



山西证券股份有限公司 2023 年度 公开发行公司债券跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0661 号

声明

- 本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 20 日

本次跟踪发行人及评级结果	山西证券股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 山证 01”、“21 山证 01”、“21 山证 02”	AAA
	“20 山证 C1”、“21 山证 C1”、“21 山证 C2”、“21 山证 C3”、“22 山证 C1”	AA ⁺

评级观点

中诚信国际肯定了山西证券股份有限公司（以下简称“山西证券”或“公司”）较强的股东实力、突出的区域竞争优势、较强的综合金融服务能力以及畅通的融资渠道等正面因素对公司业务发展及信用水平的良好支撑作用；同时，中诚信国际关注到，行业竞争日趋激烈、债务规模增速较快、杠杆水平较高以及行政处罚后相关业务合规风控体系的运作情况对公司经营及信用状况形成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，山西证券股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司治理和内部控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况的恶化，如资产质量下降、资本金不足等；外部支持能力及意愿大幅弱化。

正面

- 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”）是集多个金融业态于一体的省属地方金融控股集团，综合实力较强，同时与公司业务协同度较高
- 公司持续深耕山西市场，山西省内机构和零售客户资源丰富，特别在经纪业务等方面拥有地域与品牌优势
- 各项业务全面深入布局，多项业务均衡发展，业绩排名整体趋势较为稳定，综合金融服务能力较强
- 作为A股上市公司，公司融资渠道包括银行授信、债券发行、同业拆借和股票市场再融资等，备用流动性较充足

关注

- 随着国内证券行业加速对外开放、放宽混业经营的限制以及越来越多的券商通过上市、收购兼并的方式增强自身实力，公司面临来自境内外券商、商业银行等金融机构的激烈竞争
- 近年来公司债务规模增速较快，部分风险控制指标同比有所下滑，杠杆水平较高
- 子公司中德证券有限责任公司（以下简称“中德证券”）涉及诉讼，并于2022年6月收到中国证券监督管理委员会《行政处罚决定书》，未来将持续关注公司对该事件的相关赔偿风险以及相关业务合规风控体系的运作情况

项目负责人：苗 祺 qmiao01@ccxi.com.cn

项目组成员：许安琪 aqxu@ccxi.com.cn

高萌露 mlgao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

山西证券	2020	2021	2022	2023.3
资产总额（亿元）	624.52	763.02	829.09	855.72
股东权益（亿元）	174.51	177.06	178.43	180.62
净资本（母公司口径）（亿元）	123.31	121.46	106.89	104.73
营业收入（亿元）	33.42	39.94	41.61	11.41
净利润（亿元）	7.62	8.12	5.67	2.41
平均资本回报率（%）	4.97	4.62	3.19	--
营业费用率（%）	54.49	48.00	45.99	47.35
风险覆盖率（%）	307.05	226.95	160.32	132.74
资本杠杆率（%）	21.58	15.59	13.80	13.47
流动性覆盖率（%）	213.75	146.89	134.65	156.17
净稳定资金率（%）	192.22	177.78	176.65	160.80
EBITDA 利息倍数（X）	2.10	2.00	1.80	--
总债务/EBITDA（X）	14.55	16.27	20.38	--

注：[1]以下分析基于公司提供的毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2020 年、2021 年财务报告，经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2022 年财务报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表；其中 2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据为 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据为 2022 年审计报告期末数；已审计的财务报告审计意见类型均为标准无保留意见；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；[2]本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	总资产（亿元）	净资本（母公司口径）（亿元）	净利润（亿元）	平均资本回报率（%）	风险覆盖率（%）
山西证券	829.09	106.89	5.67	3.19	160.32
华福证券	735.40	96.41	11.24	8.20	256.35
国海证券	738.41	130.10	3.77	1.95	236.77

注：“华福证券”为“华福证券有限责任公司”简称；“国海证券”为“国海证券股份有限公司”简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
20 山证 01	AAA	AAA	2022-06-24	15.00	15.00	2020/09/01~2023/09/01	--
21 山证 01	AAA	AAA	2022-06-24	10.00	10.00	2021/10/22~2024/10/22	--
21 山证 02	AAA	AAA	2022-06-24	15.00	15.00	2021/11/19~2024/11/19	--
20 山证 C1	AA+	AA+	2022-06-24	15.00	15.00	2020/12/14~2023/12/14	偿付顺序
21 山证 C1	AA+	AA+	2022-06-24	10.00	10.00	2021/02/09~2024/02/09	偿付顺序
21 山证 C2	AA+	AA+	2022-06-24	7.00	7.00	2021/08/30~2024/08/30	偿付顺序
21 山证 C3	AA+	AA+	2022-06-24	10.00	10.00	2021/12/24~2024/12/24	偿付顺序
22 山证 C1	AA+	AA+	2022-06-24	8.00	8.00	2022/03/21~2025/03/21	偿付顺序

● 评级模型

山西证券股份有限公司评级模型打分(2023_01)	
BCA 级别	aa
外部支持提升	2
模型级别	AAA

● 方法论

中诚信国际证券行业评级方法与模型 C230400_2023_03

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，山西证券具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

山西证券控股股东为山西金控，实际控制人为山西省财政厅。公司作为山西金控旗下控股的唯一证券业务平台，在资本、业务等方面得到山西金控以及山西省财政厅较强的支持。山西金控是省属地方金融控股集团，其下属各业务板块运营主体覆盖多个金融板块，在山西省内区域地位显著，综合实力较强。综上，中诚信国际认为，山西金控具有较强的支持能力，同时对山西证券具有较强的支持意愿。外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至评级报告出具日，公司各期债券募集资金已使用完毕，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2023 年一季度中国经济修复略超预期，产出缺口较去年四季度有所收窄，但需要持续关注经济修复过程中的结构分化。

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

近期关注

中诚信国际认为，资本市场改革进程提速，改革利好持续释放，证券行业迎来较好的发展机遇；证券行业信用基本面未发生变化，仍保持稳定。

证券行业与宏观经济环境高度相关，随着资本市场改革深入推进，改革利好持续释放，全面注册制、个人养老金试点、买方投顾、科创板做市、两融标的扩容等政策出台，为证券行业带来更广阔的发展空间。党的二十大报告提出“健全资本市场功能，提高直接融资比重”的顶层设计也为证券行业发展指明方向。伴随全面注册制下的市场扩容及制度优化，证券公司或将以“投资+投行”模式拓宽收入空间，增厚资本化收入；随着居民财富从房地产向金融资产转移的大趋势，叠加资产配置效率提升，证券公司财富管理及资产管理的业务空间将增加；散户机构化趋势延续，机构客户群体逐渐壮大，证券公司的投研能力、交易能力、产品能力等机构业务发展空间广阔；资本市场双向开放，市场和客户的国际化发展加快证券公司的国际化进程，国际化业务将迎来较大的发展空间。资本市场深化改革下的财富管理、主动资管、大投行、机构业务、国际化业务等具备更高的增速，也对证券公司专业综合服务能力提出了更高的要求；在此背景下，业务结构多元、资本实力强、风控水平领先以及合规安全经营的综合型头部证券公司有望获得更高的市场份额，而聚焦细分领域的特色型证券公司以及属地资源调动能力强的中小证券公司亦有望获得差异化发展优势，行业竞争格局呈现综合化与差异化并举的局面。

运营实力

中诚信国际认为，山西证券的业务状况较好，公司业务资质齐全，多项业务均衡发展，业绩排名整体趋势较为稳定，综合金融服务能力较强；同时，公司业务收入的多元化程度较好，业务覆盖面广，公司持续深耕山西市场，在经纪业务等方面拥有地域与品牌优势。

公司各项业务全面深入布局，多项业务均衡发展，业绩排名整体趋势较为稳定，综合金融服务能力较强。

表 1：近年来公司经营业绩排名

合并口径	2019	2020	2021
总资产排名	31	35	33
净资产排名	37	33	36
净资本排名	40	37	41
营业收入排名	40	38	48
净利润排名	45	45	46
证券经纪业务收入	51	50	52
投资银行业务收入排名	26	26	33
资产管理业务收入排名	30	31	30
融资类业务利息收入排名	40	39	37
证券投资收入排名	36	24	29

注：除净利润为合并口径下归属于母公司股东的净利润外，其余指标均为专项合并（指证券公司及其证券类子公司数据口径）。

资料来源：中国证券业协会，中诚信国际整理

表 2：近年来公司营业收入构成（单位：亿元、%）

营业收入	2020		2021		2022	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财富管理业务	9.24	27.63	10.23	25.60	9.17	22.04
自营业务	12.57	37.62	10.92	27.34	7.80	18.76
资产管理业务	1.58	4.73	1.73	4.33	2.35	5.64
投资银行业务	4.86	14.55	4.00	10.01	3.21	7.71

期货经纪业务	2.24	6.70	3.04	7.62	2.78	6.69
大宗商品交易及风险管理业务	4.38	13.10	9.92	24.83	15.17	36.47
其他	(1.45)	(4.33)	0.10	0.26	1.12	2.69
营业收入	33.42	100.00	39.94	100.00	41.61	100.00
其他业务成本	(3.82)		(8.33)		(14.66)	
经调整后的营业收入	29.60		31.61		26.94	

注：上表加总数如与合计数不一致，均系四舍五入所致。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

财富管理板块

公司持续深化财富管理转型及科技金融模式创新，但 2022 年受市场交投活跃度下降影响，板块收入有所减少；融资融券业务规模受市场业务规模整体缩减影响有所下滑；2022 年以来结合市场需求适度增加股票质押业务规模。

公司财富管理业务主要包括证券经纪、投资顾问、销售本公司及其他金融机构开发的金融产品、融资融券、股权质押、约定式购回，为各类私募产品等提供托管、运营外包等服务。

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。截至 2023 年 3 月末，公司在国内设立 115 家证券营业部，其中，在山西省内有 58 家，山西省外 57 家，主要分布于北京、上海、广东、浙江、重庆、辽宁、河北、山东、江苏、河南、湖南等省份及直辖市，形成了以国内主要城市为前沿，重点城市为中心，覆盖山西、面向全国的业务发展框架。公司财富管理业务聚焦买方投顾能力建设，内生增长动力不断增强，2022 年以来，受市场交投活跃度下降及同业竞争加剧影响，公司财富管理收入有所下降，2022 年公司财富管理业务实现营业收入 9.17 亿元，同比减少 10.32%；占营业收入的比重较上年下降 3.56 个百分点至 22.04%，但仍是公司利润的重要来源。

证券经纪业务方面，2022 年以来，公司聚焦客户多层次需求，以基金投顾为抓手，以产品配置为牵引，完善顾问体系、提高投研能力，持续加强账户管理模式下的买方投顾能力建设，截至 2022 年末公司产品 AUM 资产同比增长 19.27%至 281 亿元。年内公司聚焦汇通启富 APP、数字化投顾平台和财富管理中台三大平台建设，加快构建线上线下一体化的数字服务体系，持续提升客户服务质效，年内汇通启富 APP 月活数量提升 26%，月活排名上升至行业 33 名。同时，聚焦不同客群需求，探索精细化运营服务模式，搭建完成“零售客户三维服务体系”。2022 年受 A 股市场股票基金交易量下降影响，公司代理买卖股基交易额同比减少 23.66%至 1.28 万亿元；平均佣金率为 0.31%，与上年持平。

表 3：近年来公司代理买卖证券交易金额（单位：亿元）

	2020	2021	2022
股票（含两融）	15,209.38	16,495.54	12,503.82
基金	309.22	292.23	312.73
债券	384.91	966.08	2,424.29

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

融资融券业务方面，2022 年以来，受市场整体缩减影响，截至 2022 年末，公司融资融券余额为 60.11 亿元，同比减少 15.78%，存量负债客户平均维持担保比例为 269.25%；全年实现利息收入 4.59 亿元，同比减少 8.75%。

股票质押式回购业务方面，近年股票质押风险加剧，监管机构进一步加强了对股票质押业务的规范管理，2022 年以来，公司适度增加股票质押业务规模，截至 2022 年末，股票质押业务待购回金额 14.29 亿元，较上年末增加 35.45%，整体履约保障比例为 310.85%；全年实现利息收入 0.70 亿元，较上年增长 29.63%。

表 4：近年来公司资本中介业务情况（单位：亿元、%）

	2020	2021	2022
融资融券业务			
融资融券余额	67.92	71.37	60.11
存量负债客户平均维持担保比例	264.77	315.95	269.25
利息收入	4.34	5.03	4.59
股票质押式回购业务			
待回购金额	8.29	10.55	14.29
整体履约保障比例	424.34	576.48	310.85
利息收入	0.55	0.54	0.70

注：融资融券业务不含开展业务。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

机构业务方面，2022 年以来，公司持续提升机构经纪客户的服务能力，以公募基金券商结算、私募基金孵化和债券经纪为突破口，加大机构经纪业务拓展力度。截至 2022 年末，公司为 16 只私募基金提供综合服务，年末资产规模达 4.41 亿元；PB 系统存量产品 521 只，资产规模达 1,193.24 亿元，较上年大幅增加。

投资银行板块

2022 年投行业务营收有所下降，未来将持续关注相关业务合规风控体系的运作情况；新三板业务稳步发展，围绕省内项目资源，重点服务中小企业。

公司投资银行业务主要由控股子公司中德证券运营。2022 年 1 月 18 日，中德证券收到中国证券监督管理委员会《立案告知书》（证监立案字 03720220003 号）。中德证券因在乐视网信息技术（北京）股份有限公司（以下简称“乐视网”）2016 年非公开发行股票项目中，保荐业务涉嫌违法违规。2022 年 6 月 16 日，中德证券及乐视网 2016 年非公开发行项目签字保荐代表人杨丽君、王鑫收到中国证监会《行政处罚决定书》，中国证监会拟决定对中德证券责令改正，给予警告，没收业务收入 5,660,377 元，并处以 11,320,754 元罚款；同时，对杨丽君、王鑫给予警告，并分别处以 15 万元罚款。此次事项反映出中德证券在开展保荐业务过程中未勤勉尽责，未能有效控制和防控风险，合规管理和风险管控水平有待提升，后续将重点关注公司相关业务合规风控体系的运作情况。2022 年以来，中德证券完善管理机制、拓展业务布局、强化团队建设，进一步加强执业质量和执业能力；同时聚焦重点领域、重点行业 and 重点产品，为实体经济提供全生命周期的综合金融服务。2022 年受监管行政处罚影响导致股权承销项目数量同比大幅减少，年内公司投

资银行业务实现营业收入 3.21 亿元，同比减少 19.74%，在营业收入中的占比较上年下降 2.30 个百分点至 7.71%。

股票主承销业务方面，2022 年公司完成主承销家数 5 家，其中 2 单 IPO、3 单再融资项目；总承销金额较上年下降 66.94%至 26.40 亿元。其中，IPO 承销数量较上年减少 10 单，主要系受监管行政处罚的影响。债券主承销方面，公司积极拓展山西、贵州等地业务，支持区域国企产业债、城投债发行，2022 年公司完成债券主承销项目 48 笔，较上年增加 16 笔，承销金额同比大幅增长 101.10%至 341.26 亿元。2022 年，公司债及企业债承销金额排名全行业第 38 名，较去年上升 27 名。财务顾问业务方面，2022 年公司完成财务顾问业务 43 笔，业务量同比有所增长，但受费率下降影响，实现净收入 0.39 亿元，较上年增减少 0.38 亿元。

新三板业务方面，公司持续聚焦山西省及国内其他重点经济区域，深度挖掘具有核心竞争力和良好商业模式的中小企业，持续提供综合化金融服务。特别是随着新三板市场改革政策的陆续出台，公司持续强化信息系统建设、合格投资者开发及管理、制度优化和精选层项目辅导等工作。2022 年，公司完成 11 家企业新三板挂牌，另有 2 家取得新三板同意挂牌函，包揽山西省年内全部 6 单新三板挂牌项目；完成 13 家新三板挂牌企业的定向发行，累计融资 3.47 亿元；完成 55 家中小企业挂牌山西股权交易中心晋兴板。

表 5：近年来公司投资银行业务情况（单位：家、期、亿元）

		2020	2021	2022
股票承销保荐	主承销家数	14	15	5
	主承销金额	74.91	79.86	26.40
债券承销	主承销期数	42	32	48
	主承销金额	459.63	169.70	341.26
财务顾问	项目家数	43	39	43
	业务净收入	0.17	0.77	0.39

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

资产管理板块

公司持续推进投研体系建设、不断丰富产品序列和加强渠道建设，2022 年以来资产管理规模有所提升；同时公司持续提升主动管理、资产配置等核心能力，公募基金业务管理规模增长较快。

公司资产管理业务继续坚持差异化、市场化、专业化原则，加快条线整合、产品创设，主动管理能力有所提升。2021 年 5 月，公司获批设立资产管理子公司山证（上海）资产管理有限公司（以下简称“山证资管”），山证资管于 2021 年 11 月 9 日取得工商营业执照，注册资本为人民币 5 亿元。2022 年公司资产管理业务实现营业收入 2.35 亿元，同比增长 35.49%；在营业收入中的占比较上年上升 1.31 个百分点至 5.64%。

2022 年以来，公司聚焦“固收+”产品，大力扩展公募业务；持续推进投研体系建设，加大专业团队培养与引进，优化管理机制，严控业务风险，专注提升主动管理能力，加快产品创设步伐，积极拓展“固收+”产品、纯利率债产品及现金管理类产品，不断丰富产品序列；同时，开拓产品销售渠道，持续加强与重点金融机构的合作，开辟第三方线上销售渠道。截至 2022 年末，公

司存续资产管理产品 125 只，管理规模 472.81 亿元，同比增长 19.49%；其中，集合类产品存续规模 137.63 亿元，单一类产品存续规模 108.81 亿元，专项类产品存续规模 49.90 亿元，公募基金存续规模 176.47 亿元，公募基金规模取得较快增长，同比增长 42.12%。近年来公司专注提升主动管理能力，加快产品创设步伐，截至 2022 年末，主动管理产品规模为 472.81 亿元，同比增长 29.47%。

表 6：近年来公司资产管理业务情况（单位：个、亿元）

项目	2020			2021			2022		
	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
集合资产管理	67	121.47	0.56	83	124.21	0.70	83	137.63	1.10
单一资产管理	24	102.90	0.24	18	86.35	0.12	18	108.81	0.11
专项资产管理	8	93.77	0.06	7	60.96	0.06	8	49.90	0.07
公募基金管理	10	88.70	0.61	11	124.17	0.69	16	176.47	0.77
合计	109	406.84	1.47	119	395.69	1.57	125	472.81	2.05
其中：主动管理	98	354.43	--	112	365.18	--	125	472.81	--

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

自营投资板块

自营投资业务以债券类资产配置为主，2022 年受市场震荡加剧影响，公司权益类和固定收益类投资收入同比减少，导致自营业务收入有所下滑；权益业务坚持价值投资，加大基金投资规模；固定收益类业务持续丰富和延伸产品线，优化投资研究体系建设。

公司自营业务涵盖权益类业务、FICC 和金融衍生品类业务三大领域，其中 FICC 类包括固定收益类投资和商品货币投资。2022 年，受资本市场波动加剧影响，公司自营业务实现营业收入 7.80 亿元，同比减少 28.54%，在营业收入中的占比较上年下降 8.58 个百分点至 18.76%。截至 2022 年末，公司金融资产投资合计 342.62 亿元，其中第一层次和第二层次公允价值计量的金融投资合计分别为 125.56 亿元和 192.60 亿元，在公司以公允价值计量的金融投资资产总额中占比分别为 36.69%和 56.28%。投资收益方面，公司 2022 年实现投资总收益¹14.31 亿元，同比减少 17.24%。

表 7：近年来公司金融投资组合情况（单位：亿元、%）

	2020		2021		2022	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
债券	174.71	71.28	198.86	68.64	203.70	59.45
基金	9.29	3.79	44.30	15.29	86.73	25.31
股票/股权	27.33	11.15	30.82	10.64	28.40	8.29
银行理财产品	7.37	3.01	8.61	2.97	8.12	2.37
券商资管	7.36	3.00	6.57	2.27	1.22	0.36
票据	17.77	7.25	0.00	0.00	7.86	2.29
信托计划	0.00	0.00	0.00	0.00	1.83	0.54
衍生金融资产	0.25	0.10	0.48	0.17	1.46	0.43
其他	1.00	0.41	0.07	0.03	3.32	0.97
合计	245.08	100.00	289.71	100.00	342.62	100.00

¹ 含公允价值变动损益、其他债权投资利息收入、债权投资利息收入、其他按实际利率法计算的金融资产产生的利息收入、其他综合收益中的其他权益工具投资公允价值变动及其他债权投资公允价值变动，不含对联营及合营企业投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

权益类投资方面，公司权益业务板块聚焦长期能力建设，大力发展非方向性投资，推动场外业务规模扩张，持续丰富量化策略品种，均衡提升卖方研究和产业研究能力。2022 年以来受资本市场波动加剧影响，截至 2022 年末，公司股票/股权投资余额较上年下降 7.86%至 28.40 亿元，在金融投资资产中占比同比下降 2.35 个百分点至 8.29%。2022 年公司权益类投资业务收入转亏，为-0.25 亿元；年内公司加大基金投资规模，其中以货币基金为主，截至 2022 年末，基金投资余额为 86.73 亿元，同比大幅增长 95.76%，在金融投资资产中占比同比提升 10.02 个百分点至 25.31%。

固定收益类投资方面，2022 年以来，公司聚焦做市、销售交易等优势主业，优化投资研究体系建设，强化跨部门协同和数字化赋能，推进业务系统建设和改造，组建区域团队、拓展区域业务，持续丰富和延伸产品线，稳健开展信用债和美元债投资，不断丰富做市业务品种，提升客户覆盖率和品牌影响力。2022 年以来公司继续加大债券投资规模，截至 2022 年末，公司持有的债券余额为 203.70 亿元，同比增长 2.43%，在金融投资资产中占比同比下降 9.19 个百分点至 59.45%；全年固定收益类投资业务实现收入 8.13 亿元，同比增长 5.86%。投资资产质量方面，在宏观经济下行、信用风险持续暴露的环境下，公司投资的部分债券出现逾期或违约风险，截至 2023 年 3 月末，该部分投资资产账面价值合计 1.46 亿元，已累计计提减值 1.23 亿元。中诚信国际将持续关注上述项目资产质量的后续变化情况。

商品货币业务方面，公司拥有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。2022 年以来，公司聚焦全球商品货币市场，强化宏观经济和细分市场研究，优化投资策略，完善风控体系，抢抓业务机会，挖掘经营潜力，截至 2022 年末票据总持仓升至 7.86 亿元。此外，其他金融资产投资方面，截至 2022 年末，公司自有资金购买券商资管产品、银行理财产品和信托产品共 11.17 亿元，同比减少 26.40%，在金融投资资产中占比同比下降 1.98 个百分点至 3.26%。

期货及其他业务板块

期货经纪业务稳步发展，2022 年以来格林大华增加仓单业务规模，但受市场竞争以及交易所返还减少影响，盈利有所下滑；同时，公司持续拓展另类投资业务及私募股权投资业务。

公司的期货业务主要通过其全资子公司格林大华期货有限公司（以下简称“格林大华”）开展。截至 2022 年末，格林大华在上海、北京、天津、郑州等地区设有 25 家分支机构。2022 年 12 月，公司决定对格林大华增资 3 亿元人民币，截至 2022 年末，格林大华注册资本增至 13.00 亿元。2022 年以来，受市场竞争影响，公司期货经纪业务手续费费率下降，期货经纪业务收入同比有所减少，但得益于大宗商品交易及风险管理业务实现较好发展，2022 年两类业务实现营业收入合计 17.96 亿元，同比增加 38.56%，在营业收入中的占比较上年上升 10.71 个百分点至 43.16%。

近年来格林大华持续深耕传统期货经纪业务，加大营销培训，提升业务引导力度，同时深挖资产管理业务潜力，优化 IB 业务结构，持续优化风险管理体系。期货经纪业务方面，2022 年，格林

大华经纪业务保持稳步发展，年内实现代理成交量 4,871.76 万手，代理成交额 50,711.47 亿元，同比减少 0.48%，受行业手续费费率整体下降影响，全年实现手续费净收入 1.44 亿元，同比减少 7.69%。2022 年得益于仓单业务规模的增长，格林大华实现营业收入 20.17 亿元，同比增长 73.44%；净利润由上年的 0.31 亿元降至 0.11 亿元，主要系佣金率下降以及交易所返还减少所致。大宗商品交易及风险管理业务方面，格林大华亦参与仓单的购买和转售业务，此类业务单笔交易量大，同时公司采用商品贸易模式核算，销售收入金额较大，在山西证券营业收入中占比较大，但利润贡献相对较小。2022 年以来，随着仓单业务的交易品种增加，格林大华加大仓单业务开展力度，年内实现仓单业务销售收入 17.33 亿元，采购成本 17.29 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 0.06 亿元，仓单业务利润 0.10 亿元。此外，公司仓单业务出现部分风险项目，截至 2022 年末，仓单业务产生的应收客户款项余额为 3.67 亿元，根据预期可收回金额低于账面价值的差额，截至 2022 年末，已累计计提减值准备 3.30 亿元。

另类投资业务方面，2020 年公司设立另类投资子公司山证创新投资有限公司（以下简称“山证创新”），2022 年 4 月，山西证券发布公告称，拟减少山证投资有限责任公司（以下简称“山证投资”）注册资本 2 亿元、增加山证创新注册资本 2 亿元，截至 2022 年末山证创新注册资本增至 17.00 亿元。山证创新践行另类子公司以股权投资为主、其他非标权益为辅的业务定位，2022 年以来聚焦半导体、新能源、新材料等新型战略领域，全年完成投资 3.2 亿元。随着部分优质项目顺利退出，2022 年山证创新实现营业收入 1.34 亿元，净利润 0.43 亿元。

私募股权投资方面，山证投资作为公司从事私募股权投资的全资子公司，截至 2022 年末，山证投资注册资本减至 8.00 亿元。2022 年以来山证投资强化“募投管退”能力建设，全年新设基金 5 支，规模 1.87 亿元；聚焦重点区域和新兴行业，布局长三角、珠三角和成渝等经济发达地区，全年新增投资 4.91 亿元。截至 2022 年末，累计管理私募股权基金 23 支，其中存续基金 18 支，累计管理规模近 50 亿元，其中存续规模 26.21 亿元。2022 年山证投资实现营业收入 0.73 亿元，净利润由上年的 0.07 亿元增至 0.43 亿元。

财务风险

中诚信国际认为，在资本市场波动加剧的影响下，山西证券 2022 年盈利水平下滑，偿债能力指标有所下降，杠杆水平有所抬升，但各项风险控制指标距监管标准仍有一定安全边际；同时凭借其较好的资产流动性、多重外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务续接，整体偿债能力保持在较好水平。2023 年一季度公司盈利水平有所回升。

盈利能力及盈利稳定性

2022 年山西证券资产管理和基金管理业务继续保持增长态势，净收入稳中有升，利息净收入扭亏为盈；但受市场行情波动调整及交投活跃度下降等因素影响，公司其他主营业务条线收入均有不同程度的下滑，其中投资业务收益降幅明显，导致公司整体盈利水平下滑；2023 年一季度，公司自营投资业务实现较好收益，推动整体盈利水平回升。

公司整体的盈利状况变化趋势和证券市场的走势具有较大的相关性。2022 年，A 股市场整体出现明显震荡调整，市场交投活跃度下降，证券行业整体经营情况出现较大幅度下滑。在市场波动

调整的背景下，受格林大华仓单业务规模增加影响，公司全年实现营业收入 41.61 亿元，同比增长 4.17%。

从营业收入构成来看，公司收入主要来自手续费及佣金净收入、投资净收益和其他业务收入。近年来，公司手续费及佣金净收入在营业收入中的占比逐步下降。2022 年公司实现手续费及佣金净收入 12.67 亿元，同比减少 7.99%，在营业收入中的占比同比下降 4.03 个百分点至 30.44%。具体来看，公司的手续费及佣金净收入主要来源于经纪业务、投行业务以及资产管理业务。2022 年受公司股基交易量下滑的影响，公司实现经纪业务净收入 6.23 亿元，同比减少 14.62%，在总营业收入中的占比同比下降 3.30 个百分点至 14.97%。投行业务方面，受监管行政处罚的影响，2022 年公司证券保荐业务收入减少；同时受市场竞争影响，债券承销费率下滑亦导致公司债券承销收入减少，全年公司实现投资银行业务净收入 4.18 亿元，同比减少 10.49%，在总营业收入中的占比同比下降 1.65 个百分点至 10.05%。资产管理业务方面，公司抓住财富管理转型机会，提升主动管理能力，丰富产品种类，全年实现资产管理业务净收入 1.28 亿元，同比增长 45.89%，在营业收入中的占比同比上升 0.88 个百分点至 3.07%。此外，公司实现基金管理业务收入 0.77 亿元，同比增长 8.60%。

投资收益及公允价值变动收益方面，受证券市场板块轮动、行情低迷以及年末债券市场剧烈波动的影响，2022 年公司自营投资表现同比有所下滑，全年实现投资收益及公允价值变动收益合计 14.47 亿元，同比减少 18.18%，在营业收入中的占比同比下降 9.50 个百分点至 34.78%。其中实现投资收益 13.00 亿元，公允价值变动收益为 1.47 亿元。

利息净收入方面，公司利息收入主要为融出资金利息收入和货币资金及结算备付金利息收入，利息支出主要为卖出回购金融资产款利息支出和应付债券利息支出。2022 年公司实现利息收入 12.67 亿元，同比增长 2.70%，主要系逆回购业务利息收入增加所致；同期，公司发生利息支出 12.05 亿元，同比减少 4.47%，主要系收益凭证利息支出减少所致。综合上述因素影响，公司净利息收入由 2021 年的-0.27 亿元上升至 2022 年的 0.62 亿元。

其他业务方面，受子公司开展的仓单业务规模回升影响，公司实现其他业务收入 14.45 亿元，同比大幅增长 70.02%，在营业收入中的占比同比上升 13.45 个百分点至 34.73%。扣除仓单业务成本后，公司实现其他业务净收入为-0.21 亿元。

表 8：近年来公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2020		2021		2022		2023.1-3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	1,460.54	43.70	1,376.52	34.47	1,266.52	30.44	274.36	24.05
其中：经纪业务净收入	648.69	19.41	729.66	18.27	623.00	14.97	132.33	11.60
投资银行业务净收入	651.76	19.50	467.28	11.70	418.27	10.05	76.18	6.68
资产管理业务净收入	78.34	2.34	87.52	2.19	127.68	3.07	19.08	1.67
基金管理业务净收入	63.43	1.90	70.80	1.77	76.89	1.85	34.82	3.05
投资收益及公允价值变动损益	1,468.97	43.96	1,768.55	44.28	1,446.99	34.78	596.05	52.26
利息净收入	6.71	0.20	(27.43)	(0.69)	62.30	1.50	(39.41)	(3.45)

其他业务收入	371.94	11.13	849.89	21.28	1,444.98	34.73	293.09	25.70
汇兑损益	1.30	0.04	11.43	0.29	(75.05)	(1.80)	6.56	0.58
其他收益	32.73	0.98	15.14	0.38	17.60	0.42	9.45	0.83
资产处置收益	(0.22)	(0.01)	(0.15)	(0.00)	(2.79)	(0.07)	0.47	0.04
营业收入合计	3,341.97	100.00	3,993.94	100.00	4,160.56	100.00	1,140.57	100.00

注：由于四舍五入，可能存在分项数加和与总数有尾差。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

营业成本方面，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，且具有一定的刚性，2022 年公司业务及管理费同比略降至 19.14 亿元。得益于营业收入的增加，公司营业费用率较上年下降 2.01 个百分点至 45.99%。2022 年，公司计提融出资金减值损失 0.30 亿元；同期，由于公司债权投资和其他债权投资规模大幅减少，导致相应资产减值计提大幅减少；此外，公司根据预期可收回金额低于账面价值的差额对其他应收款计提减值损失，2022 年计提同比大幅减少，主要系上年计提较为充分。受上述因素影响，2022 年公司计提信用减值损失 0.96 亿元，同比减少 51.12%。

受营业收入和营业支出两方面影响，2022 年公司实现净利润 5.67 亿元，同比减少 30.19%。考虑到其他债权投资及其他权益工具投资公允价值变动等的影响，2022 年公司实现综合收益 5.75 亿元，同比减少 22.07%。从利润率来看，2022 年公司平均资产回报率和平均资本回报率分别为 0.91% 和 3.19%，分别较上年下降 0.56 和 1.43 个百分点。盈利稳定性方面，近年来公司发展较为稳健，盈利稳定性较好，2022 年公司利润总额变动系数为 17.67%，处于行业较好水平。

2023 年以来，受益于证券市场行情回暖，公司自营投资业务实现较好收益，推动整体经营业绩略有回升，2023 年一季度公司实现营业收入 11.41 亿元，相当于 2022 年全年的 27.41%。具体来看，公司实现手续费及佣金净收入 2.74 亿元，相当于 2022 年全年手续费及佣金净收入的 21.66%，其中经纪业务净收入、投资银行业务净收入以及资产管理业务净收入分别为 1.32 亿元、0.76 亿元以及 0.19 亿元，由于公募基金业务规模增加，公司实现基金管理业务净收入 0.35 亿元，相当于 2022 年全年的 45.29%。2023 年一季度，公司实现投资收益（含公允价值变动损益）5.96 亿元，相当于 2022 年全年的 41.19%，主要系证券市场波动导致相关金融资产的公允价值变动，同时公司持有及处置金融工具收益同比增加。同期，由于买入返售金融资产规模减少叠加债券投资利率下行，公司利息收入有所减少，导致公司实现利息净收入为-0.39 亿元。经营效率方面，2023 年一季度公司发生业务及管理费 5.40 亿元，相当于 2022 年全年的 28.22%，营业费用率为 47.35%。同期，公司计提信用减值损失 47.01 万元。受上述因素共同影响，2023 年一季度公司实现净利润 2.41 亿元，相当于 2022 年全年的 42.56%。此外，考虑到其他债权及其他权益工具投资公允价值变动收益，公司同期实现综合收益 2.34 亿元，相当于 2022 年全年的 40.74%

表 9：近年来公司主要盈利指标（单位：亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1-3
经调整后的营业收入	29.60	31.61	26.94	8.62
业务及管理费	(18.21)	(19.17)	(19.14)	(5.40)
营业利润	10.09	10.25	6.69	3.13
净利润	7.62	8.12	5.67	2.41
综合收益	7.77	7.38	5.75	2.34

营业费用率	54.49	48.00	45.99	47.35
平均资产回报率	1.60	1.47	0.91	--
平均资本回报率	4.97	4.62	3.19	--
利润总额变动系数	44.99	17.82	17.67	--

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

风险管理能力、杠杆及资本充足性

各项风险指标均高于监管标准，但 2022 年以来随业务规模的扩大，部分风险控制指标同比有所下滑，杠杆水平有所上升，面临一定的资本补充压力。

从公司各项风险控制指标看，根据证监会《证券公司风险控制指标管理办法（2020 年修正）》及《证券公司风险控制指标计算标准规定（2020 年修订）》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。

公司于 2010 年在深交所挂牌上市，并通过股票增发等方式提升资本实力。截至 2022 年末，母公司口径净资产为 171.88 亿元，较上年末增长 0.63%；母公司口径净资本为 106.89 亿元，较上年末减少 11.99%，主要系以前年度发行的次级债到期，计入净资本的次级债金额减少所致；净资本/净资产比率较上年末下降 8.92 个百分点至 62.19%；风险覆盖率较上年末下降 66.63 个百分点至 160.32%。

从杠杆水平来看，截至 2022 年末，母公司口径资本杠杆率较上年末下降 1.79 个百分点至 13.80%，母公司口径净资本/负债较上年末下降 5.14 个百分点至 24.35%，母公司口径净资产/负债较上年末下降 2.33 个百分点至 39.15%，杠杆水平有所上升。

截至 2023 年 3 月末，公司母公司口径净资产较上年末增长 0.67%至 173.04 亿元，净资本较上年末减少 2.02%至 104.73 亿元，净资本/净资产比率较上年末下降 1.67 个百分点至 60.52%；风险覆盖率较上年末下降 27.58 个百分点至 132.74%；母公司口径资本杠杆率较上年末下降 0.33 个百分点至 13.47%；净资本/负债比率和净资产/负债比率分别较上年末下降 2.63 和 3.27 个百分点至 21.72%和 35.88%，杠杆水平继续抬升。总体看来，公司各项风险控制指标距监管预警值均有一定的安全边际，但随着未来业务的开展仍可能对资本补充形成一定压力。

从公司资产减值准备情况看，截至 2022 年末，公司资产减值准备余额为 8.23 亿元，较上年末增长 15.42%，包括其他应收款坏账准备 3.77 亿元，融出资金减值准备 1.83 亿元，其他债权投资减值准备 1.34 亿元，应收账款减值准备 0.86 亿元，债权投资减值准备 0.28 亿元和买入返售金融资产减值准备 0.15 亿元。上述减值准备主要为整个存续期预期信用损失（已发生减值），金额为 7.59 亿元。公司减值准备已充分反映资产风险，计提较为充分。

表 10：近年来公司风险控制指标情况（母公司口径）（单位：亿元、%）

指标名称	监管标准	2020	2021	2022	2023.3
净资本	--	123.31	121.46	106.89	104.73
净资产	--	170.17	170.81	171.88	173.04
风险覆盖率	≥100	307.05	226.95	160.32	132.74

资本杠杆率	≥8	21.58	15.59	13.80	13.47
流动性覆盖率	≥100	213.75	146.89	134.65	156.17
净稳定资金率	≥100	192.22	177.78	176.65	160.80
净资产/净资产	≥20	72.46	71.11	62.19	60.52
净资产/负债	≥8	39.60	29.49	24.35	21.72
净资产/负债	≥10	54.65	41.48	39.15	35.88
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	≤100	11.44	20.78	17.03	19.65
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	≤500	135.48	156.72	289.22	346.80

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

偿债能力

总体债务规模持续扩大，长期债务占比有所提升，但期限结构仍有待优化；同时盈利水平下滑导致公司偿债能力指标有所下降，未来需持续关注整体偿债能力的变化情况。

从债务构成来看，公司目前探索并建立了公司债、次级债、收益凭证等融资工具在内的长、中、短期相结合的融资平台，对公司业务稳健、快速发展起到重要支撑。截至 2022 年末，公司总债务规模为 431.63 亿元，较上年末增长 7.56%，其中短期债务规模 309.16 亿元，较上年末增长 1.14%；长期债务规模 122.47 亿元，较上年末增长 28.10%，长期债务占比较上年末上升 4.55 个百分点至 28.37%，主要系公司于 2022 年新发行 8.00 亿元次级债，47.00 亿元公司债，推动应付债券余额增长所致。截至 2023 年 3 月末，公司总债务规模为 469.16 亿元，较上年末增长 8.69%。

从资产负债率来看，近年来公司该指标有所波动，但总体有所增长，截至 2023 年 3 月末，山西证券的资产负债率为 73.54%，较上年末上升 1.30 个百分点，主要由于公司债务规模持续扩大所致。

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要包括利润总额和利息支出，2022 年由于公司利润总额降幅明显，全年 EBITDA 同比减少 14.16%至 21.18 亿元。从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，EBITDA 利息覆盖倍数由 2021 年的 2.00 倍下降至 1.80 倍，总债务/EBITDA 由 2021 年的 16.27 倍上升至 20.38 倍，公司盈利水平对利息的覆盖能力有所减弱。未来随着债务规模的继续扩大，需持续关注公司整体偿债能力的变化情况。

从经营活动净现金流方面看，2022 年公司实现经营活动净现金流量 12.26 亿元，较上年同期的 14.34 亿元的金额减少 2.08 亿元。2023 年一季度，公司实现经营活动净现金流量-5.65 亿元，较上年同期的 7.96 亿元减少 13.61 亿元，主要系交易性金融负债及代理买卖证券款规模减少导致现金净流出。

表 11：近年来公司偿债能力指标

指标	2020	2021	2022	2023.3
资产负债率(%)	64.84	70.94	72.24	73.54
经营活动净现金流(亿元)	(14.59)	14.34	12.26	(5.65)
EBITDA(亿元)	21.28	24.67	21.18	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.10	2.00	1.80	--

总债务/EBITDA(X)	14.55	16.27	20.38	--
---------------	-------	-------	-------	----

注：EBITDA 相关指标为中诚信国际计算口径。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

其他事项

资产受限情况方面，截至 2022 年末，公司受限资产账面价值合计 145.91 亿元，占 2022 年末资产总额的比例为 17.60%。上述权属受到限制的资产包括交易性金融资产、货币资金、其他权益工具投资及其他债权投资。

对外担保方面，截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保。

诉讼、仲裁事项方面，截至 2023 年 3 月末，子公司中德证券存在一起由证券虚假陈述责任纠纷引起的未决诉讼。2022 年 1 月 13 日，上海君盈资产管理合伙企业（有限合伙）等两千名原告对乐视网等二十一名被告提起民事诉讼，中德证券作为被告之一，被诉因未勤勉尽责、未能发现乐视网财务造假，被要求承担连带赔偿责任，涉案金额共计 45.71 亿元。截至本报告出具日，该案件尚在一审审理过程中，其对公司当期利润或期后利润的影响存在不确定性。因无法合理预计该案件的最终判决结果，公司未就此事项确认相关预计负债，中诚信国际将对相关诉讼事项的进展保持持续关注。

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

从公司资产流动性来看，得益于银行存款增加，截至 2023 年 3 月末，公司自有资金及结算备付金余额为 104.24 亿元，较上年末增长 2.57%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 15.27%。从流动性风险管理指标来看，截至 2023 年 3 月末，公司流动性覆盖率为 156.17%，同比上升 21.52 个百分点；净稳定资金率为 160.80%，同比下降 15.85 个百分点，公司长短期流动性风险管理指标均高于监管标准，未来需关注潜在的流动性风险。

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 2023 年 3 月末，公司获得银行授信额度为 807.16 亿元，已使用额度为 130.33 亿元，未使用额度为 676.83 亿元。

综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析²

中诚信国际认为，公司 ESG 表现较好，ESG 对持续经营和信用风险无负面影响。

环境方面，公司为金融行业，无环境风险，目前尚未受到环境方面的监管处罚。

社会方面，公司坚持以人为本，为员工成长提供丰富的资源和动力。通过不断完善雇佣管理制度，保障员工合法权益，关爱员工身心健康，为员工提供多元福利待遇，助力员工成长与发展，创造

² 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

幸福职场环境。公司重视客户服务工作，不断丰富金融产品体系，提升服务效率，优化客户体验，持续完善客户服务体系；同时公司健全信息披露制度，帮助投资者树立理性投资理念，提高风险防范意识，提升投资者自我保护能力，履行投资者合法权益保护的法定义务。2022 年，公司积极履行社会责任，践行绿色发展、乡村振兴等国家战略，跟进服务新能源企业资本运作新需求，接续五个“一司一县”结对县域，持续强化乡村振兴五维帮扶模式，期货业务“期货+保险”援疆兴边模式持续深化。

公司治理方面，公司根据《公司法》等相关法规持续健全法人治理结构，党委会和“三会一层”（股东大会、董事会、监事会和经营管理层）构建了权责明确、运作规范、相互协调、相互制衡的治理机制。股东大会是公司最高权力机构，对公司的经营方针和计划等进行决策。董事会根据股东大会的决议履行职责，由 12 名董事组成，其中内部董事人数不得超过董事人数的 1/2，独立董事人数不少于董事会人数的 1/3，职工董事 1 名；设董事长 1 人，需经中国证监会资格认定。截至本报告出具日，公司实际共有董事 11 人，其中独立董事 4 名，职工董事 1 名，非独立董事中 4 名由控股股东山西金控提名。董事会下设战略与 ESG 委员会、薪酬、考核与提名委员会、风险管理委员会和审计委员会四个专业委员会。公司设监事会，对公司财务、公司董事会和公司高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益，由 12 名监事组成，设监事会主席 1 人，职工监事 4 名。公司总经理由董事长提名、董事会聘任，负责主持公司的经营管理工作。

外部支持

作为山西金控的唯一证券平台，具有重要的战略地位，山西金控和山西省财政厅具有较强的意愿和能力在必要时对公司予以支持。

公司控股股东为山西金控，截至 2023 年 3 月末，山西金控持有公司 31.77% 股份。山西省财政厅对山西金控履行出资人职责，故公司实际控制人为山西省财政厅。

山西金控成立于 2015 年 12 月，是由山西省人民政府授权山西省财政厅履行出资人职责，投资设立的国有金融资本投资运营公司。山西金控成立初始注册资本为 106.47 亿元，是集证券、信托、保险、金融租赁、担保、要素市场、基金、金融科技等金融业态于一体的省属地方金融控股集团。现有控股一级子公司及直接控制的结构化主体共 19 家，包括山西证券、山西信托股份有限公司、山西省融资再担保集团有限公司、中煤财产保险股份有限公司、山西金融租赁有限公司、山西国信投资集团有限公司等。截至 2022 年末，山西金控总资产为 1,175.00 亿元，所有者权益为 333.50 亿元，2022 年实现净利润 7.71 亿元。

公司作为山西金控旗下子公司之一，在集团统筹下能够与其他子公司开展高效的协同工作，进一步打开公司业务的发展空间。公司证券分支机构主要分布于山西省境内，对区域市场较为熟悉，通过多年的经营积累，公司与省内客户保持了良好的合作关系，在项目竞争上相对于非本地券商更具优势。

总体来看，作为山西金控控股的唯一证券业务平台，公司能够在资本、业务等方面得到山西金控以及山西省财政厅较强的支持。

同行业比较

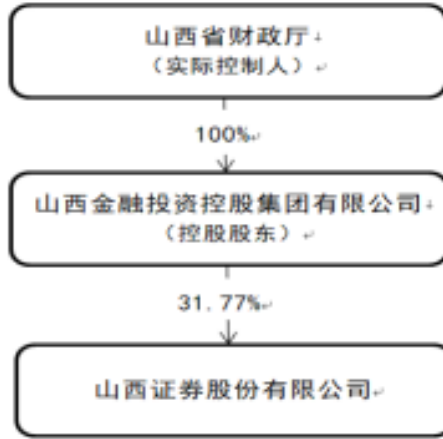
中诚信国际选取了华福证券和国海证券作为山西证券的可比公司，上述公司在外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，经营实力、风险控制能力、财务情况等均表现较好，最终主体信用等级处于同一档次。

中诚信国际认为，山西证券区域竞争优势明显，多项综合指标排名行业中上水平；业务较为多元化，经纪业务和投行业务在山西省内具有一定的业务竞争力。公司资本实力不断增强，但随着业务规模的扩大，杠杆水平有所抬升；各项风险指标均符合监管要求，有较好的内部流动性及较强的外部融资能力。

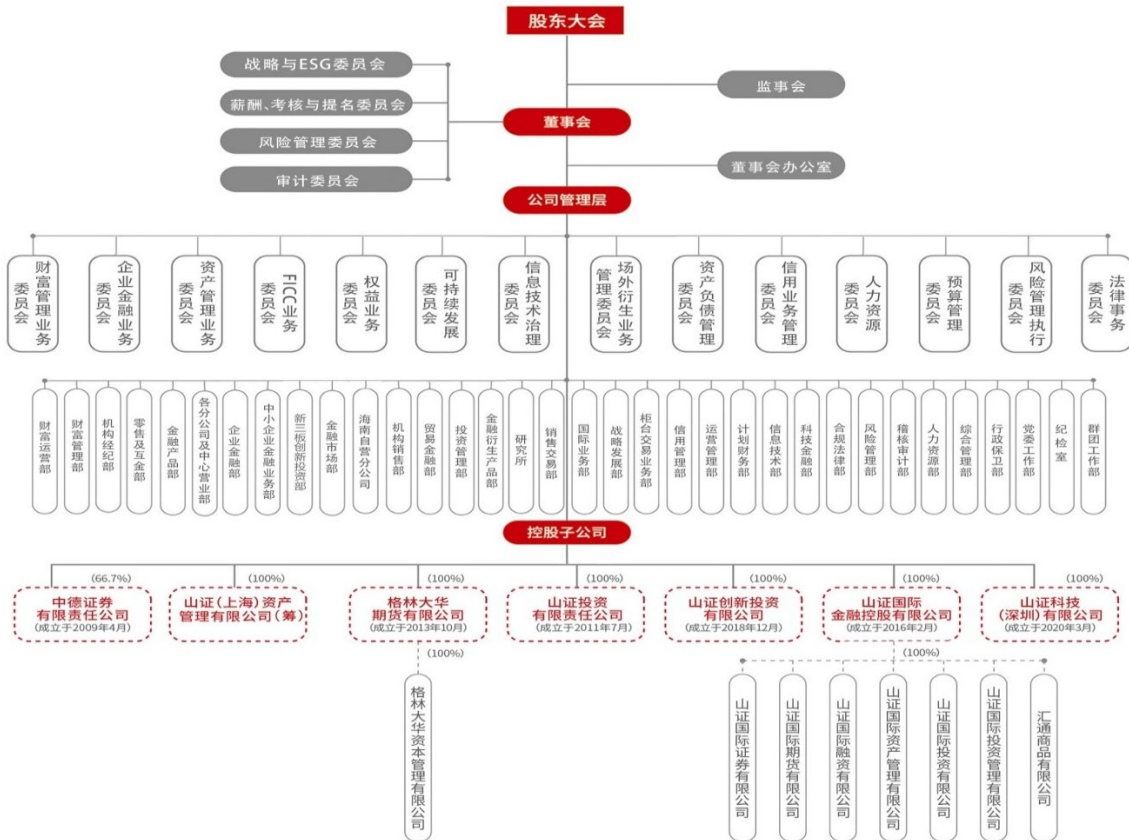
评级结论

综上所述，中诚信国际维持山西证券股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 山证 01”、“21 山证 01”和“21 山证 02”的信用等级为 **AAA**；维持“20 山证 C1”、“21 山证 C1”、“21 山证 C2”、“21 山证 C3”和“22 山证 C1”的信用等级为 **AA⁺**。

附一：山西证券股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



山西证券股份有限公司组织架构图



资料来源：山西证券，中诚信国际整理

附二：山西证券股份有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金及结算备付金	22,433.88	27,977.09	27,743.86	26,462.63
其中：自有货币资金及结算备付金	10,303.88	12,852.20	10,163.17	10,424.35
买入返售金融资产	2,909.89	4,828.83	5,299.69	4,015.71
交易性金融资产	22,521.23	28,261.36	33,736.07	40,001.67
债权投资	50.14	245.56	38.04	38.11
其他债权投资	1,693.44	168.46	99.41	101.07
其他权益工具投资	218.10	247.61	243.19	239.52
长期股权投资	295.21	150.69	284.56	281.54
融出资金	7,237.80	7,669.49	6,414.66	6,604.52
总资产	62,452.05	76,302.38	82,909.23	85,571.87
代理买卖证券款	12,817.08	15,368.71	18,643.89	17,298.67
短期债务	25,305.06	30,568.63	30,915.63	--
长期债务	5,646.85	9,560.56	12,247.39	--
总债务	30,951.91	40,129.18	43,163.03	46,915.84
总负债	45,000.61	58,596.20	65,066.19	67,509.49
股东权益	17,451.44	17,706.18	17,843.04	18,062.38
净资本（母公司口径）	12,330.60	12,145.72	10,689.30	10,472.96
手续费及佣金净收入	1,460.54	1,376.52	1,266.52	274.36
其中：证券经纪业务净收入	648.69	729.66	623.00	132.33
投资银行业务净收入	651.76	467.28	418.27	76.18
资产管理业务净收入（含基金管理业务）	141.77	158.31	204.56	53.90
利息净收入	6.71	(27.43)	62.30	(39.41)
投资收益及公允价值变动	1,468.97	1,768.55	1,446.99	596.05
营业收入	3,341.97	3,993.94	4,160.56	1,140.57
业务及管理费	(1,820.97)	(1,917.28)	(1,913.60)	(540.07)
营业利润	1,009.43	1,024.60	669.03	312.69
净利润	762.30	812.15	566.92	241.26
综合收益总额	777.41	737.60	574.80	234.16
EBITDA	2,127.54	2,467.04	2,117.67	--
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
盈利能力及营运效率				
平均资产回报率(%)	1.60	1.47	0.91	--
平均资本回报率(%)	4.97	4.62	3.19	--
营业费用率(%)	54.49	48.00	45.99	47.35
流动性及资本充足性（母公司口径）				
风险覆盖率(%)	307.05	226.95	160.32	132.74
资本杠杆率(%)	21.58	15.59	13.80	13.47

流动性覆盖率(%)	213.75	146.89	134.65	156.17
净稳定资金率(%)	192.22	177.78	176.65	160.80
净资本/净资产(%)	72.46	71.11	62.19	60.52
净资本/负债(%)	39.60	29.49	24.35	21.72
净资产/负债(%)	54.65	41.48	39.15	35.88
自营权益类证券及其衍生品/净资本(%)	11.44	20.78	17.03	19.65
自营非权益类证券及其衍生品/净资本(%)	135.48	156.72	289.22	346.80
偿债能力				
资产负债率(%)	64.84	70.94	72.24	73.54
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.10	2.00	1.80	--
总债务/EBITDA(X)	14.55	16.27	20.38	--

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本充足性及流动性	风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和
	资本杠杆率	核心净资本/表内外资产总额
	流动性覆盖率	优质流动性资产/未来 30 天现金净流出量
	净稳定资金率	可用稳定资金/所需稳定资金
盈利能力	经调整后的营业收入	营业收入-其他业务成本
	平均资产回报率	净利润/[(当期末总资产-当期末代理买卖证券款-代理承销证券款+上期末总资产-上期末代理买卖证券款-代理承销证券款)/2]
	平均资本回报率	净利润/[(当期末所有者权益+上期末所有者权益)/2]
	营业费用率	业务及管理费/营业收入
	投资总收益	投资收益-对联营及合营企业投资收益-处置长期股权投资产生的投资收益+公允价值变动损益+其他债权投资利息收入+债权投资利息收入+其他权益工具投资公允价值变动+其他债权投资公允价值变动
	利润总额变动系数	近三年利润总额标准差/近三年利润总额算数平均数
偿债能力	EBITDA	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+折旧+无形资产摊销+使用权资产折旧+长期待摊费用摊销
	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）
	短期债务	短期借款+拆入资金+卖出回购金融资产+交易性金融负债+应付短期融资款+一年以内到期应付债券+一年内到期长期借款
	长期债务	一年以上到期的应付债券+一年以上到期的长期借款
	总债务	短期借款+拆入资金+卖出回购金融资产+交易性金融负债+应付债券+应付短期融资款+长期借款+租赁负债
	资产负债率	(总负债-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)

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No. 2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn