

信用等级公告

联合〔2020〕2981号

财信证券有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对财信证券有限责任公司主体长期信用状况和拟发行的 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）进行综合分析和评估，确定：

财信证券有限责任公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

财信证券有限责任公司拟发行的 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年九月九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

财信证券有限责任公司 2020 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 20 亿元（含）

债券期限：品种一为 2 年期，附第 1 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 4 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

担保人：湖南财信投资控股有限责任公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

评级时间：2020 年 9 月 9 日

主要财务数据

发行人-财信证券有限责任公司

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1-6月
自有资产（亿元）	189.51	137.32	168.48	199.40
自有负债（亿元）	126.98	77.42	92.86	120.86
所有者权益（亿元）	62.53	59.91	75.61	78.53
优质流动资产/总资产（%）	8.60	28.10	27.23	/
自有资产负债率（%）	67.00	56.38	55.12	60.61
营业收入（亿元）	9.93	5.75	15.62	9.93
净利润（亿元）	1.04	-2.33	4.06	2.63
营业利润率（%）	14.71	-50.95	34.58	35.39
净资产收益率（%）	1.63	-3.81	6.00	3.41
净资本（亿元）	45.03	50.27	65.67	69.05
风险覆盖率（%）	203.49	326.52	349.58	232.59
资本杠杆率（%）	23.58	36.15	39.19	34.79
短期债务（亿元）	70.59	56.55	71.32	50.72
全部债务（亿元）	121.58	82.95	79.90	112.07
EBITDA（亿元）	7.06	1.60	9.98	/
EBITDA 利息倍数（倍）	1.35	0.39	2.39	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.02	0.12	/
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.35	0.08	0.50	/

担保人-湖南财信投资控股有限责任公司

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1-6月
所有者权益（亿元）	104.11	154.24	156.63	164.94
全部债务（亿元）	186.89	154.37	168.49	199.67
营业收入（亿元）	18.25	16.76	29.03	17.38
净资产收益率（%）	7.58	4.59	7.23	4.69
资产负债率（%）	71.96	60.00	64.50	67.09

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. 优质流动资产/总资产指标中分子分母和涉及净资本等风险控制指标均取自母公司口径风控指标监管报表；3. 2020 年半年度数据未经过审计，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”）对财信证券有限责任公司（以下简称“公司”或“财信证券”）的评级反映了公司作为湖南省属国有控股的综合类证券公司，股东背景强大且支持力度较大，资本实力较强。公司具备较为完整的证券业务板块以及多元化经营的发展模式，在湖南省内具备较强的区域优势。近年来，公司优质流动性资产占比较高，资产质量良好，资本较为充足。

联合评级同时也关注到受证券市场震荡影响，近年来公司自营投资业绩波动较大，持有资管产品产生较大亏损，2019 年以来资管计划不再亏损，但盈利稳定性较低，未来收入实现存在不确定性。同时，公司短期债务占比高，面临一定集中偿付压力。

本期债券由公司控股股东湖南财信投资控股有限责任公司（以下简称“财信投资”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。财信投资是湖南省属重要国有金融投资控股平台，区域地位突出，受政府支持力度较大；财信投资资本实力很强，经营规模较大，资产质量良好，整体抗风险能力极强，其提供的担保对本期债券信用状况具有显著的积极影响。

未来随着资本市场的持续发展和公司业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 股东背景强大，且其对公司的支持力度较大，公司区域竞争力较强。公司是湖南省属国有控股的综合类证券公司，2016 年、2017 年和 2019 年 9 月公司获得股东注资，公司资本实

力得到明显增强，有力支撑经营规模持续增长，逐步形成立足湖南辐射全国的业务布局。公司湖南省内营业部 39 家（2 家在筹），债券发行承销业务居省内优势地位。控股股东为省属金融控股公司，对公司支持力度较大，公司与股东下属各金融单元间的业务协同领域丰富，发展前景较好。

2. 公司资产质量良好，资本较为充足。近年来，公司优质流动性资产占比不断提升，2019 年有所下降但仍属较高水平；公司净资本规模较大，资本较为充足。

3. 担保方财信投资是湖南省重要的国有金融投资控股平台，整体竞争力很强。财信投资是湖南省属重要国有金融投资控股平台，区域地位突出，受政府支持力度较大，已形成以证券、信托和保险业务板块为核心的综合金融服务体系，经营规模较大，资产质量良好。其担保对本期债券的到期还本付息具有明显积极的影响。

关注

1. 经济周期变化、市场波动及相关监管政策的变化等因素对证券公司经营带来的影响值得关注。受证券市场剧烈震荡影响，近年来公司自营投资业绩波动较大，持有资管产品产生较大亏损，2019 年以来资管计划业务不再亏损，但公司盈利稳定性较低，未来收入实现存在不确定性。

2. 监管处罚较多；债务面临集中偿付压力。2019 年，公司经纪、资管和股票质押业务陆续拿到 3 张罚单，公司分类评级维持在 B 类，一定程度上影响公司业务发展。公司债务面临一定的短期偿付压力，需要进行较好的流动性管理。

3. 担保方投资收益存在不确定性。财信投资主要金融板块受市场行情和政策影响较大，近年来盈利波动较大；2017 - 2018 年保险板块持续亏损，2019 年扭亏为盈，但经营业绩仍需

进一步提升，未来盈利波动对财信投资投资收益实现有一定负面影响。

分析师

张 祎 （登记编号 R0040216070001）

姚 雷 （登记编号 R0040220010007）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-8517 2818

传真：010-8517 1273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本期信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

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，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

财信证券有限责任公司（以下简称“财信证券”或“公司”），原名“财富证券有限责任公司”，2002年8月，由湖南省信托投资公司（以下简称“湖南信托”）和湖南省国有资产投资经营总公司（以下简称“湖南国投”）共同发起设立，初始注册资本为5.36亿元。2006年8月，公司实施股权转让并增资扩股，湖南信托将其持有的全部股权转让给湖南财信投资控股有限责任公司（以下简称“财信投资”）。后经多次股权转让，公司股东变更为财信投资、湖南华菱钢铁集团有限责任公司（以下简称“华菱集团”）、深圳市润泽灯光音响科技发展有限公司（以下简称“深圳润泽”）和湖南发展资产管理集团有限公司（以下简称“湖南发展”）。2016年7月和9月，公司股东财信投资、华菱集团和深圳润泽分别向公司增资14.37亿元、4.91亿元和0.70亿元，合计增资19.99亿元，其中新增注册资本共计8.47亿元。2016年7月，湖南发展将持有公司全部股权无偿划转至华菱集团全资子公司湖南迪策创业投资有限公司（以下简称“迪策创投”）。2017年10月，华菱集团和迪策创投将持有公司股权全部转让至财信投资，至此，财信投资持有公司96.49%股权。2017年12月，公司现有股东财信投资和深圳润泽同比例增资10.00亿元，其中新增注册资本共计4.59亿元。2019年9月，公司股东同比例增资10.00亿元，其中新增注册资本5.24亿元。2020年2月，深圳润泽将持有的公司2.02%的股权转让给新余财虎企业管理中心（有限合伙）（以下简称“新余财虎”）。2020年3月，公司更为现名。截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本均为39.65亿元，其中财信投资持股96.49%，为公司第一大股东，财信投资持有的公司股份无对外质押情况，公司实际控制人为湖南省人民政府（股权结构详见附件1）。

表1 截至2020年6月末公司股东持股情况表（单位：%）

股东	持股比例
湖南财信投资控股有限责任公司	96.49
新余财虎企业管理中心（有限合伙）	2.02
深圳市润泽灯光音响科技发展有限公司	1.49
合计	100.00

资料来源：公司提供

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；代销金融产品（按经营证券业务许可证核定的期限和范围从事经营）。

截至2020年6月末，公司设有经纪业务管理部、财富管理部、投资银行管理部、资产管理部、固定收益部和证券投资部等多个部门。截至2020年6月末，财信证券共有4家分公司，86家证券营业部（4家在筹），其中湖南省内39家（2家在筹）、省外47家（2家在筹）；拥有全资一级子公司深圳惠和投资有限公司（以下简称“惠和投资”）和深圳市惠和投资基金管理有限公司（以下简称“惠和基金”），控股子公司财信期货有限公司（以下简称“财信期货”）。截至2020年6月末，公司拥有员工1,693人。

截至2019年末，公司合并资产总额264.45亿元，其中客户资金存款74.42亿元，客户备付金12.29亿元；负债总额188.84亿元，其中代理买卖证券款87.23亿元；所有者权益合计75.61亿元，其中归属于母公司的所有者权益73.72亿元；母公司口径的净资产65.67亿元；2019年，公司实现营业收入15.62亿元，净利润4.06亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.07亿元；现金及现金

等价物净增加额 39.32 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 309.42 亿元，其中客户资金存款 90.98 亿元，客户备付金 12.86 亿元；负债总额 230.88 亿元，其中代理买卖证券款 109.64 亿元；所有者权益合计 78.53 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 76.62 亿元；母公司口径的净资产 69.05 亿元；2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 9.93 亿元，净利润 2.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.61 亿元；现金及现金等价物净增加额 3.47 亿元。

公司注册地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 26 层；法定代表人：刘宛晨。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“财信证券有限责任公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）”，本期债券发行总额为不超过 20 亿元（含）。本期债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券分为两个品种，品种一为 2 年期，附第 1 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，品种二为 4 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。票面利率及其确定方式由公司根据发行情况协商确定；本期债券采用单利按年计息，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。

本期债券由财信投资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行等相关费用后，拟用于补充公司营运资金及偿还公司负债。

三、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

股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

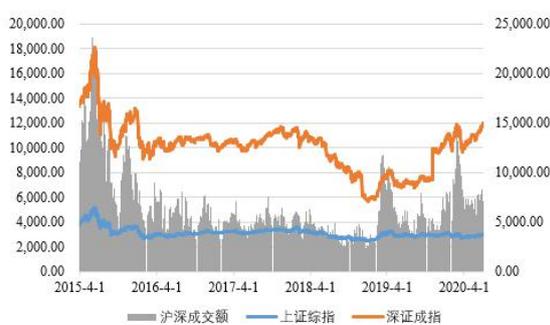
近年来，股票市场震荡加剧，2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长。根据交易所公布的数据，截至 2019 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,777 家；股票市场总市值为 59.29 万亿元，较 2018 年底增长 36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，

整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1,418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1,054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

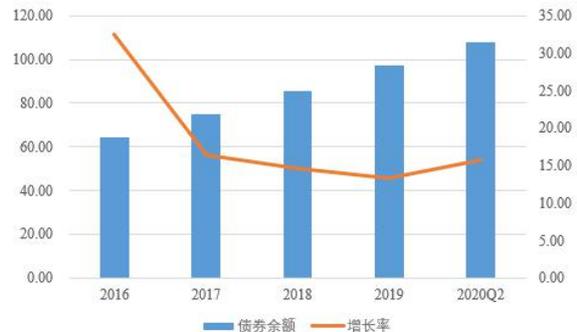
衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 1 股票市场指数和成交额情况 (单位: 点、亿元)



资料来源: WIND, 联合评级整理

图 2 债券市场余额和增长率 (单位: 万亿元、%)



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 3 月，新证券法正式实施，加大了资本市场违法违规成本，有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境；全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革也已正式落地，进一步扩大了证券市场规模。

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

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

表 2 证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数（家）	125	129	131	131	133
盈利家数（家）	124	124	120	106	120
盈利家数占比（%）	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入（亿元）	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87	3,604.83
净利润（亿元）	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20	1,230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,604.83 亿元和净利润 1,230.95 亿元，分别同比增长 35.37% 和 84.77%，经营业绩大幅改善。

2020 年上半年，随着国内疫情防控落实和复产复工推进，二季度经济增速转正，A 股指数逐步企稳，中小创指数和沪深交易额大幅增长；其中上证综指跌幅 2.15%，深成综指上涨 14.97%，沪深交易额同比增长 28.70%。截至 2020 年 6 月底，134 家证券公司总资产为 8.03 万亿元，较 2019 年底增长 10.61%；净资产为 2.09 万亿元，较 2019 年底增长 3.47%，净资本为 1.67 万亿元，较 2019 年增长 3.09%。2020 年上半年，134 家证券公司实现营业收入 2,134.04 亿元，实现净利润 831.47 亿元，分别同比增长 19.26% 和 24.73%，经营业绩同比大幅增长，其中 124 家公司实现盈利。

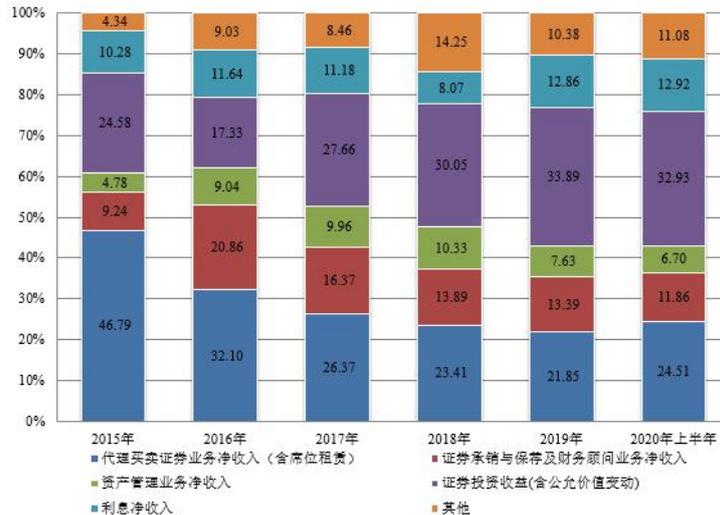
2. 业务分析

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

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持 20% 以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017 年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；2018 年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比增加至 30% 以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019 年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经

纪业务收入占比较为稳定。2020年上半年，经纪业务收入占比小幅增长，连续多年下降后有所回升，其他业务占比变动较小，业务结构稳定。

图3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



资料来源：中国证券业协会网站

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

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

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。2020年上半年，134家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）523.10亿元，同比增长17.82%。

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

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

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2,532.48亿元，发行家数203家，分别较去

年同期增长 83.76%和 93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为 0.69 万亿元，同比下降 10.58%，延续下降走势。科创板方面，自 6 月开板以来共有 116 家科创类公司提交发审委，109 家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模 1,027.22 亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019 年证券公司承销各类债券金额 7.78 万亿元，同比增长 31.92%。基于上述因素，2019 年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 482.65 亿元，同比增长 30.46%。2020 年上半年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 253.17 亿元，同比增长 28.10%。

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

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

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

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长 51.46%，成为第一大收入来源。2018 年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018 年债券市场新增 43 家违约主体，较 2017 年 9 家大幅增加，违约金额达 1,154.50 亿元，系 2017 年违约金额的 3.42 倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续 2018 年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长。同时，2019 年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2019 年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1,221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020 年上半年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）702.74 亿元，同比增长 13.24%。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能

力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2019 年末，证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元，较 2018 年末下降 12.90%；2019 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.16 亿元，同比基本持平。2020 年上半年，证券公司实现资产管理业务净收入 142.91 亿元，同比增长 12.24%。

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

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2019 年末，融资融券余额 1.02 万亿元，较 2018 年末增长 34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至 2019 年 11 月末，深沪两市股票质押回购融资余额 9,429 亿元，较 2018 年末下降 20.94%；股票质押回购质押股票总市值 1.8 万亿元，占 A 股总市值 3.3%，较 2018 年末下降 1.3 个百分点，较 2017 年底峰值下降 2.90 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司为 469 家，较年初减少 117 家，降幅分别为 13.80% 和 20.00%。截至 2020 年 2 月末，市场质押总股数 5,705.83 亿股，市场质押股数占总股本的 8.41%，分别较 2019 年末进一步下降 1.73% 和 0.17 个百分点；控股股东持股质押比例超过 80% 的上市公司为 467 家，较 2019 年末减少 2 家，高比例质押风险有所化解。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。2020 年上半年，证券公司实现利息净收入 275.66 亿元，同比增长 20.21%。

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

3. 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、专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019 年，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，2020 年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券和国联证券已实现上市。2020 年以来已有 5 家上市券商完成定向增发募集货币资金，其中海通证券和国信证券分别募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、粤开证券等多家新三板挂牌证券公司未来将筹备 A 股上市，其中华龙证券和开源证券已于新三板退市。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019年10月，证监会宣布，自2020年1月1日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立3家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

2019年11月，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司，也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2019年末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计2,354.94亿元，净利润780.77亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为66.89%和62.75%。截至2019年底，前十大证券公司资产总额为4.51万亿元，占全行业总资产的62.78%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过60%，行业集中度较高。

表3 截至2019年末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	1,654.50	7,917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1,460.94	5,593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1,411.19	6,367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1,256.55	5,621.81	248.63	90.57
5	广发证券	941.37	3,943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3,817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3,535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3,156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2,856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2,246.44	140.93	49.14
合计		10,200.34	45,056.60	2,354.94	780.77

数据来源：WIND

4. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

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

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。

债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018-2019年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，证券公司面临信用风险加大。

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

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

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

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

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

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

5. 未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

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

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

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

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

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

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体

现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平，从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升。

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。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布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。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。

四、规模与竞争力

公司作为综合性券商，各项业务排名行业中游；在湖南省内具备较强的区域竞争力，债券发行承销业务居省内优势地位。

公司为湖南省内唯一一家省属国有控股综合性证券公司，截至2020年6月末，公司于深圳、浙江、广州和天津设立分公司4家，于全国设立证券营业部86家（4家在筹）；其中湖南省内39家（2家在筹），基本覆盖了湖南省主要城市区域；其余网点主要分布在深圳、杭州及省会城市等经济发达地区，初步实现了全国范围的布局，较多的经营网点为公司业务发展提供了较好的平台。2019年，公司证券经纪业务收入排名第43名，投资银行业务收入排名第46名，融资类业务收入排名第50名。

近年来，公司债券承销业务主要依赖省内项目发展，专项排名靠前。在国家发改委公布的“2018年度企业债券主承销商信用评价”中，公司排名第17位。2019年，公司债券承销规模排名行业第25名，企业债券承销规模排名第29位。2019年，公司凭借快乐购重大资产重组项目获“2018年湖南金融力量”奖，同时获“2019中国区交易所债券投行君鼎奖”“2019中国区银行间债券投行君鼎奖”。截至2020年6月末，公司投资银行债券项目储备218个，其中湖南省内155个，投行业务具有较强区域竞争力。

表4 2017-2019年公司主要指标排名（单位：名、个）

项目	2017年	2018年	2019年
净资本	71	67	60
营业收入	69	75	55
证券经纪业务收入	45	42	43
客户资产管理业务收入	--	45	44
投资银行业务收入	46	57	46
融资类业务收入	52	55	50

证券投资收入	73	94	64
参与排名证券公司家数	98	98	98

注：证券业协会仅公布客户资产管理业务收入行业中位数以上排名；
资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合评级整理

股东支持力度较大，连续增资后公司资本实力持续提升。

公司控股股东财信投资系湖南财信金融控股集团有限公司（以下简称“财信金控”）全资子公司，财信金控是湖南省内金融牌照最齐全、实力最强的国有金融控股集团，业务涉及银行、信托、证券、资产管理、产业基金、创业投资、担保、股权交易以及典当等行业。公司作为财信金控重要业务单元，与股东下属各金融单元间的业务协同领域丰富，发展前景较好。

2016年7月和9月，股东对公司合计增资19.99亿元，2017年10月，股东华菱集团将持有出资额转让至财信投资，2017年12月，公司现有股东财信投资和深圳润泽按照持股比例分别增资9.65亿元和0.35亿元。2019年9月，公司股东同比例增资10.00亿元。截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本均为39.65亿元，资本实力持续增强，有助于公司未来各项业务的开展。公司作为省属国有综合类证券公司，在湖南省具备较强的竞争力；股东背景强大，在资金和业务协同等方面能够给予公司较大支持。

五、公司治理与内控

1. 股权结构和公司治理

公司搭建了较为完整的公司治理架构，整体治理水平较好。

公司股权集中，截至2020年6月末，公司注册资本39.65亿元，财信投资持股比例96.49%。公司经营活动不受股东单位及其关联方的控制和影响，业务体系完整独立，能够保持充分的自主经营能力。公司依据相关法律法规要求，建立了股东会、董事会、监事会和经营管理层“三会一层”相互分离、互相制衡的法人治理结构。

股东会是公司最高权力机构，由全体股东组成，依法行使以下职权：决定公司经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会及监事会报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案及利润分配方案等。近年来，公司按照相关规定召开股东会，表决程序和决议内容符合相关要求。近年来，公司股东会审议通过了修改公司章程、实施增资扩股和股权划转、开展新业务等多项议案，较好地保障了股东的知情权、参与权和表决权。

董事会为公司的决策机构，公司董事会由7名董事组成，其中独立董事2人，职工董事1名。董事长由第一大股东提名，全体董事过半数选举产生和更换。董事会下设薪酬与提名委员会、风险控制委员会和审计委员会。近年来，公司董事会会议审议通过了公司机构设置调整方案、财务预决算方案、年度经营计划、利润分配方案等多项议案。董事会及其下设专门委员会较好地履行了决策职能。

监事会为公司监督机构，公司监事会监事人数为4人，其中职工监事3人，设监事会主席1人。公司全体监事依据《公司章程》赋予的监督职责，本着对股东会负责的宗旨，积极对公司财务以及董事、总裁和其他高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督检查，维护公司及股东的合法权益。近年来，公司监事会较好地执行了监督职能。

公司高级管理人员8人，其中总裁1人，副总裁4人，董事会秘书兼财务总监1人，合规总监

兼首席风险官 1 人，首席信息官 1 人。公司高级管理层成员均具有较高的学历背景和丰富的经营管理经验，有助于公司的科学经营决策和稳健发展。

2. 内控及合规

公司不断完善内控体系和制度建设，能够较好地支撑各项业务的发展，但其管理与内控水平有待进一步优化。

近年来，公司加快构建完善的合规管理制度体系，完成对公司《全面风险管理办法》和《合规管理办法》的全面修订。围绕合规管理基本制度，对其他合规管理制度进行全面梳理，完成公司《合规考核管理办法》《合规管理人员管理与考核办法》《合同管理办法》《反洗钱和反恐怖融资内部控制制度》及配套制度、《业务信息隔离规则》及配套制度、《违规经营管理、违规执业行为内部举报制度》等多项制度的修订和制定。

近年来，公司被监管部门采取行政监管措施、行政处罚的情况包括：2017 年，公司被采取 4 次行政监管措施、1 次自律处分、1 次自律措施和 1 次行政处罚；2018 年，公司被采取 1 次行政监管措施和 1 次行政处罚；2019 年，公司被采取 3 次行政监管措施和 3 次自律措施；公司受到的监管措施主要为责令改正、监管谈话等，2019 年，公司经纪、资管和股票质押业务陆续拿到 3 张罚单，沪深交易所对公司作出暂停股票质押回购交易权限 3 个月的处分，自 2019 年 11 月 30 日至 2020 年 2 月 29 日不得新增股票质押回购初始交易，目前业务资质已恢复。2020 年 8 月，财信期货被湖南证监局采取责令改正的监督管理措施。近年来，公司受到监管处罚较多，暴露出公司内控及合规管理中的缺漏，需要进一步完善管理。2017—2020 年证监会分类评级中，公司分别获得 BB 级、BBB 级和、BBB 级和 BB 级，级别变动较小，属一般水平，管理与内控水平有待进一步优化。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务板块包括投资银行、信用交易及证券经纪业务等。近年来，受市场行情波动和行业竞争加剧影响，公司营业收入波动较大，2018 年公司出现亏损，2019 年收入大幅增长，收入结构更加均衡，2020 年上半年公司收入增幅好于行业平均水平；未来公司收入实现受市场行情影响较大，存在一定不确定性。

公司经营的主要业务板块包括经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、自营投资业务和信用交易业务等。2017—2019 年，受证券市场行情影响，公司营业收入出现较大波动，其中 2018 年营业收入同比下降 42.12%；2019 年受益于市场行情回暖，公司各项业务均实现增长，其中自营投资收益较好，公司实现营业收入 15.62 亿元，同比大幅增长 1.72 倍。2017—2019 年，公司实现净利润分别为 1.04 亿元、-2.33 亿元和 4.06 亿元，2019 年扭亏为盈并实现较好收益。

从业务结构来看，证券经纪业务和信用交易业务仍为公司前两大收入来源，但是随着其他业务板块收入增长，公司收入结构更加均衡。2017—2019 年，证券经纪业务占比分别为 56.39%、82.61% 和 38.54%，证券经纪收入规模较稳定，2019 年随着其他板块收入增长，证券经纪业务占比大幅下降 44.07 个百分点；信用交易业务占比分别为 40.38%、63.65% 和 24.07%，2019 年随着股票质押业务收缩，信用业务占比下降 39.58 个百分点，收入同比基本无变动，仍为第二大收入来源；自营投资业务占比分别为 19.44%、7.65% 和 21.13%，波动较大，2019 年实现自营投资收入 3.30 亿元，同比增长 6.50 倍；投资银行业务占比分别为 30.21%、25.57% 和 17.16%，占比逐年下降，但是收入规模 2019

年有所回升；资产管理业务收入规模逐年提升，但是目前规模较小；期货业务收入占比分别为 5.24%、8.17%和 7.17%，2019 年随着现货贸易等业务发展使收入大幅增长，但利润贡献少；其他收入主要包括子公司惠和投资、惠和投资基金和并表的资管产品业务收入，其中惠和投资、惠和投资基金收入规模较小，2018 年资管产品亏损较大，2019 年不再发生损失。

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 9.93 亿元，同比增长 34.62%，实现净利润 2.63 亿元，同比增长 25.52%，增幅均好于行业平均水平，公司各项主要业务收入均同比增长；公司收入结构较 2019 年变动不大，自营投资业务收入和期货经纪业务收入占比分别上升至 25.48%和 12.49%，投资银行、信用交易和资管业务收入占比均有所下降。

表 5 公司营业收入及占比情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	5.60	56.39	4.75	82.61	6.02	38.54	3.80	38.27
投资银行业务	3.00	30.21	1.47	25.57	2.68	17.16	1.26	12.69
信用交易业务	4.01	40.38	3.66	63.65	3.76	24.07	1.97	19.84
资产管理业务	0.69	6.95	0.82	14.26	0.91	5.82	0.46	4.63
自营投资业务	1.93	19.44	0.44	7.65	3.30	21.13	2.53	25.48
期货经纪业务	0.52	5.24	0.47	8.17	1.12	7.17	1.24	12.49
其他	-3.71	-37.36	-5.18	-90.09	-1.49	-9.51	-0.91	-9.16
分部抵消	-2.11	-21.25	-0.68	-11.83	-0.68	-4.38	-0.42	-4.23
营业收入合计	9.93	100.00	5.75	100.00	15.62	100.00	9.93	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

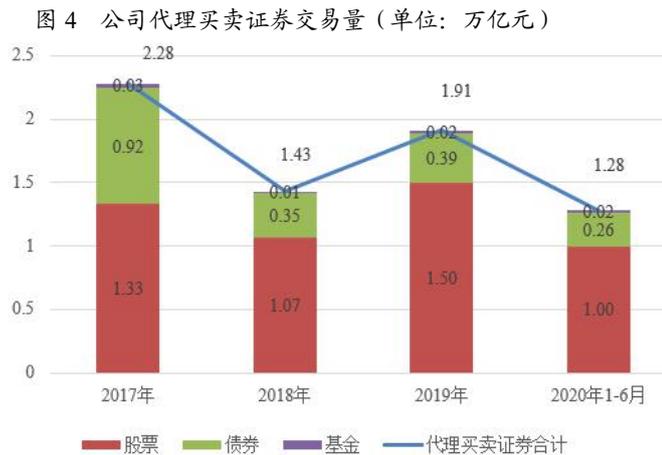
2. 业务运营

证券经纪业务收入始终为公司第一大收入来源，近年来受市场行情震荡影响，公司代理买卖证券规模呈“U 型”走势，证券经纪业务收入有所波动，未来经纪业务收入增长面临一定的不确定性。

公司经纪业务资格齐全，主要包括向客户提供股票、基金、权证、债券等代理交易买卖业务、代销金融产品以及期货中间介绍等多种服务。受证券市场行情波动影响，2017—2019 年，公司证券经纪业务收入呈 U 型走势，三年实现收入分别为 5.60 亿元、4.75 亿元和 6.02 亿元，年均复合增长 3.68%；其中，2017—2019 年，公司代理买卖证券手续费及佣金净收入分别为 4.21 亿元、3.32 亿元和 4.24 亿元。

经纪业务受证券市场行情影响较大，2017—2019 年，随着证券市场的震荡，公司代理买卖证券交易额呈 U 型走势，2018 年，代理买卖证券交易金额下降 37.41%，2019 年有所回升。受互联网金融发展和行业竞争加剧影响，公司经纪业务佣金率逐年降低，2017—2019 年分别为 0.0351%、0.0340%和 0.0302%，仍高于行业平均水平。近年来，公司以优化经纪业务结构为目标，结合互联网渠道，扩大客户规模和经纪业务市场份额。2017—2019 年，公司零售经纪业务客户数量分别为 208.53 万户、228.40 万户和 243.67 万户，呈逐年增长态势，从客户结构来看，公司零售经纪业务始终以个人客户为主。

2020 年 1—6 月，公司实现证券经纪业务收入 3.80 亿元；代理买卖证券交易金额 1.28 万亿元。



资料来源：公司提供，联合评级整理

公司投行业务以省内为主、以债券业务为主，受区域政策监管的影响较大；2019年以来，公司加大公司债的业务拓展力度，投资银行业务收入有所回升，目前项目储备情况较好。

公司投资银行业务主要包括股票承销保荐业务、债券承销业务、并购重组业务以及其他创新业务。截至2020年6月末，公司投资银行业务团队共有149人，其中保荐代表人10人、准保荐代表人11人。近年来，公司积极开展投行业务，大力开拓债券承销市场，2017—2019年，公司分别实现投行业务收入3.00亿元、1.47亿元和2.68亿元，年均复合下降5.48%，2018年投资银行业务收入降幅较大，主要系公司债券业务以省内企业债承销为主，2018年随着地方企业债政策调控，公司债券承销业务大幅下滑所致。

股权业务方面，由于公司获得保荐业务资格时间较短，且股权类项目培育期较长，因此整体股权业务规模较小，尚处于起步阶段。2017年，公司与湖南省政府金融办签署了《财务顾问服务协议》，加强在湖南省地区的投行服务能力，同时公司担任财务顾问的“快乐购”（现名“芒果超媒”）并购重组项目已报证监会审核。2018年，公司投行业务股权业务完成2单，承销金额57.75亿元，较2017年大幅增长。2019年，公司继续推进“芒果超媒”资产重组的募集配套资金部分，完成20.00亿元配套融资发行，并完成一个上市公司配股项目，4单并购重组项目，业务和市场影响力有所提升。

债券业务方面，公司立足湖南省，着力挖掘省内优质资源，以企业债承销为主。2017—2019年，公司债券主承销金额波动下降，实现债券主承销收入分别为2.64亿元、0.92亿元和2.00亿元，2019年有所回升，系年内公司加大公司债的业务开拓所致。2019年，公司债券主承销项目较上年的14只增长至32只，金额大幅增长1.04倍至294.98亿元。2017年和2018年，公司债券主承销佣金收入行业排名分别为第21位和第39位。

2020年1—6月，公司投行业务收入1.26亿元，完成债券主承销家数32个，主承销金额190.73亿元。

从项目储备来看，截至2020年6月末，债券项目储备218个（湖南省内155个），其中60个已取得批文或无异议函，25个已上报国家发改委或交易所；IPO储备项目6个、非公开增发储备项目2个、上市公司并购重组储备项目2个；新三板精选层承销保荐项目4个，项目储备情况良好。

表 6 公司债券承销情况表 (单位: 个、亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
债券主承销家数	50	14	32	32
债券主承销金额	350.65	144.80	294.98	190.73
债券主承销收入	2.64	0.92	2.00	0.86
债券分销家数	8	22	38	22
债券分销收入	0.05	0.19	0.18	0.05

资料来源: 公司提供, 联合评级整理

受市场行情影响, 公司融资融券业务余额和证券经纪业务走势基本相符, 整体利息收入较稳定; 公司逐步收缩股票质押回购业务, 目前业务余额较小, 但仍应持续关注股票质押业务风险暴露情况。

公司信用交易业务主要包括融资融券业务和股票质押业务。近年来, 公司信用交易业务收入占比变动较大, 2019 年随着自营投资业务增长, 信用交易业务收入占比大幅下滑, 但仍为公司第二大收入来源。2017—2019 年, 公司信用交易业务实现收入分别为 4.01 亿元、3.66 亿元和 3.76 亿元, 收入规模较稳定。

融资融券业务方面, 2017—2019 年, 公司开立信用账户总户数持续增长, 融资融券业务规模随市场变动有所波动, 日均融资融券规模分别为 46.02 亿元、37.14 亿元和 45.02 亿元, 与证券经纪业务走势基本一致; 同期, 公司融资融券业务利息净收入分别为 3.67 亿元、3.57 亿元和 3.32 亿元, 逐年减少, 但降幅较小, 2019 年市场利率下行, 利息收入有所下降。2017 年, 公司发生 39 例客户违约, 追偿后剩余违约金额 30.08 万元, 金额较小, 2018—2019 年公司无重大的逾期融出资金情况。

表 7 公司融资融券业务情况 (单位: 个、亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
期末融资融券账户数目	18,286	19,285	21,518	22,245
累计授信金额	369.18	393.39	417.58	434.48
期末融出资金余额	53.78	33.84	45.98	52.45
日均融资融券规模	46.02	37.14	45.02	49.36
融资融券业务利息净收入	3.67	3.57	3.32	1.84

资料来源: 公司提供, 联合评级整理

股票质押式回购方面, 2017—2019 年, 公司股票质押回购业务余额分别为 8.66 亿元、5.45 亿元和 5.24 亿元¹, 实现利息收入 0.61 亿元、0.32 亿元和 0.48 亿元, 收入规模有所波动, 公司股票质押业务规模较小且逐年减少, 主动控制股票质押业务风险。

2020 年 1—6 月, 公司股票质押业务利息收入 0.12 亿元, 融资融券业务利息净收入 1.84 亿元, 为公司信用业务主要收入来源; 截至 2020 年 6 月末, 股票质押业务余额 1.81 亿元, 融出资金余额 52.45 亿元。

因公司开展股票质押回购业务中, 未能持续有效对融入方经营、财务、对外担保和诉讼等情况进行跟踪, 2019 年 11 月, 沪深交易所暂停公司股票质押式回购交易权限 3 个月, 对公司业务产生一定影响, 目前暂停期满股票质押业务已恢复。截至 2020 年 6 月末, 股票质押业务单笔规模超过 1,000 万元的业务中, 发生违约或者延期支付等非正常合约共 3 笔, 涉及上市公司股票分别是“千山药机”和“*ST 鹏起”, 项目涉及金额共计 0.43 亿元, 3 笔业务已计提减值损失 0.43 亿元。

¹ 此处为公司自有资金参与的股票质押回购业务余额。

近年来，公司资产管理业务积极转型，主动管理类产品持续增长，业务收入不断提升，但收入规模仍较小。

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。2017—2019年，公司资产管理业务收入分别为0.69亿元、0.82亿元和0.91亿元，年均复合增长14.84%；随着费率较高的集合产品规模增加，公司资管业务收入持续增长，但总体规模仍较小。

2017—2019年末，财信资产管理规模逐年下降，分别为357.15亿元、342.86亿元和272.80亿元，年均复合下降12.60%，逐年下降，主要是逐步清理通道业务所致。其中，集合资产管理业务规模分别为57.51亿元、103.46亿元和122.72亿元，年均增长46.08%，占总规模比重分别为16.10%、30.18%和44.99%，呈持续上升趋势，产品结构有所优化，主动管理业务占比有所提高。截至2019年末，公司资产管理业务规模较上年末下降20.43%；其中，集合资产管理业务规模较年初增长18.62%，定向资产管理业务规模较年初减少38.98%，专项资产管理规模增长47.83%，定向资产管理业务仍是公司主要业务类型，其规模占公司资产管理规模的比重为52.52%。截至2019年末，公司主动管理业务产品数量59支，主动管理日均规模达180.20亿元，占日均总管理规模的57.63%。

截至2020年6月末，公司资产管理规模212.04亿元，较上年末下降22.27%，主要为定向资管规模下降，主动管理业务产品数量64支，主动管理规模达160.72亿元，主动管理日均规模达170.94亿元，占日均总管理规模的70.44%。截至2020年6月末，公司持有资管产品劣后级或提供增信措施的规模为0.69亿元，目前未造成损失。

表8 公司资产管理业务受托规模和手续费净收入情况（单位：亿元）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	资产管理规模	手续费净收入	资产管理规模	手续费净收入	资产管理规模	手续费净收入	资产管理规模	手续费净收入
集合资产管理	57.51	0.53	103.46	0.64	122.72	0.70	107.11	0.40
定向资产管理	284.74	0.15	234.80	0.18	143.28	0.21	98.40	0.06
专项资产管理	14.90	0.02	4.60	0.00	6.80	0.00	6.53	0.00
合计	357.15	0.69	342.86	0.82	272.80	0.91	212.04	0.45

资料来源：公司提供

近年来，公司自营业务投资规模波动变化，投资业绩波动较大，2019年以来，公司投资规模和收入水平大幅回升，但债券持仓违约较多，需持续关注该业务回收情况。

公司自营投资业务以权益类证券投资、固定收益类证券投资和衍生品投资为主，已形成固定收益、证券投资、做市业务、量化投资、金融衍生品投资的全投资业务体系。近年来，随着证券市场波动加剧，公司自营投资收入变动较大，2017—2019年，分别实现收入1.93亿元、0.44亿元和3.30亿元，2018年公司股票投资亏损较大，债券投资收益较高，总体收益为正，2019年整体自营投资收益很好，收入增幅较大。

2017—2019年末，公司自营业务投资规模波动增长，2018年投资规模有所下降，主要是股票持仓减少所致，2019年随着行情转好，自营投资规模大幅增长。投资结构方面，2017—2019年，公司始终以债券投资为主，且占比呈增长态势，债券投资分别为38.00亿元、47.06亿元和64.02亿元，占自营投资的比重分别为56.21%、77.94%和84.60%。截至2019年末，公司信用债持仓结构中，AAA、AA+和AA持仓占比分别为51.52%、15.42%和28.66%，以高等级信用债券为主。2017—2019年末，公司股票投资规模为20.67亿元、4.34亿元和4.51亿元，占自营投资的比重快速下降，分别为30.58%、7.19%和5.96%，2018年以来，随着市场行情出现大幅下滑，公司大幅收缩股票投资规模。2017—2019

年末，公司基金产品投资金额波动增长，持仓余额分别为 0.53 亿元、5.22 亿元和 3.71 亿元。2017—2019 年末，公司资产管理计划产品投资金额波动下降，分别为 4.66 亿元、1.73 亿元和 3.40 亿元。其他类投资主要包括资产支持证券产品投资和理财产品投资，截至 2019 年末，其他类投资规模占比为 0.04%，账面余额 0.03 亿元，规模很小。截至 2019 年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 8.86%，较 2018 年末增加 1.90 个百分点，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 116.66%，较 2018 年末下降 7.61 个百分点，主要系公司当期调整自营投资结构所致。

截至 2020 年 6 月末，公司自营投资规模 122.23 亿元，较上年末增长 61.53%，主要为债券和基金持仓大幅增长所致；债券持仓 95.52 亿元，较上年末增长 49.20%，占比 78.15%，仍为主要投资类型；公司债券持仓中，利率债规模 2.47 亿元，AAA、AA+和 AA 信用债持仓分别为 26.00 亿元、27.90 亿元和 23.96 亿元，高等级信用债规模较大。

截至 2020 年 6 月末，公司债券自营投资业务发生违约情况 5 例，分别是“15 银亿 01”“16 申信 01”“16 华阳 01”“16 中信国安 MTN001”和“18 方正 05”项目，涉及投资金额共 1.49 亿元，上述项目均已按照估值和成本差额计提减值。

表 9 公司投资资产表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	38.00	56.21	47.06	77.94	64.02	84.60	95.52	78.15
股票	20.67	30.58	4.34	7.19	4.51	5.96	5.27	4.31
基金	0.53	0.78	5.22	8.65	3.71	4.90	14.11	11.54
资产管理计划	4.66	6.89	1.73	2.87	3.40	4.49	6.27	5.13
其他	3.74	5.53	2.03	3.36	0.03	0.04	1.06	0.87
合计	67.60	100.00	60.38	100.00	75.67	100.00	122.23	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

财信期货业务发展较为稳定；受益于公司注资，财信期货资本实力进一步增强，有力支撑期货业务持续增长。

公司期货业务由子公司财信期货有限公司（以下简称“财信期货”）负责运营，财信期货经营范围为商品期货经纪、金融期货经纪。财信期货成立于 2005 年 8 月，原名“德盛期货有限公司”，2015 年 10 月 14 日，湖南省财政厅下发《湖南省财政厅关于同意湖南国投转让所持财富证券股权和德盛期货股权的批复》（湘财金函〔2015〕28 号），同意公司以备案评估值 339.75 万元的价格协议受让湖南省国有投资经营有限公司所持德盛期货 3%的股权，德盛期货变更为公司全资子公司。2016 年 8 月，公司完成向德盛期货增资 1.00 亿元；2019 年 12 月，公司和财信投资分别按 33.33%和 66.67%比例向德盛期货增资 2.73 亿元，德盛期货成为公司控股子公司；2020 年 3 月，德盛期货有限公司更名为财信期货。截至 2020 年 6 月末，财信期货注册资本 4.73 亿元，公司持有 61.54%股份。

2017—2019 年，财信期货业务稳定发展，实现收入分别为 0.52 亿元、0.47 亿元和 1.12 亿元，2019 年随着现货贸易等业务发展，收入增速较快，但利润贡献仍较小。2020 年上半年，财信期货实现营业收入 1.24 亿元。

3. 未来发展

公司定位明确，针对各项业务制定了较为清晰的发展路径，有助于公司未来业务发展。

未来，公司将进一步走特色化经营道路，提升经营业绩。经纪业务方面，公司的目标为“整合平台资源价值、追求专业细分优势”；投行业务方面，公司将继续以“精耕湖南、深耕湖南”为主线，打造债券业务强势品牌，并拓展保荐、并购重组等股权类业务；权益投资业务方面，公司将顺应资产管理业务回归主动管理的大趋势，秉承控制风险、价值投资的投资理念，抓住主动管理资产管理业务发展的窗口期；固定收益业务方面，公司仍将其作为自有资金获取稳定收益的重要途径，着力打造投资、研究、信评专业化队伍。

七、风险管理分析

公司根据自身的中性风险偏好，初步搭建了匹配公司业务发展的风险管理体系，能够满足当前业务发展的需要。未来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。

近年来，公司董事会坚持在保持风险可测、可控、可承受的前提下，获取更高收益，提升公司核心竞争力的管理战略，确立了中立风险偏好的风险管理策略。在确立中立风险偏好策略的基础上，对公司经营过程设定了操作风险（含合规风险）零容忍、流动性风险复合监管标准、市场风险限额控制、信用风险敞口控制的风险管理政策。公司在风险容忍度范围内，根据收入与风险相匹配的原则对各种业务类型进行细分，并由董事会确定业务资本投入和年度风险限额。各业务按授权交易限额、止损限额、敞口限额等动态管理。

公司经营管理层根据董事会确立的风险政策，制定了“变被动监控为主动管理、变事中控制为事前评估、变预警提示为决策参与”的风险管理方针。对于重要业务部门，通过指派风险管理人员的方式加强重点风险防范。由于公司自营业务部门集中于深圳，公司已在深圳分公司设立风险管理部，该部门在业务和考核上由总部风险管理部归口管理，实现风险管理的前移。

对于新业务、新项目能否开展，公司总裁办公室赋予合规管理部、风险管理部一票否决权。风险管理部已建立风险评估标准，采用定性与定量相结合的方式对项目风险进行评估。

市场风险管理

公司根据《证券公司全面风险管理规范》的要求，制定了《财信证券市场风险管理细则》，明确了市场风险管理方法、架构、流程、机制等以及各部门在市场风险管理中的职责，对公司面临的的市场风险进行识别、评估、监测、报告和管理。公司依据确定的风险偏好、风险容忍度、资本实力、发展战略、业务和产品的市场风险收益特性以及外部市场变化等要素，建立市场风险限额管理体系。公司建立了各业务市场风险限额指标、风险价值模型（VaR）为核心的市场风险量化指标体系，结合敏感性分析和压力测试等手段，持续对市场风险进行识别、评估、监测和管理。

信用风险管理

公司信用风险主要来自两方面：一是融资融券、约定购回式证券交易、股票质押式回购交易等业务客户违约带来损失的风险；二是债券等债权类金融产品投资的违约风险，即所投产品之发行人、融资人或交易对手方出现违约、拒绝支付到期本息，导致资产损失和收益变化的风险。

公司从事融资融券业务、约定购回式业务、股票质押式回购业务，建立了客户征信和授权机制，达到或超过公司规定的信用等级的客户，公司才为其提供融资融券等服务。公司信用业务部门通过持续实时监控融资融券业务、约定购回式业务、股票质押式回购业务客户资产价值的变化，及时跟踪分析客户信用状况。

公司自营业务进行债券撮合业务时，严格控制债券当日持仓额及持有时间，将非主动投资债券

持仓造成的信用风险控制可在可承受范围内。同时，公司自营业务、资产管理业务部门动态跟踪投资品种价格，评估重大信用风险来源，通过内部或外部研究对发行主体、担保主体及债项进行评估，当出现信用风险时及时报告风险管理部门。

公司承担信用风险的各业务部门逐步建立交易对手信用评价机制，逐步完善公司交易对手信用风险数据库，对交易对手和客户通过定性分析和定量分析等方式进行信用分析，设立内部信用等级，并将外部评级和内部评级互为补充。

流动性风险管理

流动性风险，是指公司无法以合理成本及时获得充足资金，以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。在公司风险管理部协助与指导下，财务管理部根据《证券公司全面风险管理规范》《证券公司流动性风险指引》的要求，制定了《财信证券流动性风险管理细则》，明确流动性风险管理的总体目标、管理模式以及流动性风险识别、计量、监测和控制的方法和程序。公司至少每半年开展一次流动性风险压力测试，在必要时进行临时性、专门压力测试。财务管理部每天收市后编制资金匡算表，匡算各项业务资金占用额度、剩余额度及剩余可用资金；建立资金预约机制，大额资金支付须至少提前 5 个工作日预约；建立资金台账，预测未来 30 天的资金收付情况，并制定融资计划。

截至 2020 年 6 月末，公司净稳定资金率和流动性覆盖率分别为 202.75%和 259.43%，均符合监管要求。

操作风险管理

公司针对不同业务特点制定了合适的、严格的操作流程，并通过严格权限管理，实行重要岗位双人、双职等方法。通过风险自我评估、关键风险指标、风险归因等多种方法，对业务开展过程中面临的各类操作风险进行识别，在日常经营中将风险管理和内部控制工作重心前移，发挥风险管理部、合规管理部、稽核审计部等内部控制部门的操作风险管理职能。此外，针对员工道德风险，公司不断健全内部控制管理机制，完善操作流程，强化问责制，加强职业操守和职业道德教育，减少操作风险发生的可能性及其不利影响。

八、财务分析

1. 财务概况

公司 2017—2019 年财务报告经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留意见，2020 年半年度财务报表数据未经审计。2017—2019 年，公司合并范围无较大变化。公司自 2019 年 1 月 1 日起施行财政部于 2017 年修订的《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—套期会计》和《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”），2018 年数据采用 2019 年审计报告期初调整后数据，财务数据可比性很强。

2. 资金来源与流动性

近年来，公司债务规模和杠杆水平均有所下降，公司短期债务占比较高，对流动性管理带来了一定的压力。

近年来，公司负债规模不断下降。2017—2019 年末公司负债总额分别为 204.39 亿元、143.23 亿元和 188.84 亿元，年均减少 3.88%。截至 2019 年末，公司负债总额 188.84 亿元，较上年末增长 31.84%，

自有负债 92.86 亿元，较上年末增长 19.95%。截至 2019 年末，公司自有负债主要由卖出回购金融资产款和应付债券组成，占自有负债的比例分别为 33.93%和 37.15%。

表 10 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
负债总额	204.39	143.23	188.84	230.88
自有负债	126.98	77.42	92.86	120.86
其中：卖出回购金融资产款	60.59	40.74	31.51	42.24
应付债券	50.99	33.40	34.50	61.35
全部债务	121.58	82.95	79.90	112.07
其中：短期债务	70.59	56.55	71.32	50.72
长期债务	50.99	26.40	8.58	61.35
自有资产负债率	67.00	56.38	55.12	60.61
净资本/负债	35.80	65.37	71.25	57.59
净资产/负债	50.09	79.50	81.06	64.76

资料来源：公司审计报告和监管报表，2020 年半年度财务报表，联合评级整理

2017—2019 年末，卖出回购金融资产款年均复合下降 27.89%；截至 2019 年底，公司卖出回购金融资产款 31.51 亿元，较年初减少 22.66%，主要系债券质押式和买断式回购业务大幅减少所致。2017—2019 年末，公司应付债券年均复合下降 17.75%；截至 2019 年末，公司应付债券为 34.50 亿元，较年初增长 3.30%，变动较小，2019 年公司发行 8.00 亿元公司债券，同时 7.00 亿元收益凭证到期。

从杠杆水平来看，2017—2019 年末，公司自有资产负债率分别为 67.00%、56.38%和 55.12%，逐年下降，杠杆水平适中。

从有息债务来看，2017—2019 年末，公司全部债务逐年下降，年均下降 18.93%；截至 2019 年末，公司全部债务 79.90 亿元，较年初减少 3.68%，其中短期债务占比 89.26%，较年初上升 21.09 个百分点，长期债务占比 10.74%，短期债务占比上升较快。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额 230.88 亿元，较上年末增长 22.26%，主要为代理买卖证券款和应付债券规模增长，公司全部债务为 112.07 亿元，较上年末增长 40.26%，主要为发行长期公司债券所致。

截至 2020 年 6 月末，全部债务中 2020 年内到期的占比 64.19%，面临一定集中偿付压力，需要公司较好的流动性管理。

表 11 截至 2020 年 6 月末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
2020 年	71.70	64.19
2021 年	10.00	8.95
2022 年	17.00	15.22
2023 年及以后	13.00	11.64
合计	111.70	100.00

注：上表中提供的全部债务与本报告计算公式有所差异
资料来源：公司提供，联合评级整理

2017—2019 年公司自有资产规模有所下降，优质流动性资产占比波动提升，资产流动性较好、

质量较高；2019年，随着业务规模增长，公司资产规模大幅增长，自有资产占比较高，资产流动性较好。

2017—2019年，公司资产规模波动下降，年均减少0.46%，截至2019年末，公司资产总额264.45亿元，较年初增长30.18%，其中自有资产168.48亿元，较年初增长22.68%，占资产总额比重为63.71%，较年初下降3.89个百分点。截至2019年末，公司资产以融出资金、交易性金融资产和买入返售金融资产为主，在资产总额中占比分别为17.45%、24.59%和8.00%。根据风控指标监管报表中数据，公司优质流动资产45.43亿元，较年初增长17.11%，优质流动性资产/总资产指标小幅下降至27.23%，变动不大，公司资产流动性较好。

表 12 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
资产总额	266.93	203.14	264.45	309.42
其中：自有货币资金	15.51	16.28	22.92	10.00
自有结算备付金	3.66	2.06	2.34	1.56
融出资金	53.65	34.49	46.15	52.81
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	34.18	--	--	--
买入返售金融资产	46.02	24.18	21.15	7.55
可供出售金融资产	33.42	--	--	--
交易性金融资产	--	40.67	65.03	105.03
其他债权投资	--	19.52	9.93	16.13
自有资产	189.51	137.32	168.48	199.40
自有资产/资产总额	71.00	67.60	63.71	64.44
优质流动性资产	16.23	38.79	45.43	/
优质流动性资产/总资产	8.60	28.10	27.23	/

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
 资料来源：公司财务报表，联合评级整理

2017—2019年，公司融出资金年均下降7.25%；截至2019年末，公司融出资金46.15亿元，较年初增长33.82%，主要系行情回暖使融资融券业务规模增长所致。截至2019年底，融出资金担保物公允价值余额125.67亿元，为融出资金账面余额的2.72倍，信用风险可控。

截至2019年末，交易性金融资产65.03亿元，较年初大幅增长59.91%，主要系债券持仓规模大幅增长所致，公司持有债券、股票和公募基金金额分别为54.10亿元、3.81亿元和3.71亿元，债券持仓占比83.19%，为主要持仓品种。截至2019年末，公司将交易性金融资产中20.94亿元债券投资为卖出回购业务设定质押。

2017—2019年，公司买入返售金融资产年均减少32.22%；截至2019年末，买入返售金融资产21.15亿元，较年初减少12.56%，主要是公司降低债券回购业务所致，其中债券质押式回购13.90亿元（占比64.44%），债券买断式回购2.43亿元（占比11.24%），股票质押式回购5.24亿元（占比24.29%），债券质押式回购中6.54亿元为交易所债券逆回购交易，买入返售金融资产按照2.18%比例计提减值准备，计提比例较低。

截至2020年6月末，公司资产规模309.42亿元，较上年末增长17.00%，其中自有资产199.40亿元，较上年末增长18.35%，主要系债券自营投资规模增长使交易性金融资产规模增长所致。

3. 资本充足性

近年来，公司所有者权益规模波动增长；公司净资本水平持续提升，各项风险控制指标均符合

监管要求。

2017—2019 年底，公司股东权益分别为 62.53 亿元、59.91 亿元 75.61 亿元，年均增长 9.96%；截至 2019 年末，公司所有者权益 75.61 亿元，较年初增长 26.22%，主要为利润留存和股东增资 10.00 亿元。其中实收资本 39.65 亿元、资本公积 21.81 亿元、盈余公积 3.63 亿元和一般风险准备 7.34 亿元，分别占归属于母公司所有者权益比重 53.78%、29.59%、4.92%和 9.96%，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比高，股东权益稳定性较好。

近年来，公司主要通过股东增资、发行次级债券及利润留存的等途径补充资本。2017—2019 年底，母公司口径（下同）的净资本规模分别为 45.03 亿元、50.27 亿元和 65.67 亿元。截至 2019 年末，公司净资本 65.67 亿元，较年初增长 30.63%，主要系公司净资产增长所致；净资本均为核心净资本，无附属净资本。

从主要风控指标来看，截至 2019 年末，公司母公司口径的净资本/净资产指标为 87.90%，较 2018 年末增长 5.67 个百分点；资本杠杆率 39.19%，较 2018 年末增长 3.04%，主要系核心净资本增加所致；各项风险资本准备之和增长 22.01%至 18.79 亿元，主要系公司自营投资规模增长所致；风险覆盖率指标上升 23.06 个百分点至 349.58%，均远高于监管标准。

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益 78.53 亿元，较上年末增长 3.86%，主要为未分配利润余额增长；公司净资本规模 69.05 亿元，较上年末增长 5.15%，主要系利润留存使净资产增长所致，均为核心净资本；公司风险覆盖率和资本杠杆率分别为 232.59%和 34.79%，较上年末分别下降 116.99 个和 4.40 个百分点。

表 13 公司风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末	监管标准	预警指标
核心净资本	45.03	50.27	65.67	69.05	--	--
附属净资本	0.00	0.00	0.00	0.00	--	--
净资本	45.03	50.27	65.67	69.05	--	--
净资产	63.01	61.14	74.71	77.64	--	--
各项风险资本准备之和	22.13	15.40	18.79	29.69	--	--
风险覆盖率	203.49	326.52	349.58	232.59	≥100	≥120
资本杠杆率	23.58	36.15	39.19	34.79	≥8	≥9.6
净资本/净资产	71.46	82.23	87.90	88.94	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

4. 盈利能力

近年来，公司盈利水平有所波动且 2018 年出现亏损，2019 年以来，公司盈利水平明显回升，但盈利稳定性仍需提升。

近年来，公司盈利水平有所波动。2018 年，公司实现营业收入 5.75 亿元，同比下降 42.12%，降幅大幅高于行业平均水平，2019 年受益于市场行情回暖，公司各项业务均实现增长，其中自营投资收益较好，公司实现营业收入 15.62 亿元，同比大幅增长 1.72 倍。

图 5 公司营业收入和净利润情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司审计报告和财务报表, 联合评级整理

从营业支出来看, 公司营业支出呈持续增长态势。2018 年, 公司营业支出 8.67 亿元, 同比增加 2.44%, 变动不大; 2019 年, 公司营业支出 10.22 亿元, 同比增加 17.82%, 主要为业务及管理费增长所致。从构成来看, 2019 年, 公司营业支出中业务及管理费占 92.04%; 公司的薪酬收入比大幅下降 51.30 个百分点至 36.10%, 主要系营业收入大幅增长所致; 公司的营业费用率 60.21%, 大幅下降 76.01 个百分点, 仍属较高, 费用控制能力仍需加强。

从盈利指标来看, 综合以上收入和成本费用因素, 2018 年, 公司实现净利润 -2.33 亿元, 产生较大亏损。2018 年, 公司各项盈利能力指标均为负, 盈利能力明显下降。2019 年, 公司实现净利润 4.06 亿元, 同比大幅改善 (2018 年亏损 2.33 亿元)。2019 年, 公司营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率分别为 34.58%、2.66% 和 6.00%, 盈利水平明显回升。

2020 年 1—6 月, 公司实现营业收入 9.93 亿元, 同比增长 34.62%, 实现净利润 2.63 亿元, 同比增长 25.52%; 未经年化的自有资产收益率和净资产收益率分别为 2.64% 和 3.41%。

表 14 公司盈利指标 (单位: %、名)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业费用率	80.85	136.23	60.21	57.53
薪酬收入比	47.36	87.40	36.10	/
营业利润率	14.71	-50.95	34.58	35.39
自有资产收益率	0.53	-1.43	2.66	2.64
净资产收益率	1.63	-3.81	6.00	3.41
净资产收益率排名	35	88	/	/

注: 2020 年半年度数据未经审计, 相关指标未经年化

资料来源: 公司财务报表, 联合评级整理

从同行业对比来看, 公司杠杆水平较低, 盈利能力指标小幅优于对标企业, 但盈利稳定性较低。

表 15 截至 2019 年底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
国联证券	6.63	3.10	57.65	61.01	57.82
红塔证券	6.74	2.53	37.80	41.56	67.60

万联证券	3.81	1.48	56.44	25.17	61.38
样本企业平均值	5.73	2.37	50.63	42.58	62.27
财信证券	6.00	2.66	60.21	267.44	55.12

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合评级整理

5. 偿债能力

公司偿债指标表现一般，但考虑到公司资产质量和流动性总体较好，授信规模较大，融资渠道通畅，公司总体偿债能力仍属很强。

2017—2019年，公司流动性覆盖率和净稳定资金率保持稳定且均高于120%以上，公司短期偿债指标表现较好。近年来，受利润总额波动的影响，公司EBITDA亦大幅波动；2018年，公司EBITDA为1.60亿元，较2017年大幅下滑77.31%；2019年，公司EBITDA为9.98亿元，较2018年大幅增长522.78%，EBITDA主要由利润总额（占比53.39%）、利息支出（占比41.92%）和折旧摊销（占比4.69%）组成。2019年，公司EBITDA全部债务比0.12倍，同比有所提升，但EBITDA对全部债务的保护能力仍一般；公司EBITDA利息倍数2.39倍，EBITDA对利息的保护能力较好。

表 16 公司偿债能力指标情况（单位：%、亿元、倍）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
流动性覆盖率	573.05	2,650.63	218.09	259.43
净稳定资金率	150.13	205.53	154.05	202.75
EBITDA	7.06	1.60	9.98	/
EBITDA 利息倍数	1.35	0.39	2.39	/
EBITDA 全部债务比	0.06	0.02	0.12	/

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

截至2020年6月末，公司已获得银行授信额度176.50亿元，已使用额度19.99亿元，公司间接融资渠道情况较好。公司不存在任何对外担保。

目前，公司1,000万元以上金额作为被告的未决诉讼共2项，均为2020年1月受理的证券纠纷案。案件一中，原告请求判令公司返还“16华阳01”债券交易本金及利息共计5,675万元，因公司于2017年9月将公司持有的“16华阳01”转卖给公司管理的定向资产管理计划。案件二中，原告请求判令另外两位被告桑植农商行和南和农商行返还“15华信MTN001”债券交易本金及利息共计5,675万元，公司承担连带责任，因于2017年8月，桑植农商行和南和农商行将持有的“15华信MTN001”转卖给公司管理的定向资产管理计划。目前，两项诉讼均未判决。

根据公司提供的人民银行征信报告，截至2020年6月30日查询日，公司无未结清的不良或关注类信贷信息记录，有两笔已结清关注类贷款（结清日期分别为2005年和2004年），合计金额0.70亿元，主要为2004—2005年证券公司客户资金与自有资金未完成规范化运作，因此公司贷款被银行列为关注类，已正常收回，除此外公司过往债务履约情况良好。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至2020年6月末，公司全部债务112.07亿元，本期债券发行规模不超过20.00亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模较大，以2020年6月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金

净额为20.00亿元，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，公司全部债务规模将增至132.07亿元，较发债前增长17.85%，本期债券将加重公司债务负担。

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行 20.00 亿元估算相关指标对本期债券本金的保障倍数（见下表）。2019 年 EBITDA 为本期债券发行额度的 0.50 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好，母公司口径净资产为本期债券发行额度的 3.74 倍，对本期债券的覆盖程度很好，经营活动现金流量净额为本期债券发行额度的 1.04 倍，能对本期债券本金形成完全覆盖，净利润为本期债券发行额度的 0.20 倍，净利润对本期债券覆盖程度较低。

表 17 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2019 年
净资产（母公司口径）/本期债券本金	3.74
净利润/本期债券本金	0.20
EBITDA/本期债券本金	0.50
经营活动现金流量净额/本期债券本金	1.04

资料来源：联合评级整理

综合以上分析，公司作为湖南省国有控股的综合类证券公司，股东支持力度较大，公司各项业务牌照齐全，资产质量较高，流动性较好。公司对本期债券的偿还能力很强。

十、债权保护条款分析

1. 担保条款

本期债券由财信投资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，担保期限为本期债券的存续期及债券到期之日起两年。

2. 担保人信用分析

（1）财信投资概况

财信投资是为了解决湖南省信托投资公司改制重组过程中信托资产出现投资主体缺位问题，由湖南省人民政府（以下简称“湖南省政府”）于 2001 年批准并投资设立的国有独资公司，湖南省财政厅代表湖南省政府对财信投资履行出资人职责，财信投资初始注册资本根据湖南省信托投资公司评估后的净资产确定为 9.58 亿元。后经多次增资和资本公积、未分配利润转增注册资本，截至 2015 年底，财信投资实收资本为 37.44 亿元。2016 年 6 月，湖南省政府将所持有的财信投资全部股权无偿转让给财信金控。2017 年，财信金控通过增加资本溢价的方式对财信投资增资 60.20 亿元。2018 年 1 月，财信金控出资人变更为湖南省政府。2018 年，财信金控对财信投资增资 45.00 亿元，全部计入资本公积。截至 2020 年 6 月末，财信投资注册资本和实收资本 37.44 亿元，财信金控持有全部股权，系其唯一股东，湖南省人民政府为财信投资实际控制人。

财信投资经营范围：法律、法规允许的资产投资、经营及管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2019 年末，财信投资经营层面下设办公室、财务管理部、风险合规部、战略与投资部、后

勤保障部、人力资源部、信息技术部和审计部共 8 个部门，党委会下设纪检监察室和党委办公室共 2 个部门，财信投资拥有控股子公司 2 家，合并口径下联营公司 3 家。

截至 2019 年末，财信投资合并资产总额 441.25 亿元，负债总额 284.61 亿元，其中代理买卖证券款 87.23 亿元；所有者权益合计 156.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 151.26 亿元。2019 年，财信投资实现营业收入 29.03 亿元，净利润 11.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额 35.37 亿元；现金及现金等价物净增加额 47.10 亿元。

截至 2020 年 6 月末，财信投资合并资产总额 501.14 亿元，负债总额 336.20 亿元，其中代理买卖证券款 109.64 亿元；所有者权益合计 164.94 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 159.33 亿元。2020 年 1—6 月，财信投资实现营业收入 17.38 亿元，净利润 7.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额-31.79 亿元；现金及现金等价物净增加额 -25.19 亿元。

财信投资注册地址：湖南省长沙市天心区城南西路 1 号；法定代表人：胡贺波。

(2) 经营分析概况

财信投资主业为证券和信托业务，总体经营稳定，手续费及佣金净收入和投资收益为财信投资主要收入来源，投资收益受市场政策和行情影响较大，2019 年财信证券自营投资收益大幅增长，财信投资收入和净利润水平大幅提升。

财信投资是湖南省内大型国有金融控股集团，目前，财信投资业务涵盖证券、信托、保险等金融领域，其中，证券业务和信托业务为财信投资主要收入来源。

2017—2019 年，财信投资实现营业收入分别为 18.25 亿元、16.76 亿元和 29.03 亿元，年均复合增长 26.10%，其中 2018 年受市场行情影响，财信投资手续费及佣金净收入有所下降，导致总体营业收入小幅下降；2019 年，证券市场出现股债阶段性行情，财信证券自营投资实现较好收益，同时手续费及佣金净收入有所增长，带动财信投资营业收入大幅提升 73.20%。

从收入结构看，财信投资营业收入以手续费及佣金净收入和投资收益为主。2017—2019 年，手续费及佣金净收入占比分别为 77.60%、66.10%和 52.43%，占比逐年下降，但仍保持为第一大收入来源。财信投资投资收益占比波动提升，主要系证券投资收益增长所致；2017 年，财信投资作为战略投资者增持华融湘江银行股份有限公司（以下简称“华融湘江银行”）股份至 20.00%，成为第二大股东，在长期股权投资下按照权益法核算，银行板块每年带来较大规模投资收益。

2017—2019 年，财信投资实现净利润 6.39 亿元、5.93 亿元和 11.25 亿元，年均复合增长 32.71%，其中 2019 年增幅 89.69%，盈利规模大幅提升。

2020 年 1—6 月，财信投资实现营业收入 17.38 亿元，同比增长 34.41%，净利润 7.54 亿元，同比增长 54.46%；其中手续费及佣金净收入 8.90 亿元，同比增长 35.00%，投资收益 7.04 亿元，同比增长 31.44%，其中中华融湘江银行因权益法核算确认 3.28 亿元投资收益。

表 18 财信投资营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
手续费及佣金净收入	14.17	77.60	11.08	66.10	15.22	52.43
其中：财信证券	8.12	44.47	5.65	33.73	8.65	29.81
财信信托	6.01	32.90	5.40	32.21	6.50	22.40
利息净收入	-0.33	-1.83	0.29	1.74	1.07	3.70
投资收益	6.82	37.36	4.14	24.72	12.05	41.51

其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1.29	7.07	5.13	30.61	6.12	21.09
公允价值变动收益	-2.46	-13.50	0.85	5.06	0.28	0.97
其他	0.07	0.37	0.40	2.38	0.40	1.39
合计	18.25	100.00	16.76	100.00	29.03	100.00

资料来源：财信投资审计报告，联合评级整理

（3）证券业务板块

证券业务是财信投资第一大收入来源，其经营主体为子公司财信证券，具体参见公司主体部分分析。

（4）信托业务板块

近年来，信托业务规模保持稳定，信托业务手续费净收入有所增长；同时需关注信托资产投资基础产业行业集中度较高风险。

信托业务收入是财信投资目前第二大收入来源，其经营主体为子公司湖南省财信信托有限责任公司（以下简称“财信信托”）。财信信托是目前湖南省唯一保留的信托机构，也是省内唯一能够同时涉足资本市场、货币市场和产业市场的非银行金融机构。2017年股东同比例增资共32.53亿元，其中，增加注册资本12.51亿元。截至2020年6月末，财信信托注册资本和实收资本均为24.51亿元，财信投资持股96.00%。目前财信信托开展的信托业务种类主要有：市政基础设施类信托、房地产信托、PE投资类信托、证券投资类、高科技及高成长产业类信托、信贷资产转让类信托、农林牧渔类信托以及企业改制、重组、收购类信托等，业务种类较为丰富。

2017—2019年，财信信托营业收入波动下降，分别为11.74亿元、12.56亿元和8.74亿元，受投资收益大幅下降影响，财信信托营业收入出现明显下降，但从信托业务实现的手续费净收入来看，财信信托实现手续费净收入分别为6.02亿元、5.40亿元和6.51亿元，保持波动增长态势。

2020年上半年，财信信托实现营业收入5.47亿元，其中手续费及佣金净收入3.25亿元，为主要收入来源，净利润2.98亿元。

表 19 财信信托营业收入情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
营业收入	11.74	12.56	8.74	5.47
其中：利息净收入	-0.08	-0.34	-0.26	0.94
手续费及佣金净收入	6.02	5.40	6.51	3.25
投资收益	5.76	7.59	2.49	1.39

资料来源：财信投资提供，联合评级整理

信托业务方面，2017—2019年，财信信托信托资产规模稳步增长，2018年增速较快，2019年略有下降。2019年，财信信托新发信托计划190个，筹集资金774.20亿元。信托资产主要用于事务管理类项目和融资类项目，2017—2019年，融资类项目金额分别为306.64亿元、313.73亿元和361.35亿元，三年复合增长8.55%；事务管理类项目金额分别为398.39亿元、842.84亿元和686.26亿元，三年复合增长31.25%。截至2019年末，财信信托事务管理类项目资金规模占管理资产规模的64.14%，融资类项目资金规模占管理资产规模的33.77%；事务管理类项目规模在2018年增速明显，主要系新增与银行合作的消费信贷类信托所致，但事务管理类项目费率较低，2019年该项业务规模下降，实体行业投放规模增速较快，整体规模较稳定。在行业分布方面，截至2019年底，财信信托对基础产业投资规模365.34亿元，占总规模34.15%；金融机构投资规模136.00亿元，占总规模12.71%；

实业投资规模 373.41 亿元，占总规模 34.90%，行业集中度较高。截至 2020 年 6 月末，财信信托信托资产规模 1,200.54 亿元，较上年末增长 12.21%，主要为融资类和事务管理类规模增长；业务类型、行业分布均较上年末变动较小。财信信托主动管理型业务主要为融资类信托，未来受监管政策影响较大，面临一定转型压力。

截至 2020 年 6 月末，信托业务金额较大风险项目主要为与海航实业集团及海航商业控股有限公司之间信托贷款、与滁州中普置业有限公司信托贷款、与淮南志高动漫文化科技发展有限责任公司等公司信托贷款，涉及本金金额分别为 4.00 亿元、2.95 亿元和 3.00 亿元，目前均采用诉讼手段追偿。

表 20 财信信托的信托资产分布情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
证券投资类	55.05	7.18	21.29	1.80	16.11	1.51	20.20	1.68
股权投资类	6.69	0.87	6.27	0.53	6.20	0.58	6.21	0.52
融资类	306.64	39.99	313.73	26.49	361.35	33.77	400.09	33.33
事务管理类	398.39	51.96	842.84	71.18	686.26	64.14	774.04	64.47
其他投资类	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信托资产总计	766.77	100.00	1,184.13	100.00	1,069.92	100.00	1,200.54	100.00

资料来源：财信投资提供，联合评级整理

表 21 财信信托的信托资产行业分布情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
基础产业	422.50	55.10	422.15	35.65	365.34	34.15	358.87	29.89
房地产业	34.63	4.52	46.03	3.89	47.90	4.48	42.32	3.52
证券市场	49.52	6.46	22.22	1.88	29.50	2.76	59.88	4.99
实业	110.29	14.38	137.24	11.59	373.41	34.90	457.68	38.12
金融机构	57.88	7.55	445.47	37.62	136.00	12.71	176.48	14.70
其他	91.95	11.99	111.02	9.38	117.77	11.01	105.32	8.77
信托资产总计	766.77	100.00	1,184.13	100.00	1,069.92	100.00	1,200.54	100.00

资料来源：财信投资提供，联合评级整理

固有业务方面，2017—2019 年末，固有资产规模波动上升。截至 2019 年末，财信信托资产总额 91.87 亿元，较上年末下降 10.84%，主要为将持有华融湘江银行股权划转至财信投资所致，其中货币资金 35.20 亿元，主要为股东增资所致；可供出售金融资产 47.44 亿元，规模基本无变动，占比 51.64%，为固有业务主要持有资产类型，其中信托计划 25.93 亿元，股权投资 9.04 亿元。截至 2019 年末，固有业务中信用风险资产规模 42.02 亿元，均为正常类，无关注类资产，不良资产率为零。

表 22 财信信托的固有业务资产分布情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	2.77	3.13	5.96	5.78	35.20	38.32
贷款及应收款	2.22	2.50	4.15	4.03	6.55	7.13
交易性金融资产	2.36	2.66	1.28	1.24	1.33	1.45
可供出售金融资产	4.34	48.95	47.97	46.56	47.44	51.64

长期股权投资	37.70	42.49	43.24	41.96	0.00	0.00
其他	0.24	0.27	0.44	0.43	1.35	1.46
固有资产总计	88.72	100.00	103.04	100.00	91.87	100.00

资料来源：财信投资提供，联合评级整理

截至 2019 年末，财信信托净资本 63.65 亿元，较上年末小幅下降 3.27%，净资本/各项风险资本之和为 362.47%，净资本/净资产 91.24%，均有所提升，远高于监管标准。截至 2020 年 6 月末，财信信托净资本 61.71 亿元，净资本/各项风险资本之和为 308.55%，均有所下降，但仍远高于监管标准。

表 23 财信信托净资本监管指标（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末	监管标准
净资本	60.45	65.80	63.65	61.71	≥2.00
各项风险资本之和	16.96	23.79	17.56	20.00	--
净资本/各项风险资本之和	356.38	276.61	362.47	308.55	≥100.00
净资本/净资产	87.98	87.56	91.24	84.60	≥40.00

资料来源：财信信托年报及提供资料，联合评级整理

（5）重要参股公司

财信投资参股公司主要包括保险板块和银行板块，吉祥人寿增资后偿付能力大幅提升，但经营业绩仍有待提升；华融湘江银行盈利规模较大，给财信投资带来较大的投资收益。

保险业务是财信投资金融服务的重要组成部分，其经营主体为参股公司吉祥人寿。吉祥人寿成立于 2012 年，是湖南首家保险法人机构。2016 年 9 月，中国保监会下发了《关于吉祥人寿保险股份有限公司变更注册资本的批复》（保监许可〔2016〕917 号），吉祥人寿注册资本增加 15.08 亿元至 23.00 亿元。2018 年 12 月，吉祥人寿增资 11.63 亿元至 34.63 亿元，其中财信投资增资 3.76 亿元，此次增资后，财信投资持股比例为 33.00%。截至 2020 年 6 月末，吉祥人寿股本 34.63 亿元，财信投资持股比例为 33.00%，为吉祥人寿第一大股东。

吉祥人寿主营人身保险业务。截至 2020 年 6 月末，吉祥人寿完成了湖南分公司、湖南全部 14 家地市中心支公司及 44 家县区支公司的铺设工作，并已向省外发展，开设完成了河南、湖北、安徽和河北 4 家省级分公司，省外开设 21 家地市中心支公司和 19 家县区支公司。此外，吉祥人寿设立了 2 家营销服务部和 1 家电销专属机构。

2017—2019 年，吉祥人寿营业收入持续下降，三年复合减少 31.58%。2019 年，吉祥人寿实现营业收入 28.09 亿元，同比大幅减少 20.13%，主要是已赚保费规模下降所致。2017—2019 年，吉祥人寿净利润分别为 -4.55 亿元、-0.79 亿元和 0.23 亿元，2019 年扭亏为盈，但是盈利能力仍很弱。

2017—2019 年，吉祥人寿保险业务收入分别为 53.54 亿元、27.93 亿元和 20.10 亿元，三年复合减少 38.73%；产品收入结构有所变动，健康险收入占比增长较快，寿险收入有所下降。2019 年，吉祥人寿保险业务以年金险和健康险为主（合计收入占比 90.06%），2019 年寿险和年金险出现大幅下滑，健康险有所增长，但是收入规模仍较小。

2020 年上半年，吉祥人寿保险业务收入 9.71 亿元，其中年金险 5.46 亿元，占比 56.23%，年金险占比有所下降，寿险和健康险占比有所上升。

偿付能力方面，截至 2020 年 6 月末，吉祥人寿实际资本 29.50 亿元，最低资本 17.89 亿元，综合偿付能力充足率 164.93%，满足监管要求。

表 24 吉祥人寿保险业务收入情况 (单位: 亿元、%)

产品类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
寿险	11.45	21.39	6.10	21.84	1.09	5.44	0.77	7.92
健康险	2.57	4.81	3.43	12.26	4.32	21.50	2.90	29.86
意外伤害险	0.77	1.44	0.86	3.08	0.91	4.50	0.58	5.99
年金险	38.75	72.36	17.55	62.82	13.78	68.56	5.46	56.23
合计	53.54	100.00	27.93	100.00	20.10	100.00	9.71	100.00

资料来源: 吉祥人寿年度信息披露报告及公司提供, 联合评级整理

华融湘江银行是财信投资重要参股公司, 成立于 2010 年 10 月, 注册地及总行均位于湖南省长沙市。财信投资持有华融湘江银行 20% 股权, 为华融湘江银行第二大股东。截至 2020 年 6 月末, 财信投资持有华融湘江银行股权账面价值 50.58 亿元。截至 2019 年末, 华融湘江银行共有 192 个营业网点, 其中总行营业部 1 家, 分行 15 家, 支行 176 家 (其中社区支行 5 家)。截至 2019 年末, 华融湘江银行资产总额 3,667.77 亿元, 较 2018 年末增长 9.34%; 股东权益 239.81 亿元, 较 2018 年末增长 9.20%; 负债总额 3,427.96 亿元, 较 2018 年末增长 9.35%。2019 年, 华融湘江银行实现营业收入 93.46 亿元, 同比下降 2.06%; 净利润实现 30.23 亿元, 同比增长 11.29%。2018-2019 年, 华融湘江银行对财信投资分红分别为 0.29 亿元和 2.02 亿元, 分红力度一般。

(6) 财务分析

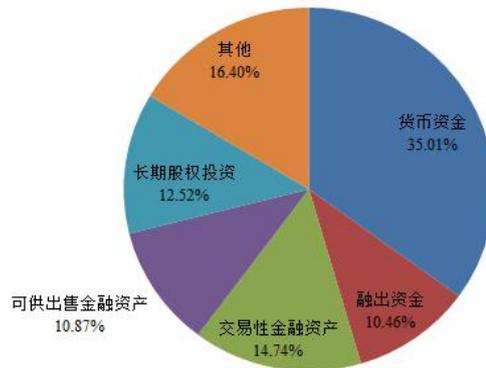
2019 年, 财信投资财务报表格式由一般企业财务报表格式变更为金融企业财务报表格式, 并对 2017-2018 年数据追溯调整, 财信投资提供 2017-2019 年连审财务报告, 经天职国际会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计, 并出具了无保留意见的审计结论。2020 年半年度数据未经审计。2017-2019 年, 财信投资合并范围无变动, 财务数据可比性强。

财信投资资产规模持续增长, 资产构成以子公司持有的金融资产为主, 资产质量较好, 但资产受限规模较大。

2017-2019 年, 财信投资资产规模持续增长, 三年复合增长 9.02%, 主要系证券经纪业务中客户资金大幅增长所致, 同时财信投资加大对参股公司投资力度, 长期股权投资规模有所增长。2017-2019 年, 财信投资自有资产²分别为 293.75 亿元、319.76 亿元和 345.27 亿元, 年均增长 8.42%。截至 2019 年末, 财信投资资产总额为 441.25 亿元, 较上年末增长 14.42%, 财信投资资产主要为子公司财信证券和财信信托投资的金融资产, 以货币资金 (占比为 35.01%)、融出资金 (占比为 10.46%)、交易性金融资产 (占比为 14.74%)、可供出售金融资产 (占比为 10.87%) 和长期股权投资 (占比为 12.52%) 为主。

² 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

图 6 截至 2019 年末财信投资资产构成情况



资料来源：财信投资审计报告，联合评级整理

2017—2019 年末，财信投资货币资金逐年快速增长，三年复合增长 44.98%。截至 2019 年底，财信投资货币资金余额为 154.50 亿元，较上年末增长 38.63%，主要为客户资金增长。财信投资货币资金以银行存款为主，其中，财信证券客户存款为 109.61 亿元，占比 70.95%。2019 年末，财信投资自有资金 44.89 亿元，较上年末下降 24.96%，自有资金中受限金额 0.70 万元，受限规模很小。

2017—2019 年末，财信投资融出资金波动下降，三年复合减少 7.25%。财信投资融出资金为财信证券的融资融券业务形成，受市场行情影响较大，2018 年业务快速收缩，2019 年业务余额有所增长。截至 2019 年底，财信投资融出资金余额 46.15 亿元，较上年末增长 36.67%，主要系行情回暖使融资融券业务规模增长所致。截至 2019 年底，财信证券融出资金担保物公允价值余额 125.67 亿元，系融出资金账面余额的 2.72 倍，减值风险可控。

2017—2018 年末，财信投资以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产分别为 36.54 亿元和 37.37 亿元。2019 年，财信投资实行最新会计准则，将金融资产重分类，新设交易性金融资产科目，截至 2019 年末，交易性金融资产 65.03 亿元，交易性金融资产主要为子公司持有金融资产，截至 2019 年末，持有债务工具、权益工具和基金金额分别为 54.10 亿元、3.71 亿元和 3.81 亿元，债务工具占比 83.19%，为主要持仓品种。截至 2019 年末，财信投资将交易性金融资产中 20.94 亿元债券投资为卖出回购业务设定质押。

2017—2019 年末，财信投资可供出售金融资产规模下降较快，三年复合减少 21.27%。截至 2019 年底，财信投资可供出售金融资产为 47.94 亿元，较上年末下降 40.72%，主要是 2019 年金融资产重分类将部分可供出售金融资产计入交易性金融资产所致，2019 年初重分类后可供出售金融资产规模为 48.47 亿元，2019 年末金额较年初变动很小。截至 2019 年末，可供出售金融资产主要是财信信托自持的信托计划和信托业务保障金，金额分别为 25.93 亿元和 10.23 亿元，合计占比 75.43%。截至 2019 年末，可供出售金融资产计提减值准备 3.87 亿元，采用新准则后减值规模有所增加。

2017—2019 年末，财信投资长期股权投资逐年快速增长，三年复合增长 14.86%，主要是 2018 年涨幅较大，2018 年财信投资对吉祥人寿增资 3.76 亿元。截至 2019 年末，财信投资长期股权投资为 55.24 亿元，较上年末增长 9.26%，主要是华融湘江银行权益法下确认投资收益增加。截至 2019 年末，财信投资持有吉祥人寿股权账面价值 7.94 亿元，华融湘江银行账面价值 47.30 亿元。

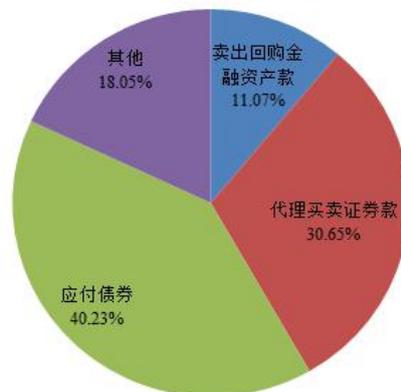
截至 2020 年 6 月末，财信投资资产总额 501.14 亿元，较年初增长 13.57%，主要为交易性金融资产和发放贷款及垫款规模增长。截至 2020 年 6 月末，财信投资受限资产共 39.37 亿元，其中财信投资将交易性金融资产中 32.84 亿元债券投资、买入返售金融资产 0.51 亿元和其他债权投资 6.03 亿

元为卖出回购业务设定质押，财信投资受限资产规模较大，但比例一般。

近年来，财信投资负债规模较稳定；2019年财信投资新发行长期公司债，债务结构有所优化，以长期债务为主，整体债务负担属适中水平。财信投资所有者权益整体稳定性较好，随着股东增资，所有者权益快速增长后保持稳定。

2017—2019年末，财信投资负债规模较稳定，三年复合增长3.22%。2017—2019年末，财信投资自有负债³分别为189.64亿元、165.52亿元和188.63亿元，年均减少0.27%。截至2019年底，财信投资负债总额为284.61亿元，较上年末增长23.00%，主要是代理买卖证券款和财信投资应付债券增加所致。截止2019年末，财信投资负债以代理买卖证券款（占比为30.65%）、卖出回购金融资产款（占比为11.07%）和应付债券（占比为40.23%）为主。

图7 截至2019年底财信投资负债构成情况



资料来源：财信投资审计报告，联合评级整理

2017—2019年末，财信投资卖出回购金融资产款快速减少，三年复合减少27.89%。截至2019年末，财信投资卖出回购金融资产款31.51亿元，较上年末减少22.58%，主要系债券质押式和买断式回购业务大幅减少所致。

2017—2019年末，财信投资代理买卖证券款波动增加，年均增长17.22%，截至2019年末，财信投资代理买卖证券款87.23亿元，较上年末大幅增长52.59%，主要是行情回暖，财信证券经纪业务规模大幅增长所致。

2017—2019年末，财信投资应付债券规模逐年上升，年均增长27.00%；截至2019年末，应付债券为114.50亿元，较上年末增长16.93%，主要是财信投资发行15.00亿元公司债券，同时财信证券发行8.00亿元公司债券所致；应付债券主要为财信投资和财信证券存续公司债券。

2017—2019年末，财信投资全部债务规模较稳定，2018和2019年财信投资增资后逐步降低债务规模，全部债务有所减少。截至2019年底，财信投资全部债务为168.49亿元，较上年末增长9.15%；其中，短期债务占比32.05%，长期债务占比67.95%，长期债务占比较2018年末增加4.52个百分点，主要是新发行长期债券。2017—2019年末，财信投资自有资产负债率⁴分别为64.56%、51.77%和54.63%，资产负债率分别为71.96%、60.00%和64.50%，全部债务资本化比率分别为64.22%、50.02%和51.82%，长期债务资本化比率分别为40.54%、38.83%和42.23%，财信投资偿债压力有所下降，

³ 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

⁴ 自有资产负债率=自有负债/自有资产×100%

整体债务负担属于适中水平。

截至 2020 年 6 月末，财信投资负债总额 336.20 亿元，较年初增长 18.13%，主要为代理买卖证券款和应付债券规模增长所致；财信投资全部债务 199.67 亿元，其中长期债务 141.35 亿元，占比 70.79%，以长期债务为主。从债务期限结构来看，截至 2020 年 6 月末，财信投资全部债务在 2020 年和 2021 年到期规模占比分别为 41.46%和 36.59%，存在一定短期债务偿还压力，需对财信投资流动性保持关注。

表 25 截至 2020 年 6 月末财信投资全部债务到期情况表（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
2020 年	84.99	41.46
2021 年	75.00	36.59
2022 年	32.00	15.61
2023 年及以后	13.00	6.34
合计	204.99	100.00

注：本表中财信投资提供全部债务规模与报告公式有所差异
资料来源：财信投资提供

2017—2019 年末，财信投资所有者权益快速增长后保持稳定。2018 年，控股股东财信金控对财信投资增资 45.00 亿元，全部计入资本公积，财信投资所有者权益大幅增长。截至 2019 年末，财信投资所有者权益 156.63 亿元，较上年末增长 1.55%，主要是留存收益增长；其中，归属于母公司的所有者权益占比 96.57%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 24.75%，资本公积占比 54.38%，未分配利润占比 9.65%。财信投资实收资本和资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性较好。

截至 2020 年 6 月末，财信投资所有者权益 164.94 亿元，较年初小幅增长 5.30%，主要为利润留存，所有者权益结构变动不大。

近年来，财信投资盈利指标有所波动，2019 年明显回升，整体盈利能力较好；财信投资营业收入来源于金融业务，易受宏观环境、经营状况和金融市场行情等因素影响，盈利稳定性一般。

财信投资本部不开展实际业务，仅产生投资收益，营业收入主要为控股子公司贡献，近年来市场行情波动加剧，财信投资营业收入随着波动。2017—2019 年，财信投资营业收入分别为 18.25 亿元、16.76 亿元和 29.03 亿元，2019 年增幅较大，同比增长 73.20%，主要系财信证券各项业务增长所致。2019 年，财信证券实现营业收入 15.62 亿元，同比增长 1.72 倍，2019 年，持有华融湘江银行股权投资收益计入财信投资本部。2017—2019 年，财信投资实现净利润 6.39 亿元、5.93 亿元和 11.25 亿元，2019 年同比增长 89.69%，主要为财信证券贡献。

从营业支出来看，财信投资营业支出主要为业务及管理费和资产减值损失，2017—2019 年，财信投资营业支出分别为 9.75 亿元、10.01 亿元和 15.66 亿元，年均复合增长 26.74%，其中 2019 年涨幅较大，同比增长 56.37%，主要是业务及管理费增加，同时采用新会计准则后，财信投资对可供出售金融资产增加计提减值准备所致。

从盈利指标来看，2017—2019 年，财信投资盈利能力指标均呈 U 型趋势，2018 年有所下降，2019 年提升至 2017 年水平。2019 年，财信投资营业利润率、总资产报酬率、净资产收益率和归母净利润收益率分别为 46.05%、5.08%、7.23%和 7.08%，分别同比上升 5.80、1.53、2.64 和 2.74 个百分点，盈利能力明显回升。

2020 年 1—6 月，财信投资实现营业收入 17.38 亿元，同比增长 34.41%，净利润 7.54 亿元，同比增

长54.46%；未经年化的总资产报酬率、净资产收益率和归母净资产收益率分别为2.84%、4.69%和4.56%。

表 26 财信投资盈利情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业收入	15.25	16.76	29.03	17.38
营业支出	9.75	10.01	15.66	7.95
营业利润	8.51	6.75	13.37	9.43
利润总额	8.54	6.70	13.29	9.39
净利润	6.39	5.93	11.25	7.54
营业利润率	46.60	40.25	46.05	54.26
总资产报酬率	4.34	3.54	5.08	2.84
净资产收益率	7.58	4.59	7.23	4.69
归母净资产收益率	7.03	4.34	7.08	4.56

资料来源：财信投资财务报表，联合评级整理

从同行业对比来看，财信投资各指标均优于对比公司平均水平。

表 27 截至 2019 年底金融控股公司行业财务指标比较（单位：亿元、%）

项目	净资产收益率	归母净资产收益率	资产负债率	自有资产负债率
山西金融投资控股集团 有限公司	2.61	2.32	67.36	61.72
苏州国际发展集团有 限公司	3.74	2.27	73.11	68.35
珠海华发投资控股有 限公司	5.23	3.78	70.41	70.30
上述样本企业平均值	3.86	2.79	70.29	66.79
财信投资	7.23	7.08	64.50	54.63

资料来源：财信投资审计报告、财务报表、公开资料，联合评级整理

财信投资母公司层面为控股平台，无实际经营业务，资产负债结构较为单一，杠杆率很低，期末现金及现金等价物余额充足。

2017—2019 年，财信投资母公司口径资产总额整体呈增长趋势，截至 2019 年末，财信投资母公司口径资产 214.60 亿元，较年初增长 7.79%，主要是长期股权投资增加所致，资产结构以长期股权投资（占比 82.17%）和货币资金（占比 10.23%）为主。截至 2019 年末，财信投资母公司口径负债规模 82.01 亿元，主要由应付债券构成，应付债券账面价值 79.76 亿元，分别为“16 财信债”“18 财信 01”和“19 财信 01”，本金金额分别为 20.00 亿元、45.00 亿元和 15.00 亿元，“16 财信债”2021 年到期，“18 财信 01”为 2018 年发行，期限为“3+2”，“19 财信 01”为 3+2 年期，期限均较长。截至 2019 年末，财信投资母公司口径资产负债率为 38.21%，杠杆水平很低。截至 2019 年末，财信投资母公司口径所有者权益 132.59 亿元，较年初变动不大，所有者权益很稳定。

2019 年，财信投资母公司口径实现营业收入 12.51 亿元，投资收益 14.29 亿元，其中参股公司带来投资收益 6.12 亿元，净利润 12.36 亿元，同比大幅增长 5.06 倍，主要是华融湘江银行投资收益计入母公司层面利润表所致，投资收益对利润贡献度高。

母公司口径现金流方面，财信投资现金流变动较大，2019 年，经营活动和筹资活动均产生现金

净流入，分别为 9.92 亿元和 11.96 亿元，投资活动现金流为-43.47 亿元，期末现金及等价物余额 21.96 亿元。

截至 2020 年 6 月末，财信投资母公司口径资产总额 214.47 亿元，所有者权益规模 131.46 亿元，均较年初基本无变动；2020 年上半年，母公司口径营业收入-1.38 亿元，净利润-1.49 亿元，同比均大幅下滑，现金及现金等价物净增加额-3.55 亿元。

财信投资偿债指标表现较好，同时，考虑到财信投资资产质量和流动性较好，授信规模大，融资渠道通畅，财信投资整体偿债能力极强。

短期偿债能力方面，2017—2018 年，财信投资经营现金流和筹资前现金流量均为负，无法对利息支出形成覆盖；2019 年，财信投资经营现金利息偿还能力和筹资活动前现金流量净额利息偿还能力分别为 4.59 倍和 4.78 倍，经营现金流和筹资活动前现金流量对利息支出覆盖程度很好。

长期偿债能力方面，2017—2019 年，财信投资 EBITDA 分别为 16.46 亿元、13.90 亿元和 21.50 亿元，2019 年，财信投资 EBITDA 构成中，利润总额占比 61.80%，利息支出占比 35.80%，折旧和摊销占比 2.40%，利润总额占比较高。2017—2019 年，财信投资 EBITDA 利息倍数分别为 2.19 倍、2.07 倍和 2.79 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.09 倍、0.09 倍和 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖情况较低，但对利息仍能形成很好覆盖。2017—2019 年，净资产对全部债务覆盖倍数分别为 0.63 倍、1.00 倍和 0.93 倍，母公司层面净资产对全部债务覆盖倍数分别为 4.20 倍、2.20 倍和 1.66 倍，覆盖程度较好。

表 28 财信投资合并偿债能力（单位：亿元、倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营现金利息偿还能力	-0.59	-1.66	4.59
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	-2.83	-1.29	4.78
净资产/全部债务比	0.56	1.00	0.93
EBITDA	16.46	13.90	21.50
EBITDA 利息倍数	2.19	2.07	2.79
EBITDA 全部债务比	0.09	0.09	0.13

资料来源：财信投资财务报告，联合评级整理

表 29 财信投资母公司口径偿债能力（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营现金利息偿还能力	8.21	-14.18	3.10
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	-31.69	-14.29	-10.48
净资产/全部债务比	4.20	2.02	1.66

资料来源：财信投资财务报告，联合评级整理

截至 2020 年 6 月末，财信投资合并口径共获得银行授信额度 541.30 亿元，其中已使用授信额度为 125.42 亿元，财信投资间接融资渠道通畅。

截至 2020 年 6 月末，财信投资不存在对外担保事项。

截至 2020 年 6 月末，财信投资作为被告或第三人的涉及金额超过 1,000 万元的重大未决诉讼包括 3 项，其中 1 项为财信信托业务纠纷，涉及金额约 2.95 亿元，目前二审尚未开庭；财信证券 2 项，均为 2020 年 1 月受理的证券纠纷案，目前尚未判决。

根据查询日期为 2020 年 7 月 3 日的中国人民银行企业信用报告，财信投资无已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

(7) 债权保护效果

以 2019 年末财务数据测算，本期债券发行额度（20.00 亿元）占财信投资资产总额 4.53%，占所有者权益的 12.77%，占比较低；财信投资 2019 年 EBITDA 对本期债券额度的覆盖倍数为 1.08 倍。

总体看，财信投资资产规模较大、资产质量较好，同时考虑到财信投资作为湖南省重要国有金融控股平台，具备很强区域竞争力，其担保对于本期债券的到期还本付息具有明显积极的影响。

十一、综合评价

财信证券作为湖南省属国有控股的综合类证券公司，股东背景强大且支持力度较大，资本实力较强。公司具备较为完整的证券业务板块以及多元化经营的发展模式，在湖南省内具备较强的区域优势。近年来，公司优质流动性资产占比较高，资产质量良好，资本较为充足。

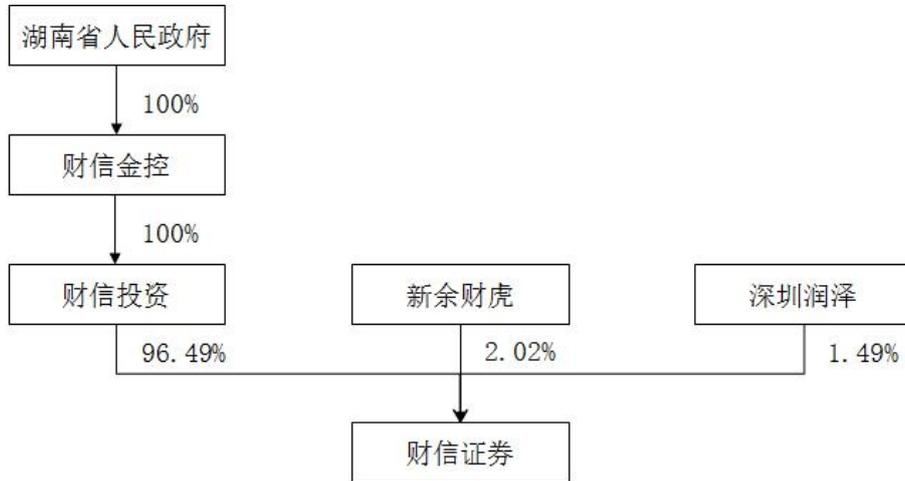
联合评级同时也关注到受证券市场震荡影响，近年来公司自营投资业绩波动较大，持有资管产品产生较大亏损，2019 年以来资管计划业务不再亏损，但盈利稳定性较低，未来收入实现存在不确定性。同时，公司短期债务占比高，面临一定集中偿付压力。

本期债券由公司股东财信投资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。财信投资是湖南省属重要国有金融投资控股平台，区域地位突出，受政府支持力度较大；财信投资资本实力很强，经营规模较大，资产质量良好，整体抗风险能力极强，其提供的担保对本期债券信用状况具有显著的积极影响。

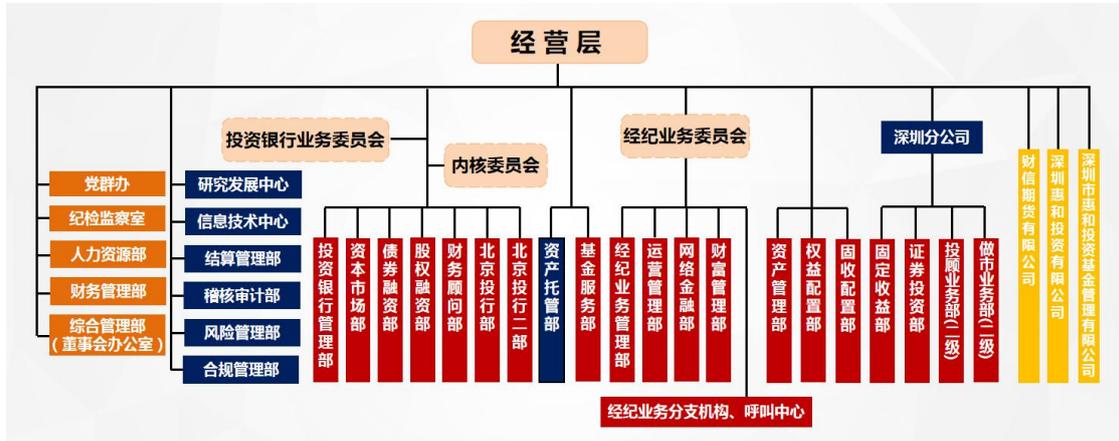
未来随着资本市场的持续发展和公司业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 财信证券有限责任公司
股权结构图（截至 2020 年 6 月末）



附件 2 财信证券有限责任公司
组织结构图（截至 2020 年 6 月末）



附件 3 财信证券有限责任公司 主要财务指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
自有资产 (亿元)	189.51	137.32	168.48	199.40
所有者权益 (亿元)	62.53	59.91	75.61	78.53
自有负债 (亿元)	126.98	77.42	92.86	120.86
自有资产负债率 (%)	67.00	56.38	55.12	60.61
优质流动资产/总资产 (%)	8.60	28.10	27.23	/
营业收入 (亿元)	9.93	5.75	15.62	9.93
净利润 (亿元)	1.04	-2.33	4.06	2.63
营业利润率 (%)	14.71	-50.95	34.58	35.39
营业费用率 (%)	80.85	136.23	60.21	57.53
薪酬收入比 (%)	47.36	87.40	36.10	/
自有资产收益率 (%)	0.53	-1.43	2.66	2.64
净资产收益率 (%)	1.63	-3.81	6.00	3.41
盈利稳定性 (%)	75.95	314.82	267.44	/
净资本 (亿元)	45.03	50.27	65.67	69.05
风险覆盖率 (%)	203.49	326.52	349.58	232.59
资本杠杆率 (%)	23.58	36.15	39.19	34.79
流动性覆盖率 (%)	573.05	2,650.63	218.09	259.43
净稳定资金率 (%)	150.13	205.53	154.05	202.75
信用业务杠杆率 (%)	99.64	66.76	67.97	/
短期债务 (亿元)	70.59	56.55	71.32	50.72
长期债务 (亿元)	50.99	26.40	8.58	61.35
全部债务 (亿元)	121.58	82.95	79.90	112.07
EBITDA (亿元)	7.06	1.60	9.98	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.35	0.39	2.39	/
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.02	0.12	/
EBITDA/本期债券金额 (倍)	0.37	0.08	0.50	/

附件 4 湖南财信投资控股有限责任公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
资产总额 (亿元)	371.23	385.62	441.25	501.14
所有者权益 (亿元)	104.11	154.24	156.63	164.94
短期债务 (亿元)	115.90	56.45	53.99	58.31
长期债务 (亿元)	70.99	97.92	114.50	141.35
全部债务 (亿元)	186.89	154.37	168.49	199.67
营业收入 (亿元)	18.25	16.76	29.03	17.38
净利润 (亿元)	6.39	5.93	11.25	7.54
EBITDA (亿元)	16.46	13.90	21.50	/
经营性净现金流 (亿元)	-4.41	-11.14	35.37	-31.79
营业利润率 (%)	46.60	40.25	46.05	54.26
总资产报酬率 (%)	4.34	3.54	5.08	2.84
净资产收益率 (%)	7.58	4.59	7.23	4.69
归母净资产收益率 (%)	7.03	4.34	7.08	4.56
资产负债率 (%)	71.96	60.00	64.50	67.09
资产负债率 (母公司口径) (%)	34.00	34.46	38.21	38.70
全部债务资本化比率 (%)	64.22	50.02	51.82	54.76
长期债务资本化比率 (%)	40.54	38.83	42.23	46.15
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.19	2.07	2.79	/
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.09	0.13	/

附件 5 财信证券有限责任公司 有关指标计算公式

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%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值×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/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)

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+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+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

EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表

附件 6 湖南财信投资控股有限责任公司 有关指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率或变动率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /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%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
负债权益比率	负债总额/所有者权益总额
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+拆入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债 (扣除一年内到期的长期应付款) +应付短期债券

长期债务=长期借款+应付债券

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 7 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（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 财信证券有限责任公司 2020年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年财信证券有限责任公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

财信证券有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。财信证券有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注财信证券有限责任公司的相关状况，如发现财信证券有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如财信证券有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至财信证券有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送财信证券有限责任公司、监管部门等。

