



信用等级通知书

信评委函字[2018]G602-F2号

山西证券股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“山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）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一八年十二月二十九日

山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）信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	山西证券股份有限公司
发行规模	本次债券的发行总规模为不超过 30 亿元（含 30 亿元），分期发行。本期债券为本次债券的第二期发行，计划发行规模不超过 10 亿元
债券期限	本期债券期限不超过 5 年
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率将根据簿记建档询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定
付息方式	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

概况数据

山西证券	2015	2016	2017	2018.9
资产总额（亿元）	481.81	480.58	516.51	500.68
所有者权益（亿元）	132.21	130.30	132.64	130.75
净资本（亿元）	100.75	86.42	76.58	74.90
营业收入（亿元）	38.39	23.46	43.93	43.51
净利润（亿元）	14.81	5.28	4.42	1.00
EBITDA（亿元）	31.36	15.46	17.78	-
资产负债率（%）	59.16	64.47	66.28	68.00
摊薄的净资产收益率（%）	11.43	3.81	3.27	1.25
EBITDA 利息倍数（X）	2.98	2.03	1.66	-
总债务/EBITDA（X）	4.51	14.47	13.54	-
风险覆盖率（%）	399.66	236.64	214.37	231.44
资本杠杆率（%）	34.05	23.23	20.73	19.64
流动性覆盖率（%）	343.96	772.66	335.37	300.26
净稳定资金率（%）	173.29	136.94	136.43	149.62
净资本/净资产（%）	81.07	72.03	62.49	61.53
净资本/负债（%）	66.83	37.54	31.32	29.06
净资产/负债（%）	82.44	52.12	50.12	47.23
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	37.64	34.82	13.63	12.00
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	7.32	122.99	143.18	228.59

注：1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径；

2、2015 年末的净资本及相关比例已根据《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）进行重述；

3、2018 年前三季度摊薄的净资产收益率年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“山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）”信用级别为 AA⁺，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定山西证券股份有限公司（以下简称“山西证券”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体山西证券偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司较强的股东背景、区域竞争优势突出、融资渠道多元等正面因素对公司业务发展及信用质量的支撑。同时，我们也关注到市场信心不足、信用业务风险加大、行业监管全面趋严以及公司盈利规模下滑等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- 较强的股东背景。公司控股股东山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控”）由山西省财政厅 100%控股，是集银行、证券、保险、基金、信托等金融业态为一体的省属全牌照金融控股集团，定位于山西国有金融资本投资平台，山西金控实力雄厚，能在业务、财务等多方面给予公司有力支持。
- 区域竞争优势突出。作为山西省属唯一一家综合类上市证券公司，公司深耕山西市场，在省内积累了丰富的机构和零售客户资源，特别在经纪业务、投行业务等方面拥有地域与品牌优势，区域竞争力突出；同时随着各项政策的推进，公司在省内供给侧结构性改革、金融创新体制机制改革、国资国企改革等方面能够获得更多业务机会。
- 融资渠道多元。作为 A 股上市公司，公司拥有股权、债券、银行借款、转融通以及同业拆借等融资渠道，融资渠道较为多元。截至 2018 年 9 月末，公司获得银行的授信额度合计为



587.70 亿元，其中未使用额度为 559.80 亿元，备用流动性充足。

分析师

郑耀宗 yzzheng@ccxr.com.cn

郑耀宗

张昕雅 xyzhang@ccxr.com.cn

张昕雅

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 12 月 29 日

关注

- 市场信心不足，信用业务风险加大。目前我国宏观经济仍处于“L”型筑底阶段，房地产调控和金融强监管背景下投资面临下行压力，证券市场信心不足；此外，2018 年以来，资本市场延续降杠杆、去通道、严监管趋势，A 股行情震荡下行、信用违约事件频发，个别标的股票价格出现大幅波动，质押人回款不利，股票质押业务风险有所暴露，山西证券亦有个别股票质押项目违约。
- 行业监管全面趋严。2017 年以来，监管层提出防范化解系统性金融风险，对同业、理财、表外业务三个领域进行重点监管；同时《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》已实施。金融强监管背景下，证券公司的合规、风控和经营适应能力将受到考验。
- 盈利规模下滑。受近年证券市场行情整体较为低迷及 2017 年股票再融资和债券发行市场萎缩影响，公司净利润呈下滑趋势，2018 年前三季度公司多项业务收入继续下滑，净利润同比减少 75.81%，资产收益水平亟待提升。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

公司概况

山西证券前身为山西省证券公司，成立于1988年7月，注册资金1,000万元，为中国人民银行山西省分行全资子公司。后经历多次股权变更与增资扩股，截至2008年1月，公司整体变更为股份有限公司，名称变更为“山西证券股份有限公司”，总股本200,000万股。公司于2010年11月15日在深圳证券交易所上市，股票代码为002500，总股本增至239,980万股。2013年10月28日，公司增发新股11,892.52万股。2016年1月20日，公司非公开发行31,000万股新股。截至2018年9月末，公司总股本为282,872.52万股，前三大股东为山西金控、太原钢铁（集团）有限公司（以下简称“太原钢铁”）和山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电”），分别持股30.59%、9.99%和7.04%。公司控股股东为山西金控，山西省财政厅持有山西金控100%的股权，为公司实际控制人。

公司业务体系健全，主营业务包括：证券经纪；证券自营；证券资产管理；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；融资融券；代销金融产品；公开募集证券投资基金管理业务。截至2018年9月末，公司在全国已设立119家证券营业部，其中62家营业网点分布在山西省内，57家营业网点分布在省外。公司通过四个控股子公司：中德证券有限责任公司（以下简称“中德证券”）、格林大华期货有限公司（以下简称“格林大华”）、山证国际金融控股有限公司（以下简称“山证国际”）和山证投资有限责任公司（以下简称“山证投资”），分别从事股票和债券的承销与保荐业务；期货经纪、金融期货经纪，期货投资咨询和资产管理业务；证券交易、期货合约交易、提供资产管理业务以及投资与资产管理等业务。

截至2017年末，公司总资产516.51亿元，所有者权益132.64亿元；资产负债率为66.28%。2017年，公司实现营业收入43.93亿元，净利润4.42亿元，经营活动产生的现金流量净额-5.92亿元。

截至2018年9月末，公司总资产500.68亿元，所有者权益130.75亿元；资产负债率为68.00%。2018年前三季度，公司实现营业收入43.51亿元，净利润1.00亿元，经营活动产生的现金流量净额-21.35亿元。

本期债券概况

表1：本期债券基本条款

基本条款	
债券品种	面向合格投资者公开发行公司债券
债券名称	山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）
发行规模	本次债券的发行总规模为不超过30亿元（含30亿元），分期发行。本期债券为本次债券的第二期发行，计划发行规模不超过10亿元
债券期限	本期债券期限不超过5年
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率将根据簿记建档询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定
付息方式	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
募集资金用途	本期债券募集资金将用于调整债务结构

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

证券市场概况

证券行业与宏观经济环境高度相关。2015年上半年，中国资本市场在改革红利不断释放、货币政策定向宽松的宏观背景下，延续了2014年第四季度以来的上涨势头，主要股指屡创新高，上证综指从3,234.68点上升至5,178.19点。但进入六月中旬后，市场在融资盘去杠杆、获利回吐等因素的影响下急促回调，股市出现巨幅震荡。监管层密集出台多项措施来稳定市场，取得初步成效，年末上证综指有所上升。截至2015年12月31日，上证综指为3,539.18点。

进入2016年以来，宏观经济下行压力加大，股票市场继续进入震荡下行，从2016年前三季度A股表现来看，各大指数整体均表现为下跌。但进入10月份以后，随着国内各金融机构资产配置压力加大以及国家对于房地产市场的连续政策调控，造成国内无风险收益率持续下滑，导致大量机构资金进入股票市场寻求高收益资产。推动股票市场指数持续上升。截至2016年末，上证综指收盘收于3,103.64

点,较年内最低点 2,638.30 点上涨 17.64%,年初因熔断造成的大幅下跌的影响有所修复。

2016 年底,中央经济工作会议定调,要稳中求进、去杠杆,大力发展实体经济。2017 年以来,金融监管力度持续走强,针对资产管理、银行、保险等的监管政策密集出台,实质性去杠杆逐渐展开,表现为资管通道业务规模收缩,银行资产增速下落等。在供给侧改革深化过程中,2017 年股市呈现出结构性行情,2017 年全年,上证指数全年涨幅 13.98%,截至 2017 年末,上证综指收盘收于 3,307.17 点,较年初上涨 6.56%。2018 年以来,上证综指震荡下跌,截至 2018 年 9 月末,上证综指收盘于 2,821.35 点,较年初下跌 14.69%。中诚信证评认为,2018 年以来受制于国内外贸易不确定性、金融去杠杆、信用环境收紧等因素的影响,证券行业发展承压。

图 1: 2015~2018.9 上证综合指数变化趋势图



资料来源:东方财富 Choice,中诚信证评整理

多层次资本市场体系建设方面,近年来,在大力发展资本市场的政策导向下,针对证券市场和证券公司的深层次改革陆续展开,多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。截至 2015 年末,我国境内上市公司数(A、B 股)为 2,827 家,总市值达 53.13 万亿元。2016 年以来,IPO 审核提速,截至 2016 年末,我国境内上市公司数(A、B 股)增至 3,052 家,总市值下降至 50.82 万亿元。2017 年前三季度,IPO 审核提速,2017 年 10 月新一届发审委履职以来,IPO 审核通过率大幅降低,2017 年 IPO 企业数量创下历史记录。截至 2017 年末,我国境内上市公司数(A、B 股)增至 3,485 家,总市值上升至 56.71 万亿元。与此同时,随着证券市场的发展,证券投资品种日趋多元化,基金、债券、期货等证

券品种均得到了较大发展,多层次资本市场体系建设逐步深入。

表 2: 2015~2017 年股票市场主要指标

单位:家、万亿元			
指标	2015	2016	2017
上市公司总数	2,827	3,052	3,485
总市值	53.13	50.82	56.71
总成交额	255.05	127.38	112.46

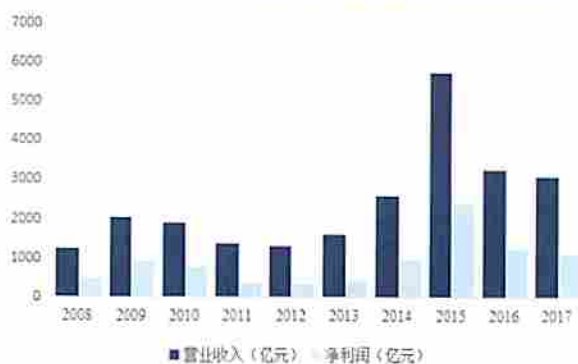
资料来源:中国证监会,东方财富 choice,中诚信证评整理

交易量方面,伴随着近几年证券市场的发展,市场交易量呈现一定的波动。2015 年以来,尤其是上半年股指大幅上涨情况下,市场交易量显著增长,全年成交总额 255.05 万亿元,同比增长 242.86%。2016 年,证券市场整体较为低迷,两市成交额为 127.38 万亿元,较上年同期显著下滑。2017 年市场交易仍未改善,两市成交额 112.46 万亿元,较 2016 年继续下降 11.71%。

从券商业务结构来看,目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看,虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势,收入结构得到优化,但从绝对占比看,仍较大程度的依赖于传统的经纪业务,因而整体的经营状况与宏观经济及证券场景气度息息相关。2017 年,全行业证券投资收益(含公允价值变动)超过代理买卖证券业务净收入成为第一大收入来源,经纪业务、自营业务和投行业务是证券公司最重要的收入来源。

2013~2015 年随着市场景气度的提升,全行业证券公司实现净利润 440.21 亿元、965.54 亿元和 2,447.63 亿元,总体呈现上升态势。进入 2016 年以来,证券公司整体经营情况受二级市场行情下滑影响显著,全行业证券公司 2016 年和 2017 年分别实现净利润 1,234.45 亿元和 1,129.95 亿元。

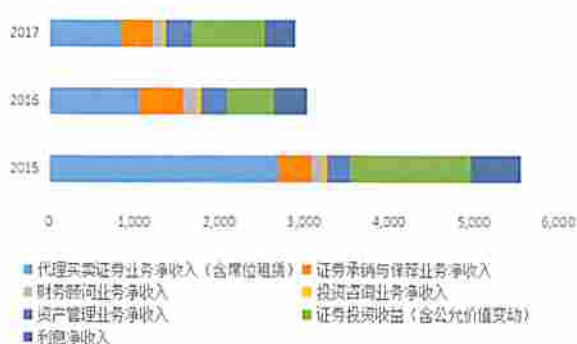
图 2: 2008~2017 年证券公司营业收入和利润情况



资料来源: 证券业协会, 中诚信证评整理

图 3: 2015~2017 年证券公司营业收入结构

单位: 亿元



资料来源: 证券业协会, 中诚信证评整理

从行业风险管理能力看, 随着中国证券市场的发展, 国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平, 证监会出台《证券公司分类监管规定》, 将证券公司分为 A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中, A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司, D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起, 证监会每年对证券公司进行分类评价, 以确定其风险管理能力和合规管理水平。据 2015 年 7 月证监会披露的分类结果显示, 在全行业 119 家证券公司中, 剔除 24 家与母公司合并评价的公司外, 共有 95 家证券公司参与分类评价, 其中 AA 类公司 27 家, A 类公司 37 家, B 类公司 30 家, C 类公司 1 家, 无 D 类及 E 类公司, 全行业证券公司各项风险控制指标均已达到规定标准, 且获得 AA 级和 A 级的券商数量较上年分别增加 7 家和 19 家。但伴随着 2015 年证券行业的快

速发展, 行业中亦出现了场外配资信息系统违规接入、两融违规操作招来的罚单, 以及新三板业务中的违规行为等。为加强行业监管, 证监会对多家券商进行立案调查, 根据 2016 年度公布的证券公司分类结果, 95 家参评券商中, 58 家评级下滑、30 家评级持平、仅 7 家评级上升。2017 年 7 月, 证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》, 提出全面风险管理; 新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项; 提高净资本加分门槛等。在 2017 年分类评价中, 有 97 家券商参评, 其中 A 类有 40 家、B 类有 48 家、C 类有 9 家, 评级最高的 AA 级有 11 家。在 2018 年 7 月发布的分类评价中, 共有 98 家券商参评, 其中 A 类有 40 家、B 类有 49 家、C 类有 8 家、D 类有 1 家, 评级最高的 AA 级有 12 家。2018 年的分类评价结果与 2017 年相比, 有 24 家评级上升、24 家评级下滑、48 家评级持平, 并首次出现了 D 类评级。

中诚信证评认为, 证券公司分类评价体系的进一步完善有望促进证券市场健康稳定发展。同时, 2018 年公布的证券公司分类评级结果较 2017 年有所改善, 反映了在监管转型和行业发展的双重驱动下, 证券公司风险管理能力不断提升。

经纪业务

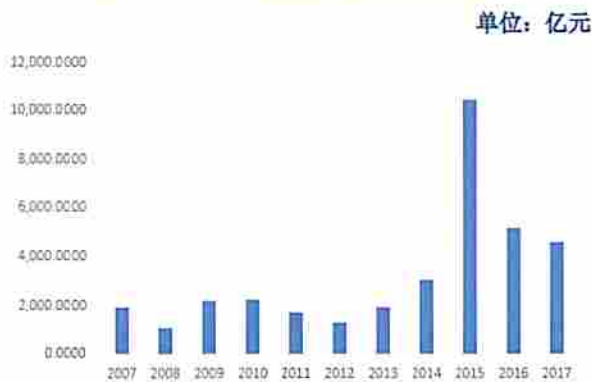
经纪业务作为证券公司的传统业务, 一直以来, 在证券公司收入中的占比很高。随着 2008 年 5 月券商新设营业部重新开闸, 营业部网点扩展限制的放开, 证券公司争相新设营业部并升级服务部, 抢占经纪业务市场份额。截至 2015 年底, 我国共有证券公司营业部 8,170 家, 较 2014 年增加 13.49%。轻型营业部的扩张态势持续, 但增速略有放缓。2016 年新增加 1,215 家证券营业部, 较上年增加 14.87%, 新增营业部绝大多数为轻型营业部, 沿海区域分布较为密集。2017 年二季度开始, 监管部门收紧对证券营业部新设申请的管理, 截至 2017 年末, 证券公司营业部合计 10,089 家。

受营业部数量不断增加的影响, 证券经纪业务竞争日趋激烈, 市场集中度呈现下降趋势。尽管证

券业协会于 2010 年 10 月下发了《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》，规范行业佣金的收取，避免恶意拉低佣金率的不正当竞争，但随着证券公司经纪业务的竞争加剧，全国范围内的经纪业务佣金率持续下滑。2014 年佣金率降为 0.0707%，下降接近万分之一。2015 年，受互联网冲击和一人多户政策的放开，佣金率进一步降至 0.050%。2016 年，行业平均佣金率进一步下降至 0.038%。2017 年佣金率下行趋势依旧，行业平均佣金率进一步下降至约 0.034%。

2015 年 A 股市场日均成交金额为 11,079 亿元，同比增长 243.7%，其中第二季度日均成交金额为 16,681 亿元，较 2014 年日均成交额多了 4 倍。由于上半年牛市效应，市场活跃，成交金额的放量式增长对冲了佣金率的下降，所以总体来看，2015 年经纪业务收入仍实现了 156% 的增长。2016 年，证券市场行情在经历年初的急剧下跌后企稳回升，但整体较为低迷，市场交易规模显著收缩，A 股市场日均成交金额为 5,215 亿元，同比减少 52.93%。2017 年 A 股市场绩优蓝筹股表现抢眼，中小盘股表现低迷，市场结构分化明显，全年 A 股市场日均成交额为 4,582.08 亿元，同比减少 11.63%。

图 4：2007 年以来市场日均成交额情况



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

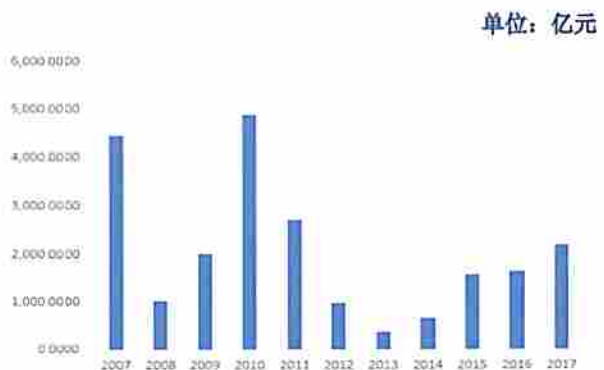
经纪业务发展趋势方面，为提升服务附加价值，开拓盈利增长点，未来国内券商经纪业务的发展趋势是提供投资顾问服务、财富管理服务增值服务等。2011 年《证券投资顾问业务暂行规定》以及 2012 年《证券公司证券营业部信息技术指引》的颁布实施，标志着政策正加速推进证券经纪业务向财富管理职能方向转变。

中诚信证评认为，券商经纪业务目前激烈的竞争态势必然推动该业务的升级，未来新型证券营业部的设立以及经纪业务向财富管理职能的转变是必然趋势。随着券商收入的多元化，经纪业务收入贡献度将会下降，但仍然是重要的收入来源之一。

投行业务

2009 年 3 月，随着《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》的颁布，创业板正式开启，作为 A 股主板和中小板市场的重要补充，创业板的开启一度为证券公司投行业务的发展打开了新的市场空间。2015 年，IPO 因受二级市场异常波动影响而暂停近 4 个月，全年 A 股市场一共发行了 1,082 个股权融资项目，同比增加 72.57%；融资金额为 15,350.36 亿元，同比大幅增长 101.02%；其中，IPO 发行 224 家，融资金额 1,578.29 亿元，分别增长 79.20% 和 135.96%。2016 年，A 股共计 227 家上市公司取得批文并成功发行上市，累计募集资金 1,496 亿元，同比略有减少。2017 年全年，沪深两市 IPO 首发家数合计 421 家，为历史最高水平，首发募集资金 2,186.10 亿元，同比分别增长 69.76% 和 33.82%。2017 年第十七届发审委上任后，IPO 审核标准有所提高，通过率大幅下降，低通过率或成常态。

图 5：2007 年以来 IPO 募集资金情况

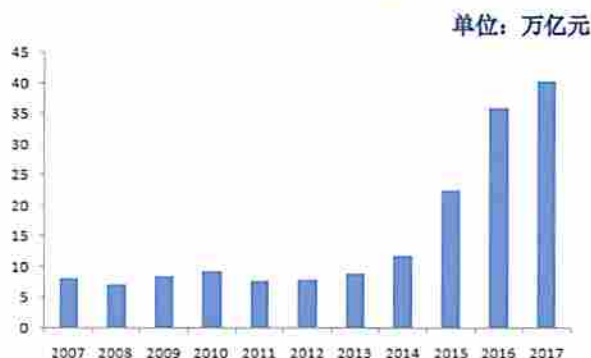


资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

同时，国内资本市场融资品种逐步多元化，有效地平滑了证券公司投行业务的波动。近年来随着 A 股市场融资功能的逐步完善和债券市场的快速发展，上市公司对增发、配股、债务融资需求不断增加，券商投行业务已不再单纯依赖 IPO 业务。2015 年债券融资规模达到 22.73 万亿元，同比增长近一

倍。二者的大幅增长为券商贡献了 394 亿元的承销保荐收入，增长了 64%。2016 年我国债券融资规模继续大幅增长，全年债券融资金额达 36.22 万亿元，同比增长 59.33%。2017 年在稳健中性的货币政策、金融监管持续趋严背景下，2017 年债券市场扩容放缓。2017 年全年，新发行债券规模 40.52 万亿元，同比增加 11.87%。

图 6：2007 年以来债券融资规模



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

从市场集中度来看，虽然目前证券公司投行业务仍处于高度集中的状态，但以中小项目见长的中小券商的投行业务快速发展，大券商主导的市场格局有所弱化。短期内，受 IPO 市场景气度回升及债市扩容影响，投行业务的竞争将更为激烈，但总体来看，历史业绩相对稳定和承销能力相对更强的大中型券商主导的竞争格局短期内难有大的变动。

中诚信证评认为，在资本市场的不断深化过程中，长期来看直接融资仍为企业的重要需求，因而证券公司的投行业务仍具有一定发展空间。而 2017 年以来的金融强监管将对投行人员的业务水平和风险意识提出更高要求。

自营业务

作为证券公司的传统业务之一，近年来直至 2015 年末我国证券公司自营规模持续增长，2015 年 125 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）1,413.54 亿元，同比大幅增长 99.01%。从自营业务投资结构来看，由于前几年股票市场表现不佳，因而券商将资金配置重心逐渐由权益类转向债券类投资，2014 年以来随着证券市场景气度的提升，证券公司自营业务收入规模显著提升。2016 年受资本市场震荡、监管趋严影响，证券公司自营业

务规模及收益率显著回落，截至 2016 年末，证券公司进行金融产品投资的资金规模达到 1.70 万亿元，同比减少 1.37%；在 2016 年年初权益市场和年末债市波动的影响下，证券公司投资收入同比减少 59.78% 至 568.47 亿元。投资结构方面，2016 年证券公司增加了债券的投资规模，基金投资规模有所下降。

为进一步扩大证券公司证券自营业务的投资品种范围，2012 年 11 月，证监会公布《关于修改〈关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定〉的决定》，规定券商自营业务投资范围扩大至全国中小企业股份转让系统挂牌转让的证券、在境内银行间市场交易的证券（由部分扩大到全部）。此外，新三板、区域性股权交易市场挂牌转让的股票等产品纳入券商自营业务投资范围。

中诚信证评认为，随着券商自营投资范围的扩大以及金融强监管下行业整体风控力度加强，同时市场风险的逐步消化，券商自营业务有望稳健发展。

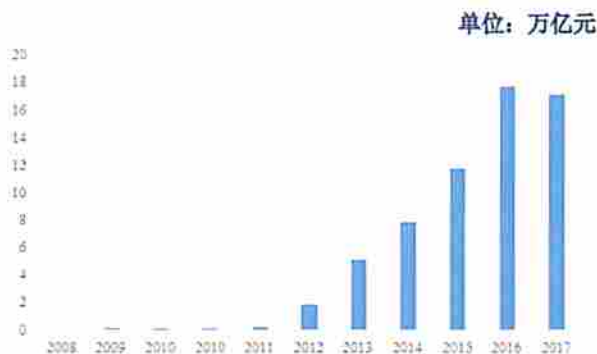
资产管理

2012 年以来，在鼓励金融创新的大背景下，资管规模实现爆发式增长，同时也暴露出同多层嵌套、杠杆不清、套利频繁、名股实债、刚性兑付和交易复杂等问题，对金融稳定构成挑战。2016 年开始，监管部门试图约束通道业务，鼓励发展主动管理业务；进入 2017 年以来，更是以密集下发监管政策的手段限制通道业务，要求资管行业回归主动管理的本源。

目前，证券公司资产管理业务已形成了涵盖集合资管计划、专项资管计划、定向资管计划为主的产品线。集合资管计划的发行始于 2005 年，作为资产管理的主要产品，其产品线也扩展到股票型、债券型、货币市场型、混合型以及 FOF 型等多种系列。随着人们财富的积累，对于理财的需求也不断增长，2009 年以后券商集合资管计划规模逐年上升。资管业务主动管理能力为集合产品最重要的竞争力来源，而截至 2017 年末，资管产品仍以被动管理的定向资管计划为主，多数为通道业务。近年来通道业务的扩张成为资管规模上升的主要动力。

2015年券商受托管理资本金总额为11.88万亿元，同比增长49.06%，增速与去年基本持平，保持较快增长。从收入占比来看，2015年券商资管业务收入占行业总收入的4.78%，与2014年保持一致，占比仍然较低。截至2016年末，129家证券公司托管证券市值33.77万亿元，受托管理资金本金总额17.82万亿元，受托规模较2015年末继续大幅增长；同期券商资管业务收入占行业总收入的9.04%，同比亦有较大提高。2017年，监管部门针对资管业务中存在的多层嵌套等问题密集出台监管政策，在降杠杆、去通道、严控资金池的监管下，截至2017年末，证券公司受托管理资金本金规模17.26万亿元，较2016年末减少0.56万亿元，规模首次下降。

图7：2008年以来受托管理资本金规模



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

中诚信证评认为，随着监管政策的逐步落实，资管通道业务不再会是发展重心，能够积极调整经营策略，提高主动管理能力的券商，将能够形成核心竞争力。主动管理策略上，将延续现有的以固定收益类投资为主策略。

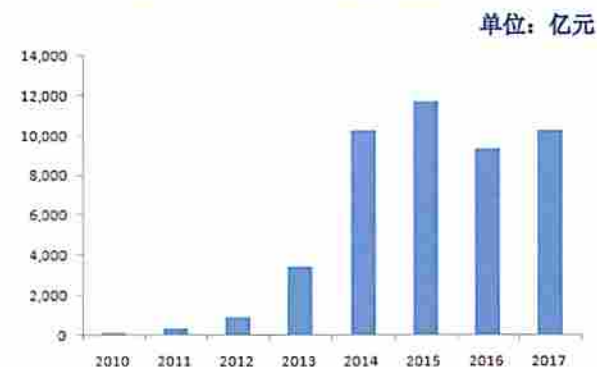
信用业务

信用业务主要包括融资融券业务和回购业务，以赚取利息收入为盈利方式，其中回购业务包括约定式回购和股票质押式回购。信用业务是券商较新的业务种类，推出后发展迅速，近年来其全行业收入贡献度达到了10%以上。

融资融券业务于2010年正式推出后发展迅速。据中国证券金融股份有限公司统计数据显示，自2010年3月中国证监会批准国泰君安、国信证券、中信证券、光大证券、海通证券和广发证券六家证券公司作为融资融券业务首批试点证券公司以来，融资买入额占两市成交额的比例不断攀升，目前达

到15%左右的规模。融资融券业务在2014年表现抢眼，全年共实现收入446.24亿元，占券商总收入的比例为17%，收入增速高达141.71%。自2014年末融资融券余额迈上1万亿元的台阶后，2015年上半年该项业务继续维持高速增长，两融规模最高突破2.27万亿元，其中第二季度单季融资融券日均余额达到了1.95万亿元。之后受市场大幅调整影响，两融规模回落至9,000亿元，随着市场企稳，年末两融余额达到了1.17万亿元，较2014年增长了14.5%。2016年以来A股市场成交量萎缩，沪深两市两融余额有所缩减，年末融资融券余额为9,392亿元，同比减少20.02%。2017年下半年A股市场成交量有所上升，沪深两市两融余额有所增加，截至2017年末融资融券余额为1.03万亿元，同比增加9.26%。

图8：近年来证券行业融资融券额



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

2011年10月上交所正式推出股票约定式购回业务，银河、中信和海通证券首批试点，而后约定购回业务逐步进入常规化运作。2013年，上海证券交易所、深圳证券交易所与中国证券登记结算有限责任公司共同制定《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（实行）》，标志着这一创新业务的正式推出已具备制度基础。股票质押式回购推出后发展迅速，交易规模逐步提高，并逐渐取代约定式购回业务。2017年末的沪深两市股票质押式回购业务待回购金额较年初新增3,419亿元，达1.62万亿元。2017年以来，股票质押业务风险频发，中国证券业协会发布修订后的《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，强调服务实体经济的业务定位，防控交易风险和规范业务运作。

中诚信证评认为，信用业务作为券商创新业务，较券商其他业务具有起步晚，发展迅速的特点，成为券商收入的有力补充。信用业务作为券商的资金业务，实力雄厚、分类评价较优的大券商更具竞争优势。同时也许关注，市场个股存在质押率过高，在股价大幅调整时，将给股票质押回购业务带来风险。

证券行业关注

股市持续下行，股票质押业务承压

2017年以来，股票质押业务规模大幅增长，相应的券商股票质押业务利息收入增长；另一方面，在结构性行情中，个股的风险有所暴露。2017年，乐视、皇氏集团等多家上市公司股票质押违约。2018年以来，股市持续下跌，股票质押违约更为频繁，股票质押业务形势更为严峻。中国证券业协会发布的《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，意在规范股票质押市场、控制质押比例和质押率，加强风险控制。

传统业务竞争加剧，收入结构仍需改善

目前，虽然证券行业经纪业务占比有所下降，收入结构得到一定优化，但行业的盈利模式仍对经纪业务和自营业务具有很高的依赖性，其业绩的增长高度依赖于市场变化，各证券公司之间盈利模式的同质化显著。与此同时，投行业务的竞争日趋激烈。尽管银行间市场交易商协会于2012年11月公告新增中信证券、招商证券、广发证券等10家券商获得参与短融、中票等非金融企业债务融资工具的主承销业务资格，但短期内来看，银行间债券市场的承销业务仍由银行把控，券商进入存在一定障碍，对证券公司投行业务的推动难以快速显现。

2012年10月，证监会发布修订后的《外资参股证券公司设立规则》和《证券公司设立子公司试行规定》，将合资券商外资持股比例上限由此前的1/3升至49%；2017年11月，财政部副部长在新闻发布会上称，为落实中国共产党第十九次全国代表大会关于进一步扩大对外开放的相关部署，决定将单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制放宽至51%，上述措施实施三年后，投资比例不受限制。进一步放开

外资对证券公司的持股比例有利于提高外资参股券商的积极性，加快券商与国际市场接轨的节奏，但同时，国内证券公司直接面对拥有雄厚实力的国际证券公司的正面竞争，对国内证券公司尤其是抢占高端客户和投资银行业务方面形成冲击。

通道业务受限，券商资管业务面临转型压力

受益于过去监管层对金融创新的大力支持，通道型业务迎来最佳发展机遇，券商资管业务规模迅速增长。近期，监管机构强调不得从事让渡管理责任的通道业务，2017年11月，一行三会共同参与制定《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，提出消除多层嵌套、强化资本约束和风险准备金计提等要求。未来，通道业务的发展受到限制，券商资管业务规模收缩短期阵痛不可避免，中长期将倒逼通道业务向主动管理转型，对券商的投资能力、产品设计能力等带来较大的挑战。

合规经营压力持续增加

2017年证券行业延续全面监管、从严监管，重罚各种违法违规行，强化证券期货基金经营机构合规风控和流动性管理，发布投行、股权质押和资管新规等监管政策。预计对券商监管仍将全面从严，资质较差的券商将面临更大的经营压力。

2017年7月，国务院金融稳定发展委员会成立，统筹和协调金融改革发展与监管，监管部门保持高压监管态势，证监会、银监会相继开出史上最大罚单，2017年证监会作出行政处罚决定超200件，罚没款金额超70亿元。监管部门预计将保持高压监管态势。

2017年，IPO发行常态化，新一届发审委履职以来，审核更加严格，IPO过会率大幅降低。同时，在金融强监管的背景下，近期针对资管行业、股票质押业务、委贷业务的新政也密集出台，主要在于抑制多层嵌套和通道业务，限制委贷业务，提高股票质押业务要求。

总体看来，在防控金融风险 and 守住不发生系统性金融风险的监管要求下，券商的合规经营压力将持续增加。

金融牌照收紧，券商控股股东门槛提升

2018年3月，证监会发布了《证券公司股权管理规定（征求意见稿）》（下称“《规定》”），主要强调了两方面内容，第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股。其中针对控股股东，《规定》提出了净资产不低于人民币1,000亿

元与最近5年原则上连续盈利，最近3年主营业务收入累计不低于人民币1,000亿元，主业净利润占净利润比例不低于50%的要求。

中诚信证评认为，虽然正式规定尚未公布，但加强对金融牌照的管理，注重控股股东对券商的支持能力将成为监管的新方向，此举有利于提升股东质量，促使券商审慎经营，提升竞争力。

表 3：近年来证券业主要行业政策

时间	文件	说明
2015年1月	《公司债券发行与交易管理办法》	扩大发行主体范围至所有公司制法人，同时全面建立非公开发行制度，增加债权交易场所，简化发行审核流程，加强市场监管等。
2015年5月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》	规范证券公司、基金管理公司子公司等相关主体开展资产证券化业务，保障投资者的合法权益。
2015年5月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》	规范和指导资产证券化业务的尽职调查工作，提高尽职调查工作质量。
2015年7月	《香港互认基金管理暂行规定》	规范香港互认基金在内地（指中华人民共和国的全部关税领土）的注册、销售、信息披露等活动。
2016年10月	《证券公司风险控制指标管理办法》	建立以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系。
2017年6月 (2017年10月执行)	《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》	明晰董事会、监事会、高级管理人员、合规负责人等各方职责，提高合规履职保障，加大违法违规追责力度等措施，切实提升公司合规管理有效性，不断增强公司自我约束能力，促进行业持续健康发展。
2017年7月	《关于修改〈证券公司分类监管规定〉》	促进证券公司提升全面风险管理能力，鼓励证券公司做优做强主营业务。
2017年11月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	确立资管产品的分类标准，降低影子银行风险，减少流动性风险，打破刚性兑付，控制资管产品的杠杆水平，抑制多层嵌套和通道业务，切实加强监管协调，合理设置过渡期。
2017年12月	《规范债券市场参与者债券交易业务的通知（银发[2017]302号文）》	督促各类市场参与者加强内部控制与风险管理，健全债券交易相关的各项内控制度，规范债券交易行为，并将自身杠杆操作控制在合理水平。
2018年1月	《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》	加强证券公司尽职调查要求；加强对融出资金监控；细化风控指标要求。此规定于2018年3月12日实施。
2018年3月	《证券公司股权管理规定》（征求意见稿）	第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股，股东在股权锁定期内不得质押所持证券公司相关股权。
2018年4月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	廓清资管行业和资管产品本质，并对刚兑和资金池概念进行界定，为后续资管行业规范设立标准，主要对阻断监管嵌套、打破刚兑、非标处置等方面做出规定，过渡期延长至2020年底。
2018年7月	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	放松在过渡期内对刚兑、非标处置等的规定要求。明确公募资产管理产品投资范围，在非标投资、压缩节奏、计价方式等方面规则弹性增加；支持有非标准化债权类资产回表需求的银行，发行二级资本债补充资本。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

竞争实力

网点布局具有较好的市场基础且区域性客户资源优势明显

作为山西省属唯一一家综合类上市证券公司，经过三十年的发展，公司在全国特别是山西区域积累了丰富的客户资源，注重与地方经济民生融合，业务网络延伸度较广，具有较高的市场认知度。截

至2018年9月末，公司在全国已设立119家证券营业部，其中62家营业网点分布在山西省内，57家营业网点分布在省外。在上海、广东、浙江、山东、江苏等经济相对发达的地区，公司专业子公司总部、营业网点和业务分设机构相对聚集，形成了一定的业务和网络优势。同时，公司股东及合作伙伴中，多数在金融、能源和消费等领域具有相当影响力，为相互间合作、业务拓展和经验借鉴提供了良好平

台。

在经纪业务上，山西省内的经纪业务是确保公司经纪业务稳定的基础，公司在山西省内具有明显的区域优势。山西省作为我国的资源大省，高净值客户较为集中，为公司个人理财业务的拓展提供了广阔空间。在投资银行业务上，山西地区上市公司的数量相对较少，仍具有一定的挖掘空间，山西市场尚待挖掘的潜在业务机会为投资银行业务拓展提供了广阔的空间；此外，山西省丰富的旅游资源，是公司资产证券化等业务开展得天独厚的优势。

业务运营

公司作为中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）批准的首批证券公司之一，经过 30 年的发展，业务条线齐全，主要涵盖了证券经纪业务、证券自营业务、资产管理业务、投资银行业务、期货经纪业务、信用业务等方面。根据中国证券业协会已经公布的证券行业排名情况，2017 年公司营业收入和净利润在市场排名分别为第 23 位和第 43 位，较上年分别上升 17 位和 8 位；总资产和净资产在市场排名分别为第 33 位和第 34 位，较上年均下降 1 位。根据中国证监会券商分类评级的结果，公司 2013~2015 年均获得 A 类 A 级，2016 年获得 B 类 BBB 级，2017 年主要受投行业务处罚及新三板投资者适当性管理警告等合规因素影响，根据修订后《证券公司分类监管规定》，公司获得 B 类 B 级，2018 年公司分类评级重回 A 类 A 级。

2015~2017 年，公司分别实现营业收入 38.39 亿元、23.46 亿元和 43.93 亿元。2016 年证券市场行情持续低迷，公司多个业务板块收入下滑明显，营业收入同比减少 38.89%。2017 年受证券市场行情整体持续震荡以及股票再融资和债券发行市场萎缩影响，公司证券经纪业务和投资银行业务收入有所下滑，证券自营业务、资产管理业务和期货经纪业务发展良好，同时子公司格林大华积极开展仓单业务，大宗商品交易及风险管理业务收入增幅显著，使得公司营业收入同比大幅增长 87.28%。分板块来看，2017 年公司证券经纪业务、证券自营业务、资产管理业务、投资银行业务、期货经纪业务、大宗商品交易及风险管理业务收入占营业收入的比重分别为 17.63%、9.28%、2.78%、14.62%、8.65% 和 47.39%。其中，2017 年公司证券经纪业务和投资银行业务收入同比分别减少 8.81% 和 18.85%，但仍是公司重要的收入和利润来源；证券自营业务、资产管理业务、期货经纪业务和大宗商品交易及风险管理业务收入同比分别增加 66.41%、44.40%、179.51% 和 616.55%，证券自营业务对公司利润的贡献度明显提升，而大宗商品交易及风险管理业务收入占比虽然最大，但由于其营业利润率较低，对利润的贡献度较小。2018 年前三季度，公司大宗商品交易及风险管理业务收入继续较快增长，公司实现营业收入 43.51 亿元，同比增加 27.92%。

表 4：2016~2017 年公司营业收入构成

单位：亿元、%

营业收入	2016		2017	
	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	8.49	36.20	7.74	17.63
证券自营业务	2.45	10.45	4.08	9.28
资产管理业务	0.85	3.61	1.22	2.78
投资银行业务	7.91	33.74	6.42	14.62
期货经纪业务	1.36	5.79	3.80	8.65
大宗商品交易及风险管理业务	2.91	12.39	20.82	47.39
未分配及抵销	-0.51	-2.17	-0.15	-0.34
合计	23.46	100.00	43.93	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经纪业务

证券经纪业务是公司的核心基础业务，是公司重要的收入来源之一，2015~2017年，公司证券经纪业务分别实现收入 20.29 亿元、8.49 亿元和 7.74 亿元，逐年下降。2016 年证券市场行情整体低迷，证券经纪业务收入显著下滑，同比减少 58.15%；2017 年证券市场持续震荡，交易量下滑加之佣金率下降的双重影响，公司实现证券经纪业务收入 7.74 亿元，同比减少 8.81%。

公司传统经纪业务主要包括股票经纪业务、基金经纪业务和债券经纪业务，受 2015 年下半年以来证券市场行情整体较为低迷影响，2016 年各类型业务交易额均呈现明显收缩；2017 年，公司股票经纪业务交易额为 9,897.8 亿元，同比减少 17.35%，市场份额较上年下降 0.03 个百分点至 0.44%；基金业务交易额和市场份额均显著提升。2018 年前三季度，公司股票经纪业务交易额为 5,658.27 亿元，市场份额进一步下降至 0.39%。

表 5：2015~2018.9 公司代理买卖证券交易金额和市场份额

单位：亿元、%

证券种类	2015		2016		2017		2018.1-9	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票（含两融）	26,603.34	0.52	11,975.05	0.47	9,897.80	0.44	5,658.27	0.39
基金	522.53	0.17	262.34	0.12	880.90	0.44	825.84	0.55
债券	30.24	-	3.97	-	6.24	-	9.61	-
合计	27,156.11	-	12,241.36	-	10,784.94	-	6,493.72	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

佣金率方面，随着证券市场竞争日趋激烈，且受到一人多户、网点开放、互联网金融导致竞争加剧等因素影响，近年来公司证券经纪业务佣金率呈下滑趋势。2017 年公司平均佣金率较上年继续下降 0.05 个百分点至 0.37%。2018 年前三季度，公司平均佣金率为 0.34%。

表 6：2015~2018.9 公司和行业平均佣金率情况

单位：%

项目	2015	2016	2017	2018.1-9
行业平均佣金率	0.50	0.40	0.39	-
公司平均佣金率	0.63	0.42	0.37	0.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

网点建设方面，截至 2018 年 9 月末，公司在全国共设立 119 家证券营业部，其中 62 家营业网点分布在山西省内，57 家营业网点分布在上海、北京、广东、浙江、山东、江苏等经济相对发达的地区，整体来看，山西省内经纪业务仍将是公司经纪业务稳定增长的基石，2017 年公司在山西省内的市场占有率为 33%，经纪业务在山西省内具有明显的优势。公司在众多领域积极探索、实践，推出了中心营业部管理模式，整合内部资源，积极推动财富管理转型，各营业网点协同创新业务部、研究所、中德证券和格林大华，深入地市县、挖掘机会、储

备资源、明确抓手、锻炼队伍，全面启动创建证券营业部综合窗口试点工作，着手建设新型综合金融服务平台，在完成基础信息技术系统论证的同时，积极推进创新业务。

总体而言，公司在山西省内经营发展三十年，积累了丰富的客户资源，经纪业务具有明显的区域优势，并积极推进创新业务。同时，目前公司面临同业竞争进一步加剧和传统证券经纪业务利润受到进一步挤压、股票二级市场波动较大对经纪业务影响较大等风险，公司未来业务服务能力以及创新业务转型执行情况有待观察。

投资银行业务

公司投资银行业务主要由控股子公司中德证券开展的证券发行与承销业务、财务顾问业务和公司本部中小企业金融业务部开展的新三板、财务顾问业务组成。其中，中德证券为公司投资银行业务的主要经营主体，中德证券成立于 2009 年 4 月，系德意志银行和公司共同出资设立，近几年中德证券在并购重组、IPO、债券承销等业务上取得了较大发展。2015~2017 年，公司投资银行业务分别实现营业收入 8.10 亿元、7.91 亿元和 6.42 亿元，2017 年受股票再融资、债券发行市场萎缩影响，投资银

行业务收入下滑较明显，同比减少 18.85%。

团队建设方面，中德证券形成了良好的保荐代表人梯队。截至 2018 年 9 月末，公司投行业务板块共有从业人员 250 名，其中保荐代表人 46 位。业务执行方面，中德证券成立了高端制造行业部、医疗健康行业部、新能源与节能环保行业部、互联网与信息技术行业部四个行业部门，设立投行深圳部、山西业务部和投行上海部三个区域性的部门，以及固定收益部和并购重组部两个专门产品部门，从重点行业、重点区域及产品类型方面进行全方位的客户覆盖。

股票主承销业务方面，2016 年公司完成主承销家数 21 家，其中 3 家 IPO、1 家配股，17 家增发，承销金额 789.19 亿元，同比大幅增加 186.78%，股权产品总承销金额及股票再融资承销金额均位列行业第 8 名，分别较上年提升 2 名和 1 名；2017 年公司完成主承销家数 15 家，其中 8 家 IPO、7 家增发，承销金额 117.65 亿元，同比大幅减少 85.09%，主要系增发承销金额的大幅减少，而中德证券 IPO 承销金额大幅增长，行业排名上升 13 个名至第 20 名。债券主承销方面，2016 年公司完成债券主承销项目 37 家，承销金额同比小幅增加 2.15%至 308.17 亿元；2017 年公司完成债券主承销项目 19 家，承销金额同比减少 40.67%至 182.84 亿元，中德证券公司债和企业债承销金额行业排名第 33 名，同比提升 4 名。在合资券商中，中德证券投资银行综合竞争能力继续保持前两名，股权产品收入继续排名第一。财务顾问业务方面，2016 年公司完成财务顾问业务 30 笔，实现净收入 0.34 亿元，同比减少 51.35%；2017 年公司完成财务顾问业务 61 笔，实现净收入 0.54 亿元，同比增加 58.82%。2018 年前三季度，公司分别完成股票主承销和债券主承销家数 6 家和 12 家，承销金额分别为 45.81 亿元和 85.50 亿元，受项目审核趋严等因素影响，公司承销规模下滑；完成财务顾问业务 28 笔，实现净收入 0.33 亿元。此外，公司存在承销客户发生债务违约的事件，由此带来的对公司的影响有待进一步观察。

表 7：2015~2018.9 公司投资银行业务情况

单位：家、亿元

	2015	2016	2017	2018.1-9
股票主承销及保荐业务				
主承销家数	14	21	15	6
主承销金额	275.19	789.19	117.65	45.81
债券主承销业务				
主承销家数	30	37	19	12
主承销金额	301.69	308.17	182.84	85.50
财务顾问业务				
项目家数	48	30	61	28
业务净收入	0.69	0.34	0.54	0.33

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司财务顾问业务涉及上市公司收购兼并、资产重组、股份回购、非上市公司企业改制等领域。2016年8月10日，因中德证券作为西藏紫光卓远股权投资有限公司的财务顾问涉嫌未勤勉尽责，受到证监会立案调查没收业务收入300万元并处以300万元罚款，随着投资银行业务监管趋严，该项业务风险不断增加，中诚信证评将持续关注中德证券未来的监管风险。

在全国中小企业股份转让业务领域，公司近几年加速推进新三板业务，新增华东、深圳两个大区，实现北京、山西、东北、西南、华东、深圳六大区域的布局，提升该业务影响力。2017年，鉴于监管趋严、市场低迷，公司适时调整新三板业务的工作主线和考核导向，全力开拓国内重点经济区域，同时持续强化质量控制，执业质量显著提升，全年完成推荐挂牌企业24家，行业排名29名，同比上升25个名；完成23个增发项目，募集资金8.26亿元，行业排名39名，同比上升11个名；新三板业务实现营业收入0.37亿元。2018年前三季度，公司新增新三板挂牌5家，完成13家企业增发，募资额4.58亿元。

总体来看，2017年在股票再融资和债券发行市场萎缩的背景下，公司投资银行业务收入下降；2018年以来受项目审核趋严影响，投资银行业务收入继续下滑。公司需加大优质客户拓展力度，发挥多年积累的专业优势，增强投资银行业务的竞争力。

自营业务

公司证券自营业务主要运用自有资金买卖证券流通市场交易的股票、基金、债券、衍生品、票据等有限价证券，主要涵盖权益类和FICC类两大领域，其中FICC类包括固定收益类投资和贸易金融业务。

证券公司自营业务受证券市场系统性风险和投资对象自有风险的影响较大，具有较大的波动性。2017年，公司固定收益类投资业务规模进一步扩大，收益较好，同时新设贸易金融部，初步构建了国内票据、国际大宗商品两条业务线，当年实现证券自营业务收入4.08亿元，同比增加66.41%。

从成交分布来看，2015~2017年及2018年前三季度，公司自营股票的交易额分别为258.76亿元、52.65亿元、187.54亿元和107.24亿元，占比分别为76.43%、0.34%、0.49%和0.23%，受债券交易额大幅增长影响，2016年以来股票交易额占比大幅下滑。2017年公司权益类证券投资积极探索新的盈利模式，盘活存量资产，强化做市业务风险控制。存量资产盘活使得资产结构得到进一步优化，流动性显著提升，为自营业务良性发展奠定基础；二级市场

积极探索新的盈利模式，继续强化投研能力和资产配置能力；研判市场环境，强化新三板做市业务风险控制，盘活存量，严控资金占用，确保合规运作，保证做市业务的顺利开展。

公司固定收益类投资通过团队建设、体系完善、渠道扩张、业务拓展，不断完善和优化投资策略，2015~2017年及2018年前三季度，公司自营债券交易额分别为9.84亿元、14,993.35亿元、34,348.34亿元和43,000.60亿元，占比分别为2.91%、96.56%、89.03%和92.77%，2016年公司引入固收成熟团队，固定收益业务主要开始采用做市模式，同时公司加大该业务支持力度，债券交易额迅速扩大；2017年债券交易额进一步扩大，在证券公司债券交割量排行中位列第4名。2015~2017年末及2018年9月末，公司持有的债券余额分别为13.69亿元、158.07亿元、166.11亿元和154.43亿元，持有的信用债券主体级别一般在AA以上，投资行业包括城投、房地产、机场等，区域集中于沿海等经济发展较好地区，整体资产质量较好。

表 8：2015~2018.9 公司自营业务运营情况

单位：亿元、%

证券种类	2015		2016		2017		2018.1-9	
	交易额	占比	交易额	占比	交易额	占比	交易额	占比
股票	258.76	76.43	52.65	0.34	187.54	0.49	107.24	0.23
基金	24.64	7.28	0.32	0.00	8.00	0.02	20.19	0.04
债券	9.84	2.91	14,993.35	96.56	34,348.34	89.03	43,000.60	92.77
集合理财产品	7.84	2.32	0.40	0.00	-	-	2.20	0.00
同业存单	-	-	301.38	1.94	2,553.38	6.62	1,846.23	3.98
衍生品	37.49	11.07	179.74	1.16	1,482.12	3.84	1,377.05	2.97
信托计划	-	-	-	-	-	-	0.60	0.00
合计	338.57	100.00	15,527.84	100.00	38,579.38	100.00	46,354.11	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

贸易金融业务方面，2017年公司成立一级部门贸易金融部，取得了上海票据交易所会员资格，初步构建了国内票据、国际大宗商品两条业务线，并积极筹备衍生品交易和外汇业务。公司票据业务目前交易业务种类涉及上海票据交易所场内转贴现业务、质押式回购业务、买断式回购业务全种类，交易标的涉及银行承兑汇票及准银行承兑汇票全标的等，公司票据业务信用主体主要为商业银行，

整体信用风险较为可控。截至2017年末，公司票据总持仓4.84亿元，交易量149亿元，票交所排名第25位，获票交所“优秀非银行类交易商”。2018年前三季度，公司加大票据业务开展力度，期末票据总持仓34亿元，当期交易量907亿元。

总体来看，近年来，通过成熟团队的引入和支持力度的加大，公司固定收益业务规模快速提升，成为公司较为稳定的收入来源，同时初步构建了国

内票据、国际大宗商品两条业务线，未来公司证券自营业务将更加多元化发展。但公司目前的证券投资资产结构仍将受到市场环境的直接影响，做市型固定收益业务模式的盈利稳定性和风险水平亦仍有待观察。

资产管理业务

2015 年之前公司资产管理业务主要以定向资产管理和集合资产管理业务为主，2015 年公司推出公募基金管理业务。近年来，公司资产管理业务发展较快，管理规模呈现持续增长态势。2015-2017 年分别实现资产管理业务收入 3.06 亿元、0.85 亿元和 1.22 亿元，2016 年公司自有资金参与的资产管理计划陆续清盘，加之受市场行情低迷影响，当年资产管理业务收入同比减少 72.39%。

公司资产管理业务遵循“客户利益至上、与客户共成长”的经营理念，为客户提供全方位、专业化、个性化的理财服务，在有效控制风险的前提下，通过专业化的管理和科学的投资运作，使客户资产获得最大限度的保值增值。针对市场需求持续开发设计差异化、创新性的理财产品，公司不断拓展营销渠道，努力提升风险管控水平和投资能力，逐步形成业内领先的资产管理业务发展模式。

2017 年公司设立上海资产管理分公司，引进资产证券化、固定收益等专业团队，资产管理业务范围已涵盖固定收益、资产证券化、权益投资、实业融资业务等多个领域。截至 2017 年末，母公司口径资产管理业务规模为 456.42 亿元，同比增加 110.23%，产品数量为 78 个，较上年末增加 23 个，全年实现净收入为 0.51 亿元，同比增加 13.33%。其中集合类产品管理业务规模 38.33 亿元，产品数量 30 个，净收入 0.31 亿元；定向类产品管理业务规模 407.15 亿元，产品数量 46 个，净收入 0.16 亿元；专项类产品管理业务规模 10.94 亿元，产品数量 2 个，净收入 0.04 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司资产管理业务规模 431.00 亿元，产品数量 91 个，当期实现净收入 0.69 亿元。

公募基金管理业务方面，公司以产品为导向，围绕固定收益类产品和权益类产品两大产品条线，在团队建设、制度建设、风险管理等方面持续推进。受监管新规影响，2017 年公司公募基金业务主要围绕存续基金的运作和新产品的设计开展工作，年末公募基金管理 4 只基金，存续规模 36.73 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司公募基金管理 4 只，存续规模 33.95 亿元，当期实现净收入 0.40 亿元。

表 9：2015-2018.9 公司资产管理业务情况

单位：亿元、个

项目	2015			2016			2017			2018.9		
	规模	净收入	产品数量	规模	净收入	产品数量	规模	净收入	产品数量	规模	净收入	产品数量
集合资产管理业务	55.58	0.43	55	20.56	0.41	23	38.33	0.31	30	47.05	0.49	46
定向资产管理业务	82.82	0.02	15	196.55	0.04	32	407.15	0.16	46	292.99	0.17	40
专项资产管理计划	-	-	-	-	-	-	10.94	0.04	2	90.96	0.03	5
公募基金管理业务	28.10	0.24	1	51.57	0.64	4	36.73	0.65	4	33.95	0.40	4
合计	166.50	0.70	71	268.68	1.08	59	493.15	1.16	82	464.95	1.09	95

注：此表中的资产管理业务规模及净收入按照母公司口径进行统计
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司资产管理业务产品结构进一步丰富，资产管理业务规模大幅增加，但受自有资金参与的资产管理计划陆续清盘和市场行情低迷影响，资产管理业务收入有所波动，整体对营业收入的贡献较有限。

信用业务

目前公司信用业务主要由融资融券业务、股票质押式回购业务和约定购回式证券交易业务板块组成。自 2012 年 5 月，公司获证监会核准开展融资融券业务以来，实现了业务的平稳、规范、安全

运行。2015~2017 年末，公司融资融券余额分别为 68.63 亿元、51.80 亿元和 54.64 亿元，全年分别实现融资融券业务利息收入 7.28 亿元、4.05 亿元和 4.05 亿元，2016 年受市场行情整体较为低迷影响，融资融券业务有所收缩。截至 2018 年 9 月末，公司共有 102 家营业部开展融资融券业务，信用资金账户开户数为 47,224 户；融资融券余额为 43.56 亿元，当期利息收入 2.76 亿元。

表 10：2015~2018.9 公司信用业务经营情况

单位：亿元、个、户

	2015	2016	2017	2018.9
融资融券业务				
开户营业部数量	78	78	86	102
信用账户数量	44,117	46,332	47,111	47,224
融资融券余额	68.63	51.80	54.64	43.56
利息收入	7.28	4.05	4.05	2.76
股票质押式回购业务				
委托金额	32.72	24.76	33.77	2.71
待回购金额	28.76	16.48	33.54	25.53
利息收入	1.57	1.16	0.75	1.29
约定式回购业务				
待回购金额	0.58	0.43	0.41	0.14
利息收入	0.08	0.05	0.05	0.02

注：表格数据为报监管口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在股票质押式回购交易业务领域，公司于 2013 年 7 月获得深交所和上交所股票质押式回购交易权限，并正式开展股票质押式回购交易业务。2015~2017 年末，公司股票质押式回购业务待购回金额分别为 28.76 亿元、16.48 亿元和 30.03 亿元，全年分别实现股票质押式回购业务利息收入 1.57 亿元、1.16 亿元和 0.75 亿元。2018 年以来，受股票质押业务新规影响，公司出于审慎原则谨慎开展业务，2018 年前三季度股票质押式回购业务委托金额大幅减少，期末待购回金额为 25.53 亿元，当期实现利息收入 1.29 亿元。值得注意的是，公司股票质押式回购业务中，个别标的股票价格大幅波动，借款人回款不利，需关注借出资金后续的回收情况。

在约定购回式证券交易业务领域，公司于 2012 年 12 月获上交所批准开展业务，于 2013 年 2 月获

深交所批准开展业务。2015~2017 年末，公司约定购回业务待购回金额分别为 0.58 亿元、0.43 亿元和 0.41 亿元，全年分别实现约定购回业务利息收入 0.08 亿元、0.05 亿元和 0.05 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司约定购回业务待购回金额为 0.14 亿元，当期实现利息收入 0.02 亿元。

在转融通业务领域，公司于 2013 年 1 月获中国证券金融股份有限公司批准开展转融通业务，并于 2014 年 6 月 23 日取得参与转融券业务试点资格。公司充分利用转融通业务，有效补充可融出资金和证券，保证业务发展需要。截至 2018 年 9 月末，公司转融通业务余额 27.00 亿元。

总体来看，公司在信用业务方面将进一步改进和完善风险控制体系，逐步提升风险定价能力，提升专业服务能力。中诚信证评认为，公司信用业务发展较为迅速，但业务品种的增加给风险内控工作也带来了挑战。

期货业务

公司期货业务由全资子公司格林大华开展，格林大华经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询业务和资产管理等，拥有上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所及中国金融期货交易所交易结算会员席位。截至 2018 年 9 月末，格林大华在北京、上海、广州、深圳、杭州等大中城市设有 27 家分支机构，在网点建设上已初步形成全国性布局，业务架构初具规模，为促进业务良性发展打下了坚实基础。2017 年，格林大华在期货公司分类评级中被评定为 A 类 A 级。

2017 年，格林大华以市场化、计量化、差异化、收入费用比为原则优化管理机制，通过整合业务资源、引进专业团队、细化考核方案、提升中高层开拓和执行力等手段，持续完善运营机制，同时积极开展仓单业务和场外期权交易业务，在“鸡蛋期货+保险”、设立苹果交割库、合作套保等方面进行了有益探索和实践，盈利能力明显改善；全年实现营业收入 23.20 亿元，同比增长 368.37%，实现净利润 0.60 亿元，同比增长 58.17%。经纪业务方面，2015~2017 年，格林大华分别实现代理成交额 71,445.01 亿元、25,446.54 亿元和 24,505.22 亿元，

分别实现业务手续费净收入 1.24 亿元、1.18 亿元和 1.15 亿元。仓单业务方面，2017 年格林大华积极开展仓单业务，当年仓单业务销售收入 19.84 亿元，采购成本 20.01 亿元，仓单业务开展的同时，在期货端进行保值，仓单保值产生净收益 0.68 亿元，仓单业务利润 0.52 亿元。

2018 年前三季度，格林大华实现代理成交额 17,534.84 亿元，实现手续费净收入 0.70 亿元；实现仓单业务销售收入 22.51 亿元，采购成本 23.60 亿元，仓单保值产生净收益 1.90 亿元，仓单业务利润 0.81 亿元。

表 11：2015~2018.9 期货经纪业务开展情况

	2015	2016	2017	2018.1~9
手续费净收入（亿元）	1.24	1.18	1.15	0.70
代理成交额（亿元）	71,445.01	25,446.54	24,505.22	17,534.84
代理成交量（万手）	5,356.71	5,542.22	4,209.83	2,406.48
客户资产余额（亿元）	34.23	31.62	62.55	40.20
客户数量（个）	43,223	40,879	43,917	45,562
日均客户资产规模（亿元）	37.65	32.28	47.10	51.36

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司期货经纪业务稳步发展，而受证券市场低迷态势影响，格林大华积极向“中介服务、财富管理、风险管理”转型，着力打造“期货与现货、场内与场外、国际与国内”一体化经营模式，同时格林大华扩大仓单业务规模，对公司营业收入的贡献度大幅提升，但对利润的贡献度较小。

其他业务

公司直投业务依托全资子公司山证投资开展。山证投资成立于 2011 年 7 月，注册资本 10.00 亿元，山证投资下设龙华启富（深圳）股权投资基金管理有限公司、山证基金管理有限公司、山证资本管理（北京）有限公司三家子公司，并且管理山西中小企业创投、北京山证并购资本等基金，完成 PE、VC、并购三条子业务线的布局。山证投资主要以增资扩股或者股权转让方式进行投资，主要聚焦受益于消费升级、产业升级以及中国日益增长的物质精神需求的领域，关注“四大一高”五大行业，即大消费、大环保、大信息、大健康和高端制造行业。2017 年，山证投资顺利完成私募及另类新规下的整改，获得监管机构批准；积极响应精准扶贫号召，发起设立汾西启富扶贫引导基金；探索设立高端装备制造和新能源产业基金。经过多年的持续投入，相关投资回报逐渐显现，2017 年山证投资实现营业收入 0.83 亿元，同比增长 146.93%，实现净利润 0.24 亿元，同比增长 117.67%。2018 年前三季度，山证投

资实现营业收入 0.39 亿元，实现净利润 0.19 亿元。

公司国际业务依托全资子公司山证国际开展。山证国际成立于 2016 年，注册资本 10.00 亿港元，下设 7 个子公司，分别负责期货合约交易、证券交易、资产管理和投资业务，初步完成涵盖环球证券、环球期货、环球资产管理及投资咨询、机构融资及企业并购等综合金融服务平台搭建。2017 年，山证国际完成中信建投 IPO 联席承销、天山发展私募配售债券票据、山东三星集团美元债券发行、辰兴发展股息分红等项目，资产管理业务获得 1 亿美元 QFII 额度；全年实现营业收入 1.52 亿元，实现净亏损 0.64 亿元。2018 年前三季度，山证国际完成三星集团美元债券发行等项目，同时开展仓单业务，并在投资移民专户理财、沪港深产品设计、SPC 基金设立等方面取得进展，当期实现营业收入 7.99 亿元，受仓单业务开展影响，营业收入同比大幅增长 636.61%，实现净亏损 0.21 亿元。

总体而言，受市场行情波动及竞争加剧影响，公司经纪业务波动明显，投资银行业务收入受股票再融资和债券发行市场萎缩影响下滑，证券自营业务较易受到市场行情波动的影响；同时仓单业务规模扩大使得大宗商品交易及风险管理业务收入大幅增长，但利润贡献度较低。中诚信证评关注到公司现有业务对市场行情的依赖仍较大，可能导致收入和盈利的不稳定性，另外创新业务的开展可能造成公司经营风险的增加。

风险管理

风险管理架构

公司按照证监会及相关法律的要求，结合公司实际情况，构建了相对完善的、与公司业务相适应的全面风险管理架构。公司风险管理架构由“董事会下设的风险管理委员会和审计委员会—经营管理层下设的风险管理执行委员会—首席风险官—风险管理部门—各业务部门和职能部门下设的风控专员”五级架构组成，将风险管理及控制活动覆盖公司所有业务部门、分支机构和全体员工，并贯穿于决策、执行、监督、反馈等各个环节，确保决策科学、运营规范、管理高效和健康发展，保证公司开展的各项业务风险可控、可测、可承受。

董事会是公司的最高决策机构，下设风险管理委员会和审计委员会。其中风险管理委员会主要负责对风险管理的总体目标、机构设置及其职责、需董事会审议的重大决策及其相关风险和风险评估报告进行审议并提出意见。审计委员会主要负责外部审计的聘请或更换及其执业行为的监督工作；内部稽核和审计的制度及其实施的相关工作。

经营管理层为公司的执行管理机构，下设风险管理执行委员会。风险管理执行委员会的主要职责包括：组织制定和完善公司风险控制体系和风险控制制度；负责组织实施公司风险管理和风险控制的各项决策；审议公司业务风险监测指标体系和风险控制预警机制；评估公司已开展的各项业务和新业务、新产品的风险，审议风险应对策略，督导业务部门在业务运行、业务创新中建立与完善各项内部控制制度和风险管理流程；负责组织检查、监督公司风险控制制度的执行情况，对风险控制体系的有效性进行评估，对风险控制存在的缺陷提出改进措施，并指导和协调公司各部门、分支机构的风险管理工作；对重大突发风险事项提出处理意见。

公司专设首席风险官，为负责组织落实公司全面风险管理的高级管理人员，并且不得兼任或者分管与其职责相冲突的职务或者部门。首席风险官负责组织评估公司内外部环境以及面对的各类风险，就公司所存在的风险提出应对建议，并定期向董事会、经营管理层报告；拟定公司风险管理战略、规

划，提出风险管理的政策和程序；监督风险管理政策和程序的实施，建立风险管理评价标准和组织；组织落实风险管理与内控体系的建设，负责对风控专员的考核和风险管理队伍的建设。

风险管理部门为风险管理工作执行部门，主要包括风险管理部、计财财务部、合规管理部、稽核审计部及董事会办公室等相关部门。风险管理部在首席风险官的领导下推动公司全面风险管理工作，监测、评估、报告公司整体风险水平，并为公司业务决策提供风险管理建议，协助、指导和检查各业务部门的全面风险管理工作。计划财务部负责建立、健全公司流动性风险管理体系及制度，对流动性风险实施有效识别、计量、评估、监测和报告。董事会办公室负责建立和制定公司声誉风险管理体系及制度，协调公司相关部门应对声誉风险事件，最大程度地减少对公司声誉造成的负面影响。合规管理部负责公司法律与合规风险的相关事项；协同各部处理公司因各类风险引发的法律事项。稽核审计部门负责完成对各部门与风险管理效果挂钩的绩效考核，定期对各部门贯彻公司风险政策、落实全面风险管理工作的情况进行稽核、检查，具体负责对公司全面风险管理的有效性进行评估。

各业务部门和职能部门为风险管理的监管对象，各业务部门和职能部门下设风控专员。风控专员负责配合部门负责人确定本部门的风险管理原则，制定本部门的业务风险管理制度；在首席风险官与风险管理部的指导下，负责所在部门的风险管理工作的落实；识别、评估、监控所在业务条线的各类风险，与风险管理部门建立直接、有效的沟通，对业务开展、业务操作过程中发现的内部控制缺陷及风险点及时反馈，并提出整改建议。

整体而言，公司的内部五级风险管理架构，以及相关的制度、系统的建立和完善，使开展各项工作的风险切实可控，对于资金的交易安全，制度运营稳定、道德风险防范等方面均有重要作用。

业务控制及风险管理

公司根据风险评估的结果，结合风险容忍度，对所面临的市场风险、信用风险、操作风险、流动性风险等主要风险，采取了相应的风险应对措施和

策略，同时公司风险管理部动态监测公司整体的市场风险、信用风险和流动性风险。

市场风险

市场风险是指因汇率、利率和权益价格波动而导致的金融工具公允价值变动的损失风险，不论该价格变动是因个别工具或其发行人特有因素所致或因影响在市场上交易的所有工具的因素造成。

公司整体经营层面设立市场风险限额，主要包括规模限额、止损限额，根据对宏观经济、政策和证券市场走势等方面的分析，动态调整每月的止损限额，严格遵守以净资本为核心的监管要求，同时探索对冲方式，通过购买股指期货、国债期货、股指期货和股票期权等金融衍生品工具，在一定程度上实现控制或对冲市场风险。经营管理层根据对宏观经济、政策和证券市场走势等方面的分析，动态调整每月的止损限额。

公司根据市场变动情况开展市场风险压力测试，并在公司年度资金计划中开展压力测试时充分考虑市场风险因子的变动情况；逐步建立和完善公司市场风险实时监控体系，完善量化评估和监测体系，对公司市场风险进行全方位实时监控；发现指标超标，提示和督促业务部门在限定的时间内处理完成；强制执行止损；每季度对公司市场风险进行评估，并出具市场风险评估报告，对新发布的国家政策及监管政策带来的市场风险进行报告，以供公司决策层参考。

信用风险

信用风险是指因客户、交易对手或证券发行人未履行合约责任而引致的损失。

事前信用风险管理方面，公司通过“双调查”机制（规定业务部门和风险管理部门联合开展尽职调查并分别独立出具评估意见），内部评分、授信审批等方式进行事前信用风险管理；事中信用风险管理则通过信用风险数据库，计量信用风险预期损失，风险跟踪和担保品管理等方法进行；事后信用风险管理主要通过定期回访和黑名单管理的形式来进行。

流动性风险

流动性风险是指公司在履行与金融负债有关

义务时遇到资金短缺的风险，往往源于不能以合理价格及时卖出持有证券或将该工具转手而使公司遭受损失。流动性衡量的是资产在不受价值损失的条件下是否具有迅速变现的能力，资金的流动性直接影响到公司的偿债能力。

公司制定了年度资金使用计划、财务预算，明确业务规模，加强资金、资产、负债和流动性指标管理，保留现金类储备和优质流动性资产，维护和拓宽融资渠道。公司对资产流动性、融资渠道稳定性定期评估，尽量保持融资渠道在方式、期限上的分散性，保证资产负债在期限上的适度匹配。完善内部资金调度、分配等管理制度，并根据公司流动性状况做好现金流测算，有效计量现金流缺口。

公司成立了流动性应急小组，建立了流动性应急方案，设立公司日间最低储备资金。当流动性风险监控的结果触发《流动性风险应急计划》所对应的情景时，公司流动性应急小组即启动预警和应急处置流程。应急处置措施包括：动用最低现金类储备；要求各相关部门向存款银行、业务合作机构以及其他有融资授信的机构进行应急融资；通知各业务部门暂停业务资金的使用；压缩业务规模，降低业务杠杆，实行资产变现。

操作风险

操作风险是指由于内部制度流程疏漏、信息系统故障、员工行为不当以及外部事件影响所造成损失的可能性。操作风险管理是通过识别、评估、监测和控制业务过程中的操作风险，提高公司制度流程执行、信息系统安全以及客户权益保护等方面管理能力的制度措施安排。

在组织架构、岗位设置、权责分配、业务流程等方面，公司通过适当的职责分工、授权和分级审批等机制，形成合理制约和有效监督，同时运用“风险与控制自我评估”、“损失数据收集”、“关键风险指标”三大操作风险管理工具对公司操作风险进行管理。公司建立了业务连续性和危机处理机制和程序，同时针对各项业务、信息系统、结算核算等，制定了切实有效的应急应变措施和预案。公司高度重视新老员工的培训教育工作，不断完善培训制度、试用制度、招聘制度，提升员工的岗位胜任能力。

其他风险

此外，公司还制定了包括技术风险、法律风险、合规风险和声誉风险在内的一系列相关的应对措施和策略。

技术风险方面，公司的 IT 治理委员会负责领导和协调信息技术管理工作，制订公司 IT 架构、规划公司 IT 基础设施。公司不断加大信息技术投入，实施 IT 治理，进一步提高信息技术管理水平、保障系统稳定运行；加强对 IT 规划的重视程度，通过改进 IT 治理委员会的架构，加强其规划职能；不断完善信息技术部的组织架构，提升其专业化程度。公司在考核和薪酬方面专门为技术人员建立了专业技术系列薪酬体系，确保技术人员队伍的稳定。公司加强需求管理，逐步建立面向业务条线的专业化服务；加大项目管理的执行力度，重点增加实施蓝图、项目评估管理的投入，以确保信息系统建设的安全可行。根据《信息安全技术信息系统安全等级保护基本要求》对公司重要信息系统实施等级保护，全面部署监控体系，公司对信息系统进行全面监测和数据采集及分析，建立异地数据备份中心和异地信息系统操作中心，有效管理信息技术风险。

法律风险、合规风险方面，公司通过以下措施进行防范：一是始终坚持依法经营、规范发展，与外部单位及投资者签订的合同均经合规管理部合同审查、律师出具法律意见后再付诸实施。二是加强员工执业行为监测和管理，防范员工违规风险，通过合规风控系统对员工在公司范围内进行股票交易、使用个人电脑、手机及固话进行委托交易等行为进行监控；建立了桌面行为管理系统，对敏感岗位人员所配备的电子设备形成的电子邮件、即时通讯工具及网页浏览情况进行监测；对投行、自营、资管、研究咨询等涉及利益冲突的业务部门办公场所通过摄像头等设施予以监控。

声誉风险方面，公司前移声誉风险事件处理的关口，重点做好危机防范；增强对新闻信息的敏感性，及时发现危机苗头，果断有效地进行处置；督促协调有关单位纠正管理和服务上的漏洞和不足，从源头上防范危机的产生和蔓延。通过监测预警体

系的有效运行，为处置事件赢得时间；针对声誉风险事件制定专门处置方案，设定清晰准确的目标、总体策略和时间表；及时对声誉风险事件处置进行总结和评估。公司对声誉风险事件处置实行分级负责制，严格落实执行。

总体来看，公司已建立较为完善的风险管理体系，拥有较为全面、可行的风险管理制度和 workflows，为公司各项业务的安全、顺利开展奠定了坚实基础。

公司治理及管理

治理结构

公司为 A 股上市公司，截至 2018 年 9 月末，公司总股本 28.29 亿股，控股股东山西金控直接持有公司 30.59% 的股权，其他股东持股相对分散。

表 12：截至 2018 年 9 月末公司股权结构

股东名称	持股比例
山西金融投资控股集团有限公司	30.59%
太原钢铁（集团）有限公司	9.99%
山西国际电力集团有限公司	7.04%
北京中吉金投资资产管理有限公司-中吉金投-稳赢 2 号投资基金	1.72%
中央汇金资产管理有限责任公司	1.44%
河南省安融房地产开发有限公司	1.18%
郑州市热力总公司	0.93%
山西省科技基金发展有限公司	0.60%
西藏鹏华投资管理有限公司	0.52%
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	0.44%
合计	54.45%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司根据相关法律、法规和规范性文件的规定，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司经营管理层组成的公司治理架构，形成了权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。并且公司制订了相应配套的规章制度，明确了股东大会、董事会、监事会、经营管理层之间的权责范围和工作程序，规范和完善了公司的治理结构。

股东大会是公司的最高权力机构，决定公司重大经营方针和投资计划，审议批准公司的年度决算方案。董事会是公司的常设决策机构，向股东大会负责并报告工作。董事会下设四个专业委员会，分别为薪酬、考核与提名委员会、审计委员会、风险

管理委员会和战略发展委员会，分别协助董事会履行专门的决策和监控职能。监事会则是公司的内部监督机构，对股东大会负责。公司经营管理层负责组织实施董事会决议，主持公司经营管理工作，负责经营管理中风险管理工作的日常运行，负责董事会授权范围内重大经营项目和创新业务的风险评估和决策。目前董事会由9名董事组成，其中独立董事4名，独立董事人数不少于董事会人数的三分之一。监事会由12名监事组成，其中职工代表监事4名。

内部控制

公司根据相关法律、法规和规范性文件的规定，已建立起一套较为完善的内部控制制度，主要涵盖公司治理、业务管理、合规和风险管理、综合管理等四类基本制度。公司各类制度能够保证内部控制活动基本涵盖公司所有营运环节，包括但不限于内部经营管理、投资决策、关联交易、资金管理、合规管理等方面，具有较强的可操作性，确保有关内部控制制度能有效执行。

公司治理类制度包括《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《董事会审计委员会工作细则》、《董事会薪酬与提名委员会工作细则》、《董事会风险管理委员会工作细则》、《董事会战略发展委员会实施细则》、《董事会风险管理委员会实施细则》、《关联交易管理办法》、《信息披露事务管理制度》、《投资者关系管理制度》、《高级管理人员薪酬与考核管理制度》、《董事、监事薪酬管理制度》、《现金分红管理制度》等。业务管理类制度主要涵盖各业务部门，涉及经纪、证券投资、资产管理、投资银行、信用业务、债务融资、研究咨询、期货、直接投资等一系列业务制度，如《交易佣金管理办法》、《自营业务管理办法》等。合规风险管理类制度有《合规管理办法》等。综合类制度包括财务、行政、后勤等，主要包括《财务管理制度》、《费用报销管理办法》、《从业人员资格管理制度》、《培训管理制度》、《固定资产管理办法》等。

总体来看，公司已经建立较为完善的经营管理结构与内控制度，未来随着公司业务规模的持续增

长以及分支机构的扩张，对总部管理效率和经营管理能力将提出更高要求。随着行业转型、创新以及战略规划的实施，公司组织架构还需不断优化调整，以支持业务发展。

战略规划

公司将继续以公司“十三五”战略规划为牵引，围绕财富管理和实体经济，高度重视各类展业风险，强合规，严风控，为做优做大奠定坚实基础。一是遵循“差异化、专业化、市场化、集约化”原则，围绕财富管理和实体经济，坚持以市场为导向、以需求为牵引、以客户为中心的产品配置和资产配置，构建公司核心竞争力。二是全面深化改革，补强短板，做优特色，坚守重点区域优势，形成差异化竞争优势。围绕“建设一流中后台保障体系”，优化管理模式，提升保障能力。三是完善服务实体经济生态圈，提升服务实体经济能力圈。强化站位意识，深度持续发力服务实体经济，加大山西区域投入布局，发力山西国资国企改革，围绕建设“示范区”“排头兵”“新高地”寻求突破。四是强化IT建设，全面提升信息化水平。围绕客户需求，充分运用科技手段，打通管理、运营、交易、数据和数据运用平台，对接全公司业务资源，打造无缝对接客户需求的科技证券服务体系。五是聚焦稳健发展，准确认识金融环境和监管形势，持续提升全面风险管理能力。六是增强危机意识，强化责任意识，持续优化业务激励和运营机制。

财务分析

以下分析主要基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年度审计报告以及未经审计的2018年三季度财务报表。报告中对净资产、净资本、净资本/负债等风险控制指标的描述和分析均采用母公司口径数据。

资产质量

近年来，公司在稳固传统业务市场份额的同时加快创新业务发展，通过发行公司债券、次级债券等方式扩展大买方业务和资本中介类业务，2017年

公司持有的金融资产规模有所增长，同时期货业务存出保证金增长较快，公司资产规模有所增长。2015~2017年末，公司总资产分别为481.81亿元、480.58亿元和516.51亿元，剔除代理买卖证券款后，同期，公司资产总额分别为323.77亿元、366.76亿元和393.37亿元，总体呈现增长态势。同期，所有者权益分别为132.21亿元、130.30亿元和132.64亿元，2016年受利润分配影响，所有者权益有所减少。截至2018年9月末，公司总资产500.68亿元，较上年末减少3.06%，剔除代理买卖证券款后的总资产408.58亿元，较上年末增长3.87%；受利润分配影响，所有者权益小幅减少至130.75亿元。

从公司资产流动性来看，2016年证券市场行情整体较为低迷，公司持有的客户资金存款及自有现金及现金等价物均有较大下滑，2017年自有资金规模小幅下降，截至2017年末，公司自有现金及现金等价物为61.99亿元，同比减少1.24%。从公司所持有金融资产的结构来看，2015年下半年以来，二级市场行情震荡下行，公司下调权益类投资比例，转而投向安全性较高的债券，债券投资规模显著增长，2017年公司继续加大债券投资力度，同时开展票据交易业务。截至2017年末，公司持有金融资产中以交易性金融资产占比最高，交易性金融资产、可供出售金融资产和买入返售资产分别为149.71亿元、15.88亿元和63.38亿元。其中，交易性金融资产投资以债券投资为主；可供出售金融资产投资品种相对分散，其中用于卖出回购交易的质押债券账面价值为3.20亿元，占比较小；买入返售金融资产主要为以债券和股票为标的物的回购业务，剩余期限在一年（含）以内的占比为82.66%。截至2018年9月末，公司交易性金融资产、可供出售金融资产和买入返售资产分别为198.12亿元、15.24亿元和30.34亿元。截至2018年9月末，公司自有现金及现金等价物为68.05亿元，流动性覆盖率为300.26%，面临的流动性风险较小。

表 13：2015~2018.9 公司金融资产余额明细

单位：亿元

科目	分类	2015	2016	2017	2018.9
交易性金融资产	股票投资	5.72	4.65	8.00	9.40
	债券投资	0.01	93.83	129.49	145.34
	基金投资	12.04	6.59	3.63	5.80
	理财产品	0.00	0.54	0.53	0.65
	资产管理计划	1.50	1.54	1.54	2.04
	债权投资	0.94	1.37	1.69	0.00
	票据投资	-	-	4.84	33.07
	其他	0.04	-	-	1.82
	小计	20.24	108.52	149.71	198.12
可供出售金融资产	股票投资	16.69	8.44	4.44	1.49
	债券投资	1.59	5.57	3.86	3.66
	基金投资	0.20	0.14	0.17	-
	资产管理计划	2.22	2.17	0.60	1.78
	信托计划	8.71	1.17	0.99	-
	股权投资	5.32	5.62	5.81	7.00
	其他	17.97	16.95	-	1.31
	小计	52.70	40.06	15.88	15.24
买入返售金融资产	股票投资	23.88	5.42	30.44	24.91
	债券投资	12.09	58.67	32.76	5.43
	其他	-	-	0.33	-
	减值准备	-	-0.03	-0.15	-
	小计	35.96	64.07	63.38	30.34
合计		108.90	212.65	228.96	243.70

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项数和数与合计数存在尾差
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015~2017年末及2018年9月末，公司净资产分别为124.28亿元、119.98亿元、122.54亿元和121.73亿元，2016年受利润分配影响，公司净资产有所收缩；同期，净资本分别为100.75亿元、86.42亿元、76.58亿元和74.90亿元，主要受次级债券逐步偿还以及长期股权投资增加影响，净资本/净资产比值分别为81.07%、72.03%、62.49%和61.53%，近年来净资本/净资产有所下滑，但仍远高于20%的监管标准。

图 9: 2015~2018.9 公司净资产和净资本变化情况



注: 此处为母公司口径。

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

表 14: 2015~2018.9 公司各风险控制指标情况

指标名称	预警标准	监管标准	2015	2016	2017	2018.9
净资本(亿元)	-	-	100.75	86.42	76.58	74.90
净资产(亿元)	-	-	124.28	119.98	122.54	121.73
风险覆盖率(%)	≥120	≥100	399.66	236.64	214.37	231.44
资本杠杆率(%)	≤9.6	≤8	34.05	23.23	20.73	19.64
流动性覆盖率(%)	≥120	≥100	343.96	772.66	335.37	300.26
净稳定资金率(%)	≥120	≥100	173.29	136.94	136.43	149.62
净资本/净资产(%)	≥24	≥20	81.07	72.03	62.49	61.53
净资本/负债(%)	≥9.6	≥8	66.83	37.54	31.32	29.06
净资产/负债(%)	≥12	≥10	82.44	52.12	50.12	47.23
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	≤80	≤100	37.64	34.82	13.63	12.00
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	≤400	≤500	7.32	122.99	143.18	228.59

注: 1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径;

2、2015 年末的净资本及相关比例已根据《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版) 进行重述。

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从公司负债水平来看, 近年来公司对外融资需求持续增加, 主要原因系证券自营业务迅速发展, 公司主要通过发行收益凭证、拆入资金、卖出回购金融资产和发行公司债券等方式融入资金, 扣除代

此外, 从公司各项风险控制指标看, 根据证监会 2016 年 6 月公布的《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版) 及《证券公司风险控制指标计算标准规定》, 公司以净资本为核心的各项风险指标均高于证监会制定的监管标准, 反映出公司较高的资本充足性和安全性。

截至 2018 年 9 月末, 公司净稳定资金率为 149.62%, 高于 100% 的监管标准, 较上年末上升 13.19 个百分点, 公司具有较稳定的资金来源, 能够为后续业务的开展奠定良好基础。

理买卖证券款后的资产负债率持续提升, 2015~2017 年末分别为 59.16%、64.47% 和 66.28%。截至 2018 年 9 月末, 公司扣除代理买卖证券款后的资产负债率进一步提升至 68.00%。

表 15: 2017 年末公司与同行业主要证券公司风险控制指标比较

指标名称	中信证券	广发证券	华泰证券	光大证券	广州证券	湘财证券	山西证券
净资本(亿元)	867.08	636.65	467.43	326.84	120.23	87.94	76.58
净资产(亿元)	1,232.17	759.80	786.83	484.22	111.52	81.15	122.54
风险覆盖率(%)	166.31	248.78	193.75	267.78	242.08	394.44	214.37
资本杠杆率(%)	16.67	22.49	19.05	25.38	25.38	47.25	20.73
流动性覆盖率(%)	290.32	155.59	619.25	233.05	282.24	1,788.38	335.37
净稳定资金率(%)	122.03	134.47	130.39	140.19	140.27	180.92	136.43
净资本/净资产(%)	70.37	83.79	59.41	67.50	107.81	108.37	62.49
净资本/负债(%)	29.49	38.95	29.72	37.47	52.80	116.44	31.32
净资产/负债(%)	41.91	46.48	50.08	55.52	48.98	107.45	50.12
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	33.23	35.07	60.50	28.90	8.66	16.14	13.63
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	124.35	155.11	108.16	158.82	139.03	51.62	143.18

数据来源: 各公司年度报告, 中诚信证评整理

总体来看，公司总资产规模整体呈波动式增长态势，自有资本实力小幅增加，随着对外融资规模的较快增长，资产负债率逐年上升；公司资本充足水平较高，对吸收非预期损失的能力仍较强。目前公司各项风险控制指标均处于合理水平。

盈利能力

2015年下半年以来，受证券市场行情整体低迷影响，公司证券经纪业务、证券投资业务等板块收入显著下滑，2016年公司实现营业收入23.46亿元，同比减少38.89%。2017年，公司子公司格林大华积极开展仓单业务，大宗商品交易及风险管理业务收入大幅增长，成为公司营业收入的第一大来源，但该业务营业利润率较低，对公司利润的贡献度相对较小；同时，在证券市场行情震荡、股票再融资和债券发行市场低迷的背景下，公司经纪业务收入和投资银行业务收入均出现下滑，但仍然是公司收入的重要来源，证券自营业务业绩则表现良好，对公司营业利润的贡献度明显提升。主要受仓单业务收入大幅增长影响，2017年公司实现营业收入43.93亿元，同比增长87.28%。2018年前三季度，公司多项业务收入下滑，同时大宗商品交易及风险管理业务收入持续较快增长，公司实现营业收入43.51亿元，同比增长27.92%。

表 16：2015~2018.9 公司营业收入情况

	单位：亿元			
	2015	2016	2017	2018.1-9
手续费及佣金净收入	26.08	14.84	11.68	5.60
其中：经纪业务手续费净收入	18.54	6.32	4.76	2.94
投资银行业务手续费净收入	7.08	7.45	5.65	1.56
资产管理业务手续费净收入	0.15	0.38	0.56	0.68
基金管理业务手续费净收入	0.24	0.64	0.65	0.40
投资咨询业务手续费净收入	0.06	0.06	0.06	0.02
利息净收入	3.50	2.66	0.56	-0.84
投资收益	6.53	4.22	10.19	8.28
公允价值变动收益	0.80	-1.28	0.19	-0.01
汇兑净损益	0.01	0.01	-0.03	0.00
其他业务收入	1.46	3.01	21.27	30.42
资产处置收益	-	0.00	0.00	-0.00
其他收益	-	-	0.06	0.06
营业收入合计	38.39	23.46	43.93	43.51

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业收入的构成来看，手续费及佣金收入系公司主要收入来源。2015~2017年公司分别实现手续费及佣金净收入26.08亿元、14.84亿元和11.68亿元，在营业收入中的占比分别为67.93%、63.25%和26.59%，受仓单业务收入大幅增长影响，手续费及佣金净收入占比大幅下降。

公司经纪业务与整个证券市场相关度极高，2015~2017年，公司经纪业务手续费净收入分别为18.54亿元、6.32亿元和4.76亿元。2016年股票二级市场行情低迷，客户交易活跃度下降，导致当年经纪业务手续费净收入降幅较大；2017年股票二级市场维持震荡，客户交易量继续下滑，当年经纪业务手续费净收入同比仍有所减少。

投资银行业务包括证券承销、财务顾问及新三板业务等。2015~2017年，公司投资银行业务手续费净收入分别为7.08亿元、7.45亿元和5.65亿元，2017年主要受监管环境影响，公司投资银行业务收入有所下降。

资产管理和基金管理业务方面，公司受托资产管理业务收入主要包括集合资产管理、定向资产管理和专项资产管理产品。此外，公司于2014年3月取得中国证监会批复，核准公司公开募集证券投资基金管理业务资格。2015~2017年，公司资产管理业务手续费净收入分别为0.15亿元、0.38亿元和0.56亿元；基金管理业务手续费净收入分别为0.24亿元、0.64亿元和0.65亿元，整体对收入的贡献有限。

除手续费及佣金收入外，利息净收入和投资收益也是公司营业收入的重要来源。利息净收入方面，2015~2017年，公司分别实现利息净收入3.50亿元、2.66亿元和0.56亿元，2017年受卖出回购金融资产款和拆入资金利息支出增加影响，利息净收入同比下滑明显。受证券市场行情波动频繁影响，公司投资收益及公允价值变动收益波动较大，2015~2017年，投资收益及公允价值变动收益合计分别为7.33亿元、2.94亿元和10.38亿元。

其他业务收入方面，2017年子公司格林大华积极开展仓单业务，公司实现其他业务收入21.27亿元，主要为仓单业务收入，同比增加18.26亿元，

占营业收入的比重为 48.41%。

2018年前三季度，公司实现手续费及佣金净收入 5.60 亿元，同比减少 36.36%，在营业收入中的占比为 12.87%；其中，经纪业务、投资银行业务、基金管理业务手续费净收入分别为 2.94 亿元、1.56 亿元和 0.40 亿元，同比分别减少 22.97%、62.30% 和 19.94%，资产管理业务手续费净收入为 0.68 亿元，同比增长 111.16%。同期，受利息支出增加影响，公司实现利息净收入 -0.84 亿元；实现投资净收益（含公允价值变动收益）8.26 亿元，同比略有增长；仓单业务量继续较快增长，实现其他业务收入 30.42 亿元，同比增长 79.65%。

在营业支出方面，由于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，人力成本在公司营业支出中占比相对较高。2015~2017 年，公司业务及管理费率分别为 38.11%、54.96% 和 32.96%，2016 年受收

入规模大幅回落影响，业务及管理费用率明显提升，2017 年受仓单业务收入大幅增长影响，业务及管理费用率回落。2018 年前三季度，公司业务及管理费同比小幅收缩，业务及管理费率为 22.90%。此外，2017 年公司其他业务成本为 21.27 亿元，均为仓单业务成本，同比增加 18.45 亿元；资产减值损失为 1.64 亿元，主要是融出资金、可供出售金融资产和存货发生减值损失。2018 年前三季度，公司其他业务成本 31.46 亿元，同比增长 87.49%；资产减值损失为 0.57 亿元。

受上述因素共同影响，2015~2017 年，公司分别实现营业利润 19.97 亿元、6.99 亿元和 6.30 亿元，分别取得净利润 14.81 亿元、5.28 亿元和 4.42 亿元，盈利水平呈下降趋势。2018 年前三季度，公司实现营业利润 1.39 亿元，同比减少 75.90%，实现净利润 1.00 亿元，同比减少 75.81%。

表 17：2017 年公司与同行业部分公司盈利能力指标（合并口径）比较

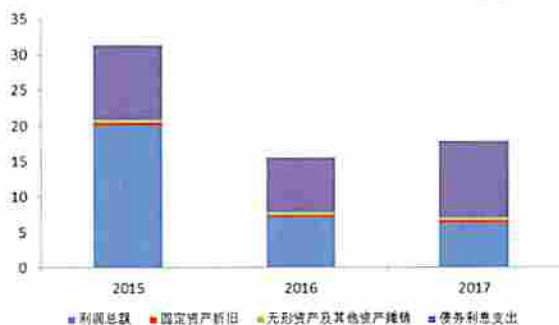
指标名称	中信证券	广发证券	华泰证券	光大证券	广州证券	湘财证券	山西证券
营业收入（亿元）	432.92	215.76	211.09	98.38	17.43	13.48	43.93
业务及管理费（亿元）	169.93	94.61	97.50	52.34	13.00	6.94	14.48
净利润（亿元）	119.77	90.83	94.08	31.27	2.41	4.30	4.42
业务及管理费用率（%）	39.25	43.85	46.19	53.20	74.57	51.53	32.96

数据来源：各公司年度报告，中诚信证评整理

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要包括利润总额和利息支出，2015~2017 年，公司分别实现 EBITDA 31.36 亿元、15.46 亿元和 17.78 亿元。2016 年伴随着利润总额的下降，公司 EBITDA 同比减少 50.71%；2017 年公司债务利息支出大幅增加，使得 EBITDA 同比增加 14.98%。

图 10：2015~2017 年公司 EBITDA 构成情况

单位：亿元



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受证券市场趋势波动以及股票再融

资和债券发行市场萎缩影响，公司证券经纪业务和投资银行业务收入下滑，得益于仓单业务的积极开展，2017 年营业收入大幅增长，但仓单业务对利润的贡献较为有限，同时资产减值损失的计提对公司盈利水平亦产生影响，近年公司净利润规模呈下降趋势。中诚信证评将持续关注证券市场走势以及政策和市场环境对公司盈利的影响以及创新业务的发展给公司风险管控带来的挑战。

偿债能力

随着业务规模的增长，公司对外融资需求增加，通过卖出回购金融资产、发行公司债和次级债等方式，公司债务总量增长较快，2015~2017 年末，公司总债务分别为 141.43 亿元、223.69 亿元和 240.62 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司总债务为 252.94 亿元，主要为应付短期融资款和拆入资金的增加。

从经营性现金流看，受证券市场景气度的影

响，客户资金存款规模随之变化，导致公司经营净现金流随之波动，2015~2017年，公司经营活动净现金流分别为36.21亿元、-9.13亿元和-5.92亿元。2016年公司证券自营业务规模大幅扩张，同时代理买卖证券款由前两年的净流入转为净流出状态，导致当年公司经营活动净现金流整体表现为净流出；2017年受债券回购业务规模减少、存出保证金净增加及采购仓单支付的现金增加影响，公司经营活动现金流仍呈净流出状态。2018年前三季度，公司买卖交易性金融工具增加，加之代理买卖证券款减少，经营活动现金净流出21.35亿元。

从公司EBITDA对债务本息的保障程度来看，2015~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为2.98倍、2.03倍和1.66倍，总债务/EBITDA分别为4.51倍、14.47倍和13.54倍，近年公司总债务增长较快，同期盈利水平下滑，EBITDA对债务本息的覆盖程度有所下降。

表 18：2015~2018.9 公司偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.9
总债务（亿元）	141.43	223.69	240.62	252.94
资产负债率（%）	59.16	64.47	66.28	68.00
经营活动净现金流（亿元）	36.21	-9.13	-5.92	-21.35
EBITDA（亿元）	31.36	15.46	17.78	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.98	2.03	1.66	-
总债务 / EBITDA（X）	4.51	14.47	13.54	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

对外担保方面，截至2018年9月末，公司无重大对外担保。重大诉讼、仲裁事项方面，截至2018年9月末，公司作为被诉方存在一笔未决诉讼涉及8,000万元人民币，犯罪嫌疑人胡贤采取私刻印鉴、伪造转账支票的手段，将山西证券原子公司山西智信网络有限公司（以下简称“智信网络”）存入中国农业银行太原市分行漪汾街分支处的8,000万元人民币存款转移。2018年11月1日，公司收到山西省高级人民法院的民事判决书，一审驳回农业银行的诉讼请求。此外，神雾科技集团股份有限公司（以下简称“神雾科技”）于2017年10月至2018年2月期间与公司签署股票质押式回购交易相关协议，将其持有的2,210万股神雾节能股票（股票代码：

000820）向公司质押融资人民币2.1亿元，协议约定履约保障比例预警值为160%，履约保障比例最低值为140%，购回交易价款为人民币2.583亿元。2018年2月8日，神雾科技质押标的股票计算后的履约保障比例低于最低值。2018年2月9日，公司与吴道洪、李丹签订《保证合同》，吴道洪、李丹就神雾科技于股票质押式回购交易相关协议项下所约定的全部义务和承担的所有责任提供不可撤销的无限连带保证责任。因神雾科技和保证人均未偿还欠款，2018年3月9日，公司向山西省高级人民法院提交了《起诉状》。此后，山西省高级人民法院作出（2018）晋民初17号《民事调解书》，当事人自行达成和解协议，约定神雾科技应于2019年10月8日前按照调解书约定支付完毕所有回购款本金及利息，并对神雾科技未按调解书约定履行义务或者出现质押标的股票履约保障比例过低的情形约定了相应的还款保障措施或法律责任，吴道洪、李丹对上述还款责任承担连带担保责任。山西省高级人民法院分别于2018年12月1日12时至2018年12月2日12时止（延时除外）和2018年12月21日至2018年12月22日止（延时除外）在“阿里拍卖·司法”平台上对神雾科技持有的神雾节能股份性质限售股31,820,462股，神雾环保（证券代号：300156）股份性质限售股929,415股进行公开拍卖，拍卖所得将用于偿还神雾科技因股票质押式回购业务形成的债务，但根据“阿里拍卖·司法”网络平台页面显示的拍卖结果，两次拍卖均流拍。中诚信证评将对上述项目本息收回情况以及减值计提对公司盈利的影响予以关注。

财务弹性方面，公司在各大银行等金融机构的资信情况良好，截至2018年9月末，公司获得银行的授信额度合计为587.70亿元，其中未使用额度为559.80亿元，备用流动性充足。

总体来看，近年来公司资产总额和净资产呈波动增长态势，对外融资增加，资产负债率持续上升。受证券市场整体行情低迷、股票再融资和债券发行市场萎缩以及公司资产减值损失计提影响，公司盈利规模呈下滑趋势。但公司整体资产质量仍较好，资产安全性高，就各项业务开展规模及负债规模而

言，目前公司资本充足水平较高，综合实力和抗风险能力依然很强。

结 论

综上，中诚信证评评定山西证券股份有限公司主体信用等级 AA^+ ，评级展望为稳定，评定“山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）”的信用等级为 AA^+ 。

关于山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）的跟踪评级安排

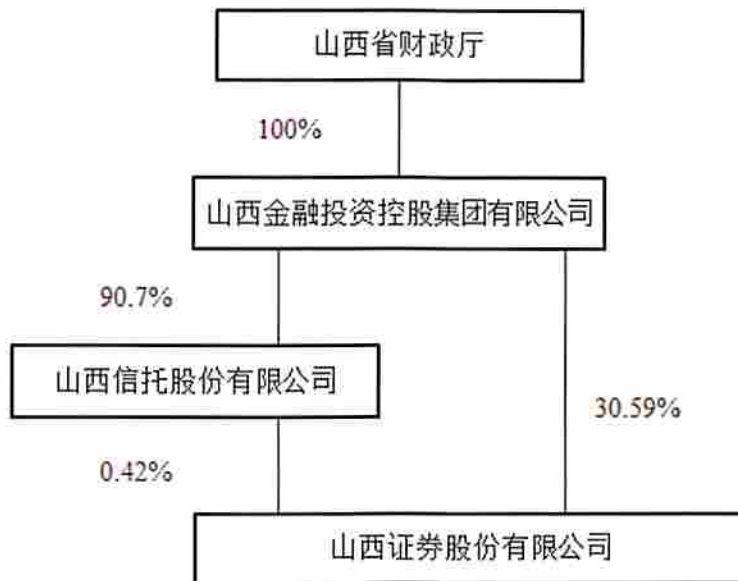
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

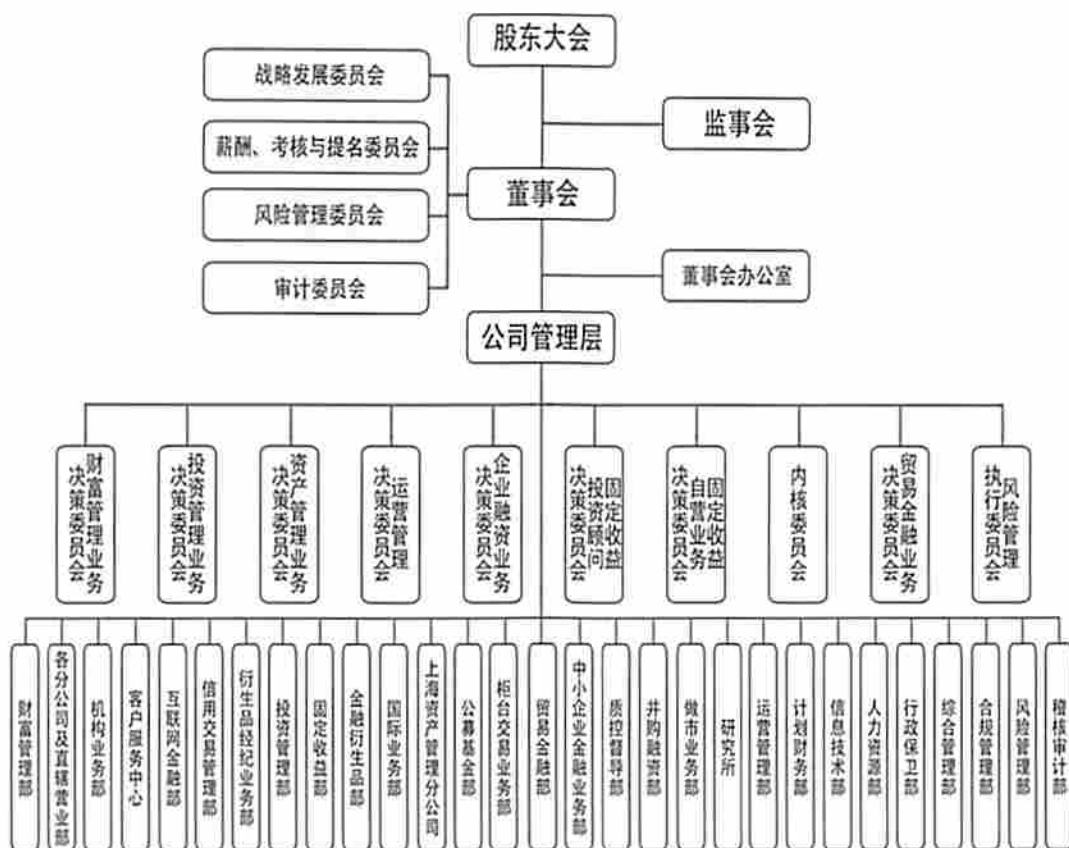
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：山西证券股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



附二：山西证券股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



附三：山西证券股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据 (单位: 亿元)	2015	2016	2017	2018.9
自有资金及现金等价物	121.42	62.76	61.99	68.05
交易性金融资产	20.24	108.52	149.71	198.12
可供出售金融资产	52.70	40.06	15.88	15.24
衍生金融资产	0.00	0.00	0.01	0.00
持有至到期金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.10	0.69
固定资产合计	3.40	3.24	4.00	3.83
总资产	481.81	480.58	516.51	500.68
代理买卖证券款	158.04	113.81	123.14	92.11
总债务	141.43	223.69	240.62	252.94
所有者权益	132.21	130.30	132.64	130.75
净资本	100.75	86.42	76.58	74.90
营业收入	38.39	23.46	43.93	43.51
手续费及佣金净收入	26.08	14.84	11.68	5.60
经纪业务净收入	18.54	6.32	4.76	2.94
证券承销业务净收入	7.08	7.45	5.65	1.56
资产管理业务净收入	0.15	0.38	0.56	0.68
利息净收入	3.50	2.66	0.56	-0.84
投资收益	6.53	4.22	10.19	8.28
公允价值变动收益	0.80	-1.28	0.19	-0.01
业务及管理费用	14.63	12.89	14.48	9.96
营业利润	19.97	6.99	6.30	1.39
净利润	14.81	5.28	4.42	1.00
EBITDA	31.36	15.46	17.78	-
经营性现金流量净额	36.21	-9.13	-5.92	-21.35
财务指标	2015	2016	2017	2018.9
资产负债率 (%)	59.16	64.47	66.28	68.00
风险覆盖率 (%) (注)	399.66	236.64	214.37	231.44
资本杠杆率 (%) (注)	34.05	23.23	20.73	19.64
流动性覆盖率 (%)	343.96	772.66	335.37	300.26
净稳定资金率 (%)	173.29	136.94	136.43	149.62
净资本/净资产 (%) (注)	81.07	72.03	62.49	61.53
净资本/负债 (%) (注)	66.83	37.54	31.32	29.06
净资产/负债 (%) (注)	82.44	52.12	50.12	47.23
自营权益类证券及证券衍生品/净资本 (%) (注)	37.64	34.82	13.63	12.00
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本 (%) (注)	7.32	122.99	143.18	228.59
业务及管理费用率 (%)	38.11	54.96	32.96	22.90
摊薄的净资产收益率 (%)	11.43	3.81	3.27	1.25
净资本收益率 (%) (注)	13.17	4.34	5.54	3.34
EBITDA 利息倍数 (X)	2.98	2.03	1.66	-
总债务/EBITDA (X)	4.51	14.47	13.54	-
净资本/总债务 (X)	0.71	0.39	0.32	0.30
经营性现金净流量/总债务 (X)	0.26	-0.04	-0.02	-0.11

注：1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径；

2、《证券公司风险控制指标管理办法》（2016年修订版）新增“资本杠杆率”、“流动性覆盖率”及“净稳定资金率”指标，修订“自营固定收益类证券/净资本”为“自营非权益类证券及证券衍生品/净资本”，修订“净资本/各项风险资本准备之和”为“风险覆盖率”；

3、2015年末的净资本及相关比例已根据《证券公司风险控制指标管理办法》（2016年修订版）进行重述；

4、2018年前三季度摊薄的净资产收益率和净资本收益率经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

自有货币资金及结算备付金=货币资金-客户资金存款+结算备付金-客户备付金

资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款-代理承销证券款)/(总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款)

净资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款-代理承销证券款)/所有者权益(含少数股东权益)

EBIT(息税前盈余)=利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

业务及管理费用率=业务及管理费/营业收入

摊薄的净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/归属于母公司的所有者权益

净资产收益率(母公司口径)=净利润/净资产

总债务=期末短期借款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付债券+期末长期借款+期末应付短期融资款+期末衍生金融负债

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出+资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



营业执照

(副本)

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150322

名称	中诚信证券评估有限公司
类型	有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所	上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
法定代表人	闫衍
注册资本	人民币5000.0000万元整
成立日期	1997年8月20日
营业期限	1997年8月20日至2027年8月19日
经营范围	证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。 【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】



登记机关



2017年11月15日



中华人民共和国
证券市场资信评级业务许可证

公司名称: 中诚信证券评估有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级
法定代表人: 闫衍
注册地址: 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郑耀宗, 证件号码:310115198409263236, 于2007年12月02日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn的信息

20073100687301



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郑耀宗, 证件号码:310115198409263236, 于2008年05月25日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn的信息

20083101052004



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



张昕雅, 证件号码:331003198912213803, 于2009年05月23日参加证
券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2009053305260101



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



张昕雅, 证件号码:331003198912213803, 于2013年11月30日参加证
券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20131283240689083

