

跟踪评级公告

联合[2017]953号

西部证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“15西部01”和“15西部02”进行跟踪评级，确定：

西部证券股份有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为“稳定”

西部证券股份有限公司发行的“15西部01”和“15西部02”债券信用等级均为AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

西部证券股份有限公司 公司债券2017年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15西部01	14.30亿元	3年	AA+	AAA	2016/06/16
15西部02	25.70亿元	5(3+2)年	AA+	AAA	2016/06/16

本次评级时间: 2017年6月23日

财务数据

项目	2015年	2016年	17年3月
资产总额(亿元)	582.36	541.84	514.15
自有资产(亿元)	362.60	356.69	355.72
所有者权益(亿元)	121.94	124.76	126.62
自有负债(亿元)	240.66	231.93	229.09
可快速变现资产(亿元)	318.89	335.70	--
总债务(亿元)	214.81	208.64	202.29
营业收入(亿元)	56.41	34.06	6.63
净利润(亿元)	19.68	11.13	1.81
自有资产负债率(%)	66.37	65.02	64.40
净资本(亿元)	123.39	118.27	120.84
净资产(亿元)	121.46	124.11	125.99
净资本/各项风险准备之和(%)	323.52	256.15	289.06
净资本/净资产(%)	101.59	95.29	95.91
净资本/负债(%)	50.93	51.86	53.53
营业费用率(%)	47.09	54.26	61.86
平均净资产收益率(%)	22.35	9.02	1.44
EBITDA(亿元)	34.44	22.71	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.16	0.11	--
EBITDA利息倍数(倍)	4.70	3.10	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.86	0.57	--

注: 1、本报告中涉及净资本、净资产指标均为母公司口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。3、本报告中2017年第一季度财务数据未经审计, 相关指标均未年化。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对西部证券股份有限公司(以下简称“公司”或“西部证券”)的跟踪评级反映了其作为全国性综合类A股上市公司, 具有较强竞争实力, 在陕西省内保持明显区域优势。2016年, 公司继续推动战略转型及业务结构调整, 在证券市场环境整体低迷的情况下, 公司整体营业收入及利润表现优于行业平均水平, 投行业务和信用交易业务发展态势较好。截至2016年底, 公司资产流动性、资本充足性维持较好水平。另外, 2017年4月, 公司完成配股公开发行股票工作, 募集资金共计48.52亿元, 资本实力显著提升。

同时, 联合评级也关注到经济周期波动、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能会对公司经营带来的不利影响。

综上, 联合评级上调公司主体长期信用等级为“AAA”, 评级展望“稳定”; 同时上调“15西部01”、“15西部02”债项信用等级至“AAA”。

优势

1. 公司作为陕西省内唯一A股上市证券公司, 业务牌照齐全, 具有较强区域竞争优势。2017年, 公司通过配股再融资, 成功募集资金48.52亿元, 资本实力显著增强。

2. 2016年证券市场持续低迷期间, 公司积极调整发展战略, 投行业务和信用交易业务发展态势较好, 使得收入降幅小于行业平均水平。

3. 2016年, 公司各项风险控制指标持续优于监管标准, 同时, 在2016年中国证监会分类评价中继续被评为A类A级, 合规运营管理能力较强。

关注

1. 经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司业务发展和收益水平带来系统性风险。

2. 公司短期债务占比较高，债务结构有待优化。截至 2016 年末，公司债务偿还期主要集中在 2017 年，需要公司进行较好的流动性管理。

分析师

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



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 3 日，公司在深圳交易所正式挂牌上市（股票代码 002673.SZ），成为我国第 19 家上市证券公司，是陕西省唯一一家全牌照的上市证券公司。经历次增资，截至 2016 年末，公司总股本为 27.96 亿股。

2017 年 4 月，公司完成配股公开发行股票工作，配售股份共计 7.06 亿股，配股资金总额 48.52 亿元。配股完成后，公司总股本增至 35.02 亿股，根据公司公告披露，截至 2017 年 4 月 13 日，公司第一大股东陕西省电力建设投资开发公司持股比例为 25.48%，公司的实际控制人为陕西能源集团有限公司。前五大股东情况如下表所示。

表 1 截至 2017 年 4 月 13 日公司前五大股东持股情况表（单位：%）

股东	持股比例
陕西省电力建设投资开发公司	25.48
上海城投控股股份有限公司	15.09
西部信托有限公司	9.79
北京远大华创投资有限公司	4.24
中央汇金资产管理有限责任公司	1.75
合计	56.35

资料来源：公司公告

公司的经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；代销金融产品；股票期权做市；为期货公司提供中间介绍业务。

截至 2016 年末，公司下设证券事务部、总经理办公室、计划财务部、人力资源部、信息技术部、风险管理部、合规与法律事务部、研究发展中心、运营管理总部、零售与机构业务部、网络金融与财富管理部、信用交易部、投资银行总部、固定收益部、做市业务管理部等 21 个业务及职能部门。截至 2016 年末，公司设有已开业的 86 家证券营业部（另外 5 家已成立未开业）、10 个分公司、2 个全资子公司：西部优势资本投资有限公司（以下简称“西部优势”）和西部期货有限公司（以下简称“西部期货”）及 1 个控股公司西部利得基金管理有限公司（以下简称“西部利得”）；在职员工合计 2,770 人。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 541.84 亿元，其中客户资金存款 110.53 亿元，客户备付金 32.07 亿元；负债总额 417.08 亿元，其中代理买卖证券款 147.13 亿元；所有者权益 124.76 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 124.08 亿元。2016 年，公司实现营业收入 34.06 亿元，净利润 11.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.25 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 514.15 亿元，其中客户资金存款 108.51 亿元，客户备付金 23.06 亿元；负债总额 387.53 亿元，其中代理买卖证券款 134.06 亿元；所有者权益 126.63 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 125.95 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.63 亿元，净利润 1.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.82 亿元。

公司注册地址：西安市新城区东大街 232 号信托大厦 16~17 层；法定代表人：刘建武。

二、债券概况

“15 西部 01”

“西部证券股份有限公司 2015 年面向合格投资人公开发行公司债券(品种一)”, 发行规模 14.30 亿元, 债券面值 100 元, 平价发行, 期限为 3 年。本期债券已于 2015 年 9 月 22 日发行结束, 发行票面利率为 4.00%, 每年付息一次, 到期还本, 付息日为 2016 年至 2018 年每年的 9 月 22 日。本期债券于 2015 年 11 月 26 日起在深圳证券交易所挂牌交易, 证券简称“15 西部 01”, 证券代码“112282.SZ”。2016 年 9 月 22 日, 公司已按期足额支付一次“15 西部 01”利息。截至目前, 公司所募集资金扣除发行费用后全部用于补充营运资金。

“15 西部 02”

“西部证券股份有限公司 2015 年面向合格投资人公开发行公司债券(品种二)”, 发行规模 25.70 亿元, 债券面值 100 元, 平价发行, 期限为 3+2 年, 附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券已于 2015 年 9 月 22 日发行结束, 发行票面利率为 4.08%, 每年付息一次, 到期还本, 付息日为 2016 年至 2020 年每年的 9 月 22 日, 若投资者行使回售选择权, 则回售部分债券的付息日期为自 2016 年至 2018 年每年的 9 月 22 日。本期债券于 2015 年 11 月 26 日起在深圳证券交易所挂牌交易, 证券简称“15 西部 02”, 证券代码“112283.SZ”。2016 年 9 月 22 日, 公司已按期足额支付一次“15 西部 02”利息。截至目前, 公司所募集资金扣除发行费用后全部用于补充营运资金。

三、行业环境

证券行业在 2016 年市场行情震荡和监管趋严的背景下, 整体收入规模下滑明显, 但整体收入结构更加均衡。

从市场环境看, 2016 年上半年市场连续下跌, 信心不足, 指数处于低位徘徊; 下半年在流动性充足、深港通预期等因素作用下, 指数有所反弹。但整体来看, 市场反弹力度不大, 上证指数整体下跌 12.31%, A 股成交金额同比下降 50.04%, 降幅明显。从政策层面看, 2016 年监管思路明确为依法监管、从严监管和全面监管, 在投行业务、并购重组业务、公司债发行以及资产管理业务等方面相继出台政策法规, 并加大违规事件的惩处力度; 此外, 证监会修订并发布了《证券公司风险控制指标及管理办法》, 建立了以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系, 对于行业的长期健康发展具有重要意义。受 2016 年市场行情景气度不高的影响, 证券公司经纪业务和自营业务业绩下滑幅度明显; 而受益于政策层面的稳定(如 IPO 审核发行的提速)、国企改革的深入以及券商自身转型等, 投资银行业务和资产管理业务收入增长显著, 整体收入结构更加均衡。

根据中国证券业协会统计, 证券公司未经审计财务报表显示, 截至 2016 年底, 129 家证券公司总资产为 5.79 万亿元, 较 2015 年底减少 9.81%; 净资产为 1.64 万亿元, 净资本为 1.47 万亿元, 较 2015 年底分别增加 13.10%和 17.60%, 资本实力有所提升。2016 年, 129 家证券公司中, 124 家公司实现盈利, 全年实现营业收入 3,279.94 亿元, 全年实现净利润 1,234.45 亿元, 分别同比减少 42.97%和 49.57%, 经营业绩明显下滑。收入结构方面, 经纪业务、投资银行业务(含财务顾问业务)和自营业务为前三大收入来源, 相应占比更加趋于均衡, 资产管理业务收入占比有所提升, 收入结构进一步优化。

未来，资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司将不断推动业务转型，并在相关业务面临较好的发展机遇，同时对自身风控能力提出更高要求。

2017年，伴随着我国经济增速和结构的调整，资本市场将在强监管的背景下持续深化改革，并逐渐回归资源有效配置的本质功能。首先，区域股权市场的发展、新三板市场的分层改革将进一步带动多层次资本市场的建设；其次，IPO审核发行的提速、再融资政策新规、绿色债券的政策鼓励和PPP项目推动的资产证券化等也将完善股票和债券相关发行交易制度；最后，互联网金融的推进、资本中介业务的扩张、资产管理业务主动管理能力的提升使得证券公司在传统业务的基础上不断推动自身业务转型。因此，未来资本市场将在防范金融泡沫的前提下，推进改革和加强监管并重，证券市场将在稳定健康的环境中“稳中有升”，市场行情和投资环境有望逐步向好。

总体看，证券行业主要业务与证券市场高度关联，经济周期变化、证券市场波动及相关监管政策变化等因素对证券行业影响很大。2016年，证券行业经营业绩有所波动，但绝大多数公司仍处于盈利状态；未来，证券公司在IPO业务、资产证券化业务以及新三板业务方面将面临较好的发展机遇，同时也对自身风控能力提出了更高的要求。

四、管理与内控

2016年，合规与法律事务部对公司开展合规检查及配合监管机构对公司进行合规检查共18次，其中，合规与法律事务部按照工作计划结合公司实际情况共开展内部合规检查10次。2016年，公司稽核审计共开展各类审计、评价、检查项目73项，联合检查5项，提交审计、评价报告92份，审计发现各类问题211条，提出管理建议160条，所提出的合规检查和审计意见得到积极整改。2016年，公司依据监管要求以及新业务的开展，制定、修订了约200余部涉及风险管理、合规管理、内部审计、资金管理、客户资产管理、公司各项业务、信息技术等方面的内部控制制度，制度执行的监督检查机制运行有效，提升了公司业务风险控制水平。

2016年，公司共召开股东大会6次，审议通过了《调整公司2016年度自营业务规模及最大亏损限额控制指标》、《关于向西部利得基金管理有限公司增资的提案》等议案；召开董事会9次，会议通过了《2016年风险控制指标》、《公司配股方案》、《公司作为保荐机构对IPO项目出具先行赔付承诺》等议案；召开监事会4次。整体看，2016年公司权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范、相互协调、相互制衡，公司的法人治理体制运行良好。

高管变动方面，2016年5月，公司非独立董事俞卫中先生、蒋家智先生辞去公司非独立董事职位，同期邱哲先生、邓莹女士被选举为非独立董事。2016年10月，邱哲先生辞去公司非独立董事职位。2017年3月9日，公司董事、总经理祝健先生因个人和家庭原因申请辞去公司第四届董事会董事、总经理职务及在公司所任一切相关职务。经公司董事会审议通过，由公司副总经理何方先生代为履行公司总经理职责。

监管处罚方面，2016年8月2日，公司收到中国证监会湖北监管局《关于对西部证券股份有限公司湖北分公司采取责令增加内部合规检查次数的监管措施的决定》（[2016]9号），公司已按监管要求完成相应整改。2016年8月30日，公司收到中国证监会陕西监管局《关于对西部证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（[2016]8号），公司已按监管要求完成相应整改。2017年2月，公司收到中国证监会行政监管措施决定书《关于对西部证券股份有限公司采取责令改正措施的决定》（[2017]6号），公司已按监管要求进行整改。此外，公司子公司西部利得于2017年4月收到中国证监会《关于对西部利得基金管理有限公司采取责令改正并暂停办理相关业务措施的决定》（[2017]47

号)、《关于对贺燕萍采取出具警示函措施的决定》([2017]56号)、《关于对张维文、王宇采取出具警示函措施的决定》，西部利得业务开展因存在违规行为，故证监会决定对其实行暂停公募基金产品注册申请3个月等监管措施；西部利得已向中国证监会证券投资基金机构监管部提交了相关情况的说明，并按照中国证监会要求进行了整改。

在中国证监会对证券公司的分类监管评级中，公司2016年分类监管评价结果为A类A级，分类监管评价结果较去年无变化。

总体看，跟踪期内，公司治理体制运行良好，管理层进行部分调整但对公司整体经营管理影响不大，随着持续推进内部控制体系的建设和完善，内部控制水平逐步提升；但公司收到相关的监管措施，整体内控管理水平仍需进一步提升。

五、经营分析

1. 经营概况

2016年，受国内宏观经济形势、证券市场波动和监管政策等因素影响，证券行业整体营业收入及净利润同比下滑明显；全年公司实现营业收入34.06亿元，同比下降39.61%，实现净利润11.13亿元，同比下降43.43%，下滑幅度小于行业平均水平。

公司营业收入主要来自证券经纪业务、证券自营业务、投资银行业务、资产管理业务和信用交易业务等。2016年，受证券市场行情下行影响，公司经纪业务收入为11.35亿元，同比大幅下降62.19%；自营业务实现营业收入7.43亿元，同比下降33.44%；公司投资银行业务快速发展，实现收入（含固定收益业务收入）6.89亿元，同比增长9.27%；随着资管业务规模的快速增长，资管业务收入为1.23亿元，同比增长87.59%；信用交易业务收入为7.02亿元，同比下降2.68%；场外业务收入1.09亿元，同比下降47.97%。

从收入构成来看，2016年，随着公司持续推动战略转型、业务结构调整，同时受市场行情影响，收入结构更趋均衡。2016年，证券经纪业务收入仍为公司最大收入来源，但占总收入的比例下降明显，由2015年的52.25%降至32.42%；证券自营业务收入占总收入比例较2015年略增长1.79个百分点，为21.23%；投行业务和信用交易业务对收入的贡献度明显提升，分别提升至19.68%和20.05%，占比较2015年分别增长8.70个和7.49个百分点；资产管理业务和场外业务对收入的贡献度相对较小，占总收入的比例分别为3.52%和3.12%，较2015年变化不大。

表2 2015~2016年公司各项业务收入情况（单位：亿元，%）

业务类别	2015年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	30.01	52.25	11.35	32.42
证券自营业务	11.16	19.44	7.43	21.23
投资银行业务	6.30	10.97	6.89	19.68
资产管理业务	0.66	1.14	1.23	3.52
信用交易业务	7.21	12.55	7.02	20.05
场外业务	2.10	3.65	1.09	3.12
总收入	57.44	100.00	35.00	100.00

资料来源：公司年报

注1：2016年分部业务收入未包括总部运营业务及合并抵消等；2015、2016年固定收益业务收入归入投资银行收入。

注2：表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

受证券市场行情持续低迷影响,2017年1~3月,公司实现营业收入6.63亿元,同比下降27.68%;实现净利润1.81亿元,同比下降33.52%。

总体看,2016年,受证券市场持续低迷的影响,公司营业收入和净利润明显下降;随着公司经纪业务收入下滑,投资银行业务和信用交易业务对收入贡献度大幅增长。同时,联合评级也关注到公司主要业务受市场行情波动的影响较大,收入稳定性较弱。

2. 业务运营

(1) 证券经纪业务

2016年,公司持续完善收入费用比考核管理模式,推进经纪业务分支机构利润导向管理,充分激发网点活力。同时,公司积极搭建互联网金融和财富管理体系,以财富管理为主体,扎实推进投顾业务,配合互联网金融服务平台横向和纵向发展。

2016年,公司扎实推进经纪业务网点布局工作,新设21家分支机构。截至2016年末,公司拥有86家已开业证券营业部,其中陕西省49家,在陕西省内具有明显的渠道网点优势和较强的市场竞争力,同时在北京、上海、深圳、广州、成都、济南、天津、兰州等重要城市也都设立了营业部,基本形成了立足陕西内、覆盖全国主要城市的经纪业务网络。2016年11月,公司新获深港通下港股通业务交易权限资格,业务资质更为齐全。此外,在佣金率下滑行业趋势下,2016年公司陕西省内营业部平均佣金率由2015年的0.108%降至0.086%,但仍处于较高水平。

证券经纪业务收入仍为公司营业收入重要来源。2016年,证券市场整体低迷,全年证券交易市场量价齐跌,佣金率下滑,公司经纪业务收入下滑明显,2016年实现经纪业务收入11.35亿元,同比大幅下降62.19%。代理买卖证券业务方面,公司经纪业务总交易量为27,622.13亿元,同比下降21.43%,其中股票交易量为13,271.68亿元,市场份额为0.52%,基金交易量为213.75亿元,市场份额为0.10%,债券交易量为14,136.70亿元,市场份额为0.30%,其中债券交易额较上年大幅增加,债券市场份额由2015年的0.24%上升至0.30%,股票和基金市场份额较上年有所下降。

表3 2015~2016年公司经纪业务发展情况(单位:亿元,%)

证券种类	2015年		2016年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	28,647.29	0.56	13,271.68	0.52
基金	333.50	0.11	213.75	0.10
债券	6,177.25	0.24	14,136.70	0.30
合计	35,158.03	--	27,622.13	--

资料来源:公司提供

代销金融产品业务方面,2016年,公司代销金融产品规模684.90亿元,共销售58只金融产品;受证券市场持续低迷影响,公司代理销售金融产品净收入1,844.41万元,同比下降36.27%。客户方面,2016年,公司经纪业务新增客户42,540户,截至2016年底,经纪业务客户总数为1,36.16万户,其中资产在100万以上的大客户数量有633户,占总客户数的0.05%。

2017年1~3月,公司实现经纪业务手续费净收入1.88亿元,同比下降30.41%。2017年1~3月,公司股票交易额2,709.67亿元,同比下降18.61%;基金交易额为34.68亿元,同比下降31.07%;债券交易额为4,982.35亿元,同比大幅增长97.92%。

总体看,2016年,公司继续加强网点布局,在陕西省内保持较强竞争优势;但受证券市场行情下行和佣金率下降的影响,公司经纪业务收入下滑明显。

(2) 投资银行业务

公司投资银行业务主要由投资银行总部和固定收益部负责开展，包括股票、公司债、企业债和私募债等证券的保荐和承销业务，收购兼并、资产重组等财务顾问业务，资产证券化业务和场外市场新三板业务。2016年，公司正式设立投行业务质量控制及内部审核办公室，建立统一的投行业务立项、内核、持续督导等质量管理与控制体系，全面加强投行业务质量控制及内部审核工作。此外，公司细化投资银行业务团队的奖惩制度，明确正向激励机制，鼓励业务团队挖掘优质项目、实现全业务链发展。截至2016年底，公司投行业务在职人员204名，拥有保荐代表人19名。

2016年，公司投资银行业务实现收入6.89亿元，同比增长9.27%，主要系债券发行收入大幅增加所致；其中，股票保荐承销、再融资及财务顾问等股权类业务实现收入3.96亿元，同比下降23.73%，固收类业务实现收入2.93亿元，同比增长163.93%。

股权业务方面，2016年，公司完成新疆鑫泰、江苏中旗2个IPO项目，其中江苏中旗是新三板转板创业板的首单；完成东吴证券、利民化工2个再融资项目；新三板推荐家数107家。固收类业务方面，2016年公司紧跟行业趋势，加快业务布局，调整业务结构，防控信用风险，完善制度和团队建设，实现了较快发展。2016年，公司共发行债券63只，较2015年增加24只，发行规模从上年末的226.20亿元大幅增至555.22亿元。跟踪期内，公司固定收益业务不断提升创新能力、丰富产品种类，已完成熊猫债、绿色债、可交换债、专项企业债、银行二级资本债和学费资产支持证券等多个新产品的发行。2016年，公司承销陕西地区企业债、公司债、证券公司短债9只，承销规模与数量均居陕西地区首位，具有明显的区域优势。2017年1~3月，公司完成IPO项目3个；新三板推荐家数1家；主承销债券5只。

表4 2015~2016年公司投资银行业务情况表(单位:家,笔)

项目	2015年	2016年
主承销IPO家数	1	2
主承销再融资家数	2	2
主承销债券笔数	39	63
并购重组笔数	2	0
新三板推荐家数	61	107

资料来源:公司提供

项目储备方面，在股票市场IPO提速的背景下，公司充分把握政策机遇，有效推进股权融资业务，截至2017年4月末，公司IPO在审项目共4家，并已储备了数10单项目，预计未来IPO业务收入将实现快速的增长；此外，公司新三板业务已储备项目近20个。截至2017年4月末，公司待发行债券总计42只。

总体看，2016年，公司持续强化投行业务内控体系，加强业务创新能力，投行业务实现较好发展；公司项目储备充足，公司投资银行业务未来有望拥有较大的发展空间。

(3) 自营业务

公司自营业务主要以权益投资、固定收益投资和金融衍生品投资为主，由上海第一分公司负责开展。2016年，公司投资策略延续以往稳健投资策略，注重价值投资；权益投资优选持仓品种，在弱市环境中合理控制仓位，积极研究海外资本市场；固定收益投资重视信用风险，保持合理的久期和杠杆，不断丰富创新业务品种和业务类型。2016年，自营业务实现营业收入7.43亿元，同比下降33.44%，主要系受证券市场波动影响，公司持有的各类金融资产公允价值减少所致。

从规模上看，截至2016年末，公司自营投资业务总规模为157.23亿元，较年初增长37.56%。

随着股票二级市场行情下行，公司增加风险较小的债券、基金等投资规模，截至 2016 年底，公司股票投资余额 6.39 亿元，较年初下降 50.27%；债券投资余额 119.45 亿元，较年初增长 41.04%；基金投资余额 17.77 亿元，较年初增长 213.40%；其他产品 13.62 亿元。从结构占比情况来看，股票投资、债券投资、基金投资和其他类投资余额占总投资规模的比重分别为 4.06%、75.97%、11.30%和 8.66%，公司自营投资仍以债券固定收益类投资产品为主。

表 5 2015~2016 年公司自营证券投资结构（单位：亿元）

项目	2015 年末	2016 年末
股票	12.85	6.39
债券	84.69	119.45
基金	5.67	17.77
其他	11.09	13.62
合计	114.30	157.23

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 29.56%，较年初下降 3.03 个百分点；自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 140.57%，较年初上升 57.93 个百分点，主要系受行情影响，公司调整自营业务投资策略，减少权益类投资规模，同时增加风险相对较小的固定收益类投资所致。

2017 年 1~3 月，公司自营业务实现收入 0.86 亿元，同比下降 61.74%。截至 2017 年 3 月末，公司自营业务证券投资余额 167.85 亿元，较上年末增加 6.75%，其中股票投资余额为 12.53 亿元，债券投资余额为 140.65 亿元，基金投资余额 5.79 亿元，其他类投资产品余额 8.88 亿元，债券投资规模持续大幅增长。

债券投资结构上，截至 2017 年 3 月底，公司债券投资中具有短期债项级别的全部为 A-1，规模为 3.00 亿元；具有长期信用评级的债券投资合计 94.03 亿元，主要由 AA 级以上（含 AA 级）债券构成，合计占比达 98.50%，其中 AAA 级债券占比 31.63%；未评级的债券合计 43.62 亿元，主要由中小企业私募债、地方政府债、同业存单和政策性金融债等构成，投资品种更为多元化；公司债券投资整体风险较低。

表 6 截至 2017 年 3 月底公司自营业务债券投资结构（单位：亿元，%）

项目	金额	占比
按短期信用评级列示的债券投资	3.00	2.13
其中：A-1	3.00	2.13
按长期信用评级列示的债券投资	94.03	66.85
其中：AAA	44.49	31.63
AA+	20.08	14.28
AA	28.05	19.94
AA-	1.41	1.00
未评级的债券投资	43.62	31.02
其中：中小企业私募债	9.32	6.63
地方政府债	9.08	6.46
同业存单	8.33	5.92
其他	16.89	12.01
合计	140.65	100.00

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司证券自营业务在市场波动较大的背景下，能够不断根据市场行情变化，对投资品种进行结构优化，取得了相对较好的投资收益；同时自营业务受市场行情影响较大，未来实现收入存在不确定性。

（4）资产管理业务

2016 年，公司资产管理业务加快制度和团队建设步伐，顺应资产证券化的行业发展方向，努力构建业务平台、强化协同效应，不断扩大业务规模、调整业务结构，积极提升主动管理能力，加快推进机构类业务，并取得保险资金受托管理资格。截至 2016 年末，公司资产管理业务总规模 647.65 亿元，较上年末增长 52.25%；其中，定向资产管理产品 133 只，规模 525.08 亿元，较上年末增长 49.82%；集合资产管理产品 15 只，规模 70.98 亿元，较上年末增长 62.51%；专项业务方面，发行设立 ABS 专项计划 10 只，产品规模达 51.59 亿元，较上年末增长 65.13%。2016 年，公司主动管理业务规模为 174.40 亿元，占总规模的 26.93%，被动管理业务规模为 473.25 亿元，占总规模的 73.07%，主动管理规模占比较年初略有下降。随着规模的快速增长，2016 年，公司实现资产管理业务收入 1.23 亿元，同比大幅增长 87.59%

表 7 2015~2016 年公司资产管理业务规模情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年
集合资产管理计划	43.67	70.98
定向资产管理计划	350.48	525.08
专项管理计划	31.24	51.59
合计	425.39	647.65

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月末，公司资产管理业务总规模为 669.16 亿元，较年初增长 3.32%，其中集合资产管理计划规模 72.52 亿元、定向资产管理计划规模 544.23 亿元、专项资产管理计划规模 52.41 亿元。2017 年 1~3 月，公司资产管理业务手续费净收入 0.53 亿元，同比大幅增长 296.10%。

总体看，2016 年，公司资产管理业务规模增长较快，仍以定向管理业务为主；整体收入水平大幅提升，但对公司收入贡献仍然较小。

（5）信用交易业务

在 2016 年市场行情下行环境下，公司优化信用交易业务流程，调整业务结构，完善考核措施，强化风险控制，实现信用交易业务稳步发展。2016 年，公司信用业务分化发展，共实现收入 7.02 亿元，同比下降 2.68%，受总收入下滑影响，公司信用业务占总收入比例由 2015 年底的 12.55% 增至 20.05%，对收入贡献度有所增加。

融资融券业务上，2016 年证券市场成交量较上年有较大幅度萎缩，客户融资意愿趋于谨慎，受此影响，公司融资融券业务规模下降。截至 2016 年底，公司两融业务余额 53.21 亿元，较上年底下降 28.01%。受交易规模下降影响，2016 年公司两融利息收入 4.40 亿元，同比下降 31.95%。

股票质押回购业务上，面对当前市场变化，公司进一步强化风险管理，深化业务前瞻性研究，紧抓市场机遇，2016 年公司股票质押式回购交易业务呈现良好发展势头，一定程度上化解了因两融业务萎缩带来的不利影响。截至 2016 年底，公司股票质押待购回初始交易金额由 2015 年底的 37.83 亿元增至 64.04 亿元，同比增长 69.28%。2016 年，公司股票质押回购利息收入 2.54 亿元，同比增长 84.66%。

总体看，2016 年，公司信用业务分化发展，融资融券业务规模下降，但受益于股票质押式回购

的良好发展，信用交易业务继续保持了对公司收入、利润的重要贡献。

(6) 其他业务及主要控股参股公司

2016年，公司做市业务发展较好，实现了数量规模的大幅增长。截至2016年底，公司共为112家挂牌企业提供做市服务，较上年增加61家，行业排名第30位，排名较上年末提升3位。此外，公司期权做市业务于2016年3月获批开展，业务规模稳定增长；跟踪期内，公司加强做市业务研究和团队建设，积极探索商品期权业务，以合理拓展做市业务空间。

西部期货主要负责商品期货业务、金融期货经纪业务，2016年西部期货致力于加快创新业务部署，构建多元化业务模式，健全内部激励机制，促进业务转型，实现可持续盈利，受宏观经济形势和行业监管政策的影响，西部期货经营业绩有所回落，实现营业收入9,130.58万元，同比下降9.72%，净利润854.11万元。2016年，西部期货完善相关投资决策体制，加大信息系统投入，股票期权经纪业务顺利上线，完成杭州营业部设立，加强与母公司业务协同效应。

西部优势主要负责自有资金或设立直投资基金，进行股权投资或债权投资并具备管理私募基金的资格。西部优势资本顺应监管要求，完善组织架构，推进业务结构转型，积极推进各项业务稳步开展。2016年，公司向西部优势资本增资3.00亿元，增资完成后，截至2016年底，西部优势注册资本增至5.00亿元。2016年，西部优势资本实现营业收入3,112.38万元，净利润12.09万元。

西部利得主要开展基金募集、基金销售、资产管理等业务，2016年西部利得基金管理有限公司实现营业收入7,986.89万元，同比下降19.52%，亏损2,354.25万元，亏损规模进一步扩大。截至12月底，西部利得管理资产规模421.91亿，较上年末增长63.2%。2016年，西部利得持续加强主动管理能力，丰富产品种类，新增货币基金等产品类型，业务结构得到改善，并完成增资工作，注册资本增至3.5亿元。

陕西股权交易中心是市场化运作的区域性股权交易市场。截至2016年末，陕西股交注册资本为1.20亿元，公司持股10.83%。报告期内，陕西股权交易中心实现营业收入792.50万元，净利润50.58万元。

总体看，2016年，公司场外业务发展较好；公司子公司继续推进业务结构转型，但受市场行情影响，子公司盈利能力有所下降，对公司利润贡献度仍较低。

3. 重大事项

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]316号文核准，公司向截至2017年3月29日下午深圳证券交易所收市后，在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司登记在册的西部证券全体股东（总股本2,795,569,620股），按照每10股配2.6股的比例配售人民币普通股（A股）。本次配股共计可配售股份总数为726,848,101股，发行价格为6.78元/股。截至认购缴款结束日（2017年4月7日），有效认购数量为706,270,150股，占本次可配股份总数的97.17%，募集金额共计48.52亿元，扣除相关发行费用后，本次配股募集资金净额为47.61亿元。本次配售股份于2017年4月11日除权，并于2017年4月20日上市流通。

本次配股发行完成后，公司总股本由27.96亿股增至35.02亿股，截至2017年4月13日，陕西电投持股25.48%，为公司第一大股东。截至2017年4月末，公司净资产由年初的124.76亿元增至174.81亿元。

总体看，随着2017年公司配股完成，公司资本实力显著增强，为业务持续发展提供了有力支撑。

4. 未来发展

2017年,公司将根据宏观经济形势及证券市场环境,切实做好规划的落实工作,继续坚持改革、创新、发展和市场化的总方向,以客户和市场为导向,完善管理体系平台建设,构建“大零售”、“大投行”、“狭资管”、“泛买方”、“大机构”业务体系,建立健全业务协同机制,稳步推进业务结构转型升级,完善合规风控管理体系,全面提升合规与风险管理水平,强化队伍建设,促进公司稳定可持续发展。

业务发展方面,大零售业务将持续加强对分支机构的考核与管理,重点启动大数据系统项目建设,积极推动公司互联网金融业务的创新及线上推广工作,助推公司经纪业务转型和持续发展。资产管理业务将继续推进客户结构转型及大机构业务,围绕重点机构进行纵向深度合作,在主动管理业务、并购基金、产业基金等多业务类型方面进行一揽子合作,提高客户粘性。投资银行业务将加强对股权类融资项目、并购重组业务的支持力度,其中固定收益业务将持续加强业务创新,新三板业务将着力承揽资产规模大、业务领域新、技术能力强的优质项目资源。自营业务拟完成信息系统搭建工作,合理统筹规划配置大类资产,按照差异化功能定位优化多业务团队并行发展模式,形成相互协作和均衡发展的业绩驱动机制。未来,公司将积极探索新型融资工具,进一步夯实资本实力,扩大资产规模,优化融资及资产负债结构,保持合理的流动性水平,扩大主营优势业务及创新业务的业务规模,为公司的持续健康发展提供稳定有效的资本支持。

总体看,公司制定了明晰的战略目标,针对各项业务制定了较为清晰的发展路径,有利于公司推进业务转型,整体竞争力逐步提升。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2015~2016年度合并财务报表均由信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准无保留的审计意见;其中2016年公司合并范围为西部期货、西部利得、西部优势3家二级子公司以及12家结构化主体,合并范围较2015年新增8个结构化主体,减少3个结构化主体,财务数据可比性强;公司2017年第一季度财务数据未经审计。

截至2016年末,公司合并资产总额541.84亿元,其中客户资金存款110.53亿元,客户备付金32.07亿元;负债总额417.08亿元,其中代理买卖证券款147.13亿元;所有者权益124.76亿元,其中归属于母公司的所有者权益124.08亿元。2016年,公司实现营业收入34.06亿元,净利润11.13亿元,其中归属于母公司所有者的净利润11.25亿元。

截至2017年3月末,公司合并资产总额514.15亿元,其中客户资金存款108.51亿元,客户备付金23.06亿元;负债总额387.53亿元,其中代理买卖证券款134.06亿元;所有者权益126.63亿元,其中归属于母公司的所有者权益125.95亿元。2017年1~3月,公司实现营业收入6.63亿元,净利润1.81亿元,其中归属于母公司所有者的净利润1.82亿元。

2. 资产质量与流动性

截至2016年末,公司资产总额为541.84亿元,较年初下降6.96%,主要系受证券市场波动影响,客户资金存款大幅下降所致。近两年公司自有资产规模变化不大,截至2016年末,自有资产为356.69亿元,较年初下降1.63%,其中可快速变现资产占比94.11%,占比较年初增加6.17个百分点,自有资产构成仍以可快速变现资产为主。截至2016年底,公司可快速变现资产为335.70亿元,较上年

末增长 5.27%，主要由自有货币资金（占比 10.53%）、融出资金（占比 16.05%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 45.54%）、买入返售金融资产（占比 17.63%）和可供出售金融资产（已剔除股权投资、理财产品及不可快速变现资产）（占比 7.00%）构成。其中，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比较年初增长 16.51 个百分点，主要系公司债券、基金投资规模增长所致；融出资金占比较年初下降 7.14 个百分点，主要系受证券市场行情不景气影响，融资融券业务交易量下降所致；买入返售金融资产占比较年初下降 8.97 个百分点，主要系债券逆回购业务规模大幅下降影响。

表 8 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末
自有资产	362.60	356.69	355.72
可快速变现资产	318.89	335.70	--
其中：自有货币资金	38.34	35.34	37.20
自有结算备付金	5.00	10.96	9.08
融出资金	73.95	53.87	50.80
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	92.59	152.88	--
买入返售金融资产	84.82	59.17	--
可供出售金融资产	24.19	23.48	--
其他类资产	201.86	142.60	131.57
其中：客户资金存款	160.01	110.53	108.51
客户备付金	41.84	32.07	23.06
资产总额	582.36	541.84	514.15

资料来源：公司审计报告、联合评级整理。

注：可快速变现资产中的可供出售金融资产中，已剔除股权投资、理财产品等不能快速变现资产。

具体科目来看，截至 2016 年末，公司货币资金为 145.87 亿元，较年初下降 26.46%，主要系证券市场整体较为低迷导致客户资金存款下降所致。截至 2016 年末，公司融出资金账面价值为 53.87 亿元，较年初下降 27.16%，主要系融资融券业务规模受股票市场低迷影响下降所致，已计提坏账准备 0.27 亿元，计提较充分；从融出资金剩余期限来看，以 1~3 个月居多，占比 57.38%，流动性较好。截至 2016 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产账面价值合计 152.88 亿元，较年初增长 65.12%，主要系公司自营业务债券、基金投资规模大幅增长所致；其中债券占 74.83%，基金占 18.91%，股票占比 6.25%；用于卖出回购资产的抵押的债券金额为 64.70 亿元，用于债券借贷抵押的债券金额 9.14 亿元。截至 2016 年末，公司买入返售金融资产账面价值为 59.17 亿元，较年初下降 30.25%，主要系债券逆回购规模大幅下降所致；随着公司股票质押回购业务快速发展，股票质押回购部分占买入返售金融资产的比重由 2015 年底的 29.47% 增至 66.60%，股票质押回购部分剩余期限以 3 个月至 1 年内居多，占比 57.52%。截至 2016 年末，公司可供出售金融资产账面价值为 61.44 亿元，较年初下降 1.57%，主要系投资的证券公司理财产品减少所致，其中债券占比 33.38%、其他类占比 40.53%，其他类主要是向证金公司的专户投资；可供出售金融资产中用于卖出回购资产抵押的债券金额为 17.71 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额为 514.15 亿元，自有资产为 355.72 亿元，均较年初变化不大。

总体看，2016 年，公司可快速变现资产在自有资产中保持较高比重，整体资产质量较高、流动

性较好。

3. 负债及杠杆水平

截至 2016 年末，公司自有负债 231.93 亿元，较年初下降 3.63%，主要系卖出回购金融资产款下降所致；其中卖出回购金融资产款、应付短期融资款和应付债券（含次级债）占自有负债的比例分别为 38.66%、22.89% 和 25.75%。截至 2016 年末，公司卖出回购金融资产款为 89.67 亿元，较年初下降 19.14%，主要系公司买断式回购业务规模下降所致。截至 2016 年末，公司应付短期融资款为 53.10 亿元，较年初增长 19.87%，主要系公司 2016 年新发行短期公司债所致，其中应付短期公司债占比 75.33%、应付收益凭证占比 24.67%。截至 2016 年末，公司应付债券（含次级债）为 59.72 亿元，较年初变化不大，主要系发行的公司债和次级债。

由于公司自有资产规模降幅小于自有负债降幅，截至 2016 年末，公司自有资产负债率为 65.02%，较年初下降 1.35 个百分点，结合公司所处的证券行业来看，整体处于适中水平。截至 2016 年末，公司净资本/负债和净资产/负债指标分别为 51.86% 和 54.42%，较年初上升 0.93 个和 4.28 个百分点，高于行业监管标准。

表 9 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末
自有负债	240.66	231.93	229.09
其中：卖出回购金融资产款	110.89	89.67	96.63
应付短期融资款	44.30	53.10	42.01
应付债券（含次级债）	59.62	59.72	59.74
非自有负债	219.77	185.15	158.43
其中：代理买卖证券款	202.57	147.13	134.06
负债合计	460.43	417.08	387.53
全部债务	214.81	208.64	202.29
其中：短期债务	155.19	148.92	142.55
长期债务	59.62	59.72	59.74
自有资产负债率	66.37	65.02	64.40
净资本/负债	50.93	51.86	53.53
净资产/负债	50.14	54.42	55.81

资料来源：公司审计报告，净资本/负债与净资产/负债来源于公司母公司口径的监管报表。

从有息债务来看，截至 2016 年末，公司全部债务为 208.64 亿元，较年初下降 2.87%；其中短期债务占比 71.38%，长期债务占比 28.62%，公司债务结构仍以短期债务为主。从全部债务偿还期结构来看，截至 2016 年末，因公司债务以短期为主，公司债务偿还期主要集中在 2017 年，需要公司进行较好的流动性管理。

表 10 截至 2016 年末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元，%）

到期期限	2017 年到期	2018 年到期	2019 年到期	2020 年及之后到期	合计
金额	148.64	14.30	0.00	45.70	208.64
占比	71.24	6.85	0.00	21.90	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年 3 月末，公司自有负债 229.09 亿元，较年初小幅下降 1.22%，主要系应付短期融资

款减少所致；公司自有资产负债率为 64.40%，较年初小幅下降 0.62 个百分点，仍处于适中水平。

总体看，2016 年，公司自有负债规模略有下降，自有资产负债率处于行业适中水平。同时，联合评级也关注到，公司债券于 2017 年到期金额占比较高，面临一定的集中兑付压力。

4. 资本充足性

截至 2016 年末，公司合并所有者权益 124.76 亿元，与上年末基本持平，其中归属于母公司所有者权益占比 99.45%，归属于母公司的所有者权益中，股本为 27.96 亿元（占比 22.53%），较年初无变化；资本公积为 54.41 亿元（占比 43.85%），较年初无变化；未分配利润为 17.80 亿元（占比 14.34%），较年初增长 11.30%。由于股本及资本公积占比较大，公司所有者权益稳定性较好。根据公司《2016 年年度权益分派实施公告》，公司以现有总股本 35.02 亿股为基础，向全体股东每 10 股派 1.10 元人民币（含税），共分配利润合计 3.85 亿元，剩余利润留存对于公司资本补充作用较好。

截至 2016 年末，公司净资本和净资产规模较年初变化不大，分别为 118.27 亿元和 124.11 亿元，净资本中核心净资本占比 91.54%。从主要风控指标来看，截至 2016 年末，公司母公司口径的净资本/净资产指标为 95.29%，较 2015 年末减少 6.29 个百分点，处于较高水平；资本杠杆率为 30.57%，较上年末基本持平；各项风险资本准备之和由 2015 年末的 38.14 亿元增至 46.17 亿元，主要系投资规模增加使得市场风险资本准备增加所致；受各项风险资本准备上升影响，风险覆盖率指标由 2015 年末的 323.52% 下降至 256.15%；净稳定资金率和流动性覆盖率分别为 174.80% 和 950.44%，均显著高于行业预警水平。总体看，公司各项指标均持续优于各项监管预警标准，经营风险属较低水平。

表 11 公司风险控制指标监管报表（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末	监管标准	预警标准
核心净资本	109.39	108.27	110.84	--	--
附属净资本	14.00	10.00	10.00	--	--
净资本	123.39	118.27	120.84	--	--
净资产	121.46	124.11	125.99	--	--
各项风险准备之和	38.14	46.17	41.80	--	--
表内外资产总额	362.20	354.18	353.58	--	--
风险覆盖率	323.52	256.15	289.06	≥100	≥120
资本杠杆率	30.20	30.57	31.35	≥8	≥9.6
流动性覆盖率	812.01	950.44	583.37	≥100	≥120
净稳定资金率	157.55	174.80	165.53	≥100	≥120
净资本/净资产	101.59	95.29	95.91	≥20	≥24

数据来源：公司风险控制指标监管报表，为母公司口径。

截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益为 126.62 亿元，较年初变化不大；受公司 30 日内现金流增加影响，公司流动性覆盖率大幅下降至 583.37%，但仍属较高水平，其余各项风控指标较年初变化不大，均符合监管标准。

随着 2017 年 4 月公司完成配股公开发行股票工作，共募集资金 48.52 亿元，其中新增注册资本人民币 7.06 亿元，增加资本公积人民币 40.55 亿元。截至 2016 年 4 月底，公司所有者权益合计 174.81 亿元，较年初增长 39.51%，公司资本充足性进一步增强。

总体看，2016 年，公司所有者权益和净资本规模较年初变化不大，公司各项风险控制指标处于行业较高水平，资本充足性较好；随着 2017 年配股完成，公司资本实力明显增强。

5. 现金流

从经营活动现金流来看，2016 年公司经营活动现金流净额为-52.37 亿元，净流出规模较上年大幅增长，主要系受 2016 年市场行情影响公司经纪业务低迷所致；从投资活动现金流来看，2016 年，公司投资性现金流净额为-1.19 亿元，较上年变化不大；从筹资活动现金流来看，2016 年公司筹资性现金流由净流入转为净流出状态，为-56.35 亿元，主要系一方面 2015 年公司非公开发行股票筹集资金 50.00 亿元，另一方面本年发行债券规模减少，导致经营活动现金流入规模大幅减少所致。

表 12 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
经营性现金流量净额	-0.99	-52.37	0.49
投资性现金流量净额	-1.57	-1.19	-0.27
筹资性现金流量净额	115.42	-2.80	-11.28
现金及现金等价物净增加额	112.87	-56.35	-11.06
年末现金及现金等价物余额	245.11	188.76	177.69

资料来源：公司审计报告

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 0.49 亿元，较上年同期相比，由净流出转变为净流入，主要系公司处置可供出售金融资产增加所致；投资活动现金流净额为-0.27 亿元，较上年同期流出规模有所减少，主要系子公司西部优势投资支付的现金减少所致；筹资活动现金流净额为-11.06 亿元，较上年同期由净流入转变为净流出，主要系本期兑付的短期债券等规模较大所致。

总体看，2016 年公司经营性现金流受市场行情影响较大，净流出规模大幅增加；投资规模有所减少；随着融资规模减少，公司筹资性现金流由净流入转为净流出状态；整体现金流状况保持良好。

6. 盈利能力

2016 年受市场行情不景气影响，公司实现营业收入 34.06 亿元，同比下降 39.61%；公司营业收入主要来源于手续费及佣金净收入、利息净收入及投资收益，2016 年分别占比 58.80%、11.63%和 40.13%。2016 年，公司实现手续费及佣金净收入 20.03 亿元，同比下降 43.94%，主要系受证券业行情不景气及佣金率下滑影响，公司经纪业务手续费大幅减少所致；实现利息净收入 3.96 亿元，同比下降 46.72%，主要系由于市场信用类资金需求的减少及客户保证金的减少所致；实现投资收益 13.67 亿元，同比增长 26.27%，主要系自营业务持有的金融资产，期间获得的分红和利息收入较高所致。

从营业支出看，2016 年公司营业支出为 19.62 亿元，同比下降 34.73%，主要以业务及管理费为主（占比 94.22%）。2016 年，公司业务及管理费合计 18.48 亿元，同比下降 30.42%，主要系公司职工薪酬减少所致，其中职工薪酬占比为 67.03%；公司营业费用率为 54.26%，同比增长 7.17 个百分点；薪酬收入比为 0.42 倍，公司成本控制能力有所下降。

表 13 公司盈利情况表（单位：亿元，%，倍）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
营业收入	56.41	34.06	6.63
其中：手续费及佣金净收入	35.73	20.03	3.70
利息净收入	7.44	3.96	1.57
投资收益	10.83	13.67	1.45
公允价值变动损益	2.38	-3.64	-0.11
营业支出	30.05	19.62	4.17

其中：业务及管理费	26.56	18.48	4.10
营业利润	26.36	14.45	2.47
净利润	19.68	11.13	1.81
营业费用率	47.09	54.26	61.86
薪酬收入比	0.38	0.42	--
营业利润率	46.73	42.41	37.18
平均自有资产收益率	7.38	3.10	0.51
平均净资产收益率	22.35	9.02	1.44

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。
注：2017 年一季报数据未审计，相关指标未年化。

从利润规模来看，2016 年公司实现营业利润、利润总额和净利润分别为 14.45 亿元、14.70 亿元和 11.13 亿元，同比分别下降 45.19%、44.49% 和 43.43%，主要系 2016 年证券市场低迷导致经纪业务、自营业务等收入下降所致。

从盈利指标看，2016 年公司营业利润率为 42.41%，较上年下降 4.31 个百分点，仍处于较高水平。受净利润减少影响，2016 年，公司平均净资产收益率和平均自有资产收益率分别为 9.02% 和 3.10%，分别较 2015 年下降 13.33 个和 4.29 个百分点，盈利能力有所下降。与国内同行业已发行债券的证券公司（共 74 家）比较，公司 2016 年净资产收益率排名 25 名，处于中上游水平，其中与净资产规模相近的同行业证券公司比较，公司盈利能力处于较高水平。

表 14 2016 年部分证券公司盈利能力比较（单位：亿元，%）

公司简称	期末净资产	营业利润率	净资产收益率
国海证券	143.34	36.46	7.52
山西证券	130.30	29.79	3.76
西部证券	124.76	42.41	9.16
中原证券	115.47	47.31	7.67
国联证券	78.96	38.50	7.97

资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.63 亿元，同比下降 27.68%，主要系受证券市场行情影响，公司经纪业务和投资银行业务收入下降所致；其中手续费及佣金收入为 3.70 亿元，占营业收入的比重为 55.82%。受营业收入下降影响，公司实现净利润 1.81 亿元，同比下降 33.52%。

总体看，2016 年，受证券市场低迷的影响，公司收入、利润规模均明显下降，盈利能力有所下降，但仍属较好水平。

7. 偿债能力

受公司营业利润下滑影响，2016 年，公司 EBITDA 由 2015 年的 34.44 亿元下降至 22.71 亿元，公司 EBITDA 全部债务比由 2015 年的 0.16 倍下降到 2016 年的 0.11 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力一般，公司 EBITDA 利息倍数由 2015 年的 4.70 倍下降到 2016 年的 3.10 倍，EBITDA 对利息的保护能力仍较强。另一方面，考虑到公司持有较大规模的可快速变现资产，截至 2016 年底，公司可快速变现资产/自有负债为 1.45 倍，该类资产可对债务形成良好保障。

表 15 公司偿债能力指标表 (单位: 亿元, 倍)

项目	2015 年末	2016 年末
可快速变现资产/自有负债	1.33	1.45
EBITDA	34.44	22.71
EBITDA 利息倍数	4.70	3.10
EBITDA 全部债务比	0.16	0.11

资料来源: 公司审计报告

截至 2016 年底, 公司累计获得银行授信 682.88 亿元, 其中未使用额度 658.18 亿元。

截至 2016 年底, 公司无对外担保情况, 无重大诉讼或仲裁事项。

根据人民银行征信报告, 截至 2017 年 5 月 31 日, 公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录, 公司过往债务履约情况良好。

总体看, 2016 年, 公司资产对负债的保障程度有所增加, 盈利对利息保障程度较好, 但盈利对债务的覆盖程度较低且有所下降; 公司直接融资和间接融资能力较强, 整体偿债能力很强。

七、跟踪债券偿债能力分析

资产情况来看, 截至 2016 年底, 公司可快速变现资产为 335.70 亿元, 为公司债“15 西部 01”和“15 西部 02”待偿本金 (40.00 亿元) 的 8.39 倍, 较 2015 年提升 0.42 倍, 公司可快速变现资产对公司债本金的覆盖度较好; 净资产 (母公司口径) 118.27 亿元, 为公司债待偿本金合计 (40.00 亿元) 的 2.96 倍, 公司较大规模的可快速变现资产和净资产能够对“15 西部 01”和“15 西部 02”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看, 2016 年, 公司 EBITDA 为 22.71 亿元, 为待偿本金合计 (40.00 亿元) 的 0.57 倍, 公司 EBITDA 对“15 西部 01”和“15 西部 02”本金的覆盖程度一般。从现金流情况来看, 公司 2016 年经营活动产生的现金流净额为 -52.37 亿元, 无法覆盖“15 西部 01”和“15 西部 02”的本金。

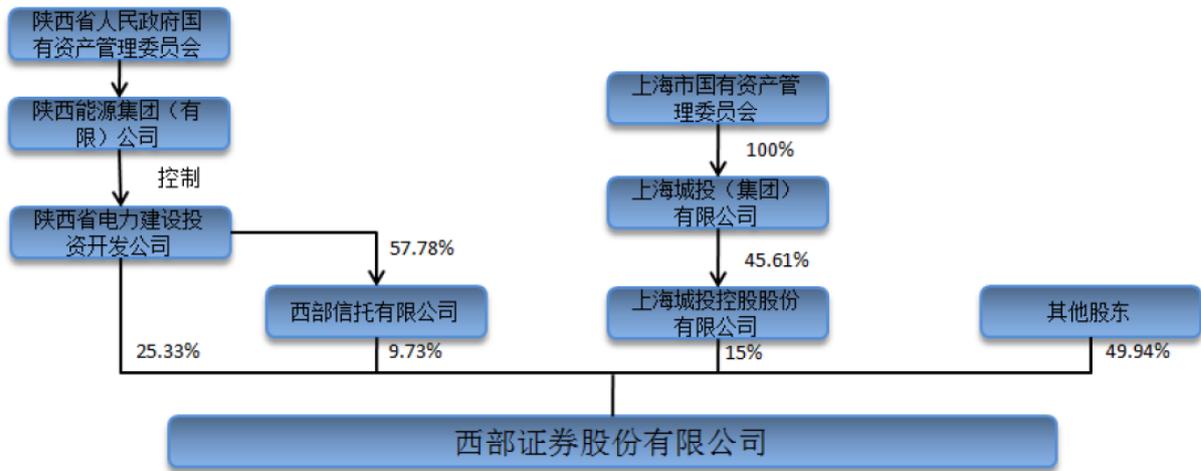
综合以上分析, 考虑到公司作为全国性综合类 A 股上市证券公司之一, 在资本实力、业务规模和业务创新等方面具有优势, 随着 2017 年配股再融资完成, 公司资本实力明显提升, 因此公司对“15 西部 01”和“15 西部 02”的偿还能力极强。

八、综合评价

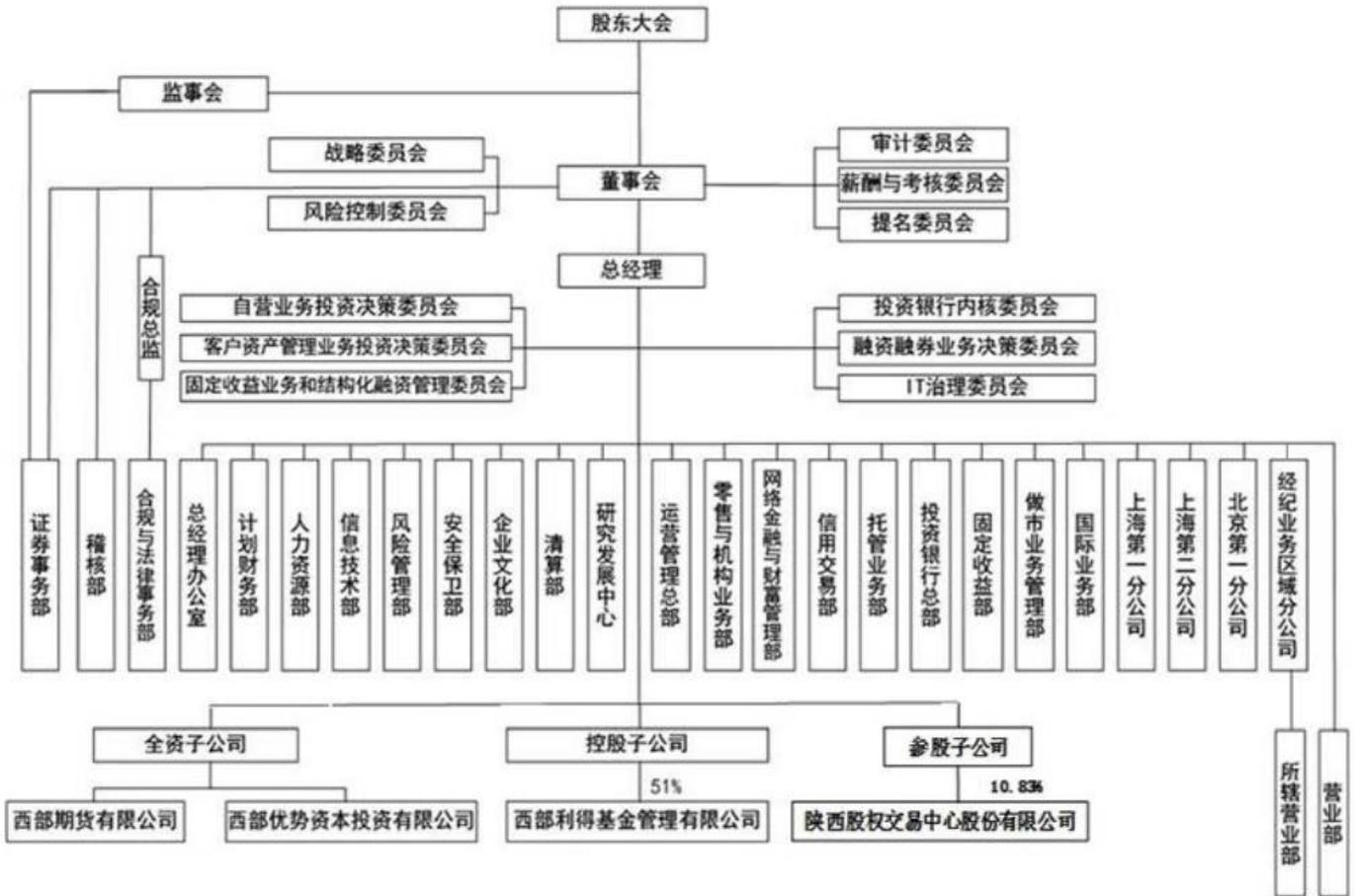
西部证券作为全国性综合类 A 股上市公司之一, 具有较强竞争实力, 在陕西省内保持明显区域优势。2016 年, 公司继续推动战略转型及业务结构调整, 在证券市场环境整体低迷的情况下, 公司整体营业收入及利润表现优于行业平均水平, 投行业务和信用交易业务发展态势较好。截至 2016 年底, 公司资产流动性、资本充足性维持较好水平。另外, 2017 年 4 月, 公司完成配股公开发行股票工作, 募集资金共计 48.52 亿元, 资本实力显著提升。同时, 联合评级也关注到经济周期波动、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能会对公司经营带来的不利影响。

综上, 联合评级上调公司主体长期信用等级为“AAA”, 评级展望“稳定”; 同时上调“15 西部 01”、“15 西部 02”债项信用等级至“AAA”。

附件 1 2016 年末西部证券股份有限公司股权结构图



附件 2 西部证券股份有限公司组织结构图



附件 3 西部证券股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
自有资产（亿元）	362.60	356.69	355.72
自有负债（亿元）	240.66	231.93	229.09
自有资产负债率（%）	66.37	65.02	64.40
可快速变现资产	318.89	335.70	--
总债务（亿元）	214.81	208.64	202.29
净资本（亿元）	123.39	118.27	120.84
净资产（亿元）	121.46	124.11	125.99
净资本/各项风险准备之和（%）	323.52	256.15	289.06
净资本/净资产（%）	101.59	95.29	95.91
净资本/负债（%）	50.93	51.86	53.53
净资产/负债（%）	50.14	54.42	55.81
营业费用率（%）	47.09	54.26	61.86
平均净资产收益率（%）	22.35	9.02	1.44
EBITDA（亿元）	34.44	22.71	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.70	3.10	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.11	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.86	0.57	--

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
年均增长率	$[(\text{本期/前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-应付合并结构性主体权益持有者款项
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-应付合并结构性主体权益持有者款项
自有资产负债率	自有负债/自有资产 $\times 100\%$
营业利润率	营业利润/营业收入 $\times 100\%$
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入 $\times 100\%$
营业费用率	业务及管理费/营业收入 $\times 100\%$
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产 $\times 100\%$
平均净资产收益率	净利润/平均净资产 $\times 100\%$
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+融出资金+买入返售金融资产+可供出售金融资产 -客户资金存款-客户备付金-扣除不能快速变现的投资资产

注：全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债（已剔除第三方投资者在结构化主体中享有的权益）

长期债务=长期借款+应付债券

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。