

# 信用评级公告

联合〔2022〕1434号

联合资信评估股份有限公司通过对西部证券股份有限公司及其拟发行的2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定西部证券股份有限公司主体长期信用等级为AAA，西部证券股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）品种一及品种二信用等级均为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年三月三日

## 西部证券股份有限公司2022年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：品种一：AAA

品种二：AAA

评级展望：稳定

### 债项概况：

本期债券发行规模：不超过 25.00 亿元（含）

本期债券期限：本期债券分品种发行，品种一期限为 2 年，品种二期限为 3 年。

偿还方式：本期债券按年付息，到期一次还本

募集资金用途：本期债券募集资金扣除发行费用后将用于满足公司业务运营需要，偿还到期债务，补充公司流动资金等用途，调整公司债务结构，提高公司综合竞争力

评级时间：2022 年 3 月 3 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">证券公司行业信用评级方法</a>	V3.1.202011
<a href="#">证券公司主体信用评级模型 (打分表)</a>	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对西部证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西部证券”）的评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司，股东背景很强，自身资本实力很强，在陕西省内具有很强区域优势，主要业务处于行业中上游水平。近年来，公司证券经纪业务和投资银行业务等业务发展情况较好，营业收入和净利润持续大幅提升，保持较好的发展势头。截至 2021 年 9 月末，公司资产流动性好，资本充足性好。

同时，联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响；公司存在一定规模的短期债务集中到期情况，需要关注流动性管理情况。

相对于公司目前的债务规模，本期债券发行规模较小，主要财务指标对发行前、后公司全部债务覆盖程度变化不大，仍属较好。

未来随着资本市场的持续发展、各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力有望进一步增强。

基于对公司主体长期信用以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期公司债券品种一及品种二信用等级均为 AAA，评级展望为稳定。

### 优势

- 1. 公司股东背景很强，获得股东支持较大，具有很强的区域竞争优势。**公司作为陕西省国资委旗下企业，系陕西省内第一家 A 股上市证券公司，股东支持力度较大，在陕西省内具有明显的渠道网点优势，具备很强区域竞争优势。
- 2. 业务竞争力较强，公司主要业务处于行业中上游水平。**近年来，公司证券经纪业务和投资银行业务收入和利润大幅增长，发展状况较好，具有较强的行业竞争力。
- 3. 资产流动性好，资本充足。**近年来，公司优质流动性资产占比高，资产流动性好，杠杆水平属于同类企业较低水平，资本充足，流动性管理能力较好。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa <sup>+</sup>	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			业务经营分析	1
			未来发展	1
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	3
			资本充足性	2
			杠杆水平	1
		资金来源与流动性	1	
调整因素和理由				调整子级
股东实力雄厚，能在资金、管理等方面对公司提供较大支持				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：陈凝 刘嘉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址：www.lhratings.com

关注

1. 经营易受外部环境影响。经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利的影响。
2. 短期债务占比较高，存在一定流动性压力。公司债券中一年内到期的占比较大，面临一定短期集中偿还压力，需要关注流动性管理情况。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月末
自有资产 (亿元)	422.31	354.84	494.11	/
自有负债 (亿元)	248.01	177.47	233.03	/
所有者权益 (亿元)	174.30	177.37	261.08	267.72
优质流动性资产/总资产 (%)	22.24	30.13	37.70	36.23
自有资产负债率 (%)	58.73	50.01	47.16	/
营业收入 (亿元)	22.37	36.81	51.84	47.93
利润总额 (亿元)	2.45	7.47	15.08	13.39
营业利润率 (%)	11.08	20.40	29.36	27.95
净资产收益率 (%)	1.15	3.50	5.16	3.79
净资本 (亿元)	155.50	151.96	232.73	232.93
风险覆盖率 (%)	300.48	317.03	443.14	380.12
资本杠杆率 (%)	36.00	42.55	47.15	40.70
短期债务 (亿元)	214.09	137.58	176.91	243.21
全部债务 (亿元)	242.77	166.60	217.23	288.93

注：1. 公司 2021 年 3 季度合并财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径；3. 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

资料来源：公司财务报表、公司提供，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2022 年 1 月 10 日	陈凝 刘嘉	<a href="#">证券公司行业信用评级方法 V3.1.202011</a> <a href="#">证券公司主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA	稳定	2017 年 6 月 23 日	张祎 张晨露	<a href="#">原联合评级有限公司证券公司主体及债项评级方法</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AA <sup>+</sup>	稳定	2015 年 6 月 19 日	张开阳 刘克东	<a href="#">原联合评级有限公司证券公司主体及债项评级方法</a>	<a href="#">阅读原文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

## 声 明

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

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

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

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

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

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：



联合资信评估股份有限公司



## 西部证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

### 一、主体概况

西部证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西部证券”）是在陕西证券有限公司、宝鸡证券公司以及陕西信托投资有限公司和西北信托投资有限公司整体或所属证券营业部合并重组的基础上，以发起设立方式设立的股份有限公司，初始注册资本为 10.00 亿元。2012 年 5 月，公司在深圳交易所正式挂牌上市（证券简称：西部证券，证券代码：002673.SZ），上市后公司注册资本变更为 12.00 亿元。2015 年 3 月，公司非公开发行人民币普通股 1.98 亿元，发行后公司注册资本 13.98 亿元。2015 年 5 月，公司对股东进行送股派现，公司注册资本增至 27.96 亿元。2016 年 5 月，公司向全体股东配售，配售完成后公司注册资本为 35.02 亿元。根据公司 2018 年 12 月 27 日发布的公告，公司控股股东陕西省电力建设投资开发公司（以下简称“陕电投”）与其控股股东陕西投资集团有限公司（以下简称“陕投集团”）签订《国有股份无偿划转协议》，将陕电投持有的公司 25.88% 股份全部无偿划转至陕投集团名下。2019 年 7 月，经中国证监会《关于核准西部证券股份有限公司变更持有 5% 以上股权的股东的批复》（证监许可〔2019〕1251 号）批准，公司原控股股东陕电投将其持有的西部证券 9.06 亿股股份（占总股本 25.88%）全部无偿划转给陕投集团。2020 年 4 月，公司股东大会同意非公开发行新股 9.68 亿股，募集资金总额 75 亿元，发行后股本为 44.70 亿元，2020 年末，本次募集资金到账。截至 2021 年 9 月末，公司注册资本及股本均为 44.70 亿股，公司第一大股东陕投集团直接和间接持有公司 37.24% 的股份，为公司控股股东。公司实际控制人为陕西省人民政府国有资产管理委员会（以下简称“陕西省国资委”），股权结构详见附件 1-1。截至 2021 年 9 月末，持有西部证券股份超过

公司总股本 5% 的股东中，不存在将公司股权质押的情形。

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；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品；股票期权做市（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 2021 年 6 月末，公司下设证券事务部、稽核部、合规管理部、风险管理部、战略管理部、总经理办公室、计划财务部、资金管理部、人力资源部、党群工作部、纪检监察部、信息技术部、法律事务部、安全保卫部、企业文化部、清算部、托管业务部、财富管理部、网络金融部、质押融资部、投资银行运营管理部、投资银行北京总部、投资银行上海总部、投资银行华南总部、债务融资总部、国际业务部、资本市场部、投资银行业务质量控制部、投资银行业务内核部、研究发展中心、证券投资部、投资业务运营管理部、衍生品交易部、金融产品投资部等业务及职能部门；公司在全国设有 102 家证券营业部、9 家分公司、3 家全资子公司：西部优势资本投资有限公司（以下简称“西部优势”）、西部期货有限公司（以下简称“西部期货”）、西部证券投资（西安）有限公司（以下简称“西部证券投资”）及 1 个控股子公司：西部利得基金管理有限公司（以下简称“西部利得”）。截至 2021 年 6 月末，公司合并口径共有员工 2777 人。

截至 2020 年末，公司资产总额 638.63 亿元，其中客户资金存款 106.75 亿元；负债总额 377.55 亿元，其中代理买卖证券款 135.79 亿元；股东权益 261.08 亿元，其中归属于母公司股东权益 260.16 亿元；母公司口径净资本 232.73 亿元。2020 年，公司实现营业收入 51.84 亿元，利润总额 15.08 亿元，净利润 11.32 亿元，其中归属母

公司所有者净利润 11.17 亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 99.61 亿元。

截至 2021 年 9 月末，公司合并资产总额 729.50 亿元，其中客户资金存款 120.50 亿元；负债总额 461.78 亿元，其中代理买卖证券款 148.44 亿元；所有者权益（含少数股东权益）267.72 亿元，其中归属于母公司所有者权益 266.68 亿元；母公司口径净资产 232.93 亿元。2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 47.93 亿元，利润总额 13.39 亿元，净利润 10.02 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 9.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额-120.60 亿元，期末现金及现金等价物净增加额-49.98 亿元。

公司注册地址：陕西省西安市新城区东大街 319 号 8 幢 10000 室；法定代表人：徐朝晖。

## 二、债券概况及募集资金使用情况

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“西部证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”，本期债券发行规模不超过 25.00 亿元（含）。

本期债券分为两个品种（两个品种之间可全额双向互拨），品种一期限为 2 年，品种二期限为 3 年；本期债券票面金额为 100.00 元，按面值平价发行；本期债券为固定利率债券，本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与簿记管理人按照有关规定，在利率询价区间内协商一致确定；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。

本期债券无担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后将用于满足公司业务运营需要，偿还到期债务，补充公司流动资金等用途，调整公司债务结构，提高公司综合竞争力。

## 三、宏观经济和政策环境分析

### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%<sup>1</sup>，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长 25.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，**第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82% 和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018 - 2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	9.80 (5.15)

<sup>1</sup> 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

<sup>2</sup> 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，

文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	11.80 (6.37)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	7.30 (3.80)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	16.40 (3.93)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。**消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高速增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

**2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。**2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

**2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。**截至 2021 年三季度

末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

**2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。**2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。



2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1-9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 左右。

## 四、行业分析

公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理，信用业务等，核心业务属证券行业。

## 1. 证券行业概况

近年来股票市场波动较大，债券市场规模持续增长；2020 年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动；债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，2018 年，经济环境下行叠加不利外部影响导致沪深指数出现较大幅度下跌，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020 年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据证券交易所公布的数据，截至 2020 年底，上交所和深交所上市的公司合计 4154 家；股票市场总市值为 79.72 万亿元，较 2019 年底增长 34.46%；平均市盈率为 25.64 倍，较 2019 年增长 5.29 倍。2020 年全部 A 股成交额为 206.02 万亿元，同比增长 62.37%。截至 2020 年底，市场融资融券余额为 1.62 万亿元，较 2019 年底增长 58.84%，其中融资余额占比为 91.54%，融券余额占比为 8.46%。2020 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.67 万亿元，同比增长 8.20%；完成 IPO、增发、配股和发行优先股的企业分别为 396 家、362 家、18 家和 8 家；完成可转债和可交债发行的企业分别为 206 家和 41 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双重影响下，债券市场规模不断扩大，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券需求增长。2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生；2019 年，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020 年，债券市场规模持续增长，受疫情以及货币政策影响，市场利率出现大幅波动，5 月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据 Wind 统计，截至 2020 年底，债券



余额为 114.30 万亿元,较 2019 年底增长 17.72%。债券发行方面,2020 年境内共发行各类债券 5.03 万只,发行额 56.89 万亿元,同比增长 25.90%。2020 年境内债券交易总金额为 1282.19 万亿元。其中,现券交易成交金额为 241.09 万亿元,回购交易成交金额为 893.97 万亿元,同业拆借金

额为 147.13 万亿元。

衍生品市场方面,根据中国期货业协会统计数据,2020 年全国期货市场累计成交额为 437.53 万亿元,同比增长 50.56%。其中,中国金融期货交易所的交易金额为 115.44 万亿元,同比增长 65.80%,占全国市场份额的 26.38%。

图 1 股票市场指数和成交额情况(单位:点、亿元)

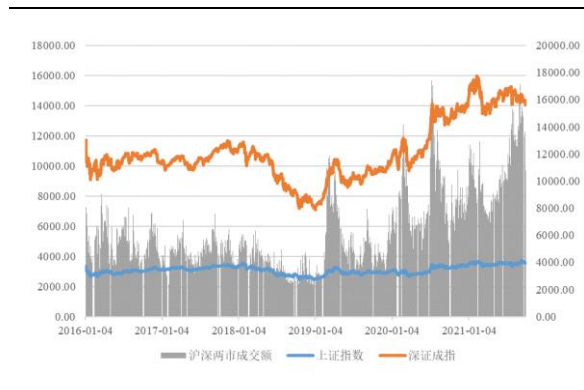
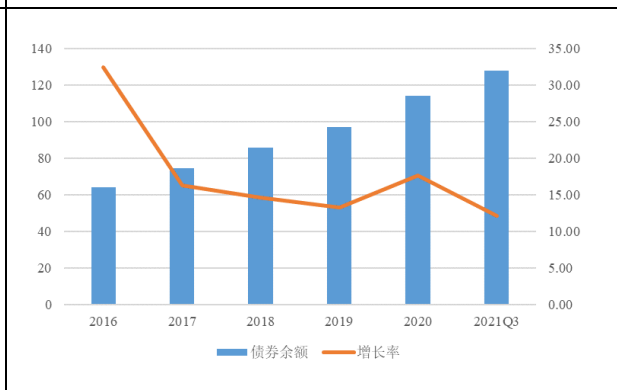


图 2 债券市场余额和增长率(单位:万亿元、%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

### 多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场,推进股票和债券发行交易制度改革,提高直接融资比重,降低杠杆率”,同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月,证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式,科创板正式开板;7 月 22 日,科创板首批公司上市交易,中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 6 月,证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》,建立新三板企业转板上市制度,新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市,加强多层次资本市场的有机联系。2021 年 9 月,定

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

**随着证券市场规模的逐步扩大,证券公司规模逐年增长,盈利水平受市场行情及政策影响较大;2020 年,证券公司业绩大幅增长。**

近年来,证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020 年,证券公司总资产和净资产规模逐年扩大,2019 年以来增幅较大;净利润呈现 U 型走势,2018 年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响,证券行业盈利水平大幅下降;2019 年和 2020 年,受市场行情和利好政策等因素影响,证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看,证券公司收入来源以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主,营业收入水平较易受到市场行情的影响,未来转型压力较大。

表 2 证券行业概况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
证券公司家数(家)	129	131	131	133	139	140
盈利家数(家)	124	120	106	120	127	124
盈利家数占比(%)	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37	88.57

营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79	3663.57
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34	1439.79
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90	10.31
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31	2.49
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82	1.94

资料来源：中国证券业协会

2020年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020年以来涉及证券公司的罚单超过150张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投资银行业务、资产管理业务和自营业务遭到重罚。从业务表现看，2020年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投资银行仍是收入的主要构成，经纪和投资银行业务收入占比较2019年有所提升。截至2020年底，139家证券公司总资产为8.90万亿元，较2019年底增长22.50%；净资产为2.31万亿元，较2019年底增长14.10%，净资本为1.82万亿元，较2019年底增长12.35%。2020年，139家证券公司实现营业收入4484.79亿元，实现净利润1575.34亿元，分别同比增长24.41%和27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有127家公司实现盈利。

2021年前三季度，国民经济稳中向好，证券行业保持增长态势。截至2021年9月底，140家证券公司总资产为10.31万亿元，较2020年底增长15.84%；净资产为2.49万亿元，较2020年底增长7.79%；净资本为1.94万亿元，较2020年底增长6.59%。2021年前三季度，140家证券公司实现营业收入3663.57亿元，实现净利润1439.79亿元，分别同比增长7.00%和8.51%，经营业绩保持增长态势，其中有124家证券公司实现盈利（中国证券业协会统计数据，下同）。

## 2. 行业政策

### 在资本市场深化改革背景下，证券公司严

**监管态势将延续；2020年以来多项利好政策密集出台，新《证券法》等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。**

2020年2月，《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，国内经济全面修复。

2020年3月，新《证券法》正式实施，加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020年6月，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等文件发布，创业板试点注册制。

2020年5月，《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》发布，证券公司次级债公开发行的放开拓宽了证券公司融资渠道，有助于证券公司降本增效。

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。

2021年3月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善了证券公司股东准入和监管的相关要求。

2021年4月，证监会修订《科创属性评价指引（试行）》，新增研发人员占比超过10%的常规指标，按照支持类、限制类、禁止类分类界定科创板行业领域，建立负面清单制度；在咨询委工作规则中，完善专家库和征求意见制度，形

成监管合力；交易所在发行上市审核中，按照实质重于形式的原则，重点关注发行人的自我评估是否客观，保荐机构对科创属性的核查把关是否充分，并做出综合判断。

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

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

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

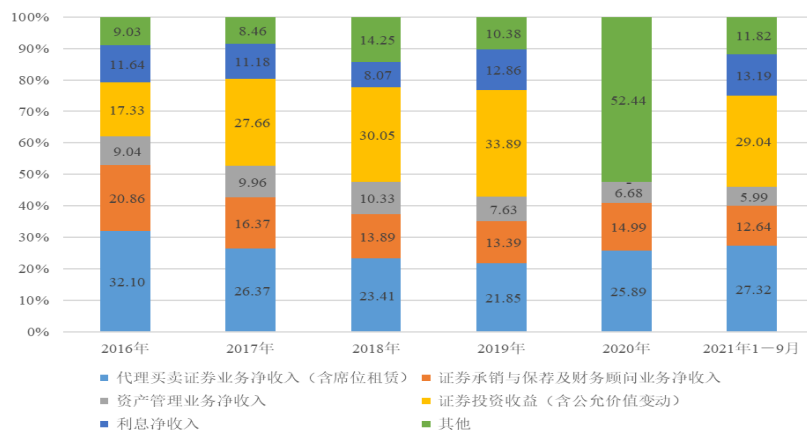
相关业务规则。同月，证监会发布《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》，进一步规范辅导相关工作，积极为稳步推进全市场注册制改革创造条件。

### 3. 业务分析

**我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。**

经纪业务、自营业务和投资银行业务是我国证券公司主要的业务收入来源，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比呈下降态势，但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2018年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比升至30%以上，投资银行业务和经纪业务收入占比下降。2019年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升。2020年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投资银行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露2020年全行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入  
资料来源：中国证券业协会网站



经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，收入实现存在较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度在 2016—2019 年持续下降；同时，证券公司客户资金账户非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销的经纪业务模式形成挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪业务条线组织架构、增加投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2018 年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018 年 131 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 623.42 亿元，同比下降 24.06%。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019 年，133 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63 亿元，同比增长 26.34%。2020 年，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10 亿元，同比增长 47.42%。2021 年前三季度，沪深两市成交量 190.30 万亿元，同比增长 20.47%；证券公司实现代理买卖证券业务净收入 1000.79 亿元（含交易单元席位租赁），同比增长 11.19%，证券经纪业务仍具备较强的增长动力。

**投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策将为投行业务带来增量。**

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

市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性。2019 年以来，受益于 IPO 审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为 2020 年投行业务增长蓄力。2020 年以来，A 股 IPO 审核家数及过会率明显提升，2020 年，发审委审核 IPO 家数 634 家，其中 605 家通过审核，过会率达 95.43%，远高于 2019 年全年 277 家审核家数、247 家通过家数及 89.17% 的通过率。2020 年，IPO 发行规模合计 4699.63 亿元，发行家数 396 家，分别同比增长 85.57% 和 95.07%。受再融资新规利好政策影响，2020 年，再融资规模 8854.34 亿元，同比增长 26.10%，扭转下降趋势。科创板方面，2020 年共有 229 家科创类公司提交上交所上市委审核，218 家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模 2262.60 亿元。债券市场方面，2020 年，证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资，2020 年证券公司承销各类债券金额 10.05 万亿元，同比增长 32.09%。基于上述因素，2020 年，全行业实现投资银行业务净收入 672.11 亿元，同比增长 39.26%。2021 年前三季度，证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 416.00 亿元，同比下降 3.61%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2020 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 52.83%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 43.94%。

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

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012 年证券公司业务范围和投资方式限制的放宽以及另类投资子公司设立政策的颁布，意味着证券公司自营业务从传统单边投资



向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018年债券市场新增43家违约主体，较2017年的9家大幅增加，违约金额达1154.50亿元，系2017年违约金额的3.42倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续2018年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长；同时，2019年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2020年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。2021年前三季度，证券公司实现投资收益（含公允价值变动）1064.04亿元，同比增长4.97%。

**证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。**

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

力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资产业务有望成为证券公司收入增长点。截至2020年末，证券公司资产管理业务规模为10.51万亿元，较2019年末下降14.48%；2020年，证券公司实现资产管理业务净收入299.60亿元，同比增长8.88%。2021年前三季度，证券公司实现资产管理业务净收入219.62亿元，同比增长3.28%。

**近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2020年融资融券业务大幅增长但风险可控，股票质押业务风险继续化解。**

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为自身业绩的提升作出一定贡献。融资融券业务自2010年3月31日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据，截至2020年末，融资融券余额1.62万亿元，较2019年末增长58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。股票质押业务方面，2018年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股票质押业务风险有所缓解。截至2020年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为5.42%，较年初下降0.79个百分点；控股股东持股质押比例超过80%的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。但目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。截至2021年9月末，沪深两市两融余额为18415.25亿元，较年初增长13.74%。随着两融余额的稳步增长，信用业务利息净收入亦呈增长态势。2021年前三季度，证券公司实现利息净收入483.07亿元，同比增长8.41%。

#### 4. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。2020年7月，证监会提出，鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段。2020年3月，中信证券股份有限公司完成对广州证券股份有限公司100%股权的并购，进一步稳固了其龙头券商的地位；4月，天风证券已基本完成对恒泰证券29.99%股权的收购；10月，国联证券和国金证券因合并过程中未就核心条款达成一致意见，宣布终止并购，成为继6月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此，证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业“马太效应”的凸显，市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位，弥补自身业务短板，实现跨区域的资源调配。

近年来，证券公司持续补充净资本，2019年，国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市，2020年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司、财达证券已实现A股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券等证券公司已处于IPO辅导期或已过会阶段。2020年，共计16家上市证券公司完成增发和配股，其中海通证券和国信证券分别增发募资200.00亿元和150.00亿元，招商证券完成配股募资126.83亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019年10月，证监会宣布，自2020年4月1日起，取消证券公司外资股比限制。截至2020年末，中国内地外资控股证券公司已达8

家，其中四家为新设立合资证券公司，系野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司，另外4家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司，系瑞银证券有限责任公司、瑞信证券（中国）有限公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司。此外，证监会批准新设金圆统一证券有限公司和甬兴证券有限公司2家国内证券公司，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内证券公司拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内证券公司面临挑战，放宽证券公司外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

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

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2020年末证券公司所有者权益排序，2020年前十大证券公司实现营业收入合计2994.25亿元，净利润995.85亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为66.76%和63.21%。截至2020年底，前十大证券公司资产总额为5.85万亿元，占全行业总资产的65.70%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过60%，行业集中度较高。

表3 截至2020年末/2020年主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37

4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		<b>11581.37</b>	<b>58477.15</b>	<b>2994.25</b>	<b>995.85</b>

资料来源: Wind

## 5. 未来动向

**随着监管力度的加强,证券行业严监管态势将延续;需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。**

2020年7月,广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处以“史上最严”的监管措施,同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管,监管事件频发,处罚力度很大,预计严监管态势将延续。同时,中央经济工作会议针对2021年资本市场提到“要健全金融机构治理,促进资本市场健康发展,提高上市公司质量,打击各种逃废债行为”,“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点,因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点,对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

**证券公司业务转型压力加大,证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显,专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向,兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展的重要主题。**

2019年以来,证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长,业务转型压力仍较大,行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是,2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头,如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司;财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系;东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时,多家证券公司先后在金融科技领域加大投入,并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式,如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力,在创新业务领

域获得的先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外,证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”,于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且行业内收并购事件已有发生,这将有助于大型证券公司巩固市场地位,实现优势互补及自身快速发展,亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展,中小证券公司面临竞争将愈加激烈,走特色化、专业化之路或为其转型方向,谋求新股东亦或是其发展路径之一,未来中小证券公司股权变更或增加。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2021年9月末,公司注册资本及实收资本均为44.70亿元,陕投集团为公司控股股东,实际控制人为陕西省国资委。

### 2. 企业规模和竞争力

**公司作为全国性综合类上市证券公司之一,各项业务行业排名中上游,具有较强的经营实力。**

公司是陕西省唯一上市的全国性综合类证券公司,业务牌照齐全,综合竞争力较强。公司立足西部,面向全国,通过自身的营业网点优势,拓展各项业务,多项业务排名行业中上游,具备较强的竞争实力。公司业务网点遍布全国23个省市地区,截至2021年6月末,公司共设有111家分支机构,其中102家证券营业部和9家分公司,在陕西省内设有56家分支机构。截至2021年9月末,公司母公司口径净资产232.93亿元,资本实力很强。



表 4 公司主要业绩排名 单位：名

项目	2018 年	2019 年	2020 年
净资产	30	27	20
营业收入	35	28	30
证券经纪业务收入	35	27	27
投资银行业务收入	42	39	35
融资类业务收入	50	53	52
证券投资收入	19	20	20

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

### 3. 人员素质

**公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验，能够满足日常经营需求。**

公司董事长徐朝晖女士，1973年5月出生，本科学历，工商管理硕士，自2018年起担任公司党委书记、董事长，历任陕西秦龙电力股份有限公司董事会秘书、总经理助理、证券部经理、办公室主任；公司经纪业务管理总部副经理；陕投集团金融证券部副主任、主任；西部信托有限公司董事长、党委书记；自2019年3月21日起，担任公司董事长。

公司总经理齐冰先生，1972年2月出生，本科学历，工商管理硕士，民盟盟员，经济师。自2021年2月起担任公司总经理。历任公司投资管理总部交易员；客户资产管理总部投资经理助理、研究员；投资管理总部研究员、投资经理；公司银证通营销中心副总经理；公司西安吉祥路营业部副总经理；公司客户资产管理总部副总经理（主持工作）、总经理；公司上海第二分公司总经理；西部信托有限公司总经理助理、副总经理兼董事会秘书；公司监事、合规管理部总经理；合规总监、首席风险官。自2021年2月2日起，担任公司总经理。

截至2021年6月末，公司合并口径在职员工合计2777人。从学历构成来看，硕士及以上学历871人，占比31.36%；本科及以下学历1916人，占比68.64%。

### 4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91610000719782242D），截至2022年1月20日，

公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2021年9月末，公司无对外担保情况；截至2021年6月末，公司共获得银行授信210.00亿元，已使用35.10亿元，融资渠道畅通。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

**公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构。**

公司按照《公司法》《证券法》等相关法律法规的要求，不断完善法人治理结构，进一步建立健全了合规风控制度和内控管理体系，形成了股东大会、董事会、监事会和经营管理层相互分离、相互制衡的公司治理结构。

股东大会是公司的最高权力机构，股东大会由股东按照其持有的股份数行使表决权。公司严格按照《章程》等相关规定召集、召开股东大会，股东大会分为年度股东大会和临时股东大会，年度股东大会每年召开一次。

董事会是公司的常设决策机构，向股东大会报告工作，执行股东大会的决议，对股东大会负责。根据《章程》，公司董事会由11名董事组成，但目前缺位1名董事，仍在补选中，其中独立董事4名。董事会分定期会议和临时会议，董事会每年至少召开2次会议。为强化董事会决策的科学性，确保董事会对经营管理层的有效监督，完善激励与约束机制，董事会下设风险控制委员会、审计委员会、战略委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会等专门委员会。各专门委员会在董事会授权下开展工作，为董事会的决策提供咨询意见，对董事会负责。专门委员会的组成和职能由董事会确定。专门委员会成员全部由董事组成，其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事应占多数并担任负责人。各专门委员会可以聘请外部专业人士提供服务，由此发生的合理费用由公司承担。



监事会是公司的监察机构,负责对公司董事会和公司的经营活动行使监督职能,并向股东大会负责。监事会成员为5人,其中3人由股东大会选举产生,另外2人由公司职工推举代表担任,设监事会主席1人,由全体监事过半数选举通过产生;监事会分定期会议和临时会议,每年度至少召开3次定期会议,监事可以提议召开临时监事会会议。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。总理由董事会聘任或者解聘,总经理负责公司的日常经营管理工作。公司设3位副总经理(其中一位兼职董事会秘书)、1位财务总监、1位合规总监兼首席风险官协助总经理工作。

## 2. 管理水平

**公司不断完善内部控制体系,规范内部控制制度,加强对各部门、分支机构的管控;针对出现的问题进行积极整改,但仍需进一步加强内控管理。**

公司依据《企业内部控制规范》《证券公司内部控制指引》《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》《证券公司全面风险管理规范》等法律法规的精神及要求,建立了合规与风险管理的组织体系及公司《全面风险管理办法》《全面风险管理审计管理办法》《新业务风险管理办法》等基本合规风险管理制度。

受到监管行政处罚方面,2018年6月15日,公司收到中国证券监督管理委员会陕西监管局《关于对西部证券股份有限公司采取限制业务活动、责令限期改正并处分有关责任人员措施的决定》,收到《监管措施决定书》后,公司高度重视,成立了专项领导工作小组,按照监管要求启动相关处分及整改工作,并已于2018年9月将《西部证券股份有限公司整改工作报告》报送陕西监管局。

2019年3月,公司收到内蒙证监局《关于对刘强采取认定不适当人选行政监管措施的决定》((2019)3号),指出刘强在担任包头钢铁大街

营业部负责人期间,不落实证监会关于账户实名制的监管要求,组织账户出借及配资活动,并为双方提供担保,扰乱证券市场秩序。内蒙证监局对刘强采取认定不适当人选的行政监管措施。公司已免除刘强分支机构负责人职务,并启动了对刘强的问责程序。公司已向内蒙证监局提交了《西部证券股份有限公司关于免除刘强分支机构负责人决定的报告》。

2019年4月,公司子公司西部利得收到上海监管局《关于对西部利得基金管理有限公司采取责令改正措施的决定》(沪证监决(2019)43号),指出西部利得未建立控制严密、高效运作的内部监控体系。上海证监局对西部利得采取责令改正措施。收函后,西部利得对事件发生的过程进行了调查,对相关业务流程进行了认真检视,研究制定了整改落实方案。2019年5月,西部利得向上海证监局提交了《关于收到上海监管局对我司采取责令改正措施决定的整改汇报》。

2020年12月,公司子公司西部期货有限公司收到中国证监会上海监管局《关于对西部期货有限公司上海分公司采取责令改正措施的决定》(沪证监决[2020]193号)。目前,西部期货严格按照监管要求稳妥推进相关整改工作。

2021年1月,公司因存在保荐职责履行不到位的情形被上海证券交易所以监管警示的处罚。

2019—2021年,公司的证监会分类评级分别为B类B级、A类A级和A类A级,处于行业中上游水平。

## 七、经营分析<sup>3</sup>

### 1. 经营概况

**得益于市场回暖以及各项业务积极发展,2018年以来,公司营业收入和利润总额均呈较大增长态势,收入结构变化较大,2020年以来其他业务收入成为公司第一大收入来源,主要系子公司西部期货的基差业务收入;2021年1—9月,公**

<sup>3</sup> 因涉及未公开披露信息,公司未予提供2021年前三季度经营数据,本报告经营分析部分主要以2021年上半年数据进行分析

**司整体经营情况良好。**

公司主要业务板块包括证券经纪业务、投资银行业务、证券自营业务、信用业务和资产管理业务等。

2018—2020年，公司营业收入和利润总额持续增加，年均复合增长率分别为52.22%和148.14%，主要系受证券经纪业务、投资银行业务、其他业务中的基差业务等的收入增长影响。

2020年，公司实现营业收入51.84亿元，同比增长40.85%；利润总额为15.08亿元，同比增长101.84%；净利润11.32亿元，同比增长83.73%，主要系2020年市场行情回暖，公司经纪业务收入

和投行业务收入增长叠加子公司西部期货基差业务收入大幅增长所致，营业收入和净利润增速远超过行业平均水平。

2018年以来，从收入结构来看，公司证券经纪业务和证券自营业务一直占比较高，属于主要收入来源，除投资银行业务与其他业务外，公司证券经纪业务收入、证券自营业务收入、资产管理业务收入、信用交易业务收入占营业收入的比重均有所下降；2020年，公司其他业务（主要为基差业务）成为第一大收入来源，但因其他业务成本同步增长的原因，其他业务对公司净利润的贡献较小。

表5 公司营业收入结构 单位：亿元、%

业务类型	2018年		2019年		2020年		2021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	6.25	27.91	7.90	21.46	10.21	19.69	4.57	14.21
证券自营业务	8.69	38.84	14.85	40.35	14.67	28.29	7.97	24.78
投资银行业务	0.71	3.16	2.96	8.04	5.18	9.99	1.54	4.77
资产管理业务	0.85	3.79	0.49	1.33	0.27	0.53	0.19	0.60
信用交易业务	4.69	20.96	3.88	10.54	4.18	8.07	2.40	7.45
其他业务	1.20	5.34	6.73	18.28	17.33	33.44	15.51	48.19
合计	22.37	100.00	36.81	100.00	51.84	100.00	32.18	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2021年1—9月，公司营业收入为47.92亿元，同比增长30.93%，主要系期货业务带来的其他业务收入增加所致，利润总额为13.39亿元，同比增长6.19%；净利润为10.02亿元，同比增长6.58%；利润增幅低于营业收入增幅主要系公司其他业务收入利润率不高所致。公司营业收入和净利润均持续增长，经营状况保持良好发展态势。

**2. 业务运营**

**(1) 经纪及财富管理业务**

**公司经纪业务在陕西地区具有很强的竞争优势，2018年—2020年，公司经纪业务规模和收入均呈增长态势，但经纪业务收入易受市场行情波动影响，收入存在不确定性。**

公司证券经纪业务主要包括代理买卖证券业务、交易单元席位租赁、代销金融产品及子公司西部期货的期货经纪等业务。

2018年以来，公司经纪业务坚持发挥“深耕

西部、面向全国”的布局特点，面对居民财富管理需求迅速增长的发展前景，加快传统经纪业务的财富管理转型向纵深推进。2020年，公司原财富与运营管理部变更为财富管理部。

截至2021年6月末，公司分支机构总数111家，证券营业部合计102家，其中陕西省有56家，公司在陕西省具有很强的区域竞争优势；公司分支机构共覆盖全国23个省市地区，包括北京、天津、上海、重庆等国内主要城市。

证券经纪业务收入是公司收入的主要来源之一，2018—2020年，随着公司经纪业务规模的扩大，公司经纪业务收入年均复合增长27.81%。

2020年，公司证券经纪业务收入较2019年上升29.24%，主要系股票市场行情回暖，成交量上升导致的代理买卖股票、基金交易额上升所致。

2018—2020年，公司代理买卖证券业务规模为分别为1.24万亿元、1.46万亿元和1.85万亿元，年均复合增长22.45%，其中股票、基金产品代理

买卖规模均持续增加。

2018和2019年,公司代理买卖证券业务平均佣金率均为0.72%。2020年,公司代理买卖证券业务平均佣金率为0.67%,处于行业较高水平,主要系陕西省内佣金率较高所致,较2019年佣金水平小幅下降,符合行业趋势。

2021年1—6月,公司经纪业务收入为4.57亿元,代理买卖证券规模为0.85万亿元,其中以股票为主,平均佣金率0.634%,较2020年有所下降。

### (2) 投资银行业务

**公司投资银行业务发展较快,以IPO业务为主,整体竞争力较强,目前投行储备项目情况较好。**

公司的投资银行业务主要包括证券承销与

保荐业务和其他财务顾问业务等。

2018—2020年,公司投资银行业务收入持续大幅增长,年均复合增长170.11%,其中,2020年公司实现投资银行业务收入5.18亿元,同比上升75.00%,主要系在中国证券市场注册制改革推动下,公司IPO项目增多所致。根据证券业协会公司投资银行业务收入排行,公司投资银行业务收入处于行业中上游水平,竞争力较强。

2018—2020年,公司承销IPO家数持续增长,但承销债券规模持续减少;2020年公司主承销IPO项目8家,金额62.04亿元,同比大幅增加312.23%;债券承销业务10笔,金额102.25亿元,同比下降46.07%;财务顾问业务方面,2020年公司财务顾问服务收入较上年有所下降。

表6 公司投行业务情况表 单位:家、笔、亿元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—6月
承销IPO家数	0	2	8	2
主承销精选层挂牌家数	0	0	0	1
主承销再融资家数	0	0	0	1
主承销债券笔数	25	27	10	2
主承销债券金额	192.49	189.60	102.25	19.00
财务顾问家数	0	4	1	0
投资银行业务收入	0.71	2.96	5.18	1.54

资料来源:公司提供,联合资信整理

2021年1—6月,公司投行业务收入为1.54亿元,共承销IPO2家,债券2笔。截至2021年6月末,公司在审项目21个(含IPO9个、债券10个、再融资0个、精选层2个);已拿批文未实施项目11个(含IPO3个、债券7个、再融资1个、可转债0个),项目储备情况较好。

### (3) 证券自营业务

**2018年以来,公司证券自营业务规模呈先减后增态势;投资结构以债券投资为主且主要投资于高等级债券,收入波动增长;同时,公司债券自营投资业务出现违约项目,对风险项目后续处置情况需保持关注。**

2018—2020年,受市场行情影响,公司证券自营业务收入呈先增后稳趋势,年均复合增长29.93%,其中2020年,公司证券自营业务实现收入14.67亿元,同比下降1.21%,基本变动不大。

2018—2020年末,公司证券自营业务规模呈

先减后增趋势。截至2020年末,公司证券自营业务规模为274.00亿元,较上年末增长15.30%,主要系债券投资增长所致;自营投资结构较2019年变动较小,仍然以债券投资为主。截至2020年末,公司债券投资规模238.81亿元,较上年末增长15.90%,占证券自营业务的比重为87.16%,较上年末小幅上升0.45个百分点,其中AA+及AAA信用债投资金额195.67亿元,占自营债券总规模的比重为81.94%,AA级占比8.34%;基金投资规模10.74亿元,较上年末上升21.49%,占证券自营业务的比重较上年末上升0.2个百分点;股票投资规模7.46亿元,较上年末上升101.08%,占证券自营业务的比重较上年末上升1.16个百分点;资管计划投资规模14.08亿元,较上年末上升19.83%,占证券自营业务的比重较上年末上升0.2个百分点。理财产品投资规模0.69亿元,较上年末下降86.42%,占证券自营业务的比重较上年末上下降

1.89个百分点；公司对其他类的投资金额较2019年无变化且占比较小。

截至2021年6月末，公司自营业务总规模较上年末上升26.02%，公司证券自营业务中债券占比略有下降，但仍为占比第一项目，资管计划占比略有上升。

截至2021年6月末，公司债券自营投资业务出现违约风险的债券共8只，本金合计2.97亿元，

已计提减值准备2.33亿元，减值计提较为充分。公司对已暴露风险的债券投资积极通过法律手段进行清收处置。

截至2021年6月末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为7.49%，自营非权益类证券及其衍生品/净资本140.12%，均较年初有所上升，但仍大幅优于监管指标要求。

表7 公司证券自营业务情况表 单位：亿元、%

项目	2018年		2019年		2020年		2021年6月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	255.28	85.75	206.04	86.71	238.81	87.16	283.24	82.03
其中：AA	31.41	10.55	27.47	11.56	19.92	7.27	18.25	5.29
AA+及以上	221.52	74.14	171.37	72.11	195.67	71.41	241.23	69.86
股票	2.76	0.93	3.71	1.56	7.46	2.72	11.90	3.44
基金	22.47	7.55	8.84	3.72	10.74	3.92	14.80	4.28
理财产品	7	2.35	5.08	2.14	0.69	0.25	5.19	1.51
资管计划	0.81	0.27	11.75	4.94	14.08	5.14	29.83	8.64
其他	9.39	3.15	2.22	0.93	2.22	0.81	0.33	0.10
合计	297.71	100.00	237.64	100.00	274.00	100.00	345.29	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

#### (4) 资产管理业务

**受资管新规带来的业务转型和规范整改影响，2018年以来公司资产管理业务规模和收入均持续大幅下降，但主动管理规模和占比有所增长。**

公司资产管理业务主要包括单一资产管理、集合资产管理业务和专项资产管理业务。

2020年，公司资管业务紧紧围绕发展规划，开启业务转型之路，新成立集合资管计划8支，单一资管计划7支，专项资管计划3支。

2018—2020年末，公司资产管理业务规模持续下降，年均复合减少36.03%，主要系受资管新规带来的业务转型和规范整改压力影响，主动去通道所致。截至2020年末，公司资产管理业务规模181.04亿元，较上年末下降38.24%，主要系公

司主动去通道所致。其中，单一资产管理业务占比下降；集合资产管理业务和专项资产管理业务占比上升。按主、被动管理划分，主动管理规模有所增长且占比大幅增长至31.91%。

2018—2020年，受资管业务规模下降影响，公司资管业务收入持续减少，年均复合减少44.95%。2020年，公司资管业务收入0.20亿元，较上年同比下降33.33%，主要系业务规模大幅下降所致。

2021年1—6月，公司资管业务收入0.19亿元，截至2021年6月末，资管业务规模较上年末进一步压缩，但主动管理业务规模与占比均有所增长；公司自有资金出资涉及的资管业务风险项目共22笔，涉及金额0.70亿元，暂未计提减值准备。

表8 公司资产管理业务规模情况 单位：亿元

项目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年6月末	
	规模	收入	规模	收入	规模	收入	规模	收入
集合资产管理业务	42.35	0.35	30.22	0.15	33.29	0.10	22.82	0.07
单一资产管理业务	364.30	0.29	251.67	0.15	125.60	0.06	91.42	0.04
专项资产管理业务	35.80	0.02	11.25	--	22.15	0.04	42.34	0.04



合计	442.45	0.66	293.14	0.30	181.04	0.20	156.58	0.15
主动管理业务		97.81		54.34		57.77		74.82
被动管理业务		344.64		238.79		123.27		81.76

资料来源：公司提供，联合资信整理

#### (5) 信用业务

公司信用业务以融资融券业务为主，近三年融资融券业务规模和收入整体呈增长态势，股票质押业务规模下降且基本完成了减值计提工作。目前股票质押业务基本稳定，对公司的整体经营影响较小。截至2021年6月末，公司信用业务规模较上年末有所增长，主要系融资融券业务增长所致。

公司信用类业务主要包括融资融券业务和

股票质押式回购业务。

融资融券业务方面，2018—2020年，公司融资融券账户数目和余额均持续增加，截至2020年末，公司融资融券账户数目47844户，较上年末上升12.38%，公司融资融券业务余额61.65亿元，较上年末增长40.63%，主要系市场行情回暖所致；2020年公司实现融资融券业务利息收入4.02亿元，同比增长14.86%，收入增幅不及规模增幅主要系融资融券费率下降所致。

表9 公司信用业务情况 单位：户、亿元、%

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年6月末
融资融券账户数目	41382	42573	47844	50198
融资融券账户余额	35.00	43.84	61.65	76.12
融资融券利息收入	3.49	3.50	4.02	2.39
股票质押回购余额	44.38	35.12	28.43	28.38
股票质押回购利息收入	1.13	0.40	0.07	0
信用业务杠杆率	36.30	36.58	30.93	39.48

资料来源：公司提供，联合资信整理

股票质押式回购业务方面，2018—2020年，公司股票质押账户余额呈持续下降态势，截至2020年末，股票质押式回购业务的融资余额为28.43亿元，较上年末下降19.05%；2020年公司实现股票质押回购利息收入0.07亿元，同比下降82.50%，主要系股票质押业务收入扣减计提坏账准备后，实际正常存续业务规模较小所致。

2018—2020年末，公司信用业务杠杆率先增后减，截至2020年末，公司信用业务杠杆率较年初有所下降，主要系所有者权益规模增加所致，整体水平较低。

截至2021年6月末，公司融资融券业务规模较上年末有所增长，股票质押业务规模微幅下降。信用业务杠杆率增长8.55个百分点至39.48%。

截至2021年6月末，公司信用业务中风险项目共15笔，风险资产金额合计15.69亿元，均为股票质押式回购业务风险项目，累计计提减值准备15.15亿元，计提较为充分。目前均正通过司法手

段追偿，后续需关注信用业务的相关违约风险及风险项目处置情况。

#### (6) 子公司情况

**子公司业务开展规模较大，对公司收入贡献很高，但利润贡献较小。**

西部期货是公司设立的全资子公司，成立于1993年3月29日，注册地为西安市，注册资本5.00亿元，经营范围为：商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询；资产管理业务；公开募集证券投资基金销售。截至2020年末，西部期货总资产32.58亿元，净资产5.32亿元。2020年，西部期货营业收入14.42亿元，净利润0.29亿元。

西部优势是公司设立的全资子公司，成立于2014年5月26日，注册地为西安市，注册资本5.00亿元，主营业务包括：公司及下设基金管理机构以自有资金投资于西部优势设立的私募基金；通过私募基金对项目进行投资；经中国证券监督管理委员会认可开展的其他业务。截至2020年末，

西部优势总资产3.84亿元，净资产2.89亿元。2020年，西部优势营业收入-0.61亿元，净利润-0.57亿元。

西部证券投资是公司设立的全资子公司，成立于2019年9月17日，注册地是西安市，注册资本10亿元。主营业务为：从事《证券公司证券自营投资品种清单》所列品种以外的金融产品投资（许可项目除外）、股权投资业务（许可项目除外）。截至2020年末，西部证券投资总资产4.32亿元，净资产4.24亿元。2020年，西部证券投资营业收入0.34亿元，净利润0.23亿元。

西部利得是公司控股的子公司。成立于2010年7月20日，注册地是上海市，注册资本3.50亿元。主营业务为：基金募集、基金销售、资产管理和中国证监会许可的其他业务。截至2020年末，西部利得总资产3.36亿元，净资产1.87亿元。2020年，西部利得营业收入2.78亿元，净利润0.29亿元。

### 3. 未来发展

**公司制定了较为清晰的经营目标和相应的业务经营计划，符合自身情况和发展需要。**

公司明确了未来发展的战略目标：以客户为中心、以平台为支撑，以锐意进取的企业文化为驱动，依托全业务链的专业服务，实现与客户共成长；并立足西部、服务全国，力争成为一流的上市券商。

公司的经营模式正由传统的通道驱动、市场驱动模式向资本驱动和专业驱动模式转变，并努力减弱对外部环境的依赖，预计未来公司抗风险、抗周期性的能力会得到一定加强。

## 八、风险管理风险

**公司建立了较为全面的风险管理制度，有效地支撑了各项业务稳步运行。**

公司从风险管理制度、组织、系统、指标、人员及应对处置等方面加强全面风险管理体系建设，完善公司风险管理制度，健全风险管理组织架构，加强信息系统建设，强化对各业务风险

的识别与控制，针对净资本、流动性等核心风控指标、各风险类型实行重点管理，逐步建立起适应公司经营水平和业务规模的风险管理支持体系，确保各项业务在运营过程中的风险可测、可控、可承受。公司根据中国证监会《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》的有关要求，建立了健全的风险管理的组织体系，公司设立“董事会（及下属风险控制委员会）、监事会—公司经理层（首席风险官和合规总监）—风险管理及内控部门—风险管理责任单元”的风险管理组织架构。公司董事会是公司风险管理的最高决策机构。董事会和董事会下属风险控制委员会按照《章程》及公司《风险管理委员会规则》等规定履行风险控制职责。公司经营班子在董事会授权范围内全面负责公司经营层面的风险管理工作，对全面风险管理承担主要责任，公司指定或者任命1名高级管理人员负责全面风险管理工作，首席风险官不得兼任或者分管与其职责相冲突的职务或者部门。公司授权风险管理部牵头负责全面风险管理工作，履行风险管理职责，在首席风险官的领导下推动公司全面风险管理工作。

### 1. 市场风险管理

公司面临的市场风险是持仓组合由于相关市场的不利变化而导致损失的风险。公司的持仓组合主要来自于自营投资、做市业务以及其他投资活动等，持仓组合的变动主要来自于自营投资的相关交易行为以及做市要求。公司的持仓组合使用公允价值进行计算，因此随着市场因素与持仓组合的变化每日会发生波动。

公司面临的市场风险的主要类别如下：

(1) 权益类风险：来自于持仓组合在股票、股票组合及股指年货等权益类证券的价格及波动率变化上的风险暴露。(2) 利率类风险：来自于持仓组合在固定收益投资收益率曲线结构、利率波动性和信用利差等变化上的风险暴露。公司根据董事会制定的风险偏好、风险容忍度系列指标，通过考虑各类投资的风险收益情况，结合相关性和分散化效应将公司整体的风险限额分配至各业务部门和业务条线，并相应制定业务授权。

前台业务部门作为市场风险的直接承担者，负责一线风险管理工作。其负责人及投资经理运用其对相关市场和产品的深入了解和丰富经验在其授权范围内开展交易并负责前线风险管理工作，动态管理其持仓部分的市场风险暴露，主动采取降低敞口或对冲等风险措施。风险管理部向公司首席风险官负责，使用专业风险管理工具和方法对各投资策略、业务部门、业务条线和全公司等不同层次上的市场风险状况进行独立的监控、测量和管理，并不同频率生成相应层次的风险报表和分析评估报告，发送给公司经营管理层以及相应的业务部门和业务条线的主要负责人。当发生接近或超过风险限额情况时，风险管理部会及时向公司经营管理层以及相应的业务部门/条线的主要负责人发送预警和风险提示，并根据相关公司领导和委员会审批意见，监督业务部门落实实施应对措施。

## 2. 信用风险管理

信用风险指公司的交易对手或公司持有证券的发行人无法履行合同义务的情况下给公司造成损失，或者公司持有第三方当事人发行的证券，在该方信用质量发生恶化情况下给公司造成损失的风险。公司的信用风险主要来自于以下方面：股票质押式回购交易、约定购回式证券交易、融资融券等融资类业务的融资方信用风险；互换、场外期权、远期等场外衍生品业务的交易对手信用风险；债券相关业务（包括但不限于债券投资、债券借贷、债券回购等）的发行人信用风险和交易对手信用风险；资产支持证券、非标准化债券资产等非债券类信用产品投资的信用风险；投资银行类业务的信用风险；其他涉及信用违约的情形。近年信用市场违约率维持高位、整体监管环境趋严、市场流动性分化、融资人再融资渠道受限等，都对证券公司未来信用风险管理提出了更大的挑战。公司采用不同层次的信用风险限额控制信用风险暴露，可包括单一客户限额、交易对手限额、产品风险限额等各类限额，基于公司风

险偏好的信用风险将根据市场和公司的情况定期审阅和更新。公司逐步建立对新业务的信用风险评估、论证和审批流程，确保新业务的风险收益水平符合公司风险承受能力和资本水平。公司逐步建立统一的授信管理制度，对交易对手授信建立事前审批机制，以确保交易符合业务授权。授信管理制度包括交易对手的准入标准、选择原则，授信额度确定方法等。公司加强对各项业务、管理工作的合规检查与稽核力度，合规与法律事务部、稽核部对检查中发现的信用风险管控问题提出整改建议。各风险管理责任单元针对已发现的信用风险管理制度制定、执行等方面的缺陷、问题认真落实整改，不断持续优化公司信用风险管理机制。

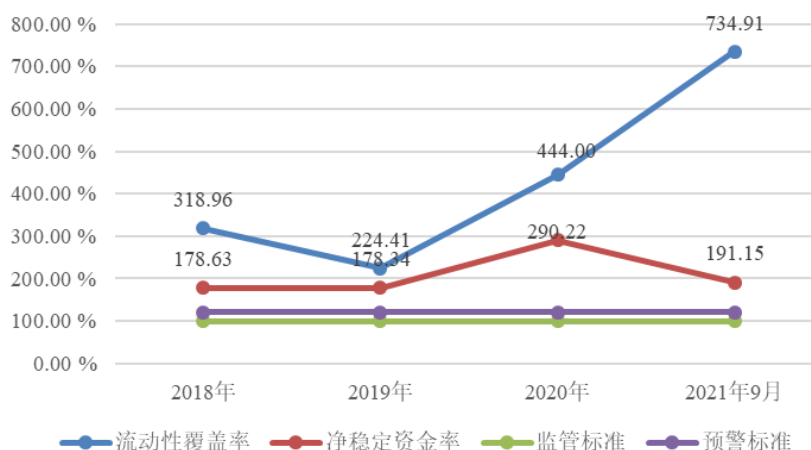
## 3. 流动性风险管理

公司面临的流动性风险主要为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其他资金需求的风险。若未来公司的经营环境发生重大不利变化，负债水平不能保持在合理的范围内，且公司的经营管理出现异常波动，公司将可能无法按期足额偿付相关债务的本金或利息。为预防流动性风险，公司建立了优质流动性资产储备和最低备付金额度制度，制定了流动性应急管理计划，在资金计划中预留最低备付金；公司积极开展资金缺口管理，敏感性分析、压力测试等管理工具，及早识别潜在风险，提前安排融资和调整业务用资节奏，有效管理支付风险，并持续拓展融资渠道，均衡债务到期分布，避免因融资渠道过于单一或债务集中到期的偿付风险；公司建立了内部风险报告制度，及时掌握各业务及分支机构经营中的流动性风险情况，并采取措施促进公司各业务和各分支机构安全稳健地持续经营。

2018—2021年9月末，公司流动性覆盖率及净稳定资金率均大幅优于行业监管标准，流动性指标表现很好。



图5 公司流动性监管指标情况 单位：%



资料来源：公司风险控制指标报表，联合资信整理

#### 4. 操作风险管理

公司面临的操作风险指由不完善或有问题的内部程序、人员及系统或外部事件而导致的风险。操作风险事件主要表现为七类，包括：内部欺诈，外部欺诈，就业制度和场所安全，客户、产品和业务活动，实物资产损坏，营业中断和信息技术系统瘫痪，执行、交割和流程管理。公司强调业务规模、获利与风险承受度的匹配，不因对利润的追求而牺牲对操作风险的管控，坚持在稳健经营的前提下开展各项业务。公司持续强化操作风险管理，逐步建立起与公司业务性质、规模和复杂程度相适应的完善的操作风险管理体系，通过建立并持续完善操作风险库和操作风险损失台账，全面梳理现有业务流程中的操作风险点，有效排查了各项核心业务、关键流程中的操作风险隐患，并重点针对新业务、新流程所面临的操作风险予以防范和治理。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2018—2020年审计报告，均由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均被出具了无保留的审计意见，公司2021年1—9月的财务报表未经审计。

公司采用新金融工具准则编制2019年度财务报表，新金融工具准则的首次执行日是2019年

1月1日，公司未对比较期间信息进行重述，金融资产和金融负债于首次施行日的账面价值调整计入当期的期初留存收益和其他综合收益。

财政部于2017年颁布了修订后的《企业会计准则第14号—收入》（以下简称“新收入准则”），公司自2020年1月1日起开始执行上述新收入准则，执行新收入准则对公司的财务状况、经营成果及现金流量未产生重大影响。

公司2019年新增纳入合并范围的子公司1家，为新设立的子公司西部证券投资。公司2020年减少纳入合并范围的结构化主体1家。2021年1—9月，公司合并范围无变化。总体上，合并范围变动对财务数据的影响不大，公司财务数据可比性较强。

截至2020年末，公司资产总额638.63亿元，其中客户资金存款106.75亿元；负债总额377.55亿元，其中代理买卖证券款135.79亿元；股东权益261.08亿元，其中归属于母公司股东权益260.16亿元；母公司口径净资产232.73亿元。2020年，公司实现营业收入51.84亿元，利润总额15.08亿元，净利润11.32亿元，其中归属母公司所有者净利润11.17亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.39亿元，现金及现金等价物净增加额99.61亿元。

截至2021年9月末，公司合并资产总额729.50亿元，其中客户资金存款120.50亿元；负债总额461.78亿元，其中代理买卖证券款148.44



亿元；所有者权益（含少数股东权益）267.72亿元，其中归属于母公司所有者权益266.68亿元；母公司口径净资产232.93亿元。2021年1—9月，公司实现营业收入47.93亿元，利润总额13.39亿元，净利润10.02亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润9.90亿元；经营活动产生的现金流量净额-120.60亿元，期末现金及现金等价物净增加额-49.98亿元。

## 2. 资金来源与流动性

**近年来，公司负债规模呈先减后增趋势，但杠杆水平仍属行业较低水平；债务结构偏短期，需关注流动性管理情况。**

2018—2020年末，公司负债总额呈先减后增趋势，年均复合增长4.09%。截至2019年末，公司负债总额较年初减少11.43%，主要系卖出回购金融资产款减少所致。截至2020年末，负债总额377.55亿元，较年初增长22.34%，主要系应付短期融资款、应付债券增长所致；公司自有负债233.03亿元，较年初增长31.30%，占负债总额的61.72%，较年初上升4.21个百分点，其中应付短期融资款占比12.92%，卖出回购金融资产款占比52.81%，应付债券占比17.30%，拆入资金占比6.44%。

2018—2020年末，公司应付短期融资款先减后增。截至2020年末，应付短期融资款30.12亿元，均为2020年新增；主要系公司于2020年11月发行30亿元的一年期的证券公司短期公司债所致。

2018—2020年末，公司卖出回购金融资产款先减后增，年均复合减少17.16%，主要系受公司债券正回购业务规模减少所致，截至2020年末，卖出回购金融资产款123.05亿元，较年

初增长3.96%，主要系2020年公司质押式卖出回购业务规模增长所致。

2018—2020年末，公司拆入资金呈先减后增趋势，2018年末与2020年末拆入资金金额基本持平。截至2020年末，拆入资金15.01亿元，较上年末增长66.63%，主要系金融同业信用拆借规模增加所致。

2018—2020年末，公司应付债券持续增加，年均复合增长33.35%。截至2020年末，应付债券40.32亿元，较年初增长75.37%，主要系2020年新增发行的2期共40亿元的面向专业投资者公开发行公司债券所致。

负债指标方面，2018—2020年末，公司自有资产负债率持续下降，截至2020年末，公司自有资产负债率为47.16%，杠杆水平属行业较低水平。

2018—2020年末，公司净资产/负债和净资产/负债指标持续增加，截至2020年末，公司净资产/负债和净资产/负债指标分别较年初上升14.64个百分点和12.28个百分点，仍符合行业监管标准。

有息债务方面，截至2020年末，公司全部债务规模217.23亿元，较年初增长30.39%，主要系公司应付短期融资款增加所致。

截至2021年9月末，公司负债总额461.78亿元，较上年末增长22.31%，负债结构基本无变动。公司净资产/负债和净资产/负债分别较上年末下降24.02和25.03个百分点，母公司负债水平有所上升；公司全部债务较2020年末有所增长，主要系发行的短期债券增加所致。从债务偿还结构来看，截至2021年9月末，公司一年以内到期债务占比92.72%，债务结构偏短期，需关注流动性管理情况。

表10 公司负债情况 单位：亿元、%

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年9月末
<b>自有负债</b>	248.01	177.47	233.03	/
其中：卖出回购金融资产款	179.31	118.37	123.05	120.58
应付短期融资款	1.80	0.00	30.12	108.70
应付债券	22.67	22.99	40.32	40.03
<b>非自有负债</b>	100.43	131.15	144.52	/
其中：代理买卖证券款	89.73	120.94	135.79	148.44

负债总额	348.43	308.62	377.55	461.78
全部债务	242.77	166.60	217.23	288.93
其中：短期债务	214.09	137.58	176.91	243.21
长期债务	28.67	29.01	40.32	45.72
自有资产负债率	58.73	50.01	47.16	/
净资本/负债	63.02	86.35	100.99	76.97
净资产/负债	70.57	101.27	113.55	88.52

资料来源：公司审计报告、财务报表和监管报表，联合资信整理

表11 截至2021年9月末公司有息债务偿还期限结构  
单位：亿元、%

到期期限	1年以内	1~2年	合计
金额	288.28	20.04	275.32
占比	92.72	14.54	100.00

注：1. 债务口径包含利息，不包含代理买卖证券款及应付款项；2. 本表中合计数与表10中全部债务的差额系扣除交易性金融负债和租赁负债所致

资料来源：公司提供，联合资信整理

受交易性金融资产和货币资金增长的影响，2018—2020年，公司资产规模波动增长；截至2021年9月末，公司资产规模较上年末有所增长。公司优质流动性资产占比较高，资产流动性好。

2018—2020年末，公司自有资产呈先减后增趋势，年均复合增长8.17%。截至2020年末，公司自有资产494.11亿元，较上年末增长39.25%，主要系自有货币资金增长所致，占总资产的比重为77.37%，较上年末上升4.35个百分点；公司优质流动性资产185.52亿元，较上年末上升73.84%，主要系公司自有货币资金中的银行存款大幅增长所致；2020年末，公司优质流

动性资产占总资产的比重较上年末有所增长，处于较好水平。

截至2020年末，公司资产主要由货币资金（占比33.08%）、交易性金融资产（占比43.76%）、融出资金（占比10.08%）构成，公司资产总额638.63亿元，较年初增长31.41%，主要系交易性金融资产和货币资金增长所致。

2018—2020年末，公司货币资金持续增加，年均复合增长47.02%，主要系客户资金存款增加和公司定增资金到账所致，截至2020年末，公司货币资金211.25亿元，较年初增长74.96%，主要系公司2020年定增资金到账导致的自有货币资金中银行存款大幅增长所致。截至2020年末，公司货币资金中，受限货币资金1.60亿元，系子公司西部利得按证券监督管理部门要求提取的、用于弥补尚未识别可能性损失的一般风险准备，并统一存管于开立的一般风险准备专户中，统一管理，统一使用。

表12 公司资产情况表 单位：亿元、%

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年9月末
资产总额	522.73	485.98	638.63	729.50
其中：自有货币资金	23.11	24.14	104.51	44.75
自有结算备付金	12.40	11.78	14.07	12.53
融出资金	36.21	45.93	64.37	79.98
交易性金融资产	--	236.12	279.47	389.45
其他债权投资	--	7.96	5.74	--
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	262.09	--	--	--
可供出售金融资产	35.61	--	--	--
买入返售金融资产	36.82	9.98	5.49	7.69
自有资产	422.31	354.84	494.11	/
优质流动性资产	93.60	106.72	185.52	206.71
优质流动性资产/总资产	22.24	30.13	37.70	36.23

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：公司审计报告、财务报表、风险指标监管报表，联合资信整理

2018—2020 年末，公司融出资金持续增加，年均复合增长 33.32%，主要系两融业务规模扩大所致，其中，截至 2020 年末，公司融出资金 64.37 亿元，较年初增长 40.15%，主要系两融业务规模扩大所致。从融出资金账龄来看，1~3 个月占比 47.86%，3~6 个月占比 24.63%，6 个月以上占比 27.51%，整体账龄较短；公司对融出资金共计计提减值准备 0.13 亿元，整体计提比例为 0.20%。

2018—2020 年末，公司交易性金融资产持续增加，截至 2020 年末，公司交易性金融资产 279.47 亿元，较年初增长 18.36%，构成以债券为主，占比 86.09%，其余主要为股票、公募基金、证券公司资产管理计划、信托计划，分别占比 5.29%、5.28%、0.53% 和 0.80%。

公司受限资产主要为卖出回购质押物、债券借贷质押物、一般风险准备金存款等。截至 2021 年 6 月末，公司受限资产 177.84 亿元，其中主要为卖出回购质押物的交易性金融资产（152.89 亿元）、卖出回购质押物的其他债权投资（12.45 亿元）、债券借贷质押物的交易性金融资产（8.44 亿元）、一般风险准备金存款的货币资金（1.94 亿元）。

截至 2021 年 9 月末，公司资产总额 729.50 亿元，较年初增长 14.23%，资产结构中货币资金有所下降，交易性金融资产进一步上升；公司优质流动性资产 206.71 亿元，较年初增长 11.42%，优质流动性资产占总资产的比重较年初

略有下降，但仍处于较好水平。

### 3. 资本充足性

**2018 年以来，公司所有者权益持续增加，风险控制指标均优于监管标准，资本实力很强，资本充足性良好。**

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增加，年均复合增长 22.39%。截至 2020 年末，公司所有者权益合计 261.08 亿元，较年初增长 47.20%，主要系公司增发新股所致。其中归母所有者权益 260.16 亿元，占比所有者权益的比重为 99.65%。截至 2020 年末，公司所有者权益中，股本和资本公积占比分别为 17.12% 和 61.27%，股本和资本公积占比较大，公司股东权益的稳定性较好。2020 年公司现金分红 3.40 亿元，占上年净利润的 55.17%，分红力度较大，利润留存对所有者权益的补充效果一般。

2018—2019 年末，公司母公司口径净资本和净资产规模变动不大。截至 2020 年末，公司净资本 232.73 亿元，较年初增长 53.15%；风险覆盖率、资本杠杆率和净资本/净资产各项指标均优于监管及预警标准。

截至 2021 年 9 月末，公司所有者权益 267.72 亿元，较上年末小幅上升 2.54%；母公司口径净资本 232.93 亿元，较上年末基本持平；风险覆盖率、资本杠杆率和净资本/净资产均优于监管标准。

表 13 公司风险控制指标情况表 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末	监管标准	预警指标
核心净资本	152.50	151.96	232.73	232.93	--	--
附属净资本	3.00	0.00	0.00	0.00	--	--
净资本	155.50	151.96	232.73	232.93	--	--
净资产	174.11	178.22	261.68	267.88	--	--
流动性覆盖率	318.96	224.41	444.00	734.91	≥100	≥120
净稳定资金率	178.63	178.34	290.22	191.15	≥100	≥120
各项风险资本准备之和	51.75	47.93	52.52	61.28	--	--
风险覆盖率	300.48	317.03	443.14	380.12	≥100	≥120
资本杠杆率	36.00	42.55	47.15	40.70	≥8	≥9.6
净资本/净资产	89.31	85.27	88.94	86.95	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

#### 4. 盈利能力

2018年以来，受市场回暖等因素影响，公司营业收入和利润总额均持续大幅增加，盈利水平持续提升，但整体盈利能力仍属一般；2021年3季度收入和利润水平较上年同期有所上升。

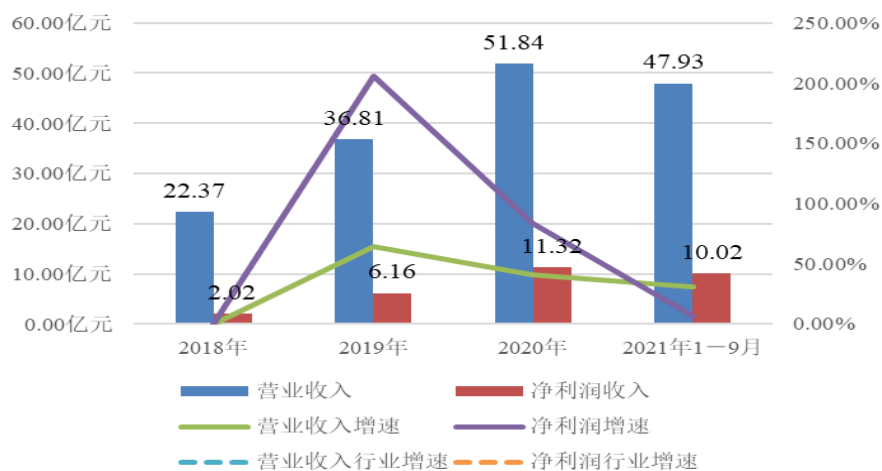
2018—2020年末，公司营业收入持续增加，年均复合增长52.22%，2020年，公司实现营业收入51.84亿元，同比增长40.85%；利润总额为15.08亿元，同比增长101.84%；净利润11.32亿元，同比增长83.73%，主要系2020年市场行情回暖，公司经纪业务收入和投放业务收入增长叠加子公司西部期货基差业务收入大幅增长所致，营业收入和净利润增速远超过行业平均水平。

2020年，手续费及佣金净收入和投资收益是公司主要收入来源，分别贡献了35.04%和30.00%的营业收入；利息净收入和其他业务（主要系基差业务）收入分别贡献4.80%和25.26%的营业收入。

2018—2020年末，公司营业支出持续增加，年均复合增长35.68%，主要系业务及管理费和其他业务成本增长所致，2020年，公司营业支出36.62亿元，较上年增长25.00%，主要系业务及管理费和其他业务成本增长所致。2020年业务及管理费占营业支出的56.75%，占比较上年下降2.46个百分点，2020年业务及管理费支出20.78亿元，同比增长19.81%，主要系职工薪酬增长所致；2020年营业费用率为47.13%，较上年末下降18.52个百分点。2020年，公司其他业务成本12.97亿元，较上年增长149.34%，主要系基差业务成本增长所致，基差业务对净利润贡献度较小。

从盈利指标来看，2018—2020年，公司营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率均持续增长，2020年，公司营业利润率29.36%，较上年上升8.96个百分点；自有资产收益率2.67%，较上年上升1.08个百分点；净资产收益率5.16%，较上年上升1.66个百分点，整体盈利指标较上年有所提升。

图6 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、公开资料，联合资信整理

表14 公司盈利指标 单位：%

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-9月
营业费用率	65.65	47.13	40.09	33.53
薪酬收入比	40.95	31.98	28.54	/
营业利润率	11.08	20.40	29.36	27.95
自有资产收益率	0.51	1.59	2.67	/



净资产收益率	1.15	3.50	5.16	3.79
净资产收益率排名	50	44	44	/

注：3 季度财务报表未经审计，相关指标未年化  
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从同行业对比来看，2020 年公司自有资产收益率、净资产收益率、盈利稳定性略低于样本平均水平，营业费用率优于样本平均水平，自有资产负债率优于样本平均水平，公司整体盈利能力一般。

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 47.93 亿元，较上年同期上升 30.93%；利润总额 13.39 亿元，同比上升 6.19%，利润总额增速不及营收增速主要系基差业务成本较高所致。

表 15 截至 2020 年末证券公司行业财务指标比较 单位：%

企业名称	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
国都证券	8.85	3.38	42.13	107.92	62.13
红塔证券	6.74	2.53	37.80	41.56	67.60
国联证券	6.30	2.12	56.52	61.41	70.82
<b>上述样本企业平均值</b>	<b>7.30</b>	<b>2.68</b>	<b>45.48</b>	<b>70.30</b>	<b>66.85</b>
<b>西部证券</b>	<b>5.16</b>	<b>2.67</b>	<b>40.09</b>	<b>76.31</b>	<b>47.16</b>

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

#### 5. 或有事项

##### 公司或有负债风险很低。

截至 2021 年 6 月末，公司无对外担保。

截至 2021 年 6 月末，公司涉及主承销的安徽盛运环保集团 5 亿元非公开发行公司债券违约案，多家企业在相关诉讼中要求公司承担连带赔偿责任，上述诉讼均未开庭或最终判决。

除此案外，公司不存在涉及金额占公司最近一期经审计净资产绝对值 10% 以上，且绝对金额超过 1000 万元的重大诉讼、仲裁事项。

#### 十、外部支持

**公司股东实力很强，能够给予公司较大支持。**

公司控股股东陕投集团作为陕西省政府资本运作平台之一，资本实力很强，纳入合并报表范围内的主要全资及控股二、三级子公司近百家，目前已经形成以贸易行业、金融证券、化工行业、电力行业、煤田勘探与开发、煤炭生产和房地产与酒店为主的综合业务体系，金融业务范围涵盖金融领域多个子行业。

截至 2021 年 9 月末，陕投集团总资产 2251.86 亿元，所有者权益 704.23 亿元，2021 年 1—9 月，

陕投集团实现营业总收入 571.02 亿元，是国内综合实力排名靠前的省属大型国有集团企业。公司系陕西省第一家 A 股上市证券公司，在资金、品牌、客户渠道等方面均能获得股东及实际控制人较大支持。

#### 十一、本期债券偿还能力分析

**本期债券发行对公司杠杆水平影响有限；本期债券发行后，相关指标对全部债务的保障程度变化不大，仍属较好；同时考虑到公司作为全国性综合类证券公司，股东背景很强，资本实力很强，具有较通畅的融资渠道等因素，公司对本期债券偿还能力极强。**

##### 1. 本期债券发行对公司现有债务的影响

截至 2021 年 9 月末，公司全部债务合计为 288.93 亿元。本期债券发行规模 25.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模较小。

以 2021 年 9 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 25.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司债务规模将增长 5.41%，杠杆水平略有提升，但仍属合理水平。

## 2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照公司发行25.00亿元估算相关指标对发行后全部债务的保障倍数。2020年及2021年1—9月，公司所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额均对发行

后全部债务覆盖程度较好。

综上，考虑到公司作为国内综合性上市券商之一，股东背景很强，资本实力很强，融资渠道畅通，公司对本期债券偿还能力极强。

表 16 本期债券偿还能力测算 单位：亿元、倍

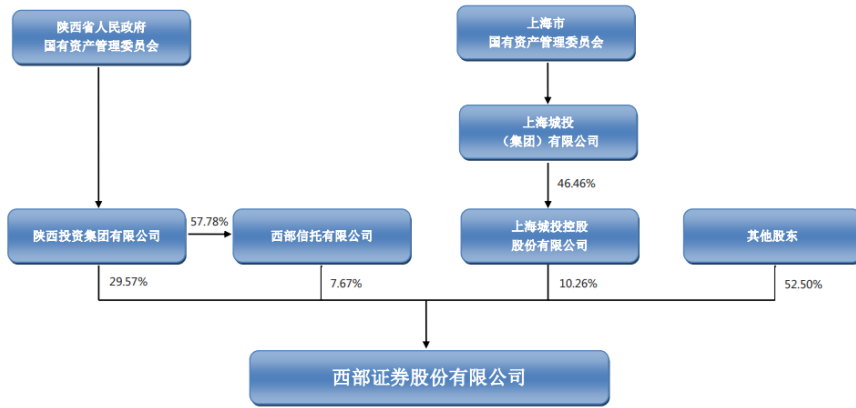
项目	2020年		2021年1—9月	
	发行前	发行后	发行前	发行后
全部债务	217.23	242.23	288.93	313.93
所有者权益/全部债务	1.20	1.08	0.93	0.85
营业收入/全部债务	0.24	0.21	0.17	0.15
经营活动现金流入额/全部债务	0.36	0.33	0.21	0.19

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

## 十一、结论

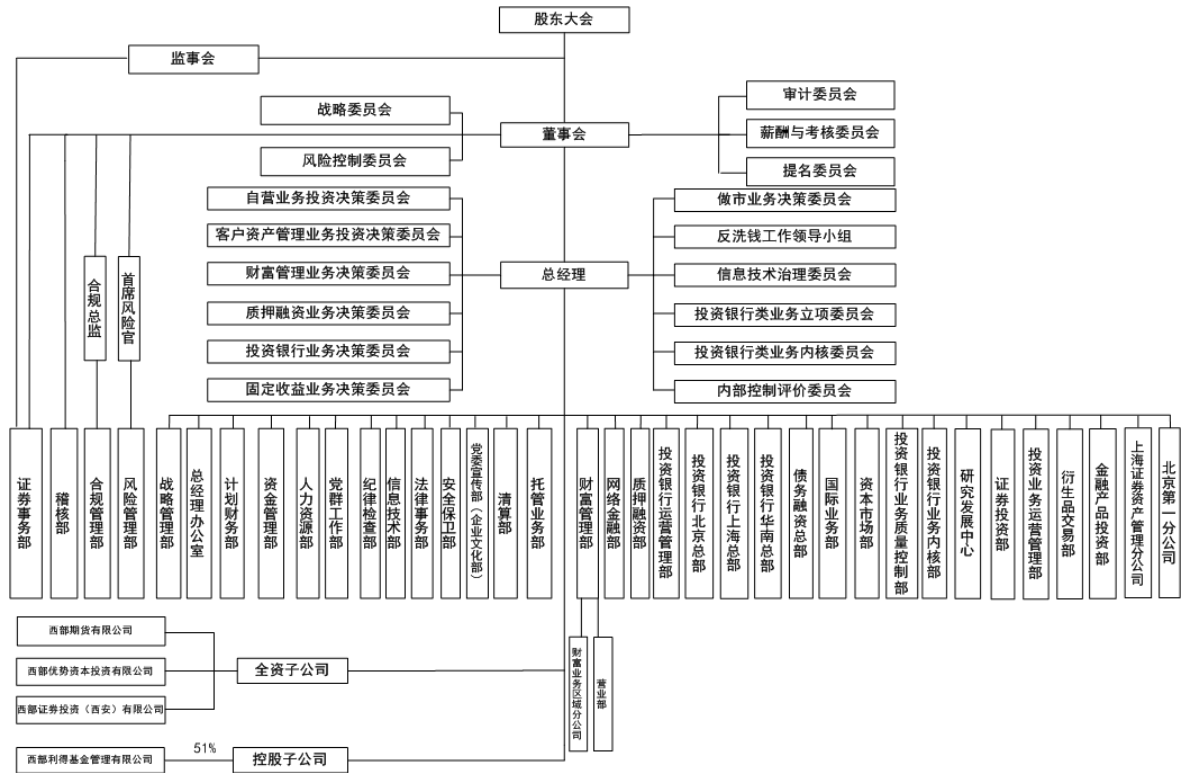
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期公司债券品种一及品种二信用等级均为 AAA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 截至 2021 年 9 月末西部证券股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月末西部证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年末公司主要控股子公司情况

名称	成立时间	注册资本（亿元）	持股比例（%）	总资产（亿元）	净资产（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
西部期货有限公司	1993/3/29	5.00	100.00	32.58	5.32	14.42	0.29
西部优势资本投资有限公司	2014/5/26	5.00	100.00	3.84	2.89	-0.61	-0.57
西部证券投资（西安）有限公司	2019/9/17	10.00	100.00	4.32	4.24	0.34	0.23
西部利得基金管理有限公司	2010/7/20	3.50	51.00	3.36	1.87	2.78	0.29

资料来源：公司年报，联合资信整理



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
自有资产（亿元）	422.31	354.84	494.11	/
所有者权益（亿元）	174.30	177.37	261.08	305.41
自有负债（亿元）	248.01	177.47	233.03	/
自有资产负债率（%）	58.73	50.01	47.16	/
优质流动性资产/总资产（%）	22.24	30.13	37.70	53.29
营业收入（亿元）	22.37	36.81	51.84	47.93
利润总额（亿元）	2.45	7.47	15.08	13.39
营业利润率（%）	11.08	20.40	29.36	27.95
营业费用率（%）	65.65	47.13	40.09	33.53
薪酬收入比（%）	40.95	31.98	28.54	/
自有资产收益率（%）	0.51	1.59	2.67	/
净资产收益率（%）	1.15	3.50	5.16	3.79
净资本（亿元）	155.50	151.96	232.73	232.93
风险覆盖率（%）	300.48	317.03	443.14	380.12
资本杠杆率（%）	36.00	42.55	47.15	40.70
流动性覆盖率（%）	318.96	224.41	444.00	734.91
净稳定资金率（%）	178.63	178.34	290.22	191.15
信用业务杠杆率（%）	36.30	36.58	30.93	/
短期债务（亿元）	214.09	137.58	176.91	243.21
长期债务（亿元）	28.67	29.01	40.32	45.72
全部债务（亿元）	242.77	166.60	217.23	288.93

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+融入资金+交易性金融负债+卖出回购金融资产+其他负债科目中的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信金融机构、非金融企业主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

### 附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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



## 联合资信评估股份有限公司关于 西部证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，对于期限在一年期以上的债券，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年西部证券股份有限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。

西部证券股份有限公司应按联合资信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。西部证券股份有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对西部证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，西部证券股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注西部证券股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债项相关信息，如发现西部证券股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对西部证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如西部证券股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对西部证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（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西部证券股份有限公司、监管部门等。