

跟踪评级公告

联合〔2019〕1170号

华西证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

华西证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

华西证券股份有限公司公开发行的“16 华股 01”、“17 华股 01”、“18 华股 01”和“19 华股 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

华西证券股份有限公司 公开发行公司债券 2019 年跟踪评级报告

发行人主体信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
16 华股 01	13.69 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2018/5/30
17 华股 01	13.00 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2018/5/30
18 华股 01	10.00 亿元	4 年 (2+2)	AAA	AAA	2018/10/8
19 华股 01	9.00 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2019/3/11

跟踪评级时间：2019 年 6 月 17 日

主要财务数据：

项 目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
自有资产（亿元）	370.12	345.40	--
自有负债（亿元）	241.92	161.40	--
所有者权益（亿元）	128.20	184.00	189.40
优质流动资产/总资产（%）	11.81	11.90	--
自有资产负债率（%）	65.36	46.73	--
营业收入（亿元）	26.70	25.45	10.43
净利润（亿元）	10.20	8.45	4.73
营业利润率（%）	49.34	44.07	60.97
净资产收益率（%）	8.22	5.41	2.53
净资本（亿元）	115.72	158.81	--
风险覆盖率（%）	332.61	478.16	--
资本杠杆率（%）	27.05	43.06	--
短期债务（亿元）	185.44	95.86	153.49
全部债务（亿元）	231.39	151.83	219.95
EBITDA（亿元）	23.24	19.92	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.44	2.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.13	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.51	0.44	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中涉及净资产、净资产指标均为母公司口径；3、2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对华西证券股份有限公司（以下简称“公司”或“华西证券”）的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，资本实力较为雄厚，具有齐全的证券业务牌照及多元化的运营模式，保持了较强的综合竞争力。2018 年，公司债券承销业务取得较大提升；公司在证监会分类评级中被评为 A 类，内部管理能力较强。目前，公司杠杆水平适中，资本充足。

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

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“16 华股 01”、“17 华股 01”、“18 华股 01”和“19 华股 01”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 公司是全国性综合类上市证券公司，资本实力较强，公司多年来以四川省为发展重点，未来将立足区域市场并将优势业务向全国辐射，截至 2018 年末，公司在四川省内设有营业部 56 家，保持了较强的区域竞争优势。

2. 2018 年公司在证监会分类评级中被评为 A 类，内部管理能力较强。

3. 公司资本实力雄厚，2018 年 2 月其在深圳交易所首发上市，募集资金净额为 48.62 亿元，进一步增加了公司资本规模，杠杆水平亦明显下降，处于适中水平。

关注

1. 经济周期变化、国内证券市场波动及相

关监管政策变化等因素可能对公司业务发展和收益水平带来系统性风险。

2. 目前，公司债务以短期债务为主，需对其集中兑付情况保持关注。

3. 2018 年以来，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。

分析师

张 祎

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本期跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本期（期）债券到期兑付日有效；本期（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



一、主体概况

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

2018 年 2 月，公司在深圳证券交易所主板实现上市，股票简称“华西证券”，股票代码“002926.SZ”，本期发行募集资金净额为 48.62 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本 26.25 亿元，股权结构如下表所示。公司实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会（股权结构图见附件 2）。

表1 截至2019年3月末公司前五大股东及持股情况（单位：%）

股东	持股比例
泸州老窖集团有限责任公司	18.13
华能资本服务有限公司	11.34
泸州老窖股份有限公司	10.39
四川剑南春（集团）有限责任公司	6.79
都江堰蜀电投资有限责任公司	5.94
合计	52.59

资料来源：公司2019年一季度报，联合评级整理。

公司经营范围包括：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券投资；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 2018 年末，公司在全国设有 96 家营业部，分布于 16 个省、4 个直辖市、1 个自治区，其中四川省内 56 家，省外 40 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 2018 年末，公司资产总额 467.81 亿元，其中客户资金存款 98.52 亿元、客户备付金 23.60 亿元；负债合计 283.81 亿元，其中代理买卖证券款 130.87 亿元；所有者权益合计 184.00 亿元，母公司口径净资本 158.81 亿元；2018 年，公司实现营业收入 26.70 亿元，净利润 10.20 亿元；经营活动现金流净额-30.13 亿元，期末现金及现金等价物余额 143.40 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 615.57 亿元，其中客户资金存款 166.72 亿元、客户备付金 26.95 亿元；负债合计 426.17 亿元，其中代理买卖证券款 190.62 亿元；所有者权益合计 189.40 亿元，母公司口径净资本 163.75 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.43 亿元，净利润 4.73 亿元；经营活动现金流净额 91.44 亿元，期末现金及现金等价物余额 228.73 亿元。

公司注册地址：四川省成都市高新区天府二街 198 号；法定代表人：杨炯洋。

二、跟踪债券概况

16 华股 01

2016 年 6 月 1 日，公司完成公开发行 15.00 亿元“华西证券股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”，发行票面利率为 3.43%，期限为 5（3+2）年，每年付息一次，到期一次还本，到期日和兑付日为 2021 年 6 月 1 日；本期债券无担保。本期债券已于 2016 年 7 月 22 日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“16 华股 01”，证券代码“112402.SZ”。公司对本期债券募集资金已按照募集说明书的约定用于补充公司营运资金，并已全部使用完毕。2019 年 6 月 1 日，公司完成“16 华股 01”1.31 亿元回售工作，并按时付息，票面利率由 3.43%调整为 4.03%；截至目前，“16 华股 01”剩余待偿本金规模 13.69 亿元。

17 华股 01

2017 年 4 月 6 日，公司完成公开发行 13.00 亿元“华西证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”，发行票面利率为 4.75%，期限为 5（3+2）年，每年付息一次，到期一次还本，到期日和兑付日为 2022 年 4 月 6 日；本期债券无担保。本期债券已于 2017 年 6 月 2 日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“17 华股 01”，证券代码“112513.SZ”。公司对本期债券募集资金已按照募集说明书的约定用于补充公司营运资金，并已全部使用完毕。

截至 2019 年 4 月 6 日，公司已正常付息。

18 华股 01

2018 年 10 月 18 日，公司完成公开发行 10.00 亿元“华西证券股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”，发行票面利率为 4.00%，期限为 4（2+2）年，每年付息一次，到期一次还本，到期日和兑付日为 2022 年 10 月 18 日；本期债券无担保。本期债券已于 2018 年 11 月 15 日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“18 华股 01”，证券代码“112775.SZ”。公司对本期债券募集资金已按照募集说明书的约定用于补充公司营运资金，并已全部使用完毕。本期债券尚未到第一个付息日。

19 华股 01

2019 年 3 月 21 日，公司完成公开发行 9.00 亿元“华西证券股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”，发行票面利率为 3.88%，期限为 5（3+2）年，每年付息一次，到期一次还本，到期日和兑付日为 2024 年 3 月 21 日；本期债券无担保。本期债券已于 2019 年 4 月 10 日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“19 华股 01”，证券代码“112863.SZ”。公司对本期债券募集资金已按照募集说明书的约定用于补充公司营运资金，截至 2019 年 6 月 17 日，募集资金专项账户余额为 0.09 亿元。本期债券尚未到第一个付息日。

三、行业分析

证券行业严监管和证券市场低迷的环境下，2018 年证券公司收入水平延续下降趋势，经纪、投资、投行仍是收入的主要构成；传统业务高度依赖市场行情，业绩承压；信用业务风险暴露但 11 月以来有所缓解，主动管理能力为资管业务核心竞争力；2019 年一季度，证券公司业绩有所好转。

2018 年，证券行业延续严监管趋势，行业监管积极出台政策引导证券公司规范经营和业务转型，防范和化解金融风险；证监会进一步强化了对证券公司的现场检查力度，证券公司罚单激增；截至 2018 年底，证监会及其派出机构已对 40 家券商开出 58 份行政监管措施或行政处罚书，较 2017 年

全年 4 张罚单大幅增加；58 张罚单中，29 张罚单涉及合规风控问题，另有 9 张罚单涉及债券承销业务，8 张涉及并购重组类处罚且罚没款金额较大，投行业务为重点监管范畴。

2018 年以来，证券市场股债分化，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，而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%，债券投资收益减缓投资业务降幅；受市场行情和监管政策等多方面因素影响，证券公司业绩明显下滑；从收入结构来看，经纪、投资、投行仍是收入的主要构成，投资业务收入占比进一步增加至 30%以上，超过经纪业务成为第一大业务收入来源，投行和经纪业务收入占比下降，资管和信用业务占比变动不大。经纪、投资业务与证券市场关联度较高，收入水平有所下降且面临较高市场风险；信用业务规模收缩，股票质押业务风险暴露但 11 月以来随着纾困资金的逐步到位有所缓解，主动管理能力成为资管业务核心竞争力。根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，截至 2018 年底，131 家证券公司总资产为 6.26 万亿元，较 2017 年底增加 1.95%；净资产为 1.89 万亿元，较 2017 年底增加 2.16%，净资本为 1.57 万亿元，较 2017 年底变动不大，资本实力保持稳定。2018 年，131 家证券公司中，106 家公司实现盈利，全年实现营业收入 2,662.87 亿元，全年实现净利润 666.20 亿元，分别同比减少 14.47%和 41.04%，降幅较 2017 年分别扩大 9.39 和 32.57 个百分点，经营业绩大幅下滑。截至 2019 年 3 月底，131 家证券公司总资产为 7.05 万亿元，较 2018 年底增加 12.62%；净资产为 1.94 万亿元，较 2018 年底增加 2.65%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年增加 3.18%。2019 年一季度，131 家证券公司中，119 家公司实现盈利，实现营业收入 1,018.94 亿元，实现净利润 440.16 亿元，分别同比增长 54.47%和 86.83%，经营业绩大幅改善。

2019 年，资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司业务转型加速行业集中度提升，证券行业“强者恒强”的局面凸显；资本市场利好政策有利于改善证券公司经营环境，但国际形势复杂化、证券市场震荡走势难以改善等不利因素依然存在，需对中小证券公司保持关注。

2018 年，证券公司经营业绩受市场和政策影响呈现较大下滑态势，资管新规的落地、佣金率的探底、业务同质化的加剧以及传统业务牌照红利的渐失将倒逼证券公司业务转型，预计 2019 年机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点，随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力、金融科技运用，将加速证券行业集中度的提升；而《证券公司分类监管规定》也进一步突出监管导向，加分指标方面有利于大型综合券商通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力以及跨境业务能力等获得加分优势；由此，证券公司行业格局会进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面将进一步凸显，中小证券公司面临竞争更加激烈。

自 2018 年 10 月国务院金融稳定发展改革委员会召开会议以来，资本市场改革持续释放积极信号，包括并购重组、再融资松绑、设立科创板试点注册制、中金所对股指期货交易安排进一步松绑等；2018 年 12 月，中央政治局会议强调稳中求进工作总基调，再次提出“六个稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）将成为 2019 年我国经济工作的主要方向，并首次提出“提振市场信心”；同时，随着纾困资金的落地，股票质押业务风险有所缓解，证券公司政策环境或有所改善。但是，中美贸易战引发的国际形势复杂化、我国经济下行压力较大以及资本市场振幅加剧、市场信心短期内难以恢复等不利因素依然存在，证券公司盈利仍具有较大不确定性。若市场或政策出现超预期的不利情况，需关注受市场影响较大、资本实力较弱且股东背景一般的中小证券公司信用风险将加大的情况。

总体看，资本市场改革和行业监管将推动证券公司加速转型，行业集中度将进一步提升；同时，中小券商经营压力加大，需对中小券商保持关注。

四、管理与内控

管理团队变动方面，2018 年，公司 2017 年度股东大会增补谢红担任第二届监事会非职工监事，王鑫自 2018 年 8 月 29 日起不再履行监事职责，其他管理团队保持稳定。

公司持续加强内部管理和内控建设。2018 年以来，公司由于在投行类业务开展过程中，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。公司针对制度落实、内控强化及严格问责等三方面采取了相应措施。2017~2018 年，公司的证监会分类评级结果均为 A 类 A 级，内控及合规管理保持较好水平。

总体看，2018 年以来，公司管理团队基本保持稳定，监管分类评级保持较好水平，但内控管理水平仍需进一步完善。

五、经营分析

1. 经营概况

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，同时，信用业务和投资银行业务发展态势较好，对收入贡献度逐渐提高。

2018 年，证券市场波动较大，公司营业收入有所下降，2018 年公司实现营业收入 25.45 亿元，同比下降 4.67%；实现净利润 8.45 亿元，同比下降 17.15%，净利润下降幅度大于营业收入的下降幅度，主要系公司计提资产减值规模和营业外支出增加所致。

2018 年，经纪及财富管理业务收入 10.11 亿元，同比下降 26.31%，占营业收入的比重降至 39.72%，但仍是公司的主要收入来源；信用业务方面，2018 年信用业务收入 5.57 亿元，同比增加 34.22%，占营业收入的比重升至 21.89%，对收入的贡献度有所增长；公司投资银行业务有所下降，2018 年公司投资银行业务实现收入 1.67 亿元，同比下降大幅 50.30%，占营业收入的比重降至 6.57%；资产管理业务发展较为迅速，2018 年实现收入 1.76 亿元，同比增加 57.14%，占营业收入的比重升至 6.92%；投资业务收入有所增长，2018 年公司实现投资业务收入 5.92 亿元，同比增加 42.65%，占营业收入的比重升至 23.25%，公司其他业务对收入的贡献度较低，2018 年其他业务实现收入 0.42 亿元，同比增加 121.05%，占营业收入的比重升至 1.65%。

表 2 近年来公司营业收入结构（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
经纪及财富管理业务收入	13.74	51.42	10.11	39.72
信用业务收入	4.15	15.55	5.57	21.89
投资银行业务收入	3.36	12.57	1.67	6.57
资产管理业务收入	1.12	4.21	1.76	6.92
投资业务收入	4.15	15.54	5.92	23.25
其他业务收入	0.19	0.71	0.42	1.65
营业收入合计	26.72	100.00	25.45	100.00

资料来源：公司年度报告，联合评级整理。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.43 亿元，同比大幅增长 53.59%，主要系资本市场转暖，公司经纪及财富管理业务、信用业务和投资业务等收入大幅增长所致。其中，利息净收入 2.41 亿元，同比大幅增长 144.28%，主要系公司融资融券及存放金融同业资金利息收入增加所致；公允价值变动损益 2.39 亿元，同比大幅增长 293.38%，主要系市场行情反弹所致。

总体看，2018 年，公司营业收入和净利润均有所下降，但信用业务和投资业务保持良好的发展态势，对收入贡献大幅提高。同时，联合评级也关注到公司的收入结构受市场行情波动的影响较大，未来收入增长具有一定不确定性。

2. 业务运营

(1) 经纪及财富管理业务

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。

公司经纪及财富管理业务在四川省内具有较强的市场竞争力。2018 年公司新设营业部 15 家，截至 2018 年末，公司在全国设有 96 家营业部，分布于 16 个省、4 个直辖市、1 个自治区，其中四川省内 56 家；公司营业网点在四川地州市覆盖率超过 70%，具有明显的渠道网点优势和较强的区域竞争力。

近年来随着证券市场波动，整体交易量下滑，且佣金率持续下降，公司经纪及财富管理业务收入规模持续下降，2018 年公司经纪及财富管理业务手续费净收入 10.11 亿元，同比下降 26.41%，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，全年实现收入 8.48 亿元，较上年同期减少 28.42%，主要系 2018 年 A 股市场表现低迷，市场活跃度大幅下降，股票和基金交易量较上年萎缩所致。

经纪及财富管理业务以代理买卖证券为主。2018 年度，公司代理买卖股票交易金额 1.2 万亿元，同比下降 32.96%，主要系资本市场持续低迷，公司经纪业务规模大幅减少所致。

从代理买卖证券类型来看，债券交易占比逐年增加，主要系近年来债券市场创新产品迭出、全市场债券发行量增加所致；代理买卖股票方面，受证券市场交易量下滑的影响，2018 年代理买卖股票交易金额有所下滑，市场份额下降为 0.67%，较上年下降 0.13 个百分点。

表 3 近年来公司代理买卖股票业务情况表（单位：万亿元，%）

类型	2017 年		2018 年	
	交易金额	市场份额	交易金额	市场份额
股票	1.79	0.79	1.20	0.67

资料来源：公司提供。

公司以代理销售金融产品作为经纪业务向财富管理转型的重要支撑，探索以金融产品为标的的个性化增值服务体系，加大产品研发与引进，丰富产品代销种类，满足不同风险偏好客户多元化的投资需求。2018 年，公司代理销售金融产品总金额 37.77 亿元，同比下降 28.29%，实现收入 0.10 亿元，同比增长 13.45%。

总体看，2018 年，随着证券市场波动，公司经纪及财富管理业务经营业绩有所下降，但仍在四川省当地市场具有明显的竞争优势。经纪及财富管理业务受市场影响较大，公司经纪及财富管理业务在营业收入中的占比较大，收入稳定性需关注。

(2) 投资银行业务

公司投资银行业务主要为向机构客户提供金融服务，具体包括股票承销保荐、债券承销、并购重组财务顾问和新三板推荐等业务。

近年来，公司不断加强投资银行业务团队建设，建立市场化的考核激励机制，投资银行业务发展较快。公司持续重视投资银行业务人员队伍培养，截至 2018 年末，公司有保荐代表人 30 名，准保荐代表人 46 名。

2018 年，公司投资银行业务手续费净收入 1.67 亿元，同比大幅下降 50.20%，主要系 2018 年资本市场资金面较紧，股权融资市场较为低迷，公司投行业务规模大幅减少所致。投资银行业务净收入中，以承销和保荐业务收入为主。

承销和保荐业务方面，2017~2018 年公司分别实现承销和保荐净收入 2.61 亿元和 1.03 亿元；2017 年公司主承销 IPO 有 3 个，2018 年公司未有主承销 IPO 项目；公司再融资家数分别为 4 家和 1 家；主承销债券分别为 8 单和 17 单。财务顾问业务方面，公司以发现价值、创造价值为目的，为客户提供法律、财务、政策咨询等方面的顾问服务，以及金融工具、交易结构、交易流程等产品设计服务。2017~2018 年，公司分别实现财务顾问收入 0.76 亿元和 0.66 亿元。

2018 年公司债权融资业务表现突出，实现战略转型与突破，规模及收入均创历史新高，业绩大幅提升。全年完成债券融资主承销家数 17 个，行业排名由第 62 位升至第 42 位，主承销金额 145.55 亿元，行业排名第 38 位，主承销家数及主承销金额分别同比增长 112.5%和 251.97%。其中，完成国电投、金光纸业、成都高新投等 11 只公司债的主承销发行及四川、广西、重庆等地方政府债承销。

表 4 近年来公司承销保荐业务情况（个，亿元）

项目	2017 年	2018 年
主承销 IPO 家数	3	0
主承销再融资家数	4	1
主承销债券笔数	8	17
承销和保荐净收入	2.61	1.02

资料来源：公司提供。

场外市场业务方面，公司于 2012 年 9 月成立场外市场部，业务团队分布在北京、成都两个区域，经营新三板市场业务。2018 年，公司成功推荐 4 单挂牌项目；截至 2018 年底，公司对 62 家挂牌企业履行持续督导职责，承担做市业务的挂牌企业 4 家。

总体看，受资本市场波动影响，公司投资银行业务有所下滑，但公司债券承销业务取得突破，实现快速增长，但整体竞争力一般。

(3) 投资业务

2018 年，公司投资业务投资规模有所上升，投资规模为 67.53 亿元，同比增长 10.00%；从投资结构上来看，公司投资业务投资以固定收益类投资为主，截至 2018 年末，公司债券投资占比 47.15%，较上年下降 12.01 个百分点；2018 年公司增加了股票投资规模，占比上升 13.77 个百分点至 20.63%，基金投资规模占比为 32.22%，与上年末基本持平，主要为货币基金。

表 5 2017~2018 年公司证券投资结构情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年末			2018 年末		
	规模	占比	收益	规模	占比	收益
股票	4.21	6.86	1.01	13.93	20.63	0.21

债券类	36.32	59.16	0.60	31.84	47.15	5.08
基金	20.86	33.97	0.92	21.76	32.22	0.22
合计	61.39	100.00	2.52	67.53	100.00	5.51

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：1、上表规模=期内投资及其他证券交易活动占用资金累计日积数/期内天数

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

2018年以来，公司投资业务发展情况较好，2018年实现投资收益5.51亿元，同比增长118.65%，主要系公司加大了投资业务的投入，年中投资规模大幅增加，较好地抓住了债权投资市场机会，收入同比增加所致。其中，股票投资规模13.93亿元，同比大幅增长230.88%；债券类投资规模31.84亿元，同比下降12.33%；基金投资规模21.76亿元，同比增长4.31%。2018年，公司自营债权投资业务计提减值准备0.71亿元。

截至2018年末，公司投资权益类证券及证券衍生品/净资本为3.12%，较年初下降3.55个百分点；投资固定收益类证券/净资本83.07%，较年初大幅减少55.01个百分点，远未达到预警标准。

总体看，2018年，公司投资业务坚持稳健投资的理念，在证券市场行情波动的情况下，积极调整投资结构，取得了较好的投资收益，但投资收益仍受市场波动影响很大。

(4) 资产管理业务

公司资产管理业务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。

2018年，金融监管部门出台了一系列资产管理行业监管新规。资产管理行业面临回归主动管理的转型压力，资管机构的竞争也愈发激烈，受此影响，2018年末，公司资产管理业务规模为924.79亿元，较年初下降19.63%（母公司口径）。集合资产管理业务方面，公司资产管理业务规模有所下降，2018年末集合资管计划规模119.48亿元，较年初大幅减少31.71%，主要系资管新规出台后，公司主动收缩集合资产管理业务所致。定向资产管理业务方面，2018年末受托资金规模605.32亿元，较年初大幅下降34.85%，主要系债券委外产品及于银行合作的交易服务类债券产品的减少所致。公司2017年新增专项资管业务，主要是资产证券化业务，开展以来发展迅速，截至2018年末受托资金规模199.99亿元，较年初大幅增长329.07%。

2018年母公司资产管理业务净收入1.37亿元，同比增长24.77%，主要系资产证券化业务快速发展、收入大幅增长所致；母公司资产管理业务净收入排名由2017年的58名上升至39名。

表6 2017~2018年母公司资产管理业务规模情况（单位：亿元）

项目	2017年末		2018年末	
	受托资金	净收入	受托资金	净收入
集合资管业务	174.96	0.64	119.48	0.27
定向资管业务	929.14	0.29	605.32	0.64
专项资管业务	46.61	0.17	199.99	0.46
合计	1,150.72	1.10	924.79	1.37

资料来源：公司提供。

总体看，2018年，受资管新规和资本市场持续低迷的影响，公司资产管理业务规模有所下降，但受资产证券化业务快速发展、收入大幅增加的影响，公司资产管理业务收入有所增长。

(5) 信用业务

公司信用业务以融资融券业务和股票质押式回购业务为主，同时还包括少量的约定式购回证券

交易业务。

公司自 2012 年 6 月开展融资融券业务以来，该项业务保持较快发展，逐步成为公司主要收入来源之一。2018 年来，证券市场持续低迷，公司融资融券余额下降至 82.39 亿元，同比下降 11.31%，全年实现融资融券利息收入 6.55 亿元，同比下降 6.33%。

表 7 2017~2018 年公司融资融券业务情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
期末余额	92.91	82.39
利息收入	6.99	6.55

资料来源：公司提供。

2018 年，由于资本市场持续低迷，股票质押式回购业务监管环境趋严，公司主动控制股票质押式回购业务规模，公司股票质押式回购业务规模 38.55 亿元，较上年末下降 28.73%；由于股票质押式回购业务费率有所上升，公司实现股票质押利息收入 2.83 亿元，同比增长 24.12%，截至 2018 年末，整体履约保障比例为 203.21%，高于风险线水平。公司买入返售金融资产合计 67.11 亿元，其中股票质押回购资产 38.55 亿元，计提资产减值准备 0.38 亿元。

表 8 2017~2018 年公司股票质押业务情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
期末规模	54.10	38.55
收入	2.28	2.83

资料来源：公司提供。

2013 年 3 月，公司约定购回式证券交易业务正式开展，近年来业务规模较小且呈逐年收缩趋势，2018 年实现收入 86.23 万元，期末规模为 552.12 万元。

从业务放大倍数来看，2017~2018 年末公司信用业务杠杆率分别为 115.94%和 71.38%，处于合理水平。

总体来看，2018 年，融资融券业务和股票质押式回购业务规模受市场波动影响有所下降。在市场行情低迷的情况下，需要关注公司信用业务可能出现的风险。

3. 未来发展

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

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

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017~2018 年年度合并财务报表和 2019 年第一季度合并财务报表，2017~2018 年年度合并财务报表均由四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并对 2017~2018 年财务报表出具了无保留的审计意见，2019 年第一季度财务报表未经审计。2018 年新增公司拥有控制权的结构化主体 2 个，2018 年减少纳入合并范围的结构化主体 5 个。总体看，公司合并范围变化较小，财务报表可比性强。

根据 2018 年 9 月 7 日财政部会计司发布的《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题解释的解读》：对公司按照《中华人民共和国个人所得税法》相关规定收到的扣缴税款手续费，应作为其他与日常活动相关的项目在利润表的“其他收益”项目中填列。据此，公司相应调整了 2017 年度“营业收入”披露口径。调整后的“营业收入”项目金额较 2017 年报已披露金额增加 184.49 万元。该调整仅报表列报调整，不影响 2017 年报已披露的利润总额、净利润、股东权益、资产总额。

截至 2018 年末，公司资产总额 467.81 亿元，其中客户资金存款 98.52 亿元、客户备付金 23.60 亿元；负债合计 283.81 亿元，其中代理买卖证券款 130.87 亿元；所有者权益合计 184.00 亿元，母公司口径净资本 158.81 亿元；2018 年，公司实现营业收入 26.70 亿元，净利润 10.20 亿元；经营活动现金流净额-30.13 亿元，期末现金及现金等价物余额 143.40 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 615.57 亿元，其中客户资金存款 166.72 亿元、客户备付金 26.95 亿元；负债合计 426.17 亿元，其中代理买卖证券款 190.62 亿元；所有者权益合计 189.40 亿元，母公司口径净资本 163.75 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.43 亿元，净利润 4.73 亿元；经营活动现金流净额 91.44 亿元，期末现金及现金等价物余额 228.73 亿元。

2. 资产质量与流动性

2018 年以来，公司资产总额有所下降，截至 2018 年，公司资产总额 467.81 亿元，较年初下降 7.40%，主要系结算备付金、融出资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的规模大幅减少所致；自有资产有所下降，同比下降 6.68%，截至 2018 年末，公司自有资产 345.40 亿元，较年初减少 6.68%，主要系融出资金和买入返售金融资产的规模较少所致，占资产总额的比重为 73.83%，同比下降 0.23 个百分点。公司自有资产主要由可供出售金融资产（占比 19.07%）、买入返售金融资产（占比 19.43%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 23.08%）、融出资金（占比 23.70%）组成，自有货币资金和自有备付金占比较小。

表 9 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末
自有资产	370.12	345.40
其中：可供出售金融资产	72.11	65.85
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	99.72	79.70
融出资金	92.72	81.84
买入返售金融资产	67.47	67.11
自有货币资金	11.66	14.95
自有备付金	8.21	6.33
资产总额	505.17	467.81

优质流动资产	59.68	55.66
优质流动资产/总资产	11.81	11.90

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

注：优质流动资产/总资产取自风控指标监管报表。

截至 2018 年末，公司融出资金 81.84 亿元，同比减少 11.73%，主要系融资融券业务规模下降所致；从融出资金剩余期限来看，以 6 个月以上为主，占比 48.18%，流动性尚可，公司对融出资金按照余额的 0.20%计提减值准备。

截至 2018 年末，公司可供出售金融资产 65.85 亿元，同比减少 8.68%，主要系债券投资规模有所下降所致；构成以债券为主，占比 82.12%。

截至 2018 年末，公司买入返售金融资产 67.11 亿元，同比减少 0.53%，与 2017 年末基本持平，买入返售金融资产中，股票占比 57.21%，债券占比 42.79%，计提减值准备 0.38 亿元，公司对股票质押式回购业务、约定购回式证券交易业务，按 1%的坏账损失率计算确定减值损失，计提减值准备。

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 79.70 亿元，同比减少 20.07%，主要系债券投资规模大幅减少所致。其中债券投资余额占比 55.11%，基金投资余额占比 39.25%，股票和其他投资余额占比较小。

截至 2018 年末，公司优质流动资产 55.66 亿元，同比下降 6.74%，优质流动资产/总资产的比重为 11.90%，与上年末基本持平，公司优质流动资产规模较大，在总资产中占比尚可。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 615.57 亿元，较年初大幅增长 31.59%，其中货币资金较年初大幅增长 61.53%，主要系经纪业务规模扩大，客户交易资金增加所致；结算备付金较年初增加 51.88%，主要系经纪业务规模大幅增加，所需结算备付金增加所致；自有资产增长 22.88%至 424.95 亿元；融出资金 104.36 亿元，较上年末增长 27.50%；买入返售金融资产 79.86 亿元，较上年末增长 19.01%。

总体看，2018 年，公司自有资产规模有所增加，流动性尚可，资产质量较高。2019 年第一季度，受资本市场回暖影响，公司资产总额和自有资产规模大幅增加。

3. 负债及杠杆水平

截至 2018 年末，公司负债总额 283.81 亿元，较年初减少 24.71%，主要系公司应付短期融资券和卖出回购金融资产款大幅减少所致。公司自有负债 161.40 亿元，同比减少 33.29%，主要系卖出回购金融资产款和应付短期融资券规模大幅减少所致，其中，卖出回购金融资产款占比为 32.26%，应付短期融资款占比 6.99%，应付债券占比为 34.68%。

截至 2018 年末，公司卖出回购金融资产款为 52.07 亿元，同比大幅减少 62.35%，主要系公司两融收益权转让回购及质押式回购规模大幅减少所致，按标的物来看，全部为债券，卖出回购金融资产款担保物 63.57 亿元，保障效果较好。

截至 2018 年末，公司应付债券 55.97 亿元，较年初增长 21.80%，主要系应付公司债规模有所增加所致。

截至 2018 年末，公司应付短期融资券 11.28 亿元，较年初大幅减少 75.00%，主要系短期公司债到期兑付所致。

表 10 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2017 年末	2018 年末
自有负债	241.92	161.40
其中：卖出回购金融资产款	138.32	52.07
拆入资金	2.00	--
应付债券	45.95	55.97
应付短期融资款	45.12	11.28
非自有负债	135.05	122.41
其中：代理买卖证券款	130.87	121.99
结构化主体其他份额持有人投资份额	4.18	0.42
负债总额	376.97	283.81
全部债务	231.39	151.83
其中：短期债务	185.44	95.86
长期债务	45.95	55.97
自有资产负债率	65.36	46.73
净资本/负债	48.03	99.87
净资产/负债	52.47	114.41

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

由于公司自有负债规模有所下降，公司的自有资产负债率有所下降，截至 2018 年末，公司自有资产负债率为 46.73%，较上年末下降 18.63 个百分点，主要系自有负债下降幅度远远大于自有资产所致。

截至 2018 年末，公司非自有负债 122.41 亿元，较上年末减少 9.36%，主要系公司代理买卖证券款有所减少所致；公司代理买卖证券款 121.99 亿元，占非自有负债的比重为 99.66%，公司非自有负债以代理买卖证券款为主。

截至 2018 年末，公司全部债务规模 151.83 亿元，较年初大幅减少 34.39%，主要系应付短期融资券和卖出回购金融资产款大幅减少所致。公司债务结构变化较大，2017~2018 年末公司短期债务占比较大，分别为 80.14%和 63.14%。公司短期债务占比有所下降，公司短期偿债压力有所缓解。

截至 2019 年 3 月末，公司负债总额为 426.17 亿元，较年初增加 50.16%，其中自有负债 235.55 亿元，较年初增加 45.94%；自有资产负债率较年初有所上升，为 55.43%。有息债务方面，截至 2019 年 3 月末，公司全部债务为 219.95 亿元，较年初增加 44.87%，主要系应付短期融资款及投资固收业务卖出回购规模增加所致。债务构成方面，短期债务占全部债务的比重为 69.79%，较上年末上升 6.65 个百分点，占比仍属较高。

总体看，2018 年，受上市影响，公司所有者权益快速增长，公司杠杆水平明显下降，处于行业较低水平；从债务结构来看，公司短期债务占比较大，面临一定短期集中兑付压力。

4. 资本充足性

截至 2018 年末，公司所有者权益合计 184.00 亿元，较年初大幅增长 43.53%；归属于母公司的所有者权益占比 183.56 亿元，其中，股本占比 14.30%、资本公积占比 44.20%、未分配利润占比 24.70%、盈余公积占比 13.04%。公司所有者权益的稳定性尚可。2017 年公司发放现金股利为 2.05 亿元，2019 年 4 月 24 日，公司第二届董事会 2019 年第二次会议审议通过了《关于公司 2018 年度利润分配预案的议案》，按分红前公司总股本 26.25 亿股计算，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.76 元（含税），不送红股、不以资本公积金转增股本，拟共派送现金红利 1.995 亿元，尚未分配的利润转入以后年

度可供分配利润。该预案尚需提交 2018 年年度股东大会进行审议。公司近两年分红力度较大，利润留存对公司股东权益的补充力度一般。

公司主要通过利润留存和发行次级债券等途径补充资本。截至 2018 年末，受公司上市影响，公司净资本 158.81 亿元，净资产 181.92 亿元，分别大幅增长 37.24%和 43.90%；净资本中，核心净资本占比大，为 149.71 亿元，较年初增加 49.38%。受次级债券逐渐到期的影响，公司净资本/净资产逐年下降，由 2017 年末的 91.54%降至 87.29%。受公司核心净资本大幅增长影响，公司资本杠杆率由年初的 27.05%增至 43.06%。2018 年公司各项风险准备之和有所下降，由 2017 年末的 34.79 亿元减少至 33.21 亿元；风险覆盖率大幅上升，由 2017 年末的 332.16%上升至 478.16%。公司各项风险控制指标处于安全范围内，绝大多数指标远高于行业监管标准，经营风险属较低水平。

表 11 近年来公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2017 年末	2018 年末	监管标准	预警标准
核心净资本	100.22	149.71	--	--
附属净资本	15.50	9.10	--	--
净资本	115.72	158.81	--	--
净资产	126.42	181.92	--	--
各项风险准备之和	34.79	33.21	--	--
表内外资产总额	373.72	349.98	--	--
风险覆盖率	332.61	478.16	≥100	≥120
资本杠杆率	27.05	43.06	≥8	≥9.6
净资本/净资产	91.54	87.29	≥20	≥24

数据来源：公司净资本监管报表，以上指标均为母公司口径。

总体看，2018 年，受公司上市影响，公司所有者权益保持快速增长，稳定性尚可，公司各项风险控制指标均优于监管水平，资本充足性较好。

5. 现金流

从现金流来看，2017~2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.45 亿元和-30.13 亿元，其中 2018 年呈大规模净流出状态，主要系受市场波动影响，公司代理买卖证券款和回购业务现金流入大幅下降所致。

2017~2018 年投资规模较小，投资活动现金流净额分别为 1.92 亿元和 8.55 亿元，2018 年投资活动净流入增加主要系收回投资所收到的现金增加以及对外投资规模的减少所致。

2017~2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-58.42 亿元和 14.77 亿元，2018 年，受公司上市筹集资金以及偿还债券规模大幅减少的影响，筹资活动现金流由负转正，整体看，公司现金流状况正常。

表 12 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
经营性现金流量净额	1.45	-30.13
投资性现金流量净额	1.92	8.55
筹资性现金流量净额	-58.42	14.77
现金及现金等价物净增加额	-55.06	-6.79
期末现金及现金等价物余额	150.34	143.40

资料来源：公司财务报告。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 43.80 亿元，由上年末的净流出转为大幅净流入，主要系投资回购业务现金净流入和客户交易资金现金净流入增加所致；投资活动现金流量净额为 -10.65 亿元，由上年同期的净流入转为净流出，主要系对外投资规模大幅增加所致；筹资活动现金流量净额为 52.18 亿元，同比大幅增长 253.28%，主要系公司增加各项自营业务规模所致。

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

6. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 25.45 亿元，同比下降 4.67%，系受市场环境影响，公司投资银行业务收入和证券经纪业务同比减少所致。

从公司营业收入来看，公司手续费及佣金净收入为公司的主要收入来源，2018 年，公司手续费净收入为 10.58 亿元，占营业收入比重为 41.56%，较上年下降 14.80 个百分点，主要系经纪业务收入大幅下降所致；利息收入主要来自信用业务利息收入与客户保证金利息收入，卖出回购金融资产利息支出和债券利息支出，2018 年公司利息净收入 5.55 亿元，同比增长 25.40%，主要系公司债券利息支出大幅减少所致；投资收益主要来自金融工具持有期间取得的收益以及处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，2018 年，公司实现投资收益 7.97 亿元，同比增加 9.89%，主要系公司持有的交易性金融工具和可供出售金融资产持有期间取得的分红和收益增加所致。

从营业支出来看，2018 年公司营业支出 14.24 亿元，同比增加 5.26%，主要系资产减值损失增加所致。从构成来看，2018 年，公司营业支出中业务及管理费占 93.63%，同比下降 5.94 个百分点；公司的薪酬收入比由 2017 年的 35.22% 上升至 35.94%。2018 年，公司的营业费用率为 52.37%，同比上升 1.93 个百分点，2018 年随着营业收入下降，营业费用率上升至 52.37%，费用控制能力仍需加强。

表 13 公司盈利指标（单位：亿元，%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	26.70	25.45
其中：手续费及佣金净收入	15.05	10.58
利息净收入	4.43	5.55
投资收益	7.26	7.97
公允价值变动损益	-0.82	0.97
营业支出	13.53	14.24
其中：业务及管理费	13.47	13.33
营业利润	13.17	11.22
利润总额	13.13	11.16
净利润	10.20	8.45
营业费用率	50.44	52.37
薪酬收入比	35.22	35.94
营业利润率	49.34	44.07
自有资产收益率	3.02	2.36
净资产收益率	8.22	5.41

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从盈利指标来看，2018 年，公司实现净利润 8.45 亿元，同比减少 17.15%，主要系证券市场波

动导致公司经营业绩下滑所致；公司各项盈利指标亦呈下降态势，2018 年公司自有资产收益率和净资产收益率分别下降至 2.36% 和 5.41%。根据 2018 年证券公司经营数据测算，公司净资产收益率高于行业平均水平。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.43 亿元，同比增长 53.59%，同期，费用支出加大，导致当期业务及管理费同比增长 34.79% 至 4.16 亿元。综合以上因素，公司 2019 年 1~3 月利润总额和净利润分别增长至 6.35 亿元和 4.73 亿元，增幅分别为 68.42% 和 64.62%，公司净利润增长率低于行业平均水平。

总体看，2018 年以来，受市场波动的影响，公司营业收入规模及盈利水平波动较大，但总体盈利能力水平较好。

7. 偿债能力

2018 年，公司 EBITDA 19.92 亿元，同比减少 14.29%，主要系公司利润总额和利息支出减少所致。2018 年，公司 EBITDA 主要由利息支出（占 41.31%）和利润总额（占 56.00%）构成。同期，公司债务规模也有所下降，全部债务为 151.83 亿元，较年初下降 34.38%；截至 2018 年末，公司 EBITDA 利息倍数 2.42 倍，与上年末基本持平，EBITDA 对利息的保护能力较强。EBITDA 全部债务比 0.13 倍，较上年末上升 0.03 倍，对全部债务的保障水平有所上升，但整体保障程度一般。

表 14 公司偿债能力指标表（单位：亿元，倍）

项目	2017 年	2018 年
EBITDA	23.24	19.92
EBITDA 利息倍数	2.44	2.42
EBITDA 全部债务比	0.10	0.13

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2018 年末，公司无对外担保情况；同期公司获得银行授信 670 亿元，已使用 92 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2018 年末，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，且绝对金额超过一千万元的重大诉讼、仲裁事项。

根据 2019 年 5 月 31 日查询的企业信用报告，公司无存续银行直接借款及不良贷款。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债指标表现尚可，盈利对负债的保障程度较好；公司于 2018 年 2 月在深圳交易所首发上市，整体资本实力和业务竞争力进一步增强，公司整体偿债能力极强。

七、跟踪债券的偿付能力分析

以相关财务数据为基础，公司对“16 华股 01”、“17 华股 01”、“18 华股 01”和“19 华股 01”的待偿本金合计 45.69 亿元的各项偿付能力指标见下表，各项偿付能力指标表现一般。

表 15 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年
EBITDA/待偿本金合计	0.51	0.44
净利润/待偿本金合计	0.22	0.18
经营活动现金净流量/待偿本金合计	0.03	-0.66

资料来源：联合评级整理。

综合以上分析，并考虑到公司作为全国性综合类上市证券公司，在资本实力、业务规模、盈利能力等方面具有优势以及本期债券的次级属性，联合评级认为公司对本期债券的偿还能力极强。

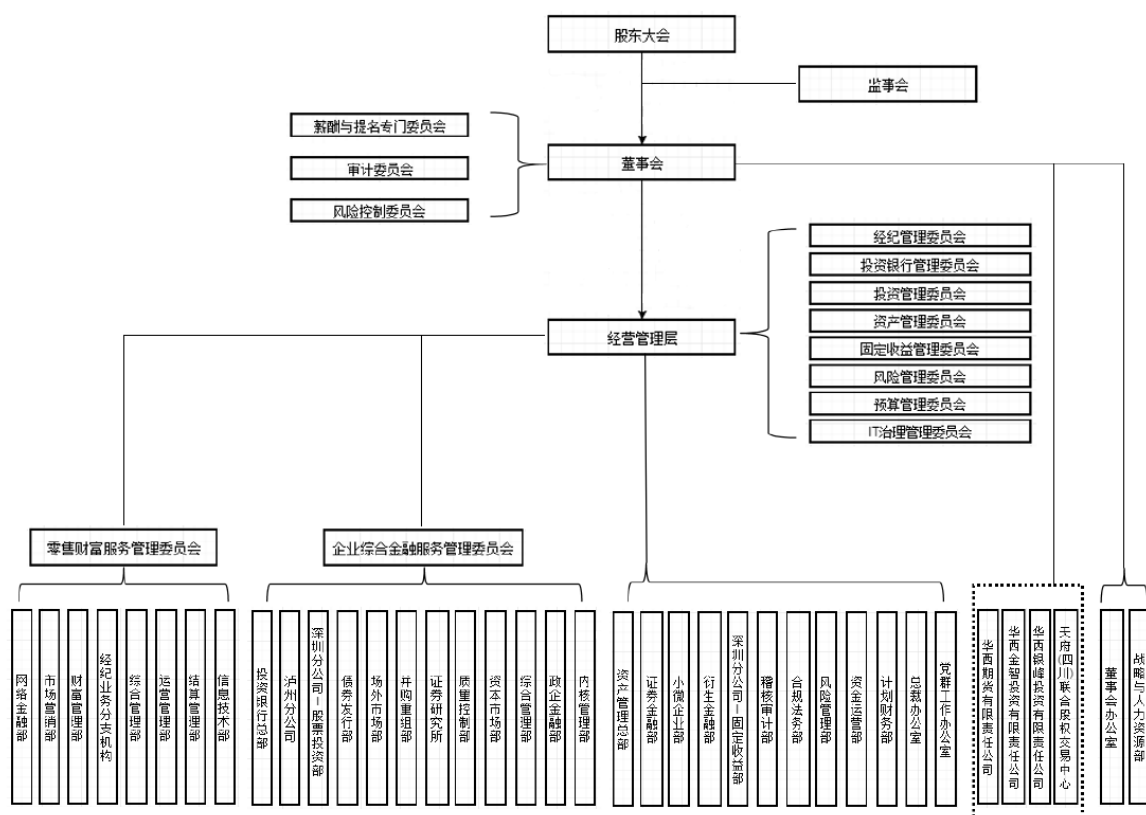
八、综合评价

华西证券作为全国性综合类上市证券公司，股东背景很强，资本实力较为雄厚，具有齐全的证券业务牌照及多元化的运营模式，保持了较强的综合竞争力。2018年，公司债券承销业务取得较大提升；公司在证监会分类评级中被评为A类，内部管理能力较强。目前，公司杠杆水平适中，资本充足。

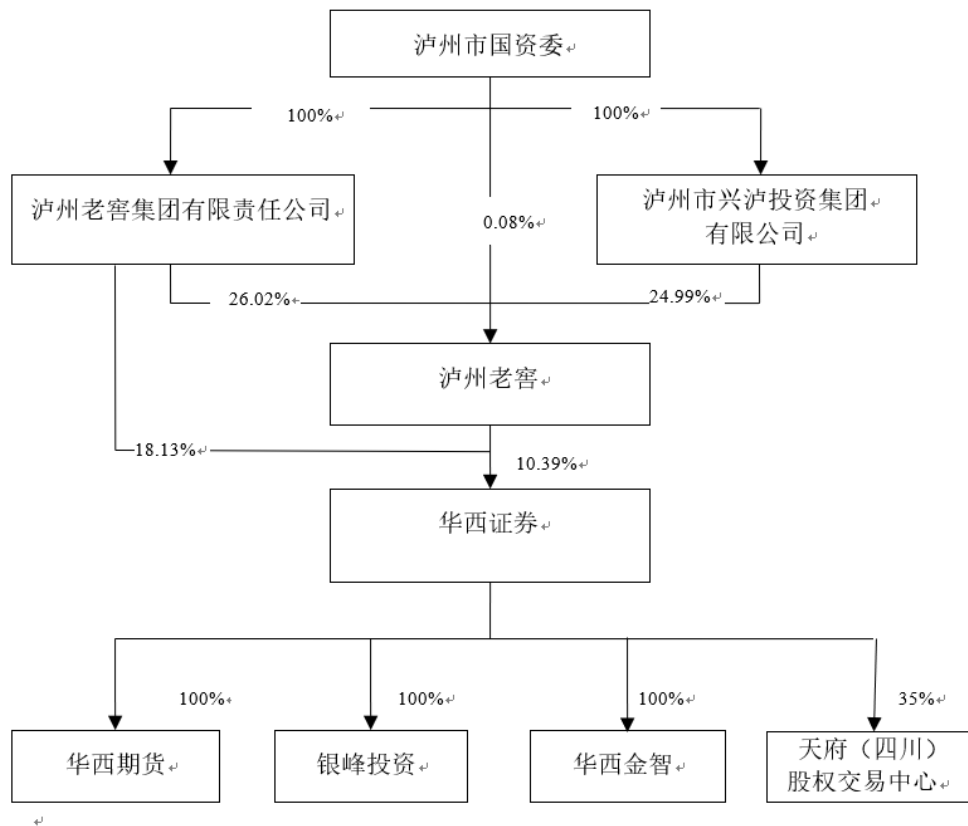
联合评级同时也关注到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响；同时，公司债务构成以短期债务为主，需对其集中兑付情况保持关注。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“16华股01”、“17华股01”、“18华股01”和“19华股01”的债项信用等级为AAA。

附件 1 截至 2018 年末华西证券股份有限公司组织结构图



附件 2 截至 2018 年末华西证券股份有限公司股权结构图



附件 3 华西证券股份有限公司 主要财务指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
自有资产（亿元）	370.12	345.40	--
所有者权益（亿元）	128.20	184.00	189.40
自有负债（亿元）	241.92	161.40	--
自有资产负债率（%）	65.36	46.73	--
优质资产/总资产（%）	11.81	11.90	--
营业收入（亿元）	26.70	25.45	10.43
净利润（亿元）	10.20	8.45	4.73
营业利润率（%）	49.34	44.07	60.97
营业费用率（%）	50.44	52.37	39.90
薪酬收入比（%）	35.22	35.94	--
自有资产收益率（%）	3.00	2.35	--
净资产收益率（%）	8.22	5.41	2.53
净资本（亿元）	115.72	158.81	--
风险覆盖率（%）	332.61	478.16	--
资本杠杆率（%）	27.05	43.06	--
流动性覆盖率（%）	469.72	322.28	--
净稳定资金率（%）	131.42	182.00	--
短期债务（亿元）	185.44	95.86	153.49
全部债务（亿元）	231.39	151.83	219.95
EBITDA（亿元）	23.24	19.92	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.44	2.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.13	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.51	0.44	--

附件 4 有关计算指标的计算公式

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%
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动资产/总资产	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)

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+其他负债科目中的有息债务

长期债务=长期借款+应付债券

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含次级债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。