施。中国人民银行对证券公司发行短期融资券实施宏观管理，可根据货币市场流动性和金融市场运行情况，调整证券公司发行的短期融资券余额与净资本比例上限和最长期限。

2021 年 7 月，证监会发布《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》，强化监管力度，督促证券公司认真履职尽责，更好发挥中介机构“看门人”作用。2021 年 9 月，证监会发布《关于修改〈创业板首次公开发行股票发行与承销特别规定〉的决定》，取消新股发行定价与申购安排、投资风险特别公告次数挂钩的要求；删除累计投标询价发行价格区间的相关规定，由深圳证券交易所在其业务规则中予以明确。沪深证券交易所、中国证券业协会同步完善了科创板、创业板新股发行定价相关业务规则。同月，证监会发布《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》，进一步规范辅导相关工作，积极为稳步推进全市场注册制改革创造条件。

3. 业务分析

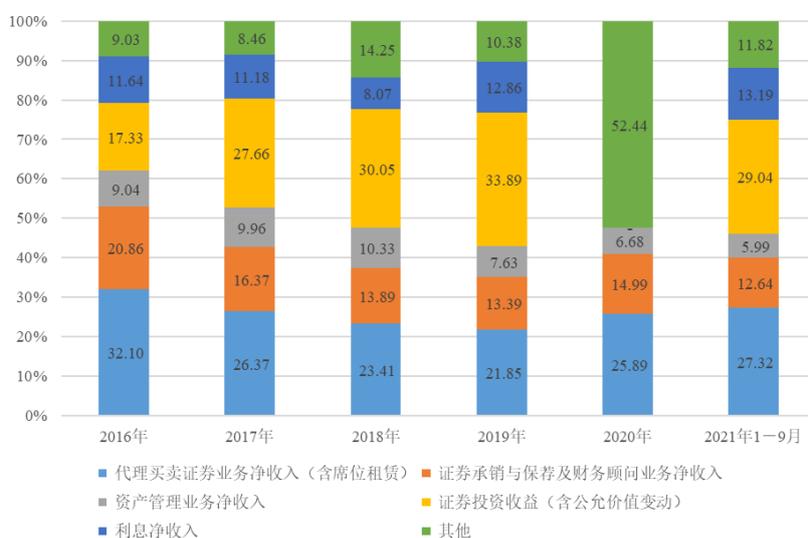
我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为

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、自营业务和投资银行业务是我国证券公司主要的业务收入来源，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，经纪业务收入占比呈下降态势，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，投资银行业务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。2020年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投资银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



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，收入实现存在较大的波动性。

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在2016—2019年持续下降；同时，证券公司客户资金账户非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销的经纪业务模式形成挑战。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，重塑经纪业务条线组织架构、增加投顾人员、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，同比下降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%。2021年前三季度，沪深两市成

交易 190.30 万亿元，同比增长 20.47%；证券公司实现代理买卖证券业务净收入 1000.79 亿元（含交易单元席位租赁），同比增长 11.19%，证券经纪业务仍具备较强的增长动力。

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%。2021 年前三季度，证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 416.00 亿元，同比下降 3.61%。

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%。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，该类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 年证券公司业务范围和投资方式限制的放宽以及另类投资子公司设立政策的颁布，意味着证券公司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。2021 年前三季度，证券公司实现投资收益（含公允价值变动）1064.04 亿元，同比增长 4.97%。

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。证券公司资产管理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，资产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%。2021年前三季度，证券公司实现资产管理业务净收入219.62亿元，同比增长3.28%。

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但风险可控，股票质押业务风险继续化解。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为自身业绩的提升作出一定贡献。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，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，股票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。截至2021年9月末，沪深两市两融余额为18415.25亿元，较年初增长13.74%。随着两融余额的稳步增长，信用业务利息净收入亦呈增长态势。2021年前三季度，证券公司实现利息净收入483.07亿元，同比增长8.41%。

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。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，中信证券股份有限公司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未就核心条款达成一致意见，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，证券公司持续补充净资本，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，系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，系瑞银证券有限责任公司、瑞信证券(中国)有限公司、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有限公司和甬兴证券有限公司2家国内证券公司，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内证券公司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

国内证券公司面临挑战，放宽证券公司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3 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. 未来动向

随着监管力度的加强，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以“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的重要主题。

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的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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年末，公司注册资本及实收资本均为 92.26 亿元，华创阳安持股 100.00%，为公司

控股股东，公司无实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是全国性综合类证券公司，资本实力及经营实力较强，主要业务均处于行业中上游水平，其中经纪业务在贵州省内竞争优势明显，投研能力较强。

公司是全国综合性证券公司之一，业务资质齐全，主要业务行业排名中上游水平，具有较强的经营实力。截至 2020 年末，公司合并资产总额 431.25 亿元，母公司口径净资本 109.08 亿元，净资本排名行业第 42 名。2018—2021 年公司证监会分类评级均保持在 A 级，体现出公司合规经营、财务稳健，并具有较强的资本实力和风险控制能力。

目前公司业务发展多元化，具有从事期货、股权投资等业务子公司。截至 2021 年 9 月末，公司共有 12 家分公司，74 家证券营业部，其中 47 家营业部位于贵州省，在贵州省内具有明显的竞争优势，其余营业部分别位于上海、北京、广东、浙江、江苏等经济发达地区以及湖北、重庆、广西、四川等中西部地区的中心城市，公司在西南地区的影响力持续扩大，较多的经营网点为公司业务发展提供了很好的平台。另外，公司研究所在业内具备一定知名度和品牌影响力，2018—2020 年公司分仓佣金收入排名行业第 20 位、第 20 位和第 22 位，截至 2020 年末研究所累计签约机构达到 178 家，并且近年来多次在“新财富最佳分析师”“金牛奖最佳分析师”“Wind 金牌分析师”“水晶球最佳分析师”等评选活动中获得奖项，公司良好的投研能力能够为各项业务发展提供有力支持。

表 4 公司主要业绩排名（单位：名）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
净资本	38	41	42
营业收入	39	38	35
证券经纪业务收入	43	45	37
客户资产管理业务收入	37	39	34
投资银行业务收入	53	52	40
融资类业务收入	47	41	44
证券投资收入	30	32	27

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. 人员素质

公司管理团队及员工整体素质较高，有助于公司实现持续稳健发展。

公司董事长陶永泽，1963年6月生，中共党员，本科学历，毕业于贵州工学院、桂林陆军学院。历任陆军云南某部排长，连指导员，师组织干事，贵州省政府办公厅科员，副主任科员，主任科员，副处级秘书，中国联通筹备组工作人员及深圳、贵州分公司筹备负责人，贵州省贵财投资公司副总经理，贵州实联信托投资公司总经理。2020年6月起任公司董事长，兼任华创阳安董事长，金汇资本董事，中国证券业协会理事、托管结算委员会主任委员，中国证券投资基金业协会监事，上海证券交易所政策咨询委员会联席主任、风险管理委员会委员、科创板股票公开发行自律委员会委员。

公司总裁陈强，1975年10月生，本科学历，湖南财经学院金融学专业毕业，上海财经大学EMBA，首批保荐代表人。1998年参加工作，历任深圳飞亚达（集团）董事会证券事务代表，海通证券深圳分公司项目经理，兴业证券深圳投行部高级经理，江南证券（现中航证券）投行事业部副总经理、北京分部总经理，平安证券投行深圳区域总部执行总经理，中航证券总裁助理、承销与保荐分公司总经理，公司副总经理、投行业务负责人、执委会副主任。2020年6月起任公司董事，兼任执委会联席主任、总裁，上海证券交易所上市委员会委员、科创板发展委员会委员、金汇资本董事。

截至2021年末，公司合并口径在职员工合计2576人，其中博士20人、占比0.78%，硕士784人、占比30.43%，本科1603人、占比62.23%，其他169人、占比6.56%。

4. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》，截至2022年2月23日，公司无未结清和已结清的关注类和不良或违约类贷款。

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，联合资信未发现公司存在

逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2021年末，公司已取得银行授信450.00亿元，已使用银行授信126.70亿元，可使用的授信额度为323.30亿元，间接融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构，能够满足业务开展需求。

公司按照相关法律法规要求制定《公司章程》，建立了股东、董事会、监事会及经理层相互分离、相互制衡的公司治理结构和运作机制，并建立和逐步完善了包括基本制度、管理办法、工作细则三个层级的制度体系。

2019年9月，公司变更为华创阳安的全资子公司，不再设立股东会。本次股权结构变更前，股东会为公司最高权力机构，股东会的通知方式、召开方式、表决程序和决议内容符合《公司法》和《公司章程》的要求。

公司董事会共有9名董事，其中独立董事3名，股东董事6名；公司董事会设董事长1名，副董事长1名。董事会下设提名与薪酬委员会、审计与稽核委员会及合规与风险管理委员会三个专门委员会。公司董事会及其专门委员会按照相关议事规则召开多次会议，公司定期及临时董事会的召集、召开程序、议案的提出和审议均符合《公司法》《公司章程》《董事会议事规则》的相关规定。

公司监事会由5名监事组成，其中职工监事2名，股东监事3名，设监事会主席1名。近年来，监事会通过列席董事会会议、召开专题会议等方式实施监督职能，并对公司运营管理提出意见和建议。

2017年，公司开始推行执行委员会制度，设执行委员会，执行委员会是为落实公司董事会确定的经营方针和战略而设立的最高经营管理机构。执行委员会对董事会负责，可根据公司经营发展需要设立有关专门委员会。执行委员会各专门委员会在执行委员会授权范围内负责公司各业务或管理领域的议事协调和组织决策等

工作。公司执行委员会共有委员11名，设联席主任委员2名，分别由公司总裁兼董事陈强和公司副董事长兼党委书记彭波担任。按金融企业高级管理人员的有关规定，董事会聘任或者解聘执行委员会主任/副主任、执行委员会委员。

2. 管理水平

公司建立了较为完善的内控管理体系，内控管理整体水平较高但仍需进一步完善。

公司根据自身业务发展情况持续调整内部组织结构，建立健全并有效实施内部控制是公司董事会的责任；监事会对董事会建立与实施内部控制进行监督；经理层负责组织领导公司内部控制的日常运行。公司按照业务条线建立并逐步完善各项业务管理制度，对相应业务流程中的报告、授权、批准、执行、记录等事项进行了明确规定，有效确保了业务的规范开展和风险防范。

公司已经建立了较为完善的合规管理体系。公司董事会是公司合规管理的最高决策机构，负责公司合规管理基本政策的审批、评估和监督实施，对公司合规管理的有效性承担最终责任。公司经理层负责按照董事会制定的合规管理基本制度，传达、落实董事会的合规政策并督促执行，确保合规政策和程序得以遵守。公司聘任了合规总监，设置了合规与法律事务部协助合规总监，独立地开展合规管理工作。合规总监带领合规与法律事务部，通过完善合规管理制度、开展合规培训与宣传、检查与监测、考核与问责等合规管理工作，以及落实反洗钱和信息隔离墙等专项工作，确保公司经营管理和员工执业行为持续合规。公司各单位负责人对本单位经营管理活动的合规性负首要责任，并有责任监督其单位员工执业行为的合规性。近年来，公司逐渐完善合规管理组织架构，增强总部和分支机构合规专员的作用，发挥业务部门合规岗的能动性，将合规管理工作融入具体业务操作流程中，防范处置合规风险隐患。

公司稽核审计部负责公司各部门、各分支机构经营管理活动的稽核审计及关键岗位人员

的离任审计。稽核审计部通过常规审计、离任审计、专项审计和专项核查，对公司内部控制制度建设及执行情况、经营管理和经济效益情况，以及合规风险管理情况进行审计检查。稽核审计部对于审计发现的风险隐患和内部控制存在的薄弱环节提出了改进建议，并定期向董事会及其审计委员会、监事会及经理层报告工作。近年来，稽核审计部根据业务发展和管理需要开展工作，对发现的问题进行揭示并提出建议，针对稽核发现的问题落实整改督办，确保满足监管部门的监管要求和内部业务发展需求，促进公司优化控制环境。

监管处罚方面，2018年，公司未受到监管行政处罚。2019年1月，因公司在“16保千里01”项目中存在未能识别并督促债券发行人纠正募集资金使用违规的情形，江苏证监局对公司及公司相关人员采取出具警示函的监管措施。2020年3月，因公司在开展证券投资咨询业务过程中存在违规行为，贵州证监局对公司出具警示函。公司已针对上述监管措施进行整改。2018—2021年，公司证监会分类评级均为A级，处于较好水平，但内控管理仍有待进一步加强。

七、重大事项

公司未能如期收回前期支付的大额股权转让保证金，此外，华创阳安拟非公开发行股票用于向公司增资，需持续关注相关事件进展。

2019年11月，华创证券与北京嘉裕投资有限公司（以下称“北京嘉裕”）签署了《关于太平洋证券股份有限公司之股份转让协议》及《关于太平洋证券股份有限公司之表决权委托协议》，并向北京嘉裕支付了保证金人民币15.00亿元，北京嘉裕将持有的5.81亿股太平洋证券股份有限公司（以下称“太平洋证券”）股份质押给华创证券。2020年6月，交易双方签署了《关于太平洋证券股份有限公司之股份转让协议及表决权委托协议之终止交易协议》，北京嘉裕应按约定返还华创证券支付的保证金及利息，但北京嘉裕未能按协议约定如期履行还款义务。截至2020年末，华创证券仅收到北京嘉裕偿还资

金人民币5000万元。华创证券已向北京市第一中级人民法院申请对北京嘉裕资产进行诉前财产保全,法院已对北京嘉裕持有的3.49亿股太平洋证券股份实施冻结,并已正式受理此案件。截至2020年末,北京嘉裕共持有太平洋证券7.44亿股,而公司拥有北京嘉裕质押的5.81亿股太平洋证券股份优先受偿权,并通过诉前财产保全对3.49亿股实施冻结(包含剩余未质押1.63亿股),即华创证券已质押或冻结了北京嘉裕持有太平洋证券全部股份共计7.44亿股。2021年10月,法院判决北京嘉裕向公司偿付保证金及利息、违约金、诉讼保全责任保险费,且公司拥有北京嘉裕质押的5.81亿股太平洋证券股份优先受偿权。截至2022年2月末,此事件尚无更新进展。预计该事件对公司正常经营不会产生重大影响,未来仍需关注该事件的进展。

此外,根据股东华创阳安公告显示,其非公开发行股票已收到中国证监会印发的《关于核准华创阳安股份有限公司非公开发行股票的批复》,核准华创阳安非公开发行股票数量不超过约5.22亿股(含),募集资金不超过人民币80.00亿元(含),扣除发行费用后拟全部用于向公司增资,以增加公司资本金,补充其营运资金,优化业务结构,扩大业务规模,提升市场竞争力和抗风险能力。本次非公开发行若成功实施,公司资本实力将进一步增强。

八、经营分析

1. 经营概况

近年来公司营业收入和净利润持续快速增长,业务结构有所变动,整体趋于均衡。但主营业务受经济环境、证券市场及监管政策等因素影响较大,收入增长存在一定不确定性。

公司主营业务可划分为证券及期货经纪业务、信用交易业务、自营投资业务、投资银行业务和资产管理业务等。近年来,公司围绕“互联网+投资融资与财富管理”不断推进经营模式转型,完善综合服务体系,调整业务结构,严格控制风险,强化资源整合,向服务创新发展。

2018—2020年,公司营业收入逐年增加,年均复合增长32.85%。2020年,随着证券市场升温、市场交投活跃度提升,公司营业收入主要在证券及期货经纪业务收入和自营投资业务收入的拉动下同比增长28.77%。随着收入增长,2018—2020年公司净利润亦逐年增加,年均复合增长71.21%,2020年为7.12亿元,同比增长31.07%。2020年公司营业收入和净利润增幅均高于行业平均水平(24.41%和27.98%)。

从收入结构来看,近年来公司收入结构受市场结构性升温及政策环境影响有所变化,其中证券及期货经纪业务收入和自营投资业务收入贡献度整体维持较高水平,投资银行业务收入占比持续上升,而信用交易业务收入和资产管理业务收入占比持续下滑。2020年,公司营业收入中证券及期货经纪业务、信用交易业务、投资业务和投行业务分别占比30.06%、14.80%、39.73%和13.01%。

具体来看,2018—2020年,公司证券及期货经纪业务收入逐年增长,年均复合增长36.14%,2020年同比增长37.35%,主要系证券市场升温、交投活跃度上升所致。2018—2020年,主要受公司股票质押业务发展情况影响,公司信用交易业务收入呈先升后降、整体下滑的趋势,年均复合减少4.03%,其中2020年同比减少8.34%。由于2019年以来二级市场行情较好,自营投资业务收入呈逐年增长的趋势,年均复合增长52.86%,其中2020年同比增长21.17%。投行业务收入持续上升,年均复合增加63.17%,2020年公司股权及债券承销业务均取得较好发展,2020年投行收入同比大幅增长74.26%。受资管新规实施、业务结构调整影响,公司资产管理业务收入波动下滑,年均复合下降13.75%,2020年同比变化不大。2020年,公司其他业务小幅亏损,主要系此科目列示公司的负债融资利息支出所致,较2019年亏损收窄系子公司金汇资本2020年收入增加所致。

2021年1—9月,公司实现营业总收入25.95亿元,同比增长8.84%(行业平均增速7.00%),主要系证券及期货经纪业务和自营投资业务发

展较好所致，自营投资业务仍为公司第一大收入来源，且对营业收入的贡献度提升至34.06%；得益于此并叠加当期公司计提信用减值损失减

少，公司实现净利润7.20亿元，同比增长36.91%（行业平均增速8.51%）。

表 5 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务类型	2018年		2019年		2020年		2021年1-9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券及期货经纪业务	5.23	28.62	7.05	28.18	9.68	30.06	8.84	34.06
信用交易业务	5.18	28.35	5.20	20.78	4.77	14.80	4.73	18.22
自营投资业务	5.48	30.01	10.57	42.22	12.80	39.73	9.50	36.60
投资银行业务	1.57	8.62	2.41	9.61	4.19	13.01	2.34	9.00
资产管理业务	1.94	10.64	1.43	5.72	1.45	4.49	0.88	3.39
其他业务	-1.14	-6.25	-1.63	-6.52	-0.67	-2.08	-0.33	-1.28
合计	18.26	100.00	25.02	100.00	32.22	100.00	25.95	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 证券及期货经纪业务

公司经纪业务营业网点布局主要集中在贵州地区，在贵州省内具有较强的地域优势。近年来，公司证券及期货经纪业务收入和经纪业务市场份额稳定增长，但佣金率持续下行；机构销售和零售业务发展良好。

公司证券及期货经纪业务资格齐全，主要业务包括向客户提供代销股票、基金、债券等金融产品，提供交易通道、业务办理、投资咨询、理财规划等系列服务。2015年起，公司推行营业部“总分行”经营模式及组织结构，实现营业部向金融服务公司分支机构的转型发展，实现多元化、差异化经营。截至2021年9月末，公司共有12家分公司，74家证券营业部，其中47家营业部位于贵州省，在贵州省内具有明显区域优势，其余营业网点及分支机构分布于上海、北京、广

东、浙江、江苏等经济发达地区以及湖北、重庆、广西、四川等中西部地区的中心城市，全国性网点布局不断完善。2018—2020年，公司经纪业务手续费净收入分别为4.67亿元、6.19亿元和8.82亿元，年均复合增长37.38%。

从代理买卖证券业务来看，2018—2020年，受证券市场行情波动影响，公司代理买卖证券交易量逐年增长，2020年市场交投活跃度提升，在股票和基金交易量增长拉动下，公司代理买卖证券交易额合计1.16万亿元，同比增长94.72%。公司代理买卖证券市场份额逐年上升，2020年增至0.50%。公司主要以代理股票交易为主，2020年代理买卖股票交易额占全部交易量的69.32%。公司代理买卖证券业务平均佣金率在市场竞价下逐年下滑，2020年为0.3378‰，处于行业平均水平。

表 6 公司代理买卖证券情况（单位：亿元、%）

业务类型	2018年		2019年		2020年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	3443.18	0.38	5025.31	0.39	8062.43	0.39
基金	432.32	0.42	792.42	0.86	3324.54	3.02
债券	103.79	0.16	155.24	0.19	243.40	0.20
合计	3979.29	0.37	5972.97	0.41	11630.38	0.50
平均佣金率（‰）	0.5439		0.4793		0.3378	

资料来源：公司提供，联合资信整理

机构销售与研究业务方面，2020年，公司以研究为本源，不断完善研究方法和研究流程管

理系统，搭建面向未来“一个数据+两类知识”为核心能力的全行业投研知识图谱网络，推进

产品服务体系化和数字化建设，开拓私募机构客户，深化公募客户服务。截至2020年末，公司签约公募机构91家，保险机构21家，私募机构66家，已实现中大型机构客户的全面覆盖。公司研究体系建设逐步成熟，队伍建设不断健全，市场影响力进一步扩大。从基金分仓收入来看，按照Wind统计数据，2018—2020年，公司基金分仓成交额占比分别为2.19%、2.15%和1.68%，基金分仓佣金收入分别为1.49亿元、1.57亿元和

2.36亿元，排名行业第20位、第20位和第22位，保持了较强市场竞争力。

金融产品销售业务方面，公司持续围绕财富管理转型，以客户需求为导向，不断完善制度和优化流程，丰富产品种类，以不同类型的金融产品满足客户投资需求。2020年以来，由于公司将场外代理推介业务纳入代理销售金融产品业务进行核算，使得2020年推介金融产品申购赎回量及推介金融产品收入大幅增长。

表7 公司金融产品销售业务情况表（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年
公司资产管理计划销售量	29333.46	11540.35	68580.09
推介金融产品申购赎回量	269401.35	296351.95	3051452.30
推介金融产品收入	853.27	761.73	26003.23

注：2020年统计口径新纳入场外代理推介业务，且无法追溯调整之前数据，2020年数据可比性较差
资料来源：公司提供，联合资信整理

期货经纪业务方面，近年来华创期货深化基础建设，夯实传统期货经纪业务，抓住市场机遇，努力提升经纪业务市场份额，促进客户权益增长。2018—2020年末，华创期货客户权益总额

波动下降，2020年末为6.57亿元，较上年末增长0.92%，变化不大。2020年期货经纪业务双边成交量为1911.08万手，同比增长27.47%。2020年成交金额合计1.00万亿元。

表8 华创期货主要业务指标表

项目	2018年	2019年	2020年
成交金额（万亿元）	0.78	0.75	1.00
成交手数（双边）（万手）	1426.05	1499.23	1911.08
期末有效开户数（户）	7593	9307	11107
期末客户权益（亿元）	7.52	6.51	6.57

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 信用交易业务

受市场环境及政策导向影响，2018—2020年，公司融资融券业务实现较快发展，股票质押业务规模持续被压缩。随着市场信用风险增加，公司股票质押业务存在违约情况，需对后续追偿情况保持关注。

公司信用交易业务主要有融资融券业务和股票质押式回购交易业务等。公司于2012年获得融资融券业务资格，并开展融资融券业务。2018—2020年末，公司信用业务杠杆率分别为81.73%、68.35%和72.64%，2018年公司扩大股票质押业务规模导致信用业务杠杆率升高，2019年以来外部信用风险加大，公司主动收缩

股票质押业务，信用业务杠杆率随之下滑，2020年，由于市场交投活跃度提升，公司两融业务增速较快，期末信用业务杠杆率为72.64%，仍处于合理水平。

两融业务方面，公司建立了融资融券业务风险控制指标体系，建立了以融资融券交易系统内置逐日盯市模块、风险实时监控系統（包含融资融券风险实时监控模块）和净资本监控系统组成的风险监控平台，实现了业务总量监控、信用账户分类监控、自动预警和压力测试分析等功能。2018—2020年末，公司融资融券账户数目及业务规模均逐年增长，融资融券规模年均复合增长67.05%。2020年两融业务发展较快，

期末融资融券余额较上年末快速增长75.50%至50.20亿元，全年利息收入同比增长44.10%至2.63亿元。

股票质押式回购业务方面，2018—2020年公司股票质押业务规模持续下滑，年均复合减

少28.28%。截至2020年末，公司股票质押业务余额较上年末下降25.91%至36.11亿元，2020年股票质押业务利息收入为2.84亿元，同比下滑28.45%。

表9 公司信用交易业务情况表(单位: 万户、亿元)

项目	2018年	2019年	2020年
期末融资融券账户数目	1.17	1.32	1.49
期末融资融券余额	17.99	28.60	50.20
融资融券业务利息收入	1.28	1.83	2.63
期末股票质押业务余额	70.20	48.74	36.11
股票质押业务利息收入	3.90	3.97	2.84

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

从信用交易业务风险状况来看, 截至2021年6月末, 公司融资融券业务涉及风险事件4起, 交易余额0.16亿元, 公司已计提减值准备余额0.003亿元, 并采取提起司法诉讼、进行财产保全冻结等措施。公司股票质押业务存量风险项目共12个, 涉及违约本金合计13.73亿元, 已累计计提减值准备6.33亿元, 减值计提比例46.11%; 公司已提起司法诉讼, 并对部分项目融资人或担保人财产进行司法保全, 需对后续追偿情况保持关注。

4. 自营投资业务

2018年以来, 公司自营投资业务规模不断扩大, 收入规模持续增长; 投资结构以债券为主, 随着投资品种丰富, 债券投资占比有所下滑。因自营投资业务受市场行情影响较大, 且2018年以来信用债信用风险频发, 需对公司所持债券的信用风险保持关注。

公司自营投资业务主要由固定收益部、权益投资部、投资交易部和做市交易部负责。公司证券自营业务实行相对集中、权责统一的投资决策与授权体制, 实行“董事会-投资决策机构-自营业务部门”的三级投资决策机构, 形成投资、研究、风险控制三位一体的投资管理系统。公司自营投资结合市场实际情况具体执行公司自营部门拟定的投资策略计划, 其中投资经理负责投资组合的具体构建与维护, 并向交易员

下达交易指令。公司自营业务总规模、赢利目标、杠杆倍数以及可承受的风险限额等, 由投资决策委员会拟定, 报公司董事会批准后执行。随着公司自营业务稳步开展, 2018—2020年投资业务收入呈逐年增长的趋势, 年均复合增长52.86%, 其中2020年投资业务收入12.80亿元, 同比增长21.17%, 系公司第一大收入来源。

近年来, 公司根据市场走势, 适时调整投资策略, 在控制组合久期、确保流动性安全基础上, 合理使用杠杆工具, 加强投资运作。2018—2020年末, 公司自营投资规模逐年增长, 年均复合增长12.06%; 2020年末公司自营投资规模较上年末增长13.20%至215.49亿元, 主要系债券投资规模增加所致。从投资结构来看, 2018—2020年, 公司自营投资以债券投资为主, 随着公司自营投资品种不断丰富, 债券投资占比波动下滑至2020年末的74.49%, 基金及股票投资占比波动增加。截至2020年末, 公司债券投资合计160.51亿元, 较上年末增长15.33%, 投资种类倾向于城投债、国债等, 对于信用债投资, 公司择券级别倾向在AA+及以上。截至2020年末, 公司股票和基金投资分别为20.89亿元和14.06亿元, 分别占总投资的9.69%和6.53%, 其中基金主要为公募基金。其他投资主要系资管产品; 2020年末其他投资为20.03亿元, 较上年末小幅增长, 主要系投资的上市公司纾困类项目。

截至2021年末，公司所投债券无违约情况，自营持有的纾困类资管计划底层资产涉及违约1起，金额较小，公司投资业务整体风险可控。

2018—2020年末，公司自营权益类证券及其衍生品/净资本分别为4.25%、8.18%和10.64%，逐年上升；自营非权益类证券及其衍生品/净资

本分别为156.15%、188.87%和179.69%，呈波动上升趋势；2021年9月末，公司自营权益类证券及其衍生品/净资本和自营非权益类证券及其衍生品/净资本分别为13.10%和215.35%，两项指标均持续符合监管标准。

表 10 公司自营投资业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	148.07	86.28	139.17	73.11	160.51	74.49
基金	8.47	4.93	13.49	7.09	14.06	6.53
股票	2.26	1.32	18.75	9.85	20.89	9.69
理财产品	8.23	4.80	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.58	2.67	18.96	9.96	20.03	9.29
合计	171.61	100.00	190.37	100.00	215.49	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

5. 投资银行业务

近年来，公司投行业务收入持续增长，业务排名行业中游水平，具备一定行业竞争力，2020年股权及债券承销业务均良好发展。

公司于2012年3月获得保荐机构资格，投资银行业务主要包括股权融资业务、债券融资业务、财务顾问业务和新三板业务。2018—2020年公司投资银行业务收入持续增长，年均复合增长63.17%，主要系市场和政策环境变化以及公司积极推动投行业务转型所致；2020年公司股权及债券承销业务稳步发展，公司实现投资银行业务收入4.19亿元，同比增长74.26%，投资银行业务收入排名行业第40位。

近年来，公司投行业务加快推进变革，通过组织机构调整、打通销售体系、加强中后台管控、优化考核机制等一系列改革，重塑投行业务体系，努力向新型投行转型。2018—2020年，公司投行业务在《证券时报》举办的评选活动中多次获奖，其中2019年公司获得“2019中国区财务顾问君鼎奖”、中航光电可转债项目获得“2019中国区股票融资项目君鼎奖”等奖项。2020年，公司获得“2020中国区债券融资团队君鼎奖”、“2020中国区中小板项目君鼎奖”和“2020中国

区债券项目君鼎奖”等奖项。

股权融资业务方面，2018—2020年，公司完成股权类主承销项目分别为2个、4个和13个，股权类主承销金额持续增长。2020年，公司完成9单再融资项目，主承销金额67.17亿元。2018年、2019年和2020年，公司股票主承销佣金收入分别排名行业第42位、第41位和第30位，处于行业中游水平。

债券融资业务方面，2018—2020年，公司完成债券类主承销项目（含ABS，下同）分别为18个、28个和37个，债券主承销金额逐年增长；2020年，由于市场资金面有所宽松，公司全年完成37单债券主承销项目，债券主承销金额合计254.47亿元，主承销规模同比增长31.01%。2018年、2019年和2020年，公司债券主承销佣金收入分别排名行业第36位、第46位和第45位，处于行业中游水平。

其他业务方面，受新三板市场热度下行影响，公司新三板推荐挂牌项目数量由2018年的6个波动下降至2020年的2个；2018—2020年，公司作为财务顾问完成并购重组项目分别为2个、2个和3个。

表 11 公司投资银行主承销项目情况 (单位: 个、亿元)

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额
股权承销	2	7.79	4	24.41	13	80.74
其中: IPO	0	0.00	0	0.00	4	13.57
再融资	2	7.79	4	24.41	9	67.17
债券承销	18	87.75	28	194.24	37	254.47
其中: 公司债	12	49.45	17	123.13	29	186.97
ABS	0	0.00	6	38.01	7	63.00
新三板挂牌	6	--	0	--	2	--
并购重组	2	--	2	--	3	--

注: 上表股权及债券承销统计数据均为主承销口径, 并购重组按担任财务顾问口径进行统计
资料来源: 公司提供, 联合资信整理

从投行项目储备来看, 截至2020年末, 公司在审项目25个, 其中含IPO项目6个、再融资项目2个、债券项目17个; 已拿批文未实施项目38个, 其中财务顾问1个、再融资项目1个、债券项目31个、ABS项目5个; 整体项目储备情况较好。

6. 资产管理业务

受监管政策及业务转型影响, 公司资产管理规模持续下降, 通道业务持续收缩, 主动管理规模占比有所增长; 公司资管业务收入贡献度较低, 有待进一步发展。

公司资产管理业务主要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。近年来, 公司在“去杠杆, 防风险”的基调下, 一方面继续严控资管业务风险, 加快主动转型

工作; 另一方面充分发挥资金端和资产端的组织优势, 通过创设单一资管产品、集合资管产品和纾困计划等形式, 为支持实体经济和民企发展提供综合金融服务。2018—2020年, 公司资管业务收入波动下滑, 年均复合下降13.75%, 2020年为1.45亿元, 同比变化不大, 主要系资管业务规模持续下降所致。

受业务转型调整影响, 2018—2020年末, 公司受托管理资产规模快速下降, 年均复合减少36.39%, 2020年末, 公司受托管理资产总规模为620.90亿元, 较上年末下降41.04%, 主要系通道业务规模大幅下降所致, 主动管理业务占比由2018年末的37.32%增至2020年末的51.68%。公司资产管理业务仍以定向理财产品为主, 占比75.00%, 占比较2019年末有所降低。

表 12 公司资产管理业务情况表 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	
按产品类型划分	集合	46.80	3.05	42.71	4.06	59.52	9.59
	定向	1470.19	95.82	961.65	91.32	465.65	75.00
	专项	17.35	1.13	48.67	4.62	95.73	15.42
按管理方式划分	主动型	572.54	37.32	529.25	50.26	320.90	51.68
	被动型	961.80	62.68	523.78	49.74	300.00	48.32
合计	1534.34	100.00	1053.03	100.00	620.90	100.00	

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

7. 子公司业务

公司子公司业务稳步发展, 对公司收入与利润形成了较好的补充。

截至2020年末, 公司纳入合并报表一级子公司包括金汇资本、华创期货和兴贵投资。

金汇资本成立于2013年8月, 系公司全资子公司, 截至2020年末注册资本1.00亿元, 主要从事项目投资、投资管理、资产管理、投资咨询。截至2020年末, 金汇资本总资产为1.98亿元, 净资产为1.96亿元; 2020年实现营业收入2.08亿元,

净利润1.93亿元。

华创期货成立于1995年8月，公司持股62.50%，截至2020年末注册资本为1.00亿元，经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理。截至2020年末，华创期货总资产为9.30亿元，净资产为2.03亿元；2020年全年实现营业收入6956.42万元，净利润2006.06万元。详细期货经纪业务见上文。

兴贵投资成立于2017年5月，系公司全资子公司，截至2020年末注册资本20.00亿元，主要从事《证券公司证券投资品种清单》所列品种以外的金融产品、股权等另类投资业务。截至2020年末，兴贵投资总资产为17.69亿元，净资产为17.44亿元。2020年全年实现营业收入1.12亿元，净利润8842.46万元。

8. 未来发展

公司定位明确，制定了较为清晰的发展路径，符合自身特点和未来发展的需要。

在行业转型的背景下，未来华创证券的总体发展战略为：坚持立足贵州，辐射全国，积极服务实体经济的价值取向，创新体制机制，发挥集体决策优势，充分利用新兴金融工具和信息技术，开展场景金融和客户服务创新，努力为地方政府和实体经济发展作出更多更好贡献。

华创证券将依托区域优势，不断优化业务结构，提升差异化发展能力，推动公司经营实现快速健康发展。具体经营计划如下：

①夯实业务发展，突出工作重点。从业务条线、分支机构（分公司、营业部）、业务前端与后台支持等多个维度，加强业务布局和工作部署，加大对零售经纪、财富管理、私募服务等体系建设的投入，建立和完善“大经纪”服务体系，打造完整综合金融生态链，突出工作重点，做好发展平衡，强化分担协作，提高资源整合利用效率。

②紧紧围绕金融科技平台建设，创新体制机制。开拓业务视野，拓宽市场格局，推动华创证券调整运营架构，构建“业务加强领导、操作授权充分、责任落实到位”的运行机制，不断提

升管理水平和运作效率。

③合规管理与风险控制。推进风险管理IT系统建设，通过IT化、全覆盖、全方位落实全面风险管理要求，纳入全面风险管理体系，督促各部门和团队切实做到“项目有调查，操作有留痕，风险管控到位，责任落实到人，不搞利益输送，不做内幕交易，不碰高压线，规避业务风险”。

④加强员工队伍建设。要加强员工薪酬激励体系建设，形成有市场竞争力的多元激励机制，注重短期激励与长期发展，创造良好和谐的工作氛围，留住和用好现有人才，增强外部人才吸引力，提升公司感召力。

九、风险管理分析

公司已搭建了较为全面的风险管理体系，能够满足当前业务发展的需要。行业创新的发展趋势要求公司进一步加强风险计量、风险管理系统等方面的建设，提高风险管理水平。

公司风险管理的总体目标是通过建立以净资本为核心的风险监管体系，在确保资本安全的前提下，审慎开展各项业务，实现风险调整的资本收益率最大化。公司根据监管要求，建立并不断完善公司风险管理架构，目前形成了五个层次的风险管理架构。其中，第一层次系董事会及其下设的合规与风险管理委员会、审计与稽核委员会、监事会，董事会是风险管理的最高机构，负责审批总体风险管理战略与重大政策，确定公司可以承受的总风险水平，监督和评价风险管理的全面性及有效性；第二层次系执行委员会及其下设的合规与风险管理委员会、资产配置委员会，执委会审议公司经营事项时，需听取合规总监和首席风险官的意见，并结合合规总监和首席风险官的意见进行表决；第三层次系风险管理部、合规与法律事务部、资金运营部、内核管理部和稽核审计部；第四层次系相关业务管理支持部门，负责承担本部门的风险控制职能，并参与相关业务风险的识别、评估、管理和控制；第五层次系业务部门、分支机构及子公司，负责评估、识别本单位各类风险，建立、执行本单位风险管理制度，有效管理本单位业

务经营中面临的各类风险。

公司通过建立全面风险管理体系，不断优化风险管理的治理架构、风险管理策略、风险监控指标、风险评估流程，将风险管理贯穿事前、事中和事后各个过程。公司根据业务特点，尤其对创新业务进行了严格的风险把控，着重在事前和事中进行风险管理，并针对创新业务不断修改、完善相关风险监控指标与风险评估流程，确保创新业务的稳健推进。

公司建立了以净资本为核心的风险指标动态监控系统，覆盖所有影响净资本及其他风险控制指标的业务活动环节，动态计算净资本等各项风险控制指标，能够及时反映有关业务和市场变化对公司风险控制指标的影响。

市场风险管理

公司涉及的市场风险是指持有的金融工具的公允价值或未来现金流量因市场价格变动而发生波动的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。

公司通过独立于业务部门的风险管理部对公司整体市场风险进行全面的评估、监测和管理，并将评估、监测结果向管理层汇报。风险管理部主要通过 VaR 和敏感性分析等方法对正常波动情况下的可能损失进行衡量，同时采用压力测试对于极端情况下的可能损失进行评估。公司对业务部门设置了风险限额以控制盈亏波动水平和市场风险暴露程度，风险管理部对风险限额进行每日监控。当接近或突破风险限额时，风险管理部将向相关业务管理人员进行预警提示。

利率风险是指金融工具的公允价值因市场利率不利变动而发生损失的风险。持有的具有利率敏感性的各类金融工具因市场利率不利变动导致公允价值变动的风险是利率风险的主要来源。公司利用敏感性分析工具对持有的利率敏感性金融工具进行量化分析，评估市场风险对收益及权益的影响，据此进行利率风险敞口控制。

汇率风险是指金融工具的公允价值或未来现金流量因外汇汇率变动而发生波动的风险。

公司的外币资产、负债主体为客户交易资金，客户外币资产、负债的汇率风险独立于公司。公司只有少量因 B 股业务形成的自有外币资产与负债，面临的汇率风险很小。

信用风险管理

公司信用风险主要来自两个方面：一是信用交易业务的信用风险；二是债券投资的违约风险。

信用交易业务的信用风险主要包括客户未及时足额偿还负债、客户担保比例不足并未能及时补足、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方面。公司在开展融资融券业务时，通过对客户进行风险教育，并对征信、授信等环节进行严格把控，保证了目标客户具有良好的资信水平；通过对标的证券、交易集中度、客户维持担保比例等指标的严格监控，保证了客户违约风险的可控、可查；通过客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式保证了公司融出资金的安全。

公司建立了内部信用评价机制来控制债券违约和降级信用风险，通过对可投资信用产品的信用等级限制以及分散化投资策略降低因债券发行人信用风险带来的损失；通过交易对手准入制度、黑名单制度限定交易对手的最低等级要求，最小化因交易对手违约带来的损失程度。

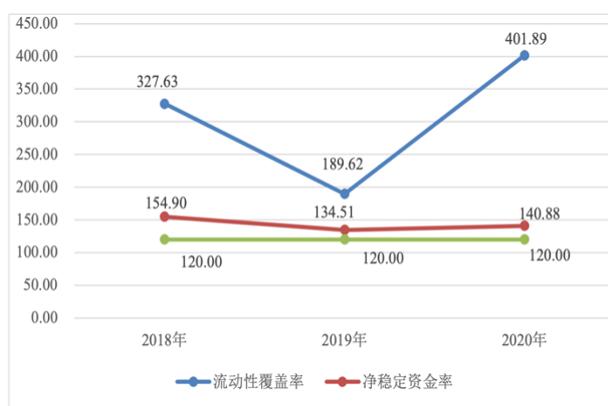
流动性风险管理

流动性风险是指持有的金融工具不能以合理的价格迅速变现而遭受损失及无法偿还到期债务的风险。公司对资金实行统一管理和运作，注重资金管理体系的建设，明确了资金拆借、回购、发行债券等业务的具体职权部门。由于实施客户资产第三方存管，不存在挪用客户资金及由其产生的偿还义务，故公司面临的流动性风险主要是自有负债的偿付风险。公司持有大量自有货币资金及流动性较好的金融工具，能够满足自有负债的偿付需求，同时公司在银行间市场等交易场所具有较好的资信水平，建立了比较稳定的拆借、回购等短期融资通道，从而使

整体流动性能有效保持在较为安全的水平。

流动性指标方面，2018—2020年末，流动性覆盖率指标波动较大，但均持续优于监管预警标准（ $\geq 120\%$ ）；2020年末较上年末大幅升高 212.27 个百分点至 401.89%；公司净稳定资金率较为稳定，2020 年小幅增长至 140.88%，高于监管要求水平。2021 年 9 月末，公司流动性覆盖率和净稳定资金率分别为 236.02% 和 131.79%。

图 4 公司流动性指标情况（单位：%）



资料来源：公司风险监管报表，联合资信整理

操作风险管理

公司通过建立和不断完善的法人治理体系与内部控制制度，健全操作风险识别和评估体系，加强识别和评估内部控制有效性等措施，有效降低了操作风险发生的概率。

为实现各项业务的合理隔离，规范不同业务部门间的合作与交流互动，切实防范利益冲突及内幕交易，公司根据相关法律、法规及相关制度，制定了《信息隔离墙管理办法》，对有利益冲突的业务，在物理上和制度上采取严格的业务隔离措施，对投资银行、证券经纪、证券投资、研究咨询、资产管理等业务在人员、信息、账户、清算、资金上严格分开管理，保持相对独立；信息技术部门、财务部门、风险管理部门与业务部门人员不得相互兼任；对因业务需要知悉内幕信息的人员，制定严格的批准程序和监督措施。

十、财务分析

1. 财务概况

公司2018—2019年财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2020年财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年财务报表均被出具了标准无保留的审计意见。2021年1—9月财务报表未经审计。

从合并范围来看，2019年公司合并范围新增1家子公司；2020年财务报表合并范围无变化；2021年1—9月，公司合并范围无变更。整体看合并范围变动对财务数据的影响不大。

会计政策和会计估计变更方面，公司自2020年1月1日起执行《企业会计准则第14号——收入》（2017年修订）。修订后的准则规定，首次执行该准则应当根据累积影响数，调整期初留存权益及财务报表其他相关项目金额，对可比期间信息不予调整。该准则实施未导致公司收入确认方式发生重大变化，对财务报表影响不大。2020年，公司主要会计估计未发生变更。本报告财务分析中，2018/2019年财务数据取自2019/2020年审计报告的上一年比较数据。

综上，公司财务数据可比性较强。

截至2020年末，公司合并资产总额431.25亿元，其中客户资金存款51.83亿元、客户备付金10.16亿元；负债合计311.88亿元，其中代理买卖证券款63.60亿元；所有者权益119.37亿元，其中归属于母公司所有者权益118.57亿元。2020年，公司营业总收入为32.22亿元，利润总额为9.31亿元，净利润为7.12亿元，其中归属于母公司所有者净利润7.02亿元；经营活动产生的现金流量净额为17.70亿元，现金及现金等价物净增加额12.04亿元。

截至2021年9月末，公司合并资产总额472.12亿元，其中客户资金存款62.09亿元、客户备付金17.61亿元；负债合计345.76亿元，其中代理买卖证券款79.89亿元；所有者权益126.36亿元，其中归属于母公司所有者权益125.52亿元。2021年1—9月，公司营业总收入为25.95亿元，利润总额为9.58亿元，净利润

为 7.20 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 7.16 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 7.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.95 亿元。

2. 资金来源与流动性

2018 年以来，公司负债规模逐年增长，债务负担增加，杠杆水平有所上升，但仍处于行业适中水平；公司债务结构偏向以短期债务为主，一年内到期债务占比较高，需关注公司流动性管理。

随着对外融资规模扩大，2018—2020 年末，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 12.19%。公司负债以自有负债为主，近三年末占比均在 80% 左右。截至 2020 年末，公司负债总额 311.88 亿元，较上年末增长 12.90%，主要系卖出回购金融资产款和代理买卖证券款增加所致，其中自有负债为 248.28 亿元，较年初增长 9.34%。

截至 2020 年末，公司负债主要由卖出回购金融资产款（占比 38.80%）、应付债券（占比 33.32%）和代理买卖证券款（占比 20.39%）构成。

2018—2020 年末，公司卖出回购金融资产款波动增加，年均复合增长 5.20%，主要系债券质押回购规模增加所致。截至 2020 年末，公司卖出回购金融资产为 121.00 亿元，较上年末增长 18.29%；其中债券质押回购占比 93.31%，到期期限均在 1 个月内，其余为债券买断回购业务。2018—2020 年末，公司应付债券规模持续增加，年均复合增长 34.66%。2020 年末应付债券为 103.93 亿元，较上年末增长 9.05%，主要系公司新发行公司债券和次级债券所致。2018—2020 年末，公司代理买卖证券款持续增加，年均复合增长 27.91%，2020 年末代理买卖证券款较上年末增长 29.36%，主要系证券市场行情走高、交易量上涨所致。

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 9 月末
负债总额	247.81	276.24	311.88	345.76
自有负债	208.93	227.07	248.28	265.83
其中：卖出回购金融资产款	109.33	102.29	121.00	130.50
应付债券	57.31	95.30	103.93	112.03
应付短期融资款	20.09	7.42	0.72	3.51
拆入资金	16.00	8.02	6.99	4.03
非自有负债	38.87	49.17	63.60	79.92
其中：代理买卖证券款	38.87	49.17	63.60	79.89
全部债务	202.75	217.70	233.62	250.77
其中：短期债务	145.44	122.40	129.70	138.73
长期债务	57.31	95.30	103.93	112.03
自有资产负债率	65.94	66.62	67.53	67.78
净资本/负债	52.75	43.99	44.18	/
净资产/负债	50.45	48.17	45.88	/

注：长短期债务计算未根据到期期限拆分应付债券
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，近年来公司杠杆水平持续上升，2020 年末自有资产负债率增至 67.53%，仍处于行业适中水平；随着负债规模持续增加，公司净资本/负债指标波动下降，净资产/负债指标持续下降，2020 年分别为 44.18% 和 45.88%，但均高于监管标准。

从债务情况来看，2018—2020 年末公司全部债务规模不断扩大，年均复合增长 7.34%；2020 年末较上年末增长 9.61% 至 233.62 亿元。

截至 2021 年 9 月末，公司负债总额为 345.76 亿元，较年初进一步增长 10.86%，主要系公司经纪业务发展较好使得代理买卖证券款增加所致；公司自有资产负债率较年初有所上

升至 67.78%，仍处于行业内合理水平。

截至 2021 年 9 月末，公司全部债务合计 250.77 亿元，较年初增长 7.34%，其中短期债务占比 55.32%。从债务期限结构来看，截至 2021 年 9 月末，公司有息债务（不包括交易性金融负债和衍生金融负债）中 2021 年 10—12 月和 2022 年的到期债占比较高；公司债务期限结构偏短，要求公司实现较好流动性管理。

表 14 截至 2021 年 9 月末公司有息债务到期期限结构

到期期限	金额（亿元）	占比（%）
2021 年 10—12 月	162.34	64.92
2022 年	34.56	13.82
2023 年	53.17	21.26
合计	250.07	100.00

注：上表债务统计口径未包括交易性金融负债和衍生金融负债
资料来源：公司提供

随着业务规模的扩大，公司资产规模持续增长，主要以交易性金融资产为主；公司资产流动性有所下降，处于一般水平。

随着公司业务规模的扩大，2018—2020 年末公司资产规模逐年增加，年均复合增长 10.11%；公司资产以自有资产为主，近三年自有资产占比均在 85% 以上。截至 2020 年末，公司资产总额 431.25 亿元，较上年末增长 10.57%，其中自有资产较上年末增长 7.86%；公司资产以货币资金（占比 16.76%）、融出资金（占比 9.33%）、买入返售金融资产（占比 11.97%）、交易性金融资产（占比 43.81%）等科目构成。2018—2020 年末，公司优质流动性资产/总资产持续下降，2020 年末降至 10.97%，主要系资产规模扩大的同时，自有货币资金减少和冻结或质押的信用评级 AAA 级以下，AA+级（含）以上的信用债规模增加所致，资产流动性一般，需关注相关流动性风险。

表 15 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
资产总额	355.72	390.02	431.25	472.12
其中：自有货币资金	26.93	23.57	20.45	15.74
融出资金	15.92	26.08	40.24	39.71
买入返售金融资产	87.46	65.71	51.62	44.80
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	121.30	--	--	--
可供出售金融资产	28.03	--	--	--
持有至到期投资	22.28	--	--	--
交易性金融资产	--	154.66	188.94	223.05
债权投资	--	17.62	12.54	5.84
其他债权投资	--	17.55	13.48	11.72
其他资产	1.57	19.07	18.77	23.26
自有资产	316.84	340.85	367.65	392.19
自有资产/资产总额	89.07	87.39	85.25	83.07
优质流动性资产	68.17	46.91	39.52	45.41
优质流动性资产/总资产	21.79	14.01	10.97	/

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

2018—2020 年末，公司货币资金逐年增加，年均复合增长 9.61%。2020 年末，公司货币资金为 72.28 亿元，较上年末增长 8.48%，主要系当年客户资金存款增加所致；其中自有货币资

金为 20.45 亿元，以银行存款为主。

2018—2020 年末，公司融出资金规模持续增加，年均复合增长 59.00%，主要系 2020 年两融业务规模扩大所致。截至 2020 年末，公司融

出资金为40.24亿元,较上年末大幅增加54.30%;公司融出资金担保物公允价值合计153.46亿元,覆盖程度较好,融出资金计提减值准备42.11万元。

2018—2020年末,公司买入返售金融资产持续减少,年均复合下降23.17%。截至2020年末,公司买入返售金融资产为51.62亿元,较上年末下降21.43%,主要系公司债券买断式回购规模减少所致。其中股票质押回购为36.38亿元,较上年末下降25.81%,债券回购(质押式和买断式)规模合计20.65亿元,较上年末基本持平。股票质押式回购业务中,剩余期限分布在1个月以内的占比41.39%,1~3个月内占比4.02%,3~12个月内占比49.27%。公司买入返售金融资产担保物账面价值合计85.18亿元,对本金的覆盖比例为149.35%;已计提减值准备合计5.41亿元,计提比例9.49%。

由于新的金融工具会计准则施行,公司2019年起不再使用以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和持有至到期投资科目。截至2018年末,公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产账面价值121.30亿元,其中主要以债券投资为主,占比94.30%,其余为少量基金和股票等资产。公司可供出售金融资产为28.03亿元,主要系长期债券投资规模下降,且公司减持信托计划所致;其中债券占比40.67%,其他理财产品占比27.28%,基金占比10.39%。截至2018年末,公司持有至到期投资为22.28亿元,均为持有至到期的债券。

截至2020年末,公司交易性金融资产公允价值合计188.94亿元,其中债券占比71.18%、公募基金占比7.44%、股票/股权占比10.77%,其余为投资的少量资管产品和其他资产占比10.60%。公司交易性金融资产初始成本为187.09亿元。

截至2020年末,公司债权投资合计12.54亿元,均为债券投资,其中企业债占比67.73%、公司债占比7.96%;计提减值准备30.83万元,计提比例0.03%。其他债权投资合计13.48亿元,其中企业债占比75.76%、公司债占比2.71%、

其他占比21.53%。

截至2020年末,公司其他资产合计18.77亿元,较上年末小幅下降1.61%,主要系计提减值准备增加所致。其中其他应收款账面价值18.33亿元,占其他资产的比重为97.69%,计提坏账准备2.37亿元,计提比例为11.44%。

截至2021年9月末,公司资产总额为472.12亿元,较年初增长9.48%,主要系交易性金融资产增加所致;资产结构变化不大。

截至2021年9月末,公司受限资产合计167.32亿元,占同期末资产总额的35.44%,主要为因卖出回购抵押证券受限,各类受限资产具体情况如下表所示。

表16 截至2021年9月末公司受限资产情况表
(单位:亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.01	风险准备专户存款
交易性金融资产	142.62	其中卖出回购抵押证券136.72亿元
债权投资	5.64	卖出回购抵押证券
其他债权投资	11.72	卖出回购抵押证券
存出保证金	7.32	保证金
合计	167.32	--

资料来源:公司提供,联合资信整理

3. 资本充足性

公司净资产规模处于行业中上游水平,所有者权益稳定性较好,资本充足性处于较好水平,各项风险控制指标均优于监管指标。

2018—2020年末,公司所有者权益逐年小幅增长,年均复合增长5.18%,主要系未分配利润及一般风险准备增加所致。截至2020年末,公司所有者权益为119.37亿元,较年初增加4.91%,其中归母所有者权益为118.57亿元;归母所有者权益中,实收资本占比77.81%、未分配利润占比12.83%、一般风险准备占比6.39%,其余占比较少,所有者权益稳定性较好。从利润分配情况来看,2018年公司现金分红0.32亿元,占前一年可分配利润的6.59%,2019年公司未进行分红,2020年公司现金分红1.38亿元,占前一年可分配利润的11.85%,利润留存对公司所有者权益补充效果较好。

2018—2020 年末,公司母公司口径(下同)净资产有所波动,其中 2019 年末下滑 9.41%,主要系次级债期限缩短导致附属净资产减少;随着新增次级债发行,2020 年末公司净资产增至 109.08 亿元,较上年末上升 9.75%。2018—2020 年末,母公司口径净资产逐年增加,年均复合增长 3.92%;2020 年末为 113.29 亿元,较上年末增长 4.09%。2018—2020 年末,净资产/净资产呈先降后升、总体下降趋势;2020 年末为 96.29%。2018—2020 年末,风险覆盖率先降

后升、总体上升,2020 年末为 273.88%。公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

截至 2021 年 9 月末,公司所有者权益 126.36 亿元,较年初增长 5.86%,主要系利润留存所致,所有者权益构成变化不大;母公司口径净资产有所减少,主要是次级债券计入减少使得附属净资产下降所致;风险覆盖率下降至 199.40%,仍优于监管预警标准。考虑到本期债券发行对净资产的补充作用,成功发行后,公司资本充足性水平将有所提升。

表 17 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	2021 年 9 月末	监管标准	预警指标
核心净资产	83.71	86.34	88.30	92.38	--	--
附属净资产	26.00	13.05	20.78	8.07	--	--
净资产	109.71	99.39	109.08	100.44	--	--
净资产	104.91	108.84	113.29	118.18	--	--
各项风险资本准备之和	45.09	49.12	39.83	50.37	--	--
风险覆盖率	243.31	202.35	273.88	199.40	≥100	≥120
资本杠杆率	26.45	25.41	24.17	23.74	≥8	≥9.6
净资产/净资产	104.57	91.32	96.29	84.99	≥20	≥24

资料来源:公司提供,联合资信整理

4. 盈利能力

2018—2020 年,公司收入及利润规模均持续增长,整体盈利水平持续提升,盈利能力较强。公司业务发展受市场行情影响较大,盈利稳定性一般。2021 年 1—9 月,公司整体经营情况良好。

2018—2020 年,公司营业收入逐年增加,年均复合增长 32.85%;公司利润总额及净利润均呈逐年增长趋势,年均复合增长率分别为 67.51%和 71.21%,由于营业支出的增量小于营业收入的增量,导致利润规模增长。2020 年,公司营业收入合计 32.22 亿元,同比增长 28.77%;公司净利润为 7.12 亿元,同比增长 31.07%;营业收入及净利润增速均高于行业平均增速(24.41%、27.98%)。

图 5 公司营业收入和净利润情况



资料来源:公司财务报告、行业公开数据,联合资信整理

从营业支出来看,2018—2020 年,公司营业支出持续增长,年均复合增长 23.75%,主要由业务及管理费构成,2020 年占比 81.92%。2020 年,公司营业支出为 22.95 亿元,同比增长 29.29%,一方面主要系员工薪酬增长导致业务及管理费增加,另一方面公司针对存量的股票质押风险项目新增计提信用减值损失所致。

表 18 公司营业支出构成 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
业务及管理费	11.96	79.82	15.57	87.69	18.80	81.92	15.57	94.28
各类减值损失	2.86	19.10	1.67	9.41	3.63	15.80	0.58	3.51
其他	0.16	1.09	0.52	2.90	0.52	2.27	0.37	2.21
营业支出	14.99	100.00	17.75	100.00	22.95	100.00	16.51	100.00

注: 各类减值损失含资产减值损失、信用减值损失及其他资产减值损失

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

2018—2020 年, 公司营业费用率逐年下降, 薪酬收入比波动下降, 成本管控能力有所提升。公司各项盈利指标有所提升, 盈利能力逐步增强。

2021 年 1—9 月, 公司实现营业总收入 25.95 亿元, 同比增长 8.84% (行业平均增速 7.00%); 营业支出 16.51 亿元, 同比下降 2.55 亿元, 主要系计提信用减值损失同比减少所致; 受此影响, 公

司实现净利润 7.20 亿元, 同比增长 36.91% (行业平均增速 8.51%)。盈利指标方面, 2021 年 1—9 月公司营业利润率为 36.37%, 净资产收益率 5.86%, 盈利能力进一步提升。

与同行业样本企业对比来看, 在规模相近的证券公司中, 公司杠杆水平适中, 盈利稳定性一般, 盈利能力较强。

表 19 公司盈利指标 (单位: %、名)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-9 月
营业费用率	65.53	62.22	58.36	59.99
薪酬收入比	44.32	44.48	43.45	/
营业利润率	17.90	29.05	28.76	36.37
自有资产收益率	0.80	1.65	2.01	1.89
净资产收益率	2.27	4.90	6.11	5.86
净资产收益率排名	55	38	40	/

注: 2021 年 1-9 月数据未经年化

资料来源: 公司财务报告、证券业协会排名, 联合资信整理

表 20 截至 2020 年末证券公司行业财务指标比较 (单位: %)

项目	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
中银国际证券股份有限公司	6.38	2.50	58.05	8.28	59.08
南京证券股份有限公司	6.01	2.67	50.74	42.51	53.76
万联证券股份有限公司	5.47	1.88	51.43	34.43	68.91
国联证券股份有限公司	6.30	2.06	56.52	61.41	71.28
平均值	6.04	2.28	54.19	36.66	63.26
华创证券	6.11	2.01	58.36	37.45	67.53

注: 因无法对比样本 2020 年审计报告附注, 上表用于对比的样本公司自有资产及自有负债均未扣除纳入合并范围的第三方结构化主体持有者款项, 相关指标可能不够精确, 但不影响总体分析结果

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

公司或有负债风险低。

截至 2021 年末, 公司无对外担保情况。

截至 2021 年末, 公司涉及重大被诉案件 2 起, 涉诉金额合计 2.42 亿元 (不含利息损失); 其中

2.12 亿元被诉事项如下: 合肥美的电冰箱有限公司 (以下简称“合肥美的”) 于 2016 年 3 月委托公司成立资金规模为 3.00 亿元的“华创恒丰 86 号定向资产管理计划”。按照合同约定及合肥美的指令, 公司与陆家嘴国际信托有限公司 (以下简称

“陆家嘴信托”)签订《单一资金信托信托合同》，将该笔资金投入陆家嘴信托。陆家嘴信托与贵州安泰再生资源科技有限公司(以下简称“贵州安泰”)签订《信托贷款合同》，将该笔资金借予贵州安泰。2016年5月合肥美的发现贵州安泰公司诈骗，向合肥市公安局报案，经检察院公诉，法院判决贵州安泰及其法定代表人申建忠等人犯合同诈骗罪并承担相应刑事责任。2019年7月，合肥美的以侵权责任纠纷为由向安徽省合肥市中级人民法院对被告聂勇、李恩泽、重庆银行贵阳分行、公司、陆家嘴信托提起诉讼，要求被告对合肥美的的赔偿损失2.12亿元及利息损失。2019年8月，安徽省合肥市中级人民法院裁定驳回合肥美的的起诉，合肥美的不服裁定提起上诉。2019年12月，安徽省高级人民法院裁定撤销安徽省合肥市中级人民法院裁定，指令安徽省合肥市中级人民法院立案审理。本案于2020年10月13日开庭审理，截至2021年末，此案尚未判决。在此涉诉事项中，公司根据与合肥美的、恒丰银行股份有限公司签订的《华创恒丰86号定向资产管理计划资产管理合同》的约定，严格按照合肥美的的投资指令进行资产管理，因该投资产生的相关投资风险、纠纷与诉讼均由合肥美的自行处理与承担。

十一、 外部支持

公司控股股东为上市公司，融资渠道多样，对公司支持力度较大。

公司控股股东华创阳安作为A股上市公司(股票代码“600155.SH”)，直接及间接融资渠道畅通。公司作为华创阳安的全资且核心子公司，近年来在资金、管理等方面获得了华创阳安的较大支持。

根据华创阳安公告显示，其非公开发行股票已收到中国证监会印发的《关于核准华创阳

安股份有限公司非公开发行股票批复》，核准华创阳安非公开发行股票数量不超过约5.22亿股(含)，募集资金不超过人民币80.00亿元(含)，扣除发行费用后拟全部用于向公司增资，以增加公司资本金，补充其营运资金，优化业务结构，扩大业务规模，提升市场竞争力和抗风险能力。本次非公开发行若成功实施，公司资本实力将进一步增强。

十二、 本期债券偿还能力分析

本期债券发行对公司债务水平的影响一般，相关财务指标对发行后全部债务的覆盖倍数仍属较好；考虑到公司作为全国性综合类证券公司，自身资本实力较强，资本充足性较好等因素，公司对本期债券的偿还能力很强。

1. 本期债券发行对公司现有债务的影响

截至2021年9月末，公司全部债务规模为250.77亿元。本期债券发行规模不超过10.00亿元(含)，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模一般。以2021年9月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为10.00亿元，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，公司自有资产负债率上升至68.58%，较发债前增长0.80个百分点，仍属适中水平。发行成功后，公司债务结构将有所优化。

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照本期债券发行10.00亿元估算，公司所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额对本期债券发行前、后的全部债务²覆盖程度变化不大，本期债券发行对公司偿债能力影响一般。相关财务指标对发行后全部债务的覆盖倍数较好。

³ 此处全部债务不包含偿还顺序劣于本期债券的债务。

表21 本期债券偿还能力指标 单位：倍

项目	2020年		2021年1-9月	
	发行前	发行后	发行前	发行后
全部债务	233.62	243.62	250.77	260.77
所有者权益/全部债务	0.51	0.49	0.50	0.48
营业收入/全部债务	0.14	0.13	0.10	0.10
经营活动现金流入额/全部债务	0.08	0.07	0.03	0.03

注：全部债务=短期借款+应付短期融资款+交易性金融负债+卖出回购金融资产款+拆入资金+应付债券
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十三、担保方信用分析

1. 担保条款

本期债券由中投保提供不可撤销的连带责任保证担保。保证期间为主债权到期（含提前到期）之日起三年。

2. 担保方主体概况

中投保前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于1993年12月在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金5.00亿元。2006年根据国务院国有资产监督管理委员会〔2006〕1384号《关于国家开发投资集团公司和中国投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保并入国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投公司”），同时增资至30.00亿元。2010年9月以来，中投保引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，中投保注册资本增至45.00亿元。2015年12月，中投保正式挂牌全国中小企业股份转让系统，证券代码“834777.NQ”。截至2021年9月末，中投保注册资本及股本均为45.00亿元，前五大股东及持股情况见下表，控股股东为国投公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，国投公司为实现专业化经营，将中投保划为金融板块，并委托其控股子公司国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）进行管理。截至2021年9月末，中投保前五大股东持有股权不存在被质押的情况。

表22 截至2021年9月末中投保股东持股情况

（单位：%）

股东	持股比例
国家开发投资集团有限公司	48.93
中信资本担保投资有限公司	11.14
建银国际金鼎投资(天津)有限公司	11.05
鼎晖嘉德(中国)有限公司	10.00
新政泰达投资有限公司	7.62
合计	88.74

资料来源：中投保2021年三季度报告，联合资信整理

中投保业务范围：融资性担保业务：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保及其他融资性担保业务；监管部门批准的其他业务：债券担保、诉讼保全担保、投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；新技术、新产品的开发、生产和产品销售；仓储服务；组织、主办会议及交流活动。

截至2021年末，中投保本部设有财富管理部、科技管理部、综合担保部、普惠金融管理部、保证担保部、国际业务部和资产经营部7个前台部门，2个中台部门（法律合规部和风险管理部）以及纪律检查部、审计部、信息技术部、财务会计部、发展运营部等后台职能部门（见附件1）；在全国设有4个区域营销分公司，控股5家子公司，参股3家公司。

截至2020年末，中投保资产总额258.52亿元，所有者权益116.42亿元（含少数股东权益0.03亿元）；2020年，中投保实现营业收入38.95亿元，其中已赚保费2.89亿元，利润总额12.50

亿元。

截至 2021 年 9 月末，中投保资产总额 266.36 亿元，所有者权益 111.58 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2021 年 1—9 月，中投保实现营业收入 15.92 亿元，其中已赚保费 2.94 亿元，利润总额 8.63 亿元。

中投保注册地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 9 层。法定代表人：段文务。

3. 担保方经营分析

(1) 经营概况

中投保营业收入以担保业务收入和投资收益为主，营业收入波动较大；受监管政策和宏观经济下行压力的影响，中投保加强风险管理，主动控制担保业务规模，担保业务收入有所下降，投资收益占比较高。2021 年前三季度，营业收入同比下降；若剔除 2020 年大额投资项目退出的偶然因素影响，中投保营业情况保持稳定。联合资信关注到中投保正处于担保业务转型时期，当期担保发生额已实现回升，但转型效果尚需一定时间观察；投资业务规模维持在较高水平，面临的市场风险和信用风险需保持关注。

2018—2019 年，中投保担保业务规模有所下降，2020 年，中投保担保业务规模较 2019 年基本保持稳定；2018—2020 年，中投保投资业

务规模较大，并获得了较好的投资收益，主营业务收入来自于已赚保费和投资收益。

2018—2020 年，中投保营业收入呈波动增长趋势，年均复合增长 16.42%。从业务收入来看，由于担保业务规模下降，2018—2020 年中投保已赚保费亦逐年下降，三年复合下降 28.77%，对收入的贡献度有所下降。中投保投资收益波动较大，其中 2018 年中投保将持有中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）的股权由可供出售金融资产调整为权益法核算的长期股权投资（影响投资收益金额为 11.34 亿元），该项调整导致的投资收益增长不具有可持续性，因此 2019 年投资收益相比 2018 年出现一定程度下降。2020 年，中投保实现投资收益 29.97 亿元，同比大幅增长 71.23%，主要系中投保结合市场情况对投资项目进行退出，取得良好收益所致。2020 年，公允价值变动收益大幅增加 3.04 亿元，主要系中投保持有的交易性金融资产大幅增值所致。

其他收入主要为利息收入、手续费及佣金收入和资产处置收益等，2020 年利息收入大幅增加，其他收入较 2019 年大幅增长 1.09 亿元。

利润实现方面，2018—2020 年，中投保利润总额随投资收益的波动而波动，年均复合下降 22.76%。

表 23 中投保营业收入结构（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年		2021年1—9月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
已赚保费	5.69	19.79	3.50	15.25	2.89	7.42	2.94	18.48
其中：担保业务收入	3.13	10.88	1.78	7.77	2.16	5.55	6.46	40.57
减：分出保费及收入返还	0.06	0.20	0.07	0.29	0.06	0.15	0.04	0.26
减：提取未到期责任准备金	-2.62	-9.11	-1.78	-7.76	-0.78	-2.00	3.47	21.82
投资收益	22.23	77.35	17.50	76.21	29.97	76.94	8.56	53.77
公允价值变动收益	-0.51	-1.76	0.10	0.42	3.14	8.07	1.74	10.95
其他收入	1.33	4.63	1.87	8.14	2.96	7.57	2.67	16.80
营业收入合计	28.74	100.00	22.97	100.00	38.95	100.00	15.92	100.00
利润总额		20.95		9.70		12.50		8.63

资料来源：中投保审计报告、2021 年三季度报告，联合资信整理

2021 年 1—9 月，中投保实现营业收入 15.92 亿元，同比下降 51.61%，主要系中投保上年同

期大额投资项目退出，本期投资收益同比大幅减少所致；实现利润总额 8.63 亿元，同比下降

29.61%。若剔除2020年大额投资项目退出的偶然因素影响，中投保营业收入和利润规模保持稳定。

(2) 担保业务

中投保担保业务以公共融资类担保业务为主，2018年以来，受监管政策和经济环境波动影响，中投保主动控制公共融资类担保业务规模，并且结合外部形势变化加强创新研发和业务储备，2021年以来担保业务规模有所回升。

中投保担保业务包括金融产品担保业务和非金融产品担保业务；此外，中投保与地方政府合作开展受托担保业务。中投保金融产品担保业务主要包括公共融资类担保（主要为公募产品）、房地产类金融担保及其他金融产品担保；非金融产品担保业务主要包括银行间接融资性担保、履约类担保及司法担保。

2018—2020年，中投保担保发生额分别为146.19亿元、87.70亿元和192.03亿元，呈先下降后上升的趋势，年均复合增长率14.61%。2018—2019年，由于中投保不再新增保本投资类担保业务，并且近几年外部信用环境较为紧张，担保发生额呈下降趋势。2020年，中投保结合外部形势变化积极推进担保业务市场拓展、创新研发及业务储备，进一步开发了中东部较发达地区的政府融资平台债券担保业务，并为首单物流仓储设施类CMBS提供增信服务，实现了保本基金解除后担保发生额增长的目标。2020年中投保担保发生额为192.03亿元，同比大幅增长118.96%。

2018—2020年，中投保期末担保余额年均复合下降15.92%；2020年末担保余额为480.03亿元，较上年末减少4.31%，扣除分保部分后担

保余额为469.53亿元，较上年末减少4.07%，在保余额基本保持稳定。2018—2020年，融资性担保责任余额呈现先下降后上升的趋势，融资性担保放大倍数亦随之变化，截至2020年末融资性担保放大倍数为3.67倍。

2018—2020年，中投保担保业务以金融产品担保为主，在担保余额中的占比均超过90.00%。2016年以来，中投保根据经营规划和政策及市场变化继续推进担保业务结构调整，对于保本投资类担保，到期后不再新增；2019—2020年，中投保保本投资类担保业务余额均为0。2018—2020年，对于公共融资类担保业务，中投保根据债券市场发行情况进行调整，主动控制业务规模，金融产品担保业务始终以公共融资类担保（公募）为主，规模及占比显著高于其他品种。对于房地产类金融担保业务，中投保遵循审慎原则，适度控制此类业务的开展。其他金融产品担保主要包括消费金融类产品担保、资产证券化产品担保，截至2020年末较上年末增长39.22%，主要系中投保加大业务创新研发力度开发了消费金融类产品担保业务以及受市场行情变化资产证券化产品担保业务规模扩大所致。

中投保非金融产品担保业务规模不大，主要包括银行间接融资性担保、履约类担保和司法担保。银行间接融资性担保业务主要包括供应链金融-电票担保产品、保微贷项目、小微企业投贷保联动模式等；中投保履约担保主要包括工程保证和政府采购履约担保，中投保研发“信易佳”电子保函平台，可实现在线秒开保函，提高了承保效率，履约担保余额逐年上升。

表 24 中投保担保余额情况（单位：亿元、倍）

类别	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
金融产品担保	647.13	469.17	443.39	461.12
其中：保本投资类担保	60.61	0.00	0.00	0.00
公共融资类担保	477.47	377.92	314.47	340.73
其中：公共融资类担保-公募	472.92	374.50	299.47	312.73
公共融资类担保-私募	4.55	3.43	15.00	28.00
房地产类金融担保	33.90	18.80	28.05	27.75
其他金融产品担保	75.14	72.45	100.87	92.64

非金融产品担保	31.86	32.50	36.64	78.62
其中：银行间接融资性担保	16.29	12.81	16.55	49.28
履约类担保	11.34	15.46	15.86	25.11
司法担保	4.23	4.23	4.23	4.23
合计	678.98	501.67	480.03	539.75
扣除分保后担保余额	653.60	489.45	469.53	529.59
融资性担保责任余额	419.11	336.30	368.98	406.23
融资性担保放大倍数	4.25	3.24	3.67	4.28

资料来源：中投保提供资料，联合资信整理

截至 2021 年 9 月末，中投保期末担保余额较上年末增长 12.44% 至 539.75 亿元；中投保融资性担保责任余额较上年末增长 10.09% 至 406.23 亿元，担保业务规模有所回升；融资性担保放大倍数随之升至 4.28 倍。

中投保未来担保业务期限结构较为分散，集中代偿压力较小。

担保期限组合方面，截至 2021 年 9 月末，中投保在 2021 和 2022 年担保到期金额（担保余额口径，含分出保额）为 137.43 亿元，占比

25.46%，2023 年到期占比 28.15%，2024 年到期占比 17.93%，2025 年到期占比 5.79%，其他占比 22.67%，期限分布较平均。另外，考虑到中投保整体资本规模较大、资产质量较好，集中代偿压力较小。

2018 年以来，中投保代偿金额较小，代偿率指标保持较好水平。

由于 2015 年前代偿的项目近几年仍有回收，但未反映在累计代偿额中，因此累计代偿回收指标不能真实反映中投保实际的回收效率。

表 25 中投保代偿及回收水平 单位：亿元、%

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-9 月
累计代偿额	1.16	1.90	2.22	2.22
累计代偿回收额	5.72	6.07	6.31	6.33
累计担保代偿率	0.05	0.07	0.08	0.07
当期代偿额	0.01	0.74	0.32	0.00
当期代偿回收额	0.53	0.35	0.24	0.02
当期解保额	731.18	265.01	213.68	227.29
当期代偿率	0.001	0.28	0.15	0.00

资料来源：中投保年报及 2021 年三季度报告，联合资信整理

从代偿指标来看，2015 年以来发生的代偿规模不大，截至 2020 年末其累计值³为 2.22 亿元，累计担保代偿率均不足 0.1%。2018—2020 年，中投保分别发生代偿 0.01 亿元、0.74 亿元和 0.32 亿元；2020 年，中投保共代偿 4 个项目，代偿金额为 0.32 亿元；主要为灵芝快贷项目，其代偿金额约为 0.19 亿元，目前该项目已暂停不再续做；保微贷项目、投标保函项目代偿款已于当年全部收回。2018—2020 年，中投保当期代偿率分别为 0.001%、0.28% 和 0.15%。总体看，相对于中投保的业务及资本规模，代偿规模较

小，代偿率指标较好。

表 26 中投保代偿项目情况

年份	代偿项目
2018 年	灵芝快贷项目
2019 年	灵芝快贷项目
	授信 2018 小微成长计划—启迪 1 号布朗诺 300 万综合授信担保项目
2020 年	灵芝快贷项目
	郑州博文源项目
	保微贷项目
2021 年 1-9 月	无

资料来源：中投保提供、联合资信整理

³ 本报告中代偿累计数据皆取自 2015 年至当期累计数。

2021年1—9月，中投保解保发生额227.29亿元，未发生代偿；累计代偿率下滑0.01个百分点至0.07%，代偿率指标仍保持较好水平。

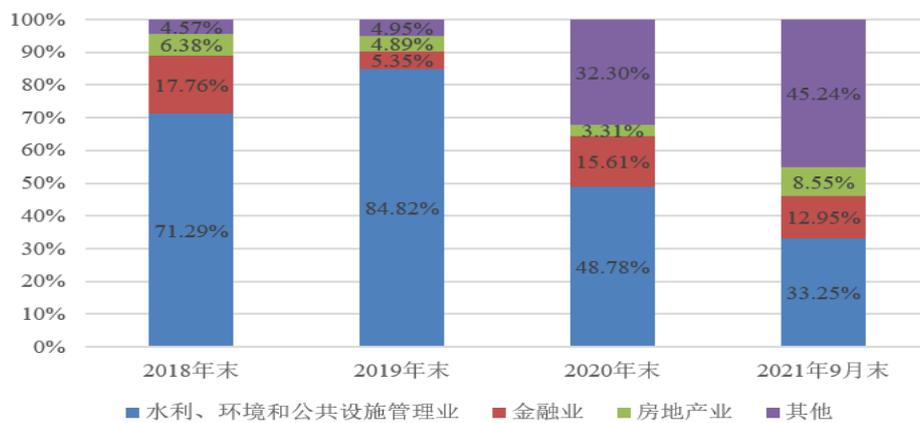
中投保不再新增保本基金类业务，主要开展公共融资类担保业务，行业和区域集中度较高。

从行业分布来看，中投保担保业务主要集中在水利、环境和公共设施管理业、金融业和房地产业。由于中投保不再新增保本基金类业务，因此2019年金融业占比较上年下降；因公共融资类担保业务中城投债占比较高，因此水利、环

境和公共设施管理业的占比在2019年提升明显。2020年，受中投保担保业务转型的综合影响，水利、环境和公共设施管理业的占比大幅下降，金融业担保业务和其他类担保业务占比快速提升。

截至2021年9月末，水利、环境和公共设施管理业担保规模占比下降至33.25%，为中投保第一大行业板块，建筑业以及租赁和商务服务业担保规模占比分别为18.59%和16.28%。整体看，2018年以来，中投保行业集中度呈下降趋势，但仍处于较高水平。

图6 中投保担保业务行业集中情况

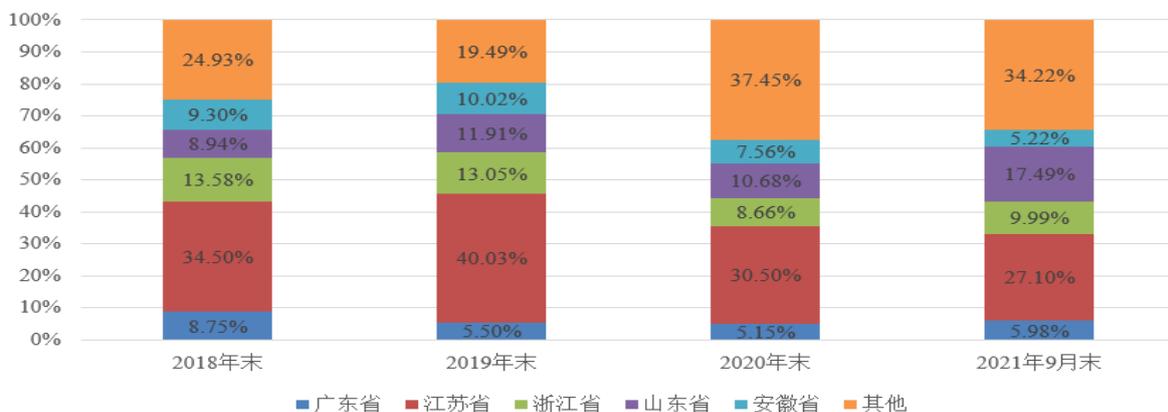


资料来源：中投保提供资料，联合资信整理

从区域分布来看，因中投保担保业务结构以公共融资类担保为主且该类项目偏向于经济发达、财政实力较强的地区，江苏省始终为中投保担保业务最为集中的区域。2020年以来，受中投保担保业务转型的综合影响，业务呈现

多元化，其他地区的业务占比快速上升，区域集中度呈下降趋势。截至2021年9月末，江苏省和山东省业务余额占担保业务余额的比重分别为27.10%和17.49%。

图7 中投保担保业务区域分布情况



资料来源：中投保提供，联合资信整理

从客户集中度来看，截至2021年9月末，中投保担保业务单一最大客户在保余额为14.40亿元，占期末净资产的比例为12.91%。根据四项配套制度《融资担保责任余额计量办法》的规定，2017年10月1日前发生的债券担保业务，集中度按照原有监管制度有关规定执行，

2017年10月1日后发生的债券担保业务，集中度按照新规执行，按照发行人主体信用评级在AA级以上的债券担保折算比例以及分保情况计算，截至2021年9月末，中投保的同一被担保人的担保责任余额符合监管要求。整体看，中投保单一客户集中度较低。

表 26 截至 2021 年 9 月末中投保前十大在保客户情况 单位：亿元、%

客户名称	在保余额	占期末净资产比例
平度市国有资产经营管理有限公司	14.40	12.91
深圳市世纪海翔投资集团有限公司	14.25	12.77
荣成市经济开发投资公司	12.00	10.75
嵊州市投资控股有限公司	10.20	9.14
中联天风-保利发展商用物业第一期资产支持专项计划优先级资产支持证券	10.15	9.10
山西路桥建设集团有限公司	10.00	8.96
泰州市新滨江开发有限责任公司	10.00	8.96
泰州高教投资发展有限公司	10.00	8.96
寿光市城市建设投资开发有限公司	10.00	8.96
广饶县经济发展投资集团有限公司	10.00	8.96
合计	111.00	99.48

资料来源：中投保提供，联合资信整理

（3）资管投资业务

中投保投资规模较大，投资收益对营业收入贡献度很高；构成以股权投资、理财计划和委托贷款为主；近年来新增的委托贷款主要为亚行项目，新增部分未发生过逾期，资产质量较好。未来仍需持续关注市场波动可能对中投保投资标的经营业绩的影响。

从投资规模来看，2018—2020年，中投保结合外部形势变化控制投资规模，投资规模年均复合下降9.77%，2020年投资规模总计147.24亿元，较上年末下降14.89%。

从构成来看，中投保投资结构以债务及权益工具投资、长期股权投资和委托贷款为主。截至2019年末，中投保长期股权投资较上年末增

长46.51%，主要系中投保新投资2家公司（联营企业）所致（新增投资14.23亿元）所致；截至2020年末，长期股权投资较上年末减少35.51%，主要系减少1家联营企业投资所致。

委托贷款业务主要为亚行项目⁴；2018—2020年，中投保委托贷款规模持续下降，2020年较上年末下降36.68%，主要系亚行部分项目到期所致。截至2020年末，中投保计提减值损失0.95亿元。2013年钢贸行业出现系统性风险，中投保对钢贸企业担保客户发放的委托贷款共计1.41亿元出现逾期，截至2021年末，中投保已收回金额7576万元，对未收回的部分全额计提减值准备；2014年以来中投保新增委托贷款业务到期后均未发生逾期情况。

⁴ 2016年，公司申请亚洲开发银行4.58亿欧元长期主权贷款，综合利用信用增进等多种金融工具使用该资金支持京津冀及周边的大气污染治理，公司成为“京津冀区域大气污染防治中投保投融资促进项目”的执行机构和还款人。该项贷款将用于京津冀以及山东、山西、河南、内蒙、辽宁等周边区域的大气污染防治项目，重点支持生物新能源、光伏、煤炭替代等项目的实施。截至2020年末，公司已向亚洲开发银行提款约28.11亿元人民币，利率为0.38%。

表 27 中投保投资业务投资品种情况 单位：亿元

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
长期股权投资	20.57	30.14	19.44	20.94
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	9.24	--	--	--
交易性金融资产	--	87.72	83.48	102.20
债务工具-债券投资	--	1.27	1.15	2.95
债务工具-信托计划	--	5.80	1.76	4.13
债务工具-理财计划	--	42.98	9.37	19.88
债务工具-基金投资	--	--	25.42	41.10
权益工具-股权投资	--	17.92	45.78	34.13
权益工具-基金投资	--	19.76	--	--
买入返售金融资产	2.38	0.11	0.32	3.20
应收款项类投资	45.20	--	--	--
委托贷款	32.20	--	--	--
应收款项类投资	13.00	--	--	--
可供出售金融资产	103.46	--	--	--
债务工具-债券投资	4.01	--	--	--
债务工具-信托计划	31.67	--	--	--
债务工具-理财计划	19.50	--	--	--
债务工具-其他	3.45	--	--	--
权益工具-股权投资	7.89	--	--	--
权益工具-基金投资	36.93	--	--	--
债权投资	--	32.64	19.80	17.52
委托贷款	--	29.80	18.87	15.97
应收款项类投资	--	2.84	0.93	1.55
其他债权投资	--	22.39	24.20	38.39
信托计划	--	17.91	6.71	7.88
债券投资	--	4.34	16.33	30.28
应计利息	--	0.14	0.41	0.23
其他	--	--	0.74	0.00
合计	180.86	173.00	147.24	182.25

资料来源：中投保提供，联合资信整理

截至 2021 年 9 月末，中投保投资规模进一步增长 23.78% 至 182.25 亿元，主要系债券投资、基金投资和理财规模增长以及股权投资规模下降综合所致。

资管业务依托于中投保良好的发展平台，近年来发展态势尚可，资管业务系中投保未来转型发展重要方向。

中投保于 2014 年 11 月设立全资子公司中投保信裕资产管理（北京）有限公司（以下简称“信裕资管”）开展资产管理业务。根据中投保的战略规划部署，信裕资管为中投保“投资+资管”业务平台，以投资带动资管；信裕资管通过下属私募基金管理人上海谨睿投资中心（有限合伙）（以下简称“上海谨睿”）和北京裕保投资

合伙企业（有限合伙）（以下简称“北京裕保”）开发拓展证券投资类及股权投资类的资产管理业务，上海谨睿和北京裕保分别具备私募证券投资基金管理人和私募股权、创业投资基金管理人资格。2021 年，中投保对信裕资管增资款项 14.80 亿元到位，信裕资管资本实力得到进一步增强。信裕资管围绕担保增信业务链条，与中投保担保业务建立良性的双向互动，形成担保、投资、资管三个业务领域相互协同的局面，为客户提供全方面定制化的金融服务。2020 年，信裕资管实现收入 1.44 亿元，同比增长 12.48%，净利润 6.73 亿元，同比增长 1227.61%，主要系投资业务收益大幅上升所致。

(4) 金融科技

随着金融科技的快速崛起，中投保加强金融科技平台建设，并逐步发挥金融科技赋能的优势。

近年来，中投保不断优化调整金融科技板块定位，制定金融科技业务转型方案，快速推进落地，赋能担保增信和资管投资业务发展。同时，加强对金融科技的持续投入，打造专业队伍，运用科技手段提升风险管控能力，搭建具有金融科技属性的业务系统，为中投保业务发展提供科技动力。

2015年，中投保与蚂蚁金融服务集团、恒生电子股份有限公司共同发起设立浙江互联网金融资产交易中心股份有限公司（后更名为“浙江三潭科技股份有限公司”，以下简称“三潭科技”），以满足个人客户和中小微企业的投融资需求。三潭科技顺应产业金融和科技金融发展趋势，不断加强数字科技服务和产业服务。

2017年11月，中投保子公司与宁夏国投集团等共同合作发起设立的国投（宁夏）互联网小额贷款股份有限公司（以下简称“国投小贷”）正式成立，取得互联网小贷牌照，提升了中投保在金融科技领域的业务资源和业务范围。国投小贷审慎推进新业务，不断提升核心风控能力，探索技术赋能。

2020年4月，中投保全资子公司科技融担在通州注册成立，科技融担致力于探索“科技赋能担保”路径，通过线上线下相结合的增信模式，服务“三农”、小微和科创企业发展。科技融担是中投保在积极利用金融科技手段、探索中小微担保专业化经营和风险管控方面迈出的重要一步。科技融担成立时间较短，目前业务规模较小。

4. 担保方财务分析

(1) 财务概况

中投保提供了2018—2020年合并财务报表和2021年三季度财务报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对2018—2020年合并财务报表进行了审计，均出具了无保留的审计意

见，2021年三季度财务报表未经审计。从合并范围来看，2018年新增1家合伙企业，2019年减少1家并新增1家合伙企业，2020年新增2家子公司并减少1家子公司，新增或减少子公司规模较小，2021年1—9月减少1家子公司。

中投保自2019年1月1日起执行财政部修订后的《企业会计准则第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——套期保值》以及《企业会计准则第37号——金融工具列报》（以下简称“新金融工具准则”）。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。2019年归属母公司所有者权益由于会计政策变更而增加了其他综合收益2.91亿元，调减了未分配利润3.02亿元。整体看，会计政策变更对中投保财务数据影响不大，财务数据可比性较强。

截至2020年末，中投保资产总额258.52亿元，所有者权益116.42亿元（含少数股东权益0.03亿元）；2020年，中投保实现营业收入38.95亿元，其中已赚保费2.89亿元，利润总额12.50亿元。

截至2021年9月末，中投保资产总额266.36亿元，所有者权益111.58亿元（含少数股东权益0.03亿元）；2021年1—9月，中投保实现营业收入15.92亿元，其中已赚保费2.94亿元，利润总额8.63亿元。

(2) 资本结构

2018—2020年末，中投保所有者权益规模及构成变化不大。随着中投保加大了资本市场融资力度、2019年交易性金融负债的增加，2019年杠杆水平有所上升；2020年以来，随着永续期公司债券的发行，杠杆水平有所回落。

2018年以来中投保主要通过利润留存和发行永续期债券的方式补充资本。2018—2020年末，中投保所有者权益年均复合增长7.22%；截至2020年末，中投保股东权益合计116.42亿元，较上年末增长9.14%，其中归属于母公司的所有者权益占比99.97%，在归属于母公司的所

所有者权益中股本占比 38.66%，其他权益工具（可续期债券）占比 29.96%，未分配利润占比 13.80%，中投保所有者权益稳定性尚可。2018—2020 年，其他权益工具（可续期债券）规模先稳后增，年均复合增长 18.32%；2020 年，中投保可续期债券“17 中保 Y1”到期兑付，同期发行了 30.00 亿元可续期债券“20 中保 Y1”；截至 2020 年末，中投保其他权益工具（可续期债券）规模为 34.86 亿元，较上年末增长 40.01%。2018—2020 年，中投保未分配利润呈持续下降趋势，年均复合下降 13.29%；截至 2020 年末，未分配利润 16.06 亿元，较上年末下降 20.83%，

主要系分配股利所致。

2018—2020 年末，中投保负债规模波动增长，年均复合增长 13.31%。截至 2019 年末，中投保负债总额为 158.46 亿元，较上年末大幅增长 53.46%，主要系中投保融资规模增加所致。截至 2020 年末，中投保负债总额为 142.10 亿元，较上年末下降 10.32%，主要系中投保不再开展卖出回购业务，交易性金融负债全部偿还所致；负债构成以短期借款（占比为 21.92%）、长期借款（占比为 30.22%）和应付债券（占比为 32.35%）为主。

表 28 中投保负债构成及杠杆水平 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
负债总额	103.26	158.46	142.10	154.77
其中：短期借款	0.00	14.21	31.15	32.78
交易性金融负债	--	42.01	0.00	2.00
准备金之和	9.33	8.08	13.88	18.16
其中：担保赔偿准备金	3.06	3.59	10.17	10.98
责任准备金	6.27	4.49	3.71	7.18
长期借款	48.21	31.91	42.95	41.61
应付债券	24.95	51.08	45.97	51.21
其他负债	14.17	8.00	2.63	4.28
实际资产负债率	45.92	56.72	49.60	51.29
全部债务	76.72	139.21	120.07	127.60
其中：短期债务	3.56	56.22	31.15	34.78
长期债务	73.16	82.99	88.92	92.82
全部债务资本化比率	43.10	56.62	50.77	53.35

资料来源：中投保审计报告、2021 年三季度报告，联合资信整理

中投保短期借款均为信用借款（含利息）。2018 年末无短期借款，2019—2020 年末，中投保短期借款分别为 14.21 亿元和 31.15 亿元。中投保 2019 年 1 月 1 日起执行了新金融工具准则，截至，2019 年末中投保交易性金融负债为 42.01 亿元，主要为开展卖出回购业务形成的债务；截至 2020 年末，中投保已偿还全部交易性金融负债。

中投保长期借款均为信用借款（含利息），亚行项目贷款占主要部分。2018—2020 年末，中投保长期借款波动下降，2019 年中投保提前归还了部分长期借款，因此年末减少至 31.91 亿元；2020 年中投保向国投财务有限公司借款

10.00 亿元，年末长期借款增加至 42.95 亿元。

2018—2020 年末，应付债券规模波动增长，年均复合增长 35.74%。截至 2019 年末，中投保应付债券较上年末增长 104.71%，主要系当年发行公司债所致；截至 2020 年末，应付债券较上年末下降 10.00%，主要系中投保偿还了“华夏债券融资”所致。

有息债务方面，2018—2020 年末，中投保全部债务规模波动增长，年均复合增长 25.10%；截至 2020 年末，中投保全部债务 120.07 亿元，较上年末下降 13.75%。从债务结构来看，2018—2020 年末，中投保短期债务占比波动较大，分别为 4.64%、40.38%和 25.95%。

杠杆水平方面，2018—2020 年末，中投保全部债务资本化比率和实际资产负债率均呈波动上升趋势，截至 2020 年末分别为 50.77% 和 49.60%，分别较上年末下降 5.85 和 7.12 个百分点，主要系 2020 年中投保发行可续期债券补充资本所致。

截至 2021 年 9 月末，中投保所有者权益合计 111.58 亿元，较上年末小幅下降 4.15%，主要系中投保投资项目前期计提信用减值发生转回导致其他综合收益下降及利润分配综合所致；中投保负债总额 154.77 亿元，较上年末增长 8.92%，主要系中投保发行债券“21 中保 01”以及计提准备金规模增加综合所致；中投保全部债务规模 127.60 亿元，较上年末小幅增长 6.27%；实际资产负债率小幅上升至 51.29%。

债务期限结构方面，中投保 2022 年到期的债务占比 43.46%，2023 年到期占比 7.84%，2024 年及以后到期占比 48.69%，短期存在一定集中偿付压力，需关注其流动性管理。

(3) 资产质量

2018 以来，中投保资产总额呈增长趋势，货币资金和定期存款保持充足水平，资产整体流动性良好，整体资产质量较高；但中投保投资资产规模较大，需持续关注可能产生的市场及信用风险。

2018—2020 年末，中投保资产总额波动增长，年均复合增长 12.43%。截至 2020 年末，中投保资产总额 258.52 亿元，较上年末下降 2.49% 主要系货币资金大幅减少以及定期存款大幅增加综合所致；资产构成以货币资金（占比 4.80%）、定期存款（占比 29.33%）和各类投资资产（占比 56.96%）为主。

2018—2020 年末，中投保货币资金波动幅

度较大。截至 2019 年末，货币资金大幅增至 57.68 亿元，主要系中投保结合外部形势及相关要求对资产结构进行了相关调整，增加银行存款所致；截至 2020 年末，货币资金又大幅回落至 12.42 亿元，主要系中投保投资项目回款，同时结合特殊外部形势，考虑资金安全及收益性，减少货币资金增加定期存款配置所致。

2018—2020 年末，中投保定期存款持续快速增长，年均复合增长 743.66%。截至 2020 年末，中投保定期存款为 75.83 亿元，较上年末大幅增长 260.01%，主要系中投保考虑资金安全及收益性，减少货币资金增加定期存款配置所致；由于经营业务所需，定期存款中包含受限资产总计 32.22 亿元，占总资产的比例为 12.46%。

2018—2020 年末，中投保结合外部形势变化控制投资规模，各类投资资产总规模逐年减少，年均复合下降 9.77%。截至 2020 年末，中投保各类投资资产规模为 147.24 亿元，占比下降至 56.96%，但仍是中投保资产中最主要的组成部分，需持续关注其未来受外部环境波动可能产生的市场及信用风险。

2021 年以来，中投保出于发展考虑，对资产结构进行调整，减少了定期存款配置的同时增加了投资规模，另外，货币资金有所增加，综合以上因素影响，截至 2021 年 9 月末，中投保资产总额 266.36 亿元，较上年末小幅增长 3.03%。

受限资产方面，截至 2021 年 9 月末，中投保受限资产合计 32.24 亿元，占资产总额比重为 12.10%，主要由中投保经营所需银行定期存单质押资金构成。

截至 2021 年末，中投保 I 级资产、II 级资产及 III 级资产规模均能满足监管指标要求（《融资担保公司资产比例管理办法》第九条）。

表 29 中投保资产情况构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
资产总额	204.53	265.13	258.52	266.36
其中：货币资金	6.19	57.68	12.42	31.91
定期存款	1.07	21.06	75.83	29.20
各类投资资产	180.86	173.00	147.24	182.25

注：各类投资资产为投资业务分析中的投资资产合计
资料来源：中投保审计报告、2021 年三季度报告，联合资信整理

(4) 盈利能力

近年来,投资收益对中投保盈利影响较大,同时受会计科目调整、会计政策变更及计提减值和担保赔偿准备金模型参数调整的影响,中投保盈利能力指标有所下滑。若剔除非经常性损益的影响,中投保的盈利能力指标较为稳定,整体仍处于行业较好水平。

2018—2020年,受已赚保费持续下降及投资收益波动增长的双重影响,中投保营业收入波动增长,年均复合增长16.42%。

赔付情况方面,2018—2020年,由于代偿规模有所波动及已赚保费规模下降,中投保担保赔付率波动较大,分别为0.17%、21.08%和11.15%。

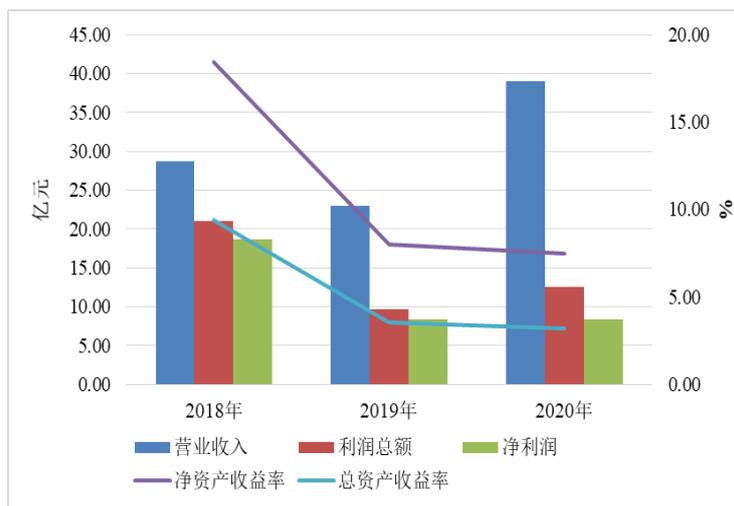
中投保营业成本以业务及管理费、其他业务成本、提取担保赔偿准备金和信用减值损失为主。近年来,中投保业务及管理费及其他业务成本(主要为利息支出)稳步增长,2018—2020年年均复合增速分别为18.76%和23.07%。

2019年起,中投保使用新金融工具准则,金融资产减值计量由“已发生损失模型”改为“预期信用损失模型”,2020年中投保根据经验数据并结合相关政策、经济形势等因素对预期信用损失模型相关系数进行了调整,基于疫情

影响和谨慎性原则,2020年中投保新增信用减值损失5.51亿元。中投保基于谨慎性原则,根据经验和未来的发展趋势确定担保赔偿准备金的合理估计值并对模型参数进行调整,2020年中投保提取担保赔偿准备金6.67亿元。2020年,中投保所得税费用为4.16亿元,同比增长197.76%,主要系利润增加导致所得税费用增加,及根据所得税规定对相关业务纳税调整所致。受以上因素综合影响,2018—2020年,中投保净利润规模先降后稳,2020年为8.34亿元,同比变动不大。

从盈利能力指标来看,2018—2020年,中投保各项收益率指标均持续下滑;其中,2019年收益率指标降幅较大,主要系2018年中投保持有的中金公司股权由可供出售金融资产转入权益法计量的长期股权投资而导致当期产生了较大的投资收益(约11.34亿元)以及2019年计提减值损失和担保赔偿准备金增加综合所致。2020年,中投保营业利润率、资产收益率和净资产收益率分别为32.14%、3.19%和7.48%,同比均小幅下降。若剔除非经常性损益的影响,中投保的盈利能力指标较为稳定,仍处于行业较好水平。

图8 中投保盈利能力情况



资料来源:中投保审计报告,联合资信整理

与同行业企业相比,中投保盈利能力指标

仍好于样本平均值。

表 30 同行业 2020 年财务指标比较 (单位: %)

项目	营业利润率	净资产收益率	资产收益率
重庆三峡融资担保集团股份有限公司	43.19	4.30	2.49
江苏省信用再担保集团有限公司	37.41	4.54	2.77
中债信用增进投资股份有限公司	38.25	4.74	3.28
上述样本平均值	39.62	4.53	2.85
中投保	32.14	7.48	3.19

资料来源: 中投保审计报告、公开资料, 联合资信整理

2021年1—9月, 中投保实现营业收入15.92亿元, 同比下降51.61%, 主要系中投保上年同期大额投资项目退出, 本期投资收益同比大幅减少所致; 实现利润总额8.63亿元, 同比下降29.61%; 未经年化的资产收益率和净资产收益率分别为2.80%和6.45%。

(5) 资本充足性及代偿能力

中投保资本规模较大, 并且资产流动性较好, 能够覆盖未来一年的解保规模, 资本充足性良好; 中投保计提了较足额的准备金, 担保业务整体风险仍可控; 另外考虑到中投保融资渠道畅通, 股东背景很强且支持力度较大, 中投保整体代偿能力极强。

中投保面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后, 如果不能足额追偿, 中投保将以自有资本承担相应的损失。中投保实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。

2018—2020年末, 中投保净资产规模的上涨带动其净资本规模的持续上涨; 截至2020年末, 中投保净资本为63.69亿元, 较上年末增长54.11%, 主要系中投保投资项目退出, 长期股权投资减少, 扣减项减少所致; 截至2020年末, 净资本/净资产比率为54.71%, 较上年末上升

15.97个百分点, 中投保资本充足性进一步提高。2018—2020年末, 中投保准备金之和波动增长, 年均复合增长率20.16%; 代偿准备金率随当期代偿额的变化波动变化, 整体仍维持在很低的水平。近年来, 随着期末担保余额的下降及净资产的持续上升, 中投保净资本担保倍数持续下降。截至2020年末, 中投保净资本担保倍数为7.54倍, 低于行业平均水平; 2018—2020年末, 监管口径的融资性担保放大倍数波动下降, 截至2020年末, 融资性担保放大倍数为3.67倍, 远低于监管要求的10倍水平, 未来担保业务发展空间较大。

联合资信根据中投保的担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素, 对担保业务风险进行综合评估, 估算中投保在目标评级下的担保业务组合风险价值, 并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信估算, 中投保2020年末的净资本为63.69亿元, 净资本覆盖率为185.24%, 净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度充足。

截至2021年9月末, 中投保期末担保余额为539.75亿元, 较上年末增长12.44%; 融资性担保放大倍数为4.28倍, 较上年末上升0.61倍。

表 31 中投保资本充足性和代偿能力

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
期末担保余额 (亿元)	678.98	501.67	480.03	539.75
净资产 (亿元)	101.27	106.67	116.42	111.58
净资本 (亿元)	35.66	41.33	63.69	/
准备金之和 (亿元)	12.97	12.68	18.72	23.01
融资性担保放大倍数 (倍)	4.25	3.24	3.67	4.28
净资本担保倍数 (倍)	19.04	12.14	7.54	/
净资本/净资产比率 (%)	35.22	38.74	54.71	/
净资本覆盖率 (%)	82.08	115.53	185.24	/
代偿准备金率 (%)	0.07	5.82	1.72	0.00

资料来源: 中投保提供、2021 年三季度报告, 联合资信整理

截至 2021 年 9 月末，中投保共获得银行授信额度人民币 1320.74 亿元，已使用额度为 103.00 亿元，间接融资渠道畅通。

根据中投保提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2022年2月16日查询日，中投保无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

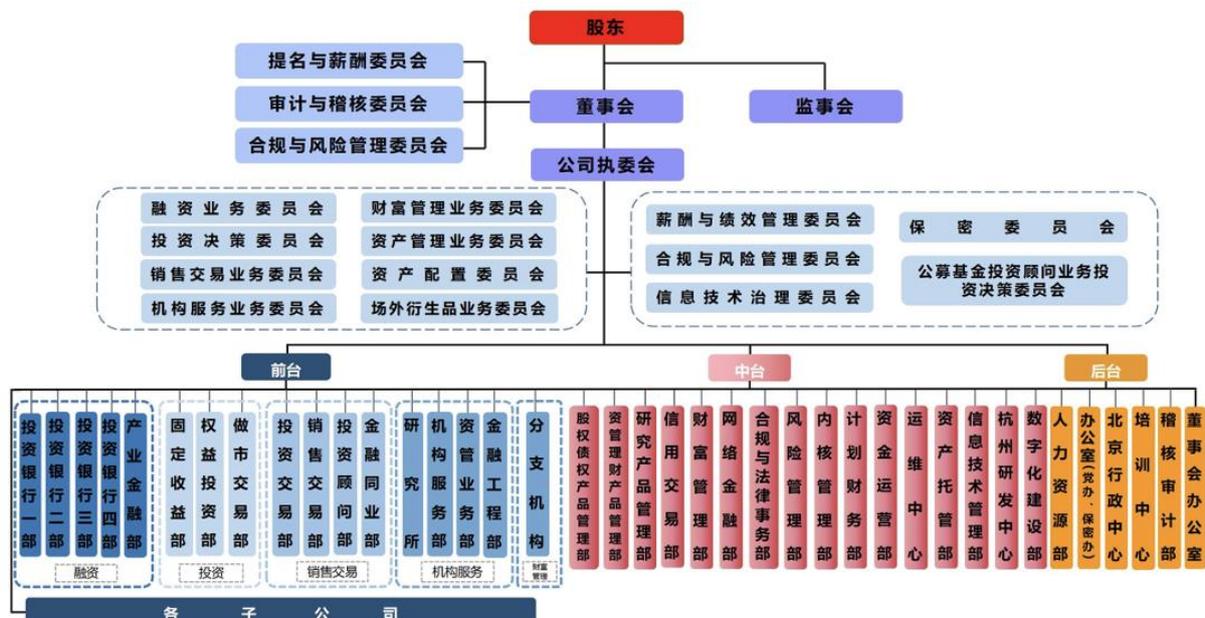
5. 增信效果分析

以中投保2021年9月末财务数据进行测算，假设本期债券发行规模为10.00亿元，中投保资产总额（533.70亿元）和所有者权益（159.47亿元）对本期债券发行规模的覆盖倍数分别为 53.37倍和15.95倍，能够形成很好覆盖。中投保所提供的担保对本期债券的增信作用显著。

十四、 结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持、债项条款及增信效果等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2021 年末华创证券有限责任公司 组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 华创证券有限责任公司主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
自有资产 (亿元)	316.84	340.85	367.65	392.19
自有负债 (亿元)	208.93	227.07	248.28	265.83
所有者权益 (亿元)	107.91	113.79	119.37	126.36
优质流动性资产/总资产 (%)	21.79	14.01	10.97	/
自有资产负债率 (%)	65.94	66.62	67.53	67.78
营业收入 (亿元)	18.26	25.02	32.22	25.95
利润总额 (亿元)	3.32	7.37	9.31	9.58
营业利润率 (%)	17.90	29.05	28.76	36.37
营业费用率 (%)	65.53	62.22	58.36	59.99
薪酬收入比 (%)	44.32	44.48	43.45	/
自有资产收益率 (%)	0.80	1.65	2.01	1.89
净资产收益率 (%)	2.27	4.90	6.11	5.86
盈利稳定性 (%)	34.92	45.77	37.45	/
净资本 (亿元)	109.71	99.39	109.08	100.44
风险覆盖率 (%)	243.31	202.35	273.88	199.40
资本杠杆率 (%)	26.45	25.41	24.17	23.74
流动性覆盖率 (%)	327.63	189.62	401.89	236.02
净稳定资金率 (%)	154.90	134.51	140.88	131.79
信用业务杠杆率 (%)	81.73	68.35	72.64	/
短期债务 (亿元)	145.44	122.40	129.70	138.73
长期债务 (亿元)	57.31	95.30	103.93	112.03
全部债务 (亿元)	202.75	217.70	233.62	250.77

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 担保方中国投融资担保股份有限公司主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额 (亿元)	204.53	265.13	258.52	266.36
所有者权益 (亿元)	101.27	106.67	116.42	111.58
净资本 (亿元)	35.66	41.33	63.69	/
营业收入 (亿元)	28.74	22.97	38.95	15.92
利润总额 (亿元)	20.95	9.70	12.50	8.63
期末担保余额 (亿元)	678.98	501.67	480.03	539.75
全部债务 (亿元)	76.72	139.21	120.07	127.60
短期债务 (亿元)	3.56	56.22	31.15	34.78
实际资产负债率 (%)	45.92	56.72	49.60	51.29
资产收益率 (%)	9.39	3.54	3.19	2.80
净资产收益率 (%)	18.46	7.99	7.48	6.45
单一客户集中度 (%)	23.90	19.69	15.46	12.91
前五大客户集中度 (%)	107.23	85.96	67.52	54.67
融资性担保放大倍数 (倍)	4.25	3.24	3.67	4.28
净资本担保倍数 (倍)	19.04	12.14	7.54	/
净资本/净资产比率 (%)	35.22	38.74	54.71	/
净资本覆盖率 (%)	82.08	115.53	185.24	/
代偿准备金率 (%)	0.07	5.82	1.72	0.00

注：2021 年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：中投保审计报告、2021 年三季度报告及提供资料，联合资信整理

附件 3-1 主要财务指标的计算公式（华创证券有限责任公司）

指标	计算公式
复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动资产/总资产	优质流动资产/总资产×100%; 优质流动资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

注: 短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+融入资金+交易性金融负债+衍生金融负债+卖出回购金融资产+其他负债科目中的短期有息债务
 长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务
 全部债务=短期债务+长期债务
 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 3-2 主要财务指标的计算公式（中国投融资担保股份有限公司）

指标名称	计算公式
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额×100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额×100%
费用收入比	业务及管理费/营业收入×100%
资产收益率	净利润/资产总额×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
净资本	经调整的资产—经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资担保余额/（净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资）
净资本担保倍数	期末担保责任余额/净资本
实际资产负债率	（负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金）/资产总额×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值×100%
代偿准备金率	当时代偿额/期末各项风险准备金之和×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(全部债务+所有者权益)×100%
担保赔付率	当时代偿额/已赚保费×100%
EBITDA	利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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“（含）以下符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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

联合资信评估股份有限公司关于 华创证券有限责任公司 2022 年面向专业投资者 公开发行次级债券（第一期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

华创证券有限责任公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。