



信用等级通知书

信评委函字[2017]G027-X2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2017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
信用评级委员会
二零一七年三月十日

山西证券股份有限公司 2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）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
申请规模	不超过30亿元
债券期限	不超过5年期（含5年）
债券利率	本期债券为固定利率债券
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息

概况数据

山西证券	2013	2014	2015	2016.Q3
资产总额(亿元)	165.00	274.97	481.81	461.14
所有者权益(亿元)	73.26	78.79	132.21	127.43
净资本(亿元)	69.43	73.43	99.45	77.71
营业收入(亿元)	13.21	19.59	38.39	15.91
净利润(亿元)	2.49	5.86	14.57	3.57
EBITDA(亿元)	5.14	11.36	31.65	-
资产负债率(%)	20.90	49.06	59.16	62.79
摊薄的净资产收益率(%)	4.11	7.54	10.68	3.51
净资本/净资产(%)	57.32	55.41	80.02	65.14
EBITDA利息倍数(X)	6.11	4.50	2.86	-
总债务/EBITDA(X)	1.92	3.32	3.32	-
净资本/各项风险资本准备之和(%)	505.32	346.56	1,131.23	550.11
净资本/负债(%)	215.10	62.99	65.96	37.90
净资产/负债(%)	375.26	113.66	82.44	58.19
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	66.77	52.87	44.92	40.49
自营固定收益类证券/净资本(%)	32.29	23.37	1.60	128.57

注：1、风险监管指标（净资本、净资本/净资产、净资本/各项风险资本准备之和、净资本/负债、净资产/负债、自营权益类证券及证券衍生品/净资本、自营固定收益类证券/净资本）和摊薄的净资产收益率为母公司口径；

- 2、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款；
3、2016年前三季度摊薄的净资产收益经年化处理。

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2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为AA⁺，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

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⁺，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。中诚信证评肯定了较强的股东背景、区域竞争优势、投资银行业务具有良好的竞争力等正面因素对公司业务发展及信用质量的支撑。同时，我们也关注到行业竞争日趋激烈、宏观经济下行压力较大，市场信心不足、未来的业务开展对公司风险控制能力提出较大考验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”）由山西金控由山西省财政厅100%控股，能在业务、财务等多方面给予有力支持。
- 区域竞争优势。作为山西省内唯一一家综合类上市证券公司，公司证券营业部主要分布于山西省内，对当地市场较为熟悉。通过多年的经营积累，公司与区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。
- 投资银行业务具有良好的竞争力。公司投资银行业务由子公司中德证券开展，借鉴国际成熟的业务和产品创新成果，有效提升了业务经营管理水平和专业服务能力，2016年上半年中德证券股权类产品业务在全市场股权承销金额及定向增发承销金额的排名中均位列第二，在合资券商中位列第一。

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

袁龙平 lyuan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年3月10日

关 注

- 行业竞争日趋激烈。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、保险公司等金融机构的激烈竞争。
- 宏观经济下行压力较大，市场信心不足。目前我国宏观经济增速放缓，继而传递至证券市场，2015年我国股票市场遭遇了巨幅震荡，导致市场信心不足，证券公司经纪业务影响较大，上半年度和下半年度收益分化明显。此外市场的剧烈波动对证券公司自营业务亦产生较大影响，2016年证券公司收入增长将承压。
- 未来的业务开展对公司风险控制能力提出较大考验。随着证券行业多项政策的逐步放开，大量创新业务陆续推出，公司面临传统业务转型和创新业务的发展机会，但同时也对公司的风险控制能力提出了新的挑战。

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、除因本期评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，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和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评级对象提供，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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

公司概况

山西证券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 2016 年 9 月 30 日，公司总股本为 282,872.52 万股，前三大股东为山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“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 30.42%、9.99% 和 8.27%。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 2016 年 9 月末，公司在全国已设立 92 家证券营业部，其中 60 家营业网点分布在山西省内，32 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”）和龙华启富投资有限责任公司（以下简称“龙华启富”），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 2015 年 12 月 31 日，公司总资产 481.81 亿元，所有者权益 132.21 亿元；资产负债率为 59.16%。2015 年，公司实现营业收入 38.39 亿元，净利润 14.81 亿元，经营活动产生的现金流量净额

36.21 亿元。

截至 2016 年 9 月 30 日，公司总资产 461.14 亿元，所有者权益 127.43 亿元；资产负债率为 62.79%。2016 年前三季度，公司实现营业收入 15.91 亿元，净利润 3.57 亿元，经营活动产生的现金流量净额 -28.01 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	山西证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行总额	不超过 30 亿元
债券期限	不超过 5 年期（含 5 年）
票面利率	本期债券为固定利率债券
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息
募集资金用途	用于补充流动资金和调整债务结构

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。近年来在外围欧债危机、国内通胀高企和再融资等因素的影响下，上证综指震荡下跌至 2013 年 6 月的 1,849.65 点，为近 4 年来的最低点。2013 年是中国经济深化改革转型升级不断深入的一年，当年全国 GDP 达到 568,845 亿元，同比增长 7.7%。受到国内经济结构调整，境外经济局势低迷的影响，A 股市场波动较大，而且表现继续分化，2013 年末上证综指报收 2,115.98 点，同比下跌 6.75%。2014 年，股票指数和两市成交量均大幅增长，其中上证综合指数收于年内新高 3,234.68 点，较 2013 年末上涨 52.87%，深圳成份指数收于年内新高 11,014.62 点，较 2013 年末上涨 35.62%。

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。

截至 2015 年 11 月 16 日，上证综指上升至 3,606.96 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，以 2016 年上半年 A 股表现来看，各大指数整体均表现为下跌，跌幅从大到小依次为：创业板指跌 17.92%、中小板指跌 17.88%、沪指跌 17.22%、深成指跌 17.17%、沪深 300 指数跌 15.47%。截至 2016 年 12 月 2 日，上证综指为 3,270.24 点，持续处于 3,000 点左右震荡行情。中诚信证评认为，未来在经济转型升级不断加快以及城镇化建设不断深入，外围经济企稳回升等因素的带动下，国内经济有望平稳发展，从而推动证券市场的景气度向上提升。

图 1: 2012~2016.12.2 上证综合指数变化趋势图



资料来源：东方财富网数据，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 12 月末，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，2015 年全年成交总额为 255.05 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走向深入。

表 2: 2013~2015 年股票市场主要指标

指标	2013	2014	2015
上市公司总数（家）	2,489	2,613	2,827
总市值（万亿元）	23.10	37.25	53.13
总成交额（万亿元）	46.87	74.39	255.05

资料来源：中国证监会，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。2012 年下半年，政府密集批复基础设施项目，A 股成交量也随之逐步回升，全年成交量约为 32,881.06 亿股。2013 年以来，受经济增长放缓等因素影响，我国股票指数总体下行，成交量有所增加，2013 年全年 A 股成交量为 46.87 万亿元，同比增长 48.94%。2014 年两市成交总额为 74.39 万亿元，同比增长 58.72%。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%。从 2016 年表现来看，截至 7 月 15 日，两市成交额为 68.50 万亿元，较上年同期显著下滑。

总体来看，2015 年下半年以来，我国股票市场出现多次巨幅震荡，导致股票自营业务风险加大；另外，投资者信心不足亦导致股票市场交易量下滑，对经纪业务产生不利影响。

行业概况

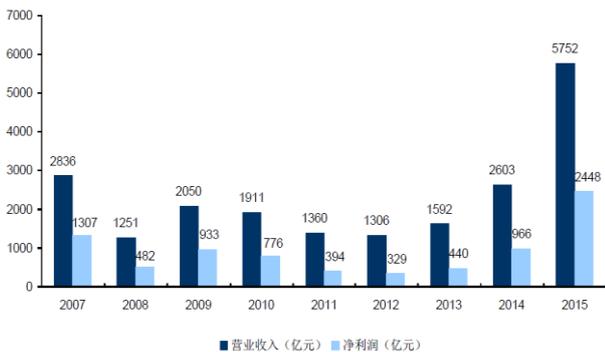
从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，将证券公司分为 A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起，证监会每年对证券公司进行分类评价，以确定其风险管理能力和合规管理水平。据 2015 年 7 月证监会披露的分类结果显示，在全行业 119 家证券公司中，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。中诚信证评认为，证券公司分类评价是监管从严的体现，并有望促进证券市场健康稳定发展。

业务结构方面，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务和资产管理业务四大业务板块。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市场景气度息息相关。随着市场景气度的提升，2013~2015 年，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。

图 2：2007~2015 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

经纪业务

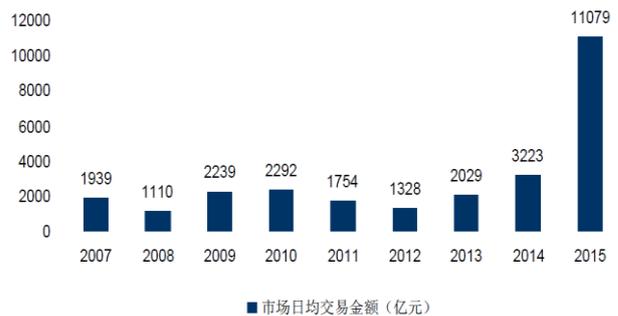
经纪业务作为证券公司的传统业务，一直以来，在证券公司收入中的占比很高。随着 2008 年 5 月券商新设营业部重新开闸，营业部网点扩展限制的放开，证券公司争相新设营业部并升级服务部，抢占经纪业务市场份额。2013 年证券公司申请新设营业部数量达 1,200 余家，其中上市证券公司获批新设营业部数量达 471 家。2014 年，证券公司营业部数量达到 7,199 家，较 2013 年增长 1,414 家，其新增营业部多为轻型营业部。2015 年，证券公司营业部数量达到 7,442 家。

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。据统计，2012 年行业平均佣金率继续下滑至 0.078%。2013 年 3 月 25 日，中国证券登记结算有限责任公司发布了《证券账户非现场开户实施暂行办法》，从公布日起，投资者就可选择非现场方式申请开立证券账户。2014 年佣金率降为 0.0707%，降了接近万分之一。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%。

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。

图 3：2007 年以来市场日均成交额情况



资料来源：聚源数据，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。随着未来证券市场景气度的提升，股市成交额与换手率有望提高，券商经纪业务亦将有所增长。

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。但随着证券场景气度的降低以及估值水平的下滑，国内企业IPO数量及融资金额均大幅下滑，券商投行业务规模亦明显缩水，自2012年10月以来，国内证券市场经历了A股历史上时间最长的IPO寒冬。直至2013年12月30日，纽威阀门等5家公司获得新股发行批文后，IPO市场开始升温好转。2014年，在新股发行重启及市场回暖的利好因素带动下，A股市场一共发行了453个股权融资项目，同比增加96.10%；融资金额为5,206.24亿元，比2013年大幅增长60.79%。2015年，IPO因受二级市场异常波动影响而暂停近4个月，但总体而言，A股一级市场扩容较快。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%。中诚信证评认为，未来证券公司承销业务收入来源将得到有力补充，有利于其投行业务运营的稳定。

图 4：2007 年以来 IPO 募集资金情况



资料来源：聚源数据，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24.3万亿，同比增长近一倍。二者的大幅增长为券商贡献了394亿的承销保荐收入，增长了64%。

图 5：2007 年以来债券融资规模



资料来源：聚源数据，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。

自营业务

作为证券公司的传统业务之一，近年来，我国证券公司自营规模持续增长，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，近期随着证券场景气度的提升，证券公司自营业务收入规模显著提升。在自营和投行业绩驱动下，2015年12月24家上市券商实现营业收入371.36亿元，环比增长49.95%，净利润126.56亿元，环比大增22.97%，净资产8,938.49亿元，环比增长1.68%。

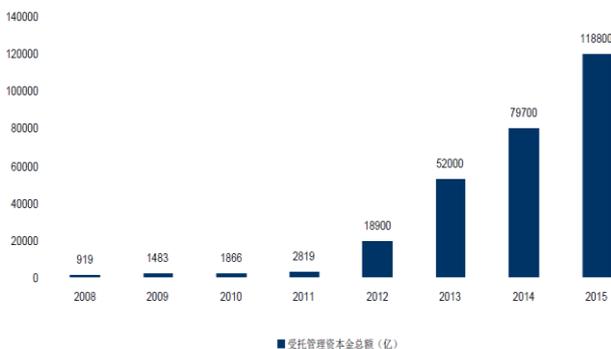
为进一步扩大证券公司证券自营业务的投资品种范围，2012年11月，证监会公布《关于修改〈关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定〉的决定》，规定券商自营业务投资范围扩大至全国中小企业股份转让系统挂牌转让的证券、在境内银行间市场交易的证券（由部分扩大到全部）。此外，新三板、区域性股权交易市场挂牌转让的股票等产品纳入券商自营业务投资范围。中诚信证评认为，随着自营投资范围的扩大，可应用金融工具的增多以及对资产配置的有效把控，券商自营业务的良好表现有望得到延续，但同时也对券商风险管控能力提出了更高的要求。

资产管理和创新业务

在完成综合治理后，证券公司的资产管理业务在产品的设计、投资策略与操作、营销服务等方面实现了全面转型。目前，证券公司资产管理业务已形成了涵盖集合理财、专项理财、定向理财等产品的多元化产品线。

集合理财产品的发行始于 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 年以后券商集合理财产品规模逐年上升。受益于政府对券商资产管理政策的松绑，截至 2013 年 12 月 31 日，115 家证券公司受托管理资金本金总额为 5.2 万亿元，比 2012 年末的 1.89 万亿元增长了 1.75 倍。2014 年，证券公司托管证券市值 24.86 万亿元，受托管理资金本金总额 7.97 万亿元。2015 年券商受托管理资金本金总额为 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。

图 6：2007 年以来受托管理资本规模



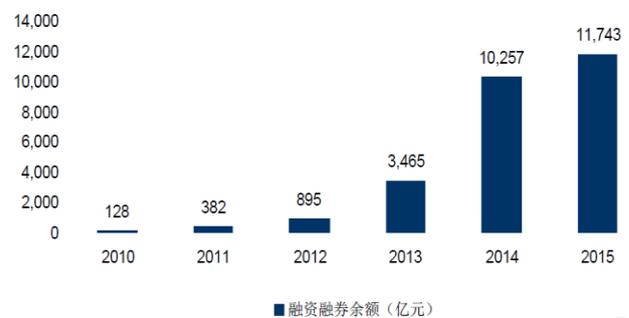
资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

直投业务方面，为鼓励证券公司开展创新业务，增强综合业务优势，证监会在 2007 年开放券商直投试点，并于 2011 年 7 月颁布《证券公司直接投资业务管理指引》，首次提出“设立直投资基金，筹集并管理客户资金进行股权投资”。这有助于券商通过借助外部资金成立直投资基金的形式进行直接投资，从而降低对自有资金的约束。另外，2012 年 11 月 2 日，中国证券业协会发布《证券公司直接投资业务规范》，明确了直投资基金备案、直投业务规则、内部控制、直投从业人员、自律管理等相关规定，券商直

接投资范围扩大到债权投资和其他投资基金，盈利空间有望增大。

融资融券业务于 2010 年正式推出，近两年发展迅速。据中国证券金融股份有限公司（以下简称“证金公司”）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，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%。

图 7：近年来证券行业融资融券额



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

证券行业关注

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¹券商获得参与短融、中票等非金融企业债务融资工具

¹ 其中光大证券自 2013 年 8 月 20 日起非金融企业债务融资工具主承销业务资格被暂停，2014 年 2 月 11 日恢复该资格。

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%。同时，证券公司子公司申请扩大业务范围的经营年限从5年缩短至2年。这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。

行业创新加快，创新业务有望快速发展

经历了长期的综合治理，证券公司进入常规经营，监管机构也陆续批准了一批优质券商开展各种创新业务，直投、融资融券和股指期货等创新业务已进入正常运营。2012年5月以来监管部门进一步明确了证券业下一步发展的“路径图”，并计划从11个方面出台措施支持行业创新，包括提高证券公司

理财类产品创新能力、加快新业务新产品创新进程、放宽业务范围和投资方式限制、扩大证券公司代销金融产品范围、支持跨境业务发展、推动营业部组织创新、鼓励证券公司发行上市和并购重组、鼓励证券公司积极参与场外市场建设和中小微企业私募债券试点、改革证券公司风控指标体系、探索长效激励机制以及积极改善证券公司改革开放和创新发展的社会环境等。

自证券业发展“路径图”明确后，相关具体政策措施正逐步推出，政策内容包括降低券商自营、资产管理、经纪业务风险资本准备计算比例，降低QFII资格要求，扩大券商自营业务范围等等，其余有关政策将会陆续出台。中诚信证评认为，当前我国证券业为市场提供的金融产品、交易工具、中介服务均相对较少，为使证券行业更好地为国民经济服务，监管层大力推动行业创新，促进创新业务发展。未来，随着行业创新的逐渐深入，创新业务将为券商带来新的收入增长点，并平滑经济周期的影响，但同时也对券商风险控制能力提出更高的要求。

表 3：近年来证券业主要行业政策

时间	文件	说明
2012年4月	《关于修改〈关于证券公司风险资本准备计算标准的规定〉的决定》	降低券商自营、资产管理、经纪业务风险资本准备计算比例，打开证券公司创新空间
2012年7月	《关于实施〈合格境外机构投资者境内证券投资管理办法〉有关问题的规定》	降低QFII资格要求，允许QFII为自有资金或管理的客户资金分别开立证券账户，QFII可选择多个交易券商；扩大投资范围，放宽持股比例限制
2012年8月	《转融通业务规则（试行）》	转融通业务试点正式开启
2012年10月	《关于修改〈证券公司设立子公司试行规定〉的决定》	符合要求的证券公司子公司，可以申请扩大业务范围
2012年11月	《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》	明确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）、新三板和区域性股权交易市场挂牌转让的股票等产品
2012年11月	《关于证券公司类会员参与非金融企业债务融资工具主承销业务市场评价结果的公告》	新增国泰君安、招商证券、光大证券等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
2013年2月	《证券公司资产证券化业务管理规定（征求意见稿）》	列明证券化的基础资产具体形态、降低了证券公司从事资产证券化业务的准入门槛、提高资产证券化设立与审核效率、提升流动性
2013年3月	《证券公司债务融资工具管理暂行规定（征求意见稿）》	对现有证券公司债券、次级债有关规定细化，并允许证券公司发行受益凭证进行融资
2013年11月	《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》	推进新股发行机制向注册制转变、强化发行人及其控股股东等责任主体的诚信义务、进一步提高新股定价的市场化程度等
2014年5月	《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》及《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》	适当放宽财务准入指标，取消持续增长要求；简化其他发行条件，强化信息披露约束；全面落实保护中小投资者合法权益和新股发行体制改革意见的要求
2014年6月	《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》	对境内证券公司开展沪港通业务提出原则性要求，明确了沪港通的业务范围、外资持股比例、清算交收方式、交收货币等相关事项，对投资者保护、监督管理、资料保存等内容提出了相关要求。

2014年11月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》	明确监管法规,统一以资产支持专项计划作为特殊目的载体开展资产证券化业务;将资产证券化业务管理人范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司;取消事前行政审批,实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理;强化重点环节监管,制定信息披露、尽职调查配套规则,强化对基础资产的真实性的要求,以加强投资者保护。
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。

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

作为山西省内唯一一家综合类上市证券公司,经过二十多年的发展,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2016年9月末,公司在全国已设立92家证券营业部,其中60家营业网点分布在山西省内,32家营业网点分布在省外。在北京、上海和深圳等一线地区,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。

投资银行业务有较强的竞争优势

公司投资银行业务自起步后增长迅速,特别是控股子公司中德证券成立后,通过融合国际先

进的投资银行经营和管理理念、技术手段、内控和风险管理体系,充分借鉴国际成熟的业务和产品创新成果,有效提升了业务经营管理水平和专业服务能力,极大增强了投资银行业务的核心竞争力和持续发展能力。2016年上半年中德证券股权类产品业务在全市场股权承销金额及定向增发承销金额的排名中均位列第二,在合资券商中位列第一。根据中国证券业协会公布的2013~2015年证券公司经营业绩排名,公司投资银行业务净收入分别为22,828万元、29,838万元及62,538万元,行业排名分别为24位、29位及20位。

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20多年的发展,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。2015年公司营业收入和净利润在市场排名分别为第53位和第47位,近两年排名稳定;总资产和净资产在市场排名分别为第39位和第29位,较上一年分别提升6位和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。

自2014年证券市场回暖以来,公司营业收入呈快速增长态势,2013~2015年分别实现营业收入13.16亿元、19.59亿元、38.38亿元,年均复合增长率为70.80%。2015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

纪业务分别实现营业收入 20.29 亿元、8.17 亿元、3.06 亿元、8.10 亿元和 2.26 亿元，占当年营业收入的比例分别为 52.87%、21.29%、7.98%、21.11% 和 5.90%。

2015 年，得益于上半年度市场交易行情的提振，公司证券经纪业务收入规模显著提升，全年实现收入 20.29 亿元，占比 52.87%；当年证券自营业务实现收入 8.17 亿元，占比 21.29%；资产管理业务持续稳步增长，实现收入 3.06 亿元，占比 7.98%，较上一年上升 3.21 个百分点；投资银行业务亦有所

增长，实现收入为 8.10 亿元，占比 21.11%，较上一年上升 3.38 个百分点；相对于其他业务板块，期货经纪业务略有下浮，实现收入 2.26 亿元，占比 5.90%，较上一年下降 5.7 个百分点。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 15.91 亿元，其中证券经纪业务、证券自营业务、资产管理业务、投资银行业务、期货经纪业务收入分别为 5.24 亿元、1.95 亿元、1.56 亿元、4.90 亿元和 2.93 亿元，占比分别为 32.93%、12.25%、9.81%、30.80% 和 18.43%。

表 4：2013 年~2016.Q1 公司营业收入构成

单位：万元、%

营业收入	2013		2014		2015		2016.Q1	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	69,720.24	52.98	108,704.80	55.48	202,923.85	52.87	52,386.79	32.93
证券自营业务	20,652.16	15.69	38,348.46	19.57	81,727.61	21.29	19,484.04	12.25
资产管理业务	778.7	0.59	9,352.65	4.77	30,629.47	7.98	15,605.90	9.81
投资银行业务	26,573.95	20.19	34,734.87	17.73	81,033.46	21.11	49,000.39	30.80
期货经纪业务	12,205.77	9.27	22,723.31	11.60	22,635.40	5.90	29,327.27	18.43
其他	1,671.69	1.27	-17,945.24	-9.16	-35,099.76	-9.14	-6,695.49	-4.21
合计	131,602.51	100.00	195,918.85	100.00	383,850.03	100.00	159,108.91	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经纪业务

证券经纪业务收入目前是公司最主要的收入来源，随着证券市场的快速发展，近年来公司证券经纪业务收入逐年提升，2013~2015 年分别实现收入 6.97 亿元、10.87 亿元和 20.29 亿元，占营业收入比重分别为 52.98%、55.48% 和 52.87%。2015 年，随着证券市场交易额的显著提升，公司证券经纪业务收入增幅较大，同比增长 86.66%。2015 年下半年以来，股票成交量大幅下降，公司证券经纪业务收入随之大幅下滑，2016 年前三季度收入为 5.24 亿元，占营业收入的比重为 32.93%。

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，受益于 2015 年上半年股市行情上涨，各条线业务均呈现较快增长。2015 年公司股票经纪业务交易额为 26,603.34 亿元，同比大幅增长 74.86%；基金业务交易额为 522.53 亿元，同比增长 56.78%；债券经纪业务交易额为 30.24 亿元，同比增长 12.80%。2016 年 1~9 月，公司代理股票、基金和债券总交易额为 9,254.21 亿元，股票、基金和债券经纪业务交易额分别为 9,054.20 亿元、197.27 亿元和 2.74 亿元，其市场份额分别为 0.47%、0.13% 和 0，各项经纪业务交易额受二级市场行情持续低迷影响，降幅较大。

表 5：2013 年~2016.Q3 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	2013		2014		2015		2016.Q3	
	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)	4,349.03	0.46	6,687.07	0.46	26,603.34	0.52	9,054.20	0.47
基金	92.10	0.31	225.82	0.24	522.53	0.17	197.27	0.13
债券	9.09	-	26.37	-	30.24	-	2.74	-
合计	4,450.18	-	6,939.26	-	27,156.11	-	9,254.21	-

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不断下滑。2015 年公司平均佣金率为 0.63%，2016 年 1~9 月，公司平均佣金率下降至 0.43%，未来公司佣金率下降压力仍然较大。

表 6：2013 年~2016.Q3 公司和行业平均佣金率情况

单位：%

项目	2013	2014	2015	2016.Q3
行业平均佣金率	0.79	0.67	0.50	-
公司平均佣金率	1.13	1.14	0.63	0.43

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

网点建设方面，截至 2016 年 9 月末，公司在全国共设立 92 家证券营业部，其中 60 家营业网点分布在山西省内，32 家营业网点分布在上海、北京、深圳、天津、重庆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，2015 年公司在山西省内的市场占有率为 37%，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二十多年，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

2015 年公司投资银行业务板块实现营业收入 8.10 亿元，占比 21.11%。2016 年 1~9 月，公司投资银行业务实现营业收入 4.90 亿元，占比为 30.80%。公司投资银行业务主要分为两个板块，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从事的新三板、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 2008 年 12 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、资产证券化等业务上取得了较大发展，股权产品业务在全市场股权承销金额及定向增发承销金额的排名靠前，对公司合并口径投资银行业务的业绩贡献度较大。

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 2016 年 9 月末，公司投行业务板块共有从业人员 175 名，其中保荐代表人 48 位。业务执行方面，中德证券按照行业成立了房地产、石油化工、金融机构、基础建设、消费与零售、电信及设备等业务小组，并以小组为单位对各个行业进行深度覆盖，对各行业的相关政策及最新发展趋势进行跟踪，为客户提供专业服务。

2015 年，公司累计主承销股票、债券及财务顾问业务项目共 92 个。得益于 2014 年 IPO 的重启，2015 年公司总计完成 14 个主承销项目，较 2014 年增加 7 个，主承销金额为 275.19 亿元。2015 年随着公司债的新政出台，债券市场发行规模呈现爆发式增长，当期完成 30 个债券主承销项目，较 2014 年增加了 11 个，承销金额为 301.69 亿元。2015 年中德证券加大收购兼并和重大资产重组等业务的拓展力度，快速提升业务水平，当期公司完成财务顾问业务 48 家，较 2014 年增加 23 家，实现收入 0.69 亿元。

表 7：2013 年~2016.Q3 公司投资银行业务情况

单位：次、个、亿元

	2013	2014	2015	2016.Q3
股票承销及保荐业务				
主承销家数	4	7	14	12
主承销金额	38.68	82.22	275.19	626.92
债券承销业务				
承销家数	9	19	30	28
承销金额	141.30	177.26	301.69	222.87
财务顾问业务				
项目家数	32	25	48	22
业务收入	0.14	0.15	0.69	0.22

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越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，中德证券业务人员的操作风险引发关注，同时，中诚信证评也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，提升了公司该业务的影响力。截至2016年9月末，公司共累计担任了72家新三板挂牌公司的主办券商，为94家挂牌公司提供做市服务，服务总成交金额达1.95亿元。

总体来看，公司依托子公司中德证券发展投资银行业务，凭借其专业服务能力、管理能力在行业中具有较强的竞争优势。近年来，公司加速推进新三板业务，也将带来更多的业务机会。

自营业务

证券自营业务主要运用自有资金，从事证券投资、未上市股权、债权、收益权投资等投资活动，并持有相关金融资产。目前公司自营业务部主要涉及股票一级市场、二级市场、非公开业务和固定收益业务等板块。2013年，为提升业务协同效率，把握市场投资机会，公司整合了投资管理总部和金融衍生产品部两个部门。2014年随着市场行情回暖，公司证券交易投资规模及收益较2013年大幅提升。2015年我国股票市场出现罕见巨幅波动，指数先扬后抑，上半年快速上涨，下半年出现断崖式下跌；

债券市场总体风险可控，但信用事件频发，局部流动性冲击不断，交易操作难度有所上升。此外，在市场大幅波动期间，公司响应监管层号召，在自营不减持，并择机增持的情况下，以定向增发二级市场套利业务为主要模式，加大资产配置力度。

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。受此影响，公司近年来证券自营业务收入的波动幅度亦较大，2013~2015年，公司分别实现证券自营业务收入2.07亿元、3.83亿元和8.17亿元，占营业收入比重分别为15.69%、19.57%和21.29%。2016年1~9月，受资本市场频繁波动影响，公司证券自营业务收入显著下降，为1.95亿元，占营业收入比重为12.25%。

从产品分布来看，2013~2015年末，公司自营权益类证券的规模分别为64.57亿元、42.06亿元和258.76亿元，占比分别为17.23%、18.23%和76.43%。2015年公司权益类证券的规模较大，主要系2015年股票市场呈现上升态势，公司加大了对权益类证券的投资规模。2013~2015年公司自营债券类证券的规模分别为10.89亿元、4.02亿元和9.84亿元，占比分别为2.91%、1.74%和2.91%。受2015年下半年以来股票市场波动影响，2016年1~9月，公司权益类投资规模下降至36.09亿元，占比仅为0.29%；同期由于固定收益证券投资风险较小，公司着重加大了固定收益投资业务，2016年1~9月，债券类证券规模达12,384.51亿元，占比高达97.95%，较前期大幅增长。

表 8：2013 年~2016.Q3 公司自营业务运营情况

单位：亿元

证券种类	2013		2014		2015		2016.Q3	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
股票	64.57	17.23%	42.06	18.23%	258.76	76.43%	36.09	0.29%
基金	36.04	9.62%	0.43	0.19%	24.64	7.28%	9.00	0.07%
债券	10.89	2.91%	4.02	1.74%	9.84	2.91%	12,384.51	97.95%
集合理财产品	4.87	1.30%	3.76	1.63%	7.84	2.32%	7.40	0.06%
同业存单	-	-	-	-	-	-	206.87	1.64%
衍生品	258.27	68.94%	180.51	78.22%	37.49	11.07%	0.22	0.002%
合计	374.64	100%	230.78	100%	338.57	100%	12,644.09	100%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体而言，公司自营业务能够把握住波段性机会，在证券市场行情波动的情况下，主要配置债券类投资资产，风险处于可控水平。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，公司证券自营业务对营业收入贡献的稳定性还需进一步提高。

资产管理业务

公司 2015 年之前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 年公司推出了公募基金管理业务。近年来，公司资产管理业务发展较快，呈现持续增长态势。2013~2015 年分别实现资产管理业务收入 0.08 亿元、0.94 亿元和 3.06 亿元，占比分别为 0.59%、4.77% 和 7.98%。2016 年 1~9 月收入为 1.56 亿元，占比为 9.81%。

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。

公司资产管理业务在 2015 年内确立了业务分部推进模式，股权质押融资、信证合作、银证合作、结构化产品、新三板投资、资产证券化、私募投顾产品等业务稳步推进。截至 2015 年末，资产管理业务规模为 166.50 亿元，产品数量为 71 个，净收入为 0.70 亿元，同比分别增长 605.51%、184.00%、402.31%。其中定向类产品管理业务规模 82.82 亿元，产品数量 15 个，净收入 0.02 亿元；集合类产品管理业务规模 55.58 亿元，产品数量 55 个，净收入 0.43 亿元；公募基金管理业务规模 28.10 亿元，产品数量 1 个，净收入 0.24 亿元。截至 2016 年 9 月末，资产管理业务规模为 183.31 亿元，产品数量为 51 个，净收入为 0.84 亿元。

整体而言，2015 年公司产品结构进一步丰富，资产管理业务规模大幅增加，但金融业资产管理业务的竞争仍不断加剧，受二级市场交易量、股指走势高度影响较大。对此，公司需不断探索创新业务和创新产品，实现产品的差异化和结构多样化。

表 9：2013 年~2016.Q3 末公司资产管理业务情况

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016.Q3		
	规模 (亿元)	净收入 (万元)	产品 数量	规模 (亿元)	净收入 (万元)	产品 数量	规模 (亿元)	净收入 (万元)	产品 数量	规模 (亿元)	净收入 (万元)	产品 数量
定向资产管理业务	1.01	124.97	3	7.88	123.59	5	82.82	232.89	15	118.13	205.67	15
集合资产管理业务	20.76	598.03	15	15.72	1,263.60	20	55.58	4,314.87	55	24.18	3,588.53	33
公募基金管理业务	-	-	-	-	-	-	28.10	2,418.78	1	41.00	4,628.20	3
合计	21.77	723.00	18	23.60	1,387.19	25	166.50	6,966.54	71	183.31	8,422.40	51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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，不含结构化主体合并影响

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 年受市场行情影响，公司融资融券业务快速发展，融资融券余额大幅增长。2013~2015 年，公司融资融券业务分别实现收入 0.64 亿元、2.17 亿元和 7.28 亿元，融资融券余额分别为 15.42 亿元、

51.91 亿元和 68.63 亿元。截至 2016 年 9 月末，公司共有 78 家营业部开展融资融券业务，信用资金账户开户数为 44,244 户，两融余额 47.27 亿元，实现收入 3.06 亿元，受二级市场行情影响，两融规模缩小。

表 10: 2013 年~2016.Q3 公司融资融券业务经营情况

单位: 亿元、个、户

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016.Q3
开户营业部数量	68	69	78	78
信用账户数量	20,583	38,710	44,117	44,244
融资融券余额	15.42	51.91	68.63	47.27
融资融券业务收入	0.64	2.17	7.28	3.06

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

注: 融资融券余额仅包括融资金额加融券余额, 不包含费用负债及其他负债

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。2013 年~2015 年及 2016 年 1~9 月, 公司股票质押式回购业务交易笔数分别为 25 笔、65 笔、1,953 笔和 55 笔, 分别实现股票质押式回购业务利息收入 0.02 亿元、0.38 亿元、1.57 亿元和 0.36 亿元。

表 11: 2013 年~2016.Q3 公司股票质押式回购业务情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016.Q3
股票质押式回购业务交易笔	25	65	1,953	55
股票质押式回购委托金额	4.32	15.45	32.72	19.21
股票质押式回购待回购金额 (亿元)	4.32	14.85	28.76	25.60
股票质押式回购利息收入	157.87	3,820.26	15,702.90	3,551.31

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

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。2013~2015 年及 2016 年 1~9 月公司约定购回式证券交易笔数分别为 136 笔、118 笔、77 笔和 39 笔, 分别实现约定购回业务利息收入 0.09 亿元、0.11 亿元、0.08 亿元和 0.04 亿元。

表 12: 2013 年~2016.Q3 公司约定购回式证券交易业务情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016.Q3
约定购回业务委托笔数	136	118	77	39
约定购回业务委托金额 (亿元)	2.40	1.60	1.01	0.67
约定购回业务待回购金额 (亿元)	1.30	1.05	0.59	0.59
约定购回业务利息收入 (万元)	887.54	1,054.13	776.28	417.12

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

注: 融资融券业务收入数据仅为利息收入

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。2013~2015 年及 2016 年 1~9 月, 公司转融通业务委托金额分别为 11.10 亿元、28.55 亿元、37.60 亿元和 45.00 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, 但业务品种的不断增长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期货有限公司开展, 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, 并获批在香港设立全资子公司, 拥有香港证监会颁发的期货合约交易牌照, 是香港交易所期货交易和结算会员。截至 2016 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 26 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。2015 年, 格林大华在期货公司分类评级中被评定为 A 类 A 级。

在业务方面, 格林大华通过调整经纪业务服务和盈利模式, 整合资源, 深耕传统经纪业务; 进一步推进资产管理业务, 发挥资产管理业务与经纪业务及其他创新业务协同效应。2013~2015 年度, 格林大华分别实现代理成交额 55,723.83 亿元、49,164.22 亿元、71,445.01 亿元; 同时分别实现业务手续费净收入 1.04 亿元、1.22 亿元、1.24 亿元。

表 13: 2013 年~2016.Q3 期货业务开展情况

期货经纪业务	2013 年	2014 年	2015 年	2016.Q3
手续费净收入 (亿元)	1.04	1.22	1.24	1.33
代理成交额 (亿元)	55,723.83	49,164.22	71,445.01	18,735.86
代理成交量 (万手)	4,160.66	5,044.84	5,356.71	4,326.88
客户资产余额 (亿元)	26.55	29.92	34.23	33.87
客户数量 (个)	34,738	38,431	43,223	46,133
日均客户资产规模 (亿元)	29.66	29.72	37.65	30.87

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体而言, 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, 进而全面提升公司创新业务市场份额、市场影响力和盈利能力。

直投业务

公司直投业务依托全资子公司龙华启富开展。龙华启富成立于 2011 年 7 月, 注册资本 4.80 亿元, 龙华启富下设龙华启富 (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。

龙华启富主要以增资扩股或者股权转让方式进行投资。龙华启富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。

截至 2015 年末, 龙华启富旗下子公司共募集成立四只基金, 基金总规模 1,398 亿元, 其中, 并购基金二期 0.59 亿元、新三板一期 0.39 亿元、新三板二期 0.31 亿元。2015 年下属各投资平台共新增投资项目 23 个, 投资总金额 3.52 亿元, 其中 VC 项目 16 个, 投资总额 1.51 亿元; 新三板项目 3 个, 投资总额 0.28 亿元; 并购项目 4 个, 投资总额 1.73 亿元。截至 2016 年 9 月末, 龙华启富累计完成 32 个股权投资项目及债转股项目, 投资总额 7.68 亿元。

总体而言, 龙华启富紧跟经济结构转型的发展趋势, 审慎把控投资风险, 但未来需要加强与母公司其他业务平台的资源整合和合作, 提高自身业务

能力。

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“董事会下设的风险控制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—首席风控官—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, 下设风险控制委员会和审计委员会。其中风险控制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。

公司专设首席风控官，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。首席风控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，主要包括风险控制部、计财财务部、合规管理部、稽核考核部及董事会办公室等相关部门。风险控制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；在首席风控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系统，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法务部合同审查、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工作流程，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财务预算方案、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、风险控制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 10 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。监事会设监事会主席 1 名、监事会副主席 1 名和 11 名监事，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》、《董事会风险控制委员会工作细则》、《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《风险管理办法》、《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

公司始终秉承“诚信为本、专业服务、以义制利”的经营理念，在发展中不断丰富公司专业化、规模化、品牌化、集团化和国际化的内涵，并树立了建设有特色、有品牌、有竞争力的国内一流券商的战略目标。在上述战略目标的指引下，近年来，公司在发展中加快推进转型创新步伐，稳步推进各项经营工作，业务布局和资格储备基本完备，创新转型取得了显著的成效。公司将继续坚持上述发展战略，抓住机遇，深化改革，稳中求进，紧跟证券行业发展方向，借势互联网金融，重点聚焦投资、资产管理和财务管理业务，全面提升公司盈利能力和可持续发展能力。

公司战略规划总体目标为：完善法人治理结构，健全内部控制机制；积极推动建立多渠道的净资本补充机制，增强公司净资本规模；在做大做强经纪业务的基础上，重点推进大投行业务和大资管业务发展，做精做强固定收益业务、投资管理业务和直接投资业务，积极发展创新业务，持续提升公司核心竞争能力，不断增强收入来源多元化战略，使公司各项业务指标达到国内中等规模以上证券公司水平。

围绕上述战略发展目标，公司业务发展主线是：以经纪业务为基础，大投行和大资管业务为重点，大力推进包括融资融券业务、固定收益业务、投资管理业务、研究咨询业务等多项业务的全面发展。

财务分析

以下分析主要基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年度审计报告、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 2014~2015 年度审计报告以及未经审计的 2016 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

受益于 2014 年以来股票市场回暖，公司整体业

务保持快速发展，资产规模呈快速增长态势。2013~2015 年末，公司总资产分别为 165.00 亿元、274.97 亿元和 481.81 亿元，剔除代理买卖证券款后，2013~2015 年末，公司资产总额分别为 92.62 亿元、154.67 亿元和 323.77 亿元。同时，得益于近年留存收益的积累，公司自有资本实力显著增强，所有者权益有所增加，截至 2013~2015 年末分别为 73.26 亿元、78.79 亿元和 132.21 亿元。截至 2016 年 9 月末，公司总资产为 461.14 亿元，所有者权益 127.43 亿元，总资产较年初下降的原因是当期偿还了次级债券。

从公司资产流动性来看，2014 年以来由于证券市场的景气度显著提升，公司的客户资金存款亦显著增加，同时其自有现金及现金等价物逐年上升。截至 2015 年末，公司自有货币资金及结算备付金余额为 270.11 亿元，较上年末增长 103.33%，资产流动性良好。从公司所持有金融资产的结构来看，自 2014 年证券市场开始上涨以来，公司增加了权益工具投资，加大债券、基金的投资力度，并根据市场情况适时调整权益类和债券、基金的投资比例，体现了公司较为稳健的投资策略。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，对银行理财产品、资产管理计划投资显著增长。2015 年，融出资金、可供出售金融资产、买入返售金融资产和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产分别为 68.48 亿元、52.70 亿元、35.96 亿元和 20.24 亿元，其中融出资金全部为对客户融资融券业务融出的资金，大部分账龄都在 3 个月内，流动性较好；可供出售金融资产以股票投资为主，无用于卖出回购交易的质押债券；买入返售金融资产主要为股票质押式回购，账龄在三个月（含）以内的占比为 46.52%，账龄在一年（含）以内的占比为 97.22%，其流动性尚可；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要为基金投资。

表 14: 2013~2015 年公司金融资产余额明细

单位: 亿元

科目	分类	2013	2014	2015
交易性金融资产	股票投资	-	1.94	5.72
	债券投资	-	-	0.01
	基金投资	-	0.08	11.98
	理财产品	-	0.93	0.01
	小计	-	2.94	17.75
可供出售金融资产	股票投资	3.14	4.75	16.69
	债券投资	15.99	9.51	1.59
	基金投资	0.02	2.06	2.05
	资产管理计划	0.21	1.84	2.22
	信托计划	4.82	6.82	8.71
	股权投资	-	1.11	4.88
	其他	-	-	1.80
小计	24.37	24.23	52.26	
买入返售金融资产	股票投资	1.96	14.16	23.88
	债券投资	0.93	12.09	3.91
	小计	28.89	18.07	35.96
合计	53.26	45.24	105.97	

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
数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 15: 2013~2016 年 9 月末公司各风险控制指标情况

指标名称	预警标准	监管标准	2013	2014	2015	2016.9
净资本 (亿元)	-	-	39.80	40.69	99.45	77.71
净资产 (亿元)	-	-	69.43	73.43	124.28	119.31
净资本/各项风险资本准备之和 (%)	>120	>100	505.32	346.56	1131.23	550.11
净资本/净资产 (%)	>48	>40	57.32	55.41	80.02	65.14
净资本/负债 (%)	>9.6	>8	215.10	62.99	65.96	37.90
净资产/负债 (%)	>24	>20	375.26	113.66	82.44	58.19
自营权益类证券及证券衍生品/净资本 (%)	<80	<100	66.77	52.87	44.92	40.49
自营固定收益类证券/净资本 (%)	<400	<500	32.29	23.37	1.60	128.57

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

近年来公司各项业务规模不断扩大, 持续盈利使得公司留存收益稳步增长, 公司保持较好资本充足水平。从公司负债水平来看, 2013~2015 年, 公司资产负债率分别为 20.90%、49.06% 和 59.16%, 截至 2016 年 9 月末, 公司资产负债率上升至 62.79%。负债水平持续提升, 主要原因系公司融资融券和自营业务迅速发展, 资金需求量增加所致。在自有资本不能满足业务发展的情况下, 公司主要通过转融通业务、卖出回购金融资产和发行公司债券等方式融入资金。

得益于留存收益的稳步增长, 公司近年来净资产 (母公司口径, 下同) 规模显著增长。截至 2013~2015 年末以及 2016 年 9 月末, 公司净资产分别为 69.43 亿元、73.43 亿元、124.28 亿元和 119.31 亿元, 净资本分别为 39.80 亿元、40.69 亿元、99.45 亿元和 77.71 亿元, 净资本/净资产比值分别为 57.32%、55.41%、80.02% 和 65.14%, 大幅高于 40% 的监管标准。

此外, 从公司各项风险控制指标看, 根据证监会 2008 年 6 月公布的《证券公司风险控制指标管理办法》, 公司以净资本为核心的各项风险指标均远高于证监会制定的监管标准, 进一步反映出公司较高的资产质量和安全性。

盈利能力

目前, 经纪业务收入仍然是公司收入的主要来源, 加之国内证券市场避险工具的运用渠道有限, 因此公司整体的盈利水平与证券市场的走势表现出较大的相关性。2014 年证券市场有所回暖, 2015 年上半年二级市场股票指数大幅上涨, 成交量保持高位运行, 公司收入实现较快增长。2013~2015 年, 公司分别实现营业收入 13.21 亿元、19.59 亿元和 38.39 亿元。2016 年前三季度证券市场低迷, 公司实现营业收入 15.91 亿元, 与上一年同期相比下降

44.21%，主要受 2015 年下半年股票指数大跌及后期证券市场持续低迷影响。

表 16：2013~2016 年 9 月公司营业收入情况

单位：亿元

	2013	2014	2015	2016.Q3
手续费及佣金净收入	8.34	11.74	26.08	10.32
其中：经纪业务手续费净收入	6.02	8.65	18.54	4.97
投资银行业务手续费净收入	2.28	2.98	7.08	4.57
资产管理业务手续费净收入	0.03	0.07	0.15	0.28
利息净收入	3.75	4.83	3.50	2.08
投资收益	1.12	2.81	6.53	2.65
公允价值变动收益	-0.05	0.11	0.80	-0.83
汇兑净损益	0.00	0.00	0.01	0.00
其他业务收入	0.05	0.10	1.46	1.69
营业收入合计	13.21	19.59	38.39	15.91

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。2013~2015 年公司分别实现手续费及佣金净收入 8.34 亿元、11.74 亿元和 26.08 亿元，在营业收入中的占比分别为 63.13%、59.93% 和 67.93%，2014 年收入增长主要系 A 股市场表现良好，经纪业务净收入增长所致；2015 年收入增长主要系证券市场回暖，股票交易量爆发导致当年股票及债券承销数量增加。受益于 2014 年下半年及 2015 年上半年二级市场交易活跃，公司经纪业务手续费净收入增长显著，2013~2015 年分别为 6.02 亿元、8.65 亿元和 18.54 亿元，其在手续及佣金净收入中的占比保持在 70% 以上。2016 年前三季度，受二级市场行情低迷及佣金率下降影响，公司实现经纪业务手续费净收入 4.97 亿元。

投资银行业务包括证券承销、财务顾问及全国中小企业股份转让业务等。近年来公司投资银行业务手续费净收入逐年增长，但该业务的开展受证券市场环境和监管政策影响较大。2013~2015 年，公司投资银行业务手续费净收入分别为 2.28 亿元、2.98 亿元和 7.08 亿元。2016 年前三季度，公司投资银行业务保持较好发展态势，当期实现手续费净收入 4.57 亿元。

资产管理业务方面，公司受托资产管理业务收入主要包括集合资产管理和定向资产管理产品。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。2013~2015 年，公司资产管理业务手续费净收入分别为 0.03 亿元、0.07 亿元和 0.15 亿元，整体收入贡献有限。2016 年 1~9 月，公司资产管理业务实现手续费净收入 0.28 亿元。

利息净收入方面，受益于 2014 年及 2015 年上半年证券市场行情回暖、上升及两融业务的爆发式增长，公司融资融券和存放金融同业的利息收入大幅增加。2013~2015 年公司分别实现利息净收入 3.75 亿元、4.83 亿元和 3.50 亿元，2014 年利息收入增加主要系当年 A 股市场交易量活跃所致，2015 年利息收入减少主要系公司转融通业务、债券收益权业务、债券发行规模等扩大，利息支出增多所致。2016 年前三季度，公司实现利息净收入 2.08 亿元，与上年同期相比下降 28.25%，主要系当期融资融券业务规模减小，导致利息收入下降。

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，近年来公司收入规模快速增长，受益于公司较好的成本控制能力以及规模效应，公司业务及管理费率逐年下降。2013~2015 年公司业务及管理费用率分别为 68.23%、53.56% 和 38.11%，与国内主要证券公司相比，公司成本控制能力较好。

2014 年和 2015 年营业收入大幅增长，公司净利润亦逐年增长。2013~2015 年公司分别实现净利润 2.49 亿元、5.86 亿元和 14.57 亿元。2016 年前三季度，公司实现净利润 3.57 亿元，与上年同期相比下降 71.91%，主要受证券市场震荡调整影响，公司业绩较上年同期大幅下降。

总体来看，近年来公司积极把握市场机会，加快推进传统业务转型和创新业务的发展，公司证券经纪、信用业务以及资本中介等主要业务均实现较快增长。但目前公司收入和利润很大程度上依赖于传统的经纪业务，公司的盈利水平和盈利能力受市场景气度影响较大。未来公司是否能通过开展创新业务提高其盈利水平，中诚信证评将持续关注。

偿债能力

随着业务规模的增长，公司对外融资需求增

加，通过发行公司债、次级债等方式融资，债务总量增长较快，2013~2015 年末，公司总债务分别为 9.85 亿元、37.74 亿元和 104.98 亿元。截至 2016 年 9 月末，公司总债务为 69.35 亿元，债务的下降原因是当期偿还了次级债券。

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，导致公司经营性净现金流随之波动，2013~2015 年，公司经营活动净现金流分别为-15.52 亿元、22.53 亿元和 36.21 亿元。其中 2014 年及 2015 年受股票市场行情上涨影响，公司经纪业务客户保证金净流入大幅增加，且同期收取利息、手续费及佣金的现金增加，导致公司经营活动现金流入大幅增长。

从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，近年来公司债务规模不断上升，得益于良好的经营业绩，公司 EBITDA 获利能力亦大幅增强，2013~2015 年公司 EBITDA 分别为 5.14 亿元、11.36 亿元和 31.65 亿元。2013~2015 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 6.11 倍、4.50 倍和 2.86 倍，持续下降的原因系公司债券规模增长较快，利息支出增多所致。同期，公司总债务/EBITDA 分别为 1.92 倍、3.32 倍和 3.32 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度尚可。

表 17: 2013~2016 年 9 月公司偿债能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.9
总债务 (亿元)	9.85	37.74	104.98	69.35
资产负债率 (%)	20.90	49.06	59.16	62.79
净资产负债率 (%)	26.43	96.32	144.88	167.19
经营活动净现金流 (亿元)	-15.52	22.53	36.21	-28.01
EBITDA (亿元)	5.14	11.36	31.65	-
EBITDA 利息倍数 (X)	6.11	4.50	2.86	-
总债务/EBITDA (X)	1.92	3.32	3.32	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2016 年 9 月末，公司无对外担保。重大诉讼、仲裁事项方面，截至 2016 年 9 月末，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

市分行漪汾街分理处的 8,000 万元人民币存款转移，目前该案尚未审结，中诚信证评将持续关注。

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 2016 年 9 月 30 日，公司获得银行的授信额度合计为 166.55 亿元，其中未使用额度为 166.55 亿元，备用流动性充足。

总体来看，尽管 2015 年以来公司债务规模增长较快，债务压力有所上升，但近年来公司自有资本实力亦显著增强，整体资产质量较好，资产安全性较高。公司多元化经营积极开展，成本管理较好，盈利能力较强，整体经营效率较高。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 2017 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 2017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

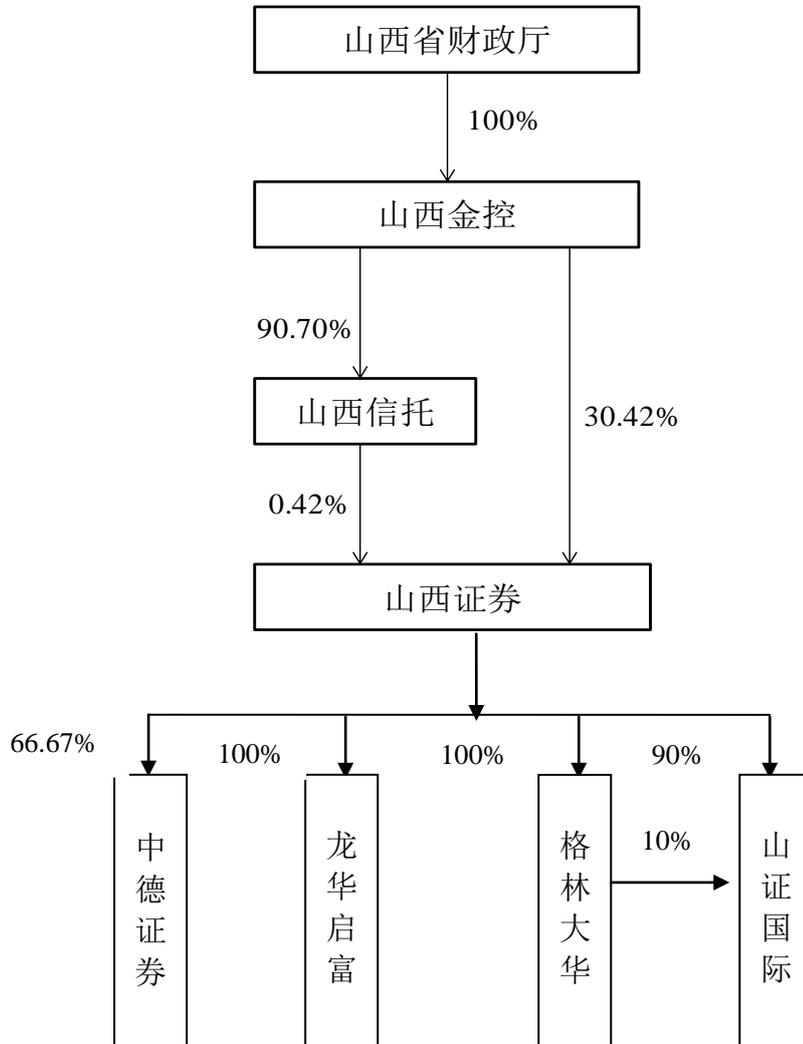
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本期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。

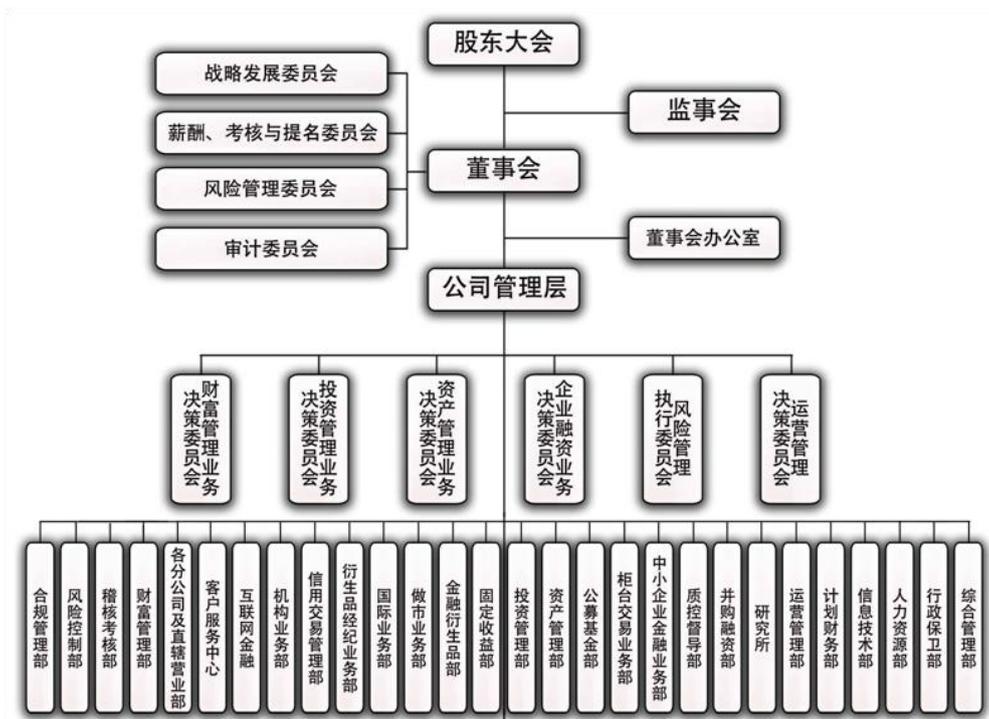
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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 2016 年 9 月 30 日）



附二：山西证券股份有限公司组织结构图（截至 2016 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）	2013	2014	2015	2016.9
自有资金及现金等价物	75.21	132.84	270.11	195.74
交易性金融资产	2.46	3.13	20.24	98.76
可供出售金融资产	23.27	24.67	52.70	41.24
衍生金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	20.01	0.00	0.00	0.00
固定资产	3.97	3.53	3.40	3.27
总资产	165.00	274.97	481.81	461.14
代理买卖证券款	72.38	120.30	158.04	118.66
总债务	9.85	37.74	104.98	69.35
所有者权益	73.26	78.79	132.21	127.43
净资本	69.43	73.43	99.45	77.71
营业收入	13.21	19.59	38.39	15.91
手续费及佣金净收入	8.34	11.74	25.84	10.32
证券承销业务净收入	8.77	6.85	8.92	4.57
资产管理业务净收入	0.03	0.07	0.15	0.28
利息净收入	3.75	4.83	3.50	2.08
投资收益	1.12	2.81	6.53	2.65
公允价值变动收益（亏损）	-0.05	0.11	0.80	-0.83
业务及管理费用	9.01	10.49	14.63	8.65
营业利润	3.43	7.93	19.73	5.00
净利润	2.49	5.86	14.57	3.57
EBITDA	5.14	11.36	31.65	-
经营性现金流量净额	-15.52	22.53	36.21	-28.01
财务指标	2013	2014	2015	2016.9
资产负债率（%）	20.90	49.06	59.16	62.79
净资本/各项风险资本准备之和（%）（注）	505.32	346.56	1131.23	550.11
净资本/净资产（%）（注）	57.32	55.41	80.02	65.14
净资本/负债（%）（注）	215.10	62.99	65.96	37.90
净资产/负债（%）（注）	375.26	113.66	82.44	58.19
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）（注）	66.77	52.87	44.92	40.49
自营固定收益类证券/净资本（%）（注）	32.29	23.37	1.60	128.57
业务及管理费用率（%）	68.23	53.56	38.11	54.36
摊薄的净资产收益率（%）	4.11	7.54	10.68	3.51
净资产收益率（%）（注）	13.61	7.17	13.35	5.39
EBITDA 利息倍数（X）	6.11	4.50	2.86	-
总债务/EBITDA（X）	1.92	3.32	3.32	-
净资本/总债务（X）（%）	705.09	194.56	94.73	112.05
经营性现金净流量/总债务（X）（%）	-157.56	59.70	34.49	-40.39

注：1、风险监管指标（净资本、净资本/净资产、净资本/各项风险资本准备之和、净资本/负债、净资产/负债、自营权益类证券及证券衍生品/净资本、自营固定收益类证券/净资本）和摊薄的净资产收益率为母公司口径；

2、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款；

3、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

4、2016 年前三季度摊薄的净资产收益率、净资产收益率和经营性现金净流量/总债务经年化处理。

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) / (总资产 - 代理买卖证券款)

净资产负债率 = (负债合计 - 代理买卖证券款) / 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 + 期末应付短期融资券 + 期末融入资金

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

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。