

山西证券股份有限公司 2020 年面向专业投资者 公开发行次级债券信用评级报告

项目负责人：郑耀宗 yzzheng@ccxi.com.cn

郑耀宗

项目组成员：周子健 zjzhou@ccxi.com.cn

周子健

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 7 月 21 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]2579D 号

山西证券股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“山西证券股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行次级债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；本次次级债券信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月三十一日



发行要素

发行主体	本次规模	发行期限	偿还方式	清偿顺序	资金用途
山西证券股份有限公司	不超过50亿元(含50亿元)	不超过5年期(含5年)	每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付	本次债券本金和利息的清偿顺序排在发行人的存款人和一般债权人之后,股权资本之前,本次债券与发行人已发行、未来可能发行的与本次债券偿还顺序相同的其他次级债务处于同一清偿顺序。	补充公司流动资金

评级观点: 中诚信国际评定山西证券股份有限公司(以下称“山西证券”、“公司”或“发行人”)主体信用等级为AAA,评级展望为稳定;评定“山西证券股份有限公司2020年面向专业投资者公开发行次级债券”(以下称“本次债券”)信用等级为AA⁺。中诚信国际肯定了山西证券有效的资本补充机制、较强的股东实力、突出的区域竞争优势、多条线业务共同发展及畅通的融资渠道等正面因素对公司业务发展及信用水平的良好支撑作用;同时,中诚信国际关注到,行业竞争日趋激烈、经营稳定性存在一定压力及业务发展对风险管理提出更高要求对公司经营及信用状况形成的影响。

概况数据

山西证券	2017	2018	2019	2020.03
资产总额(亿元)	516.51	572.45	556.96	622.66
股东权益(亿元)	132.64	129.97	132.16	134.62
净资产(亿元)	76.58	89.07	89.86	--
营业收入(亿元)	43.93	68.51	51.02	8.59
净利润(亿元)	4.42	2.19	5.20	2.17
平均资本回报率(%)	3.37	1.67	3.97	--
营业费用率(%)	32.96	20.54	30.72	52.80
风险覆盖率(%)	214.37	210.59	219.86	--
资本杠杆率(%)	20.73	16.08	16.60	--
流动性覆盖率(%)	335.37	181.25	227.65	--
净稳定资金率(%)	136.43	158.00	170.10	--
EBITDA利息覆盖倍数(X)	1.66	1.30	1.63	--
总债务/EBITDA(X)	13.48	20.75	15.58	--

注:[1]数据来源为公司公开披露的2017年、2018年、2019年审计报告及2020年一季度报表;[2]公司净资产及风险控制指标按照母公司口径;[3]本报告中引用数据除特别说明外,均为中诚信国际统计口径,其中“--”表示不适用、数据不可比或不披露,特此说明。

资料来源:山西证券,中诚信国际整理

正面

■ **有效的资本补充机制。**公司通过内生资本的不断累积实现资本实力的增长;2020年6月完成配股发行,资本得到进一步补充。

■ **股东实力较强。**控股股东山西金融投资控股集团有限公司(以下简称“山西金控”)是集多个金融业态于一体的省属地方金融控股集团,综合实力较强,同时与公司业务形成较多协同。

同行业比较

2019年主要指标	山西证券	国海证券	天风证券	渤海证券	浙商证券
总资产(亿元)	556.96	663.08	599.20	529.38	674.04
净资产(亿元)	89.86	120.36	87.52	154.50	125.11
净利润(亿元)	5.20	5.44	4.21	9.40	9.68
平均资本回报率(%)	3.97	3.81	2.34	4.68	6.79
风险覆盖率(%)	219.86	206.15	170.72	20.92	289.86

注:“国海证券”为“国海证券股份有限公司”简称;“天风证券”为“天风证券股份有限公司”简称;“渤海证券”为“渤海证券股份有限公司”简称;“浙商证券”为“浙商证券股份有限公司”简称。

资料来源:中诚信国际整理

■ **区域竞争优势突出。**公司持续深耕山西市场,山西省内机构和零售客户资源丰富,特别在经纪业务、投行业务等方面拥有地域与品牌优势。

■ **多条线业务共同发展。**近年来公司加大固定收益类投资业务投入,积极拓展贸易金融业务,证券自营业务业绩有所增长;资产管理业务加快转型创新,提升主动管理能力,板块收入保持较快增长;同时拓展仓单业务规模,业务持续多元化发展。

■ **融资渠道畅通。**作为A股上市公司,公司融资渠道包括银行授信、债券发行、同业拆借和股票市场再融资等,备用流动性较充足。

关注

■ **本次债券存在次级条款。**本次债券本金和利息的清偿顺序排在发行人的存款人和一般债权人之后,股权资本之前。

■ **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、商业银行等金融机构的竞争。

■ **经营稳定性存在一定压力。**宏观经济和证券市场的波动性对公司经营稳定性及持续盈利能力构成一定压力。

■ **业务发展对风险管理提出更高要求。**2019年公司开展的仓单业务出现风险事件并产生亏损,创新业务及国际化的拓展对公司内部控制、风险管理水平和合规运营能力提出更高要求。

评级展望

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

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

发行主体概况

山西证券股份有限公司（以下简称“山西证券”或“公司”）前身为山西省证券公司，成立于 1988 年 7 月，注册资金 1,000 万元，为中国人民银行山西省分行全资子公司。后经历多次股权变更与增资扩股，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。后经过多次增发，截至 2020 年 3 月末，公司注册资本为 28.29 亿元，2020 年 6 月 29 日，公司完成配股发行，募集资金 38.05 亿元，截至 2020 年 6 月末，公司注册资本增加至 35.90 亿元，公司控股股东仍为山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控”），持股比例 31.34%；山西省财政厅持有山西金控 100% 的股权，为公司实际控制人。

表 1：截至 2020 年 6 月末公司前五大股东情况

股东名称	持股比例 (%)
山西金融投资控股集团有限公司	31.34
太原钢铁（集团）有限公司	10.22
山西国际电力集团有限公司	5.55
中央汇金资产管理有限责任公司	1.47
中吉金投资资产管理有限责任公司—中吉金投一稳赢 2 号投资基金	1.27
合计	49.85

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

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 2020 年 3 月末，公司在全国已设立 128 家证券营业部，其中 64 家营业网点分布在山西省内。公司通过六个控股子公司，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、投资与资产管理、另类投资和软件开发等业务。

表 2：截至 2020 年 3 月末公司控股子公司情况

全称	简称	持股比例 (%)
中德证券有限责任公司	中德证券	66.70
格林大华期货有限公司	格林大华	100.00
山证国际金融控股有限公司	山证国际	100.00
山证投资有限责任公司	山证投资	100.00
山证创新投资有限公司	山证创新	100.00
山证科技（深圳）有限公司	山证科技	100.00

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司总资产 556.96 亿元，股东权益 132.16 亿元；剔除代理买卖证券款后，公司总资产 455.47 亿元。2019 年，公司实现营业收入 51.02 亿元，净利润 5.20 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司总资产 622.66 亿元，股东权益 134.62 亿元；剔除代理买卖证券款后，公司总资产 512.15 亿元。2020 年 1-3 月公司实现营业收入 8.59 亿元，净利润 2.17 亿元。

本次债券概况

本次债券的发行规模为不超过 50 亿元（含 50 亿元），可一次或分期发行。本次债券期限为不超过 5 年期（含 5 年），可以为单一期限品种，也可以是多种期限的混合品种，并可设计投资者回售权、发行人调整利率选择权等条款。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券本金和利息的清偿顺序排在发行人的存款人和一般债权人之后，股权资本之前，本次债券与发行人已发行、未来可能发行的与本次债券偿还顺序相同的其他次级债务处于同一清偿顺序。除非发行人结业、倒闭或清算，投资者不能要求发行人加速偿还本次债券的本金。本次债券为无担保债券。本次债券所募集资金将用于补充公司流动资金。

宏观经济与政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶

段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、

保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

行业环境

2019 年以来市场行情总体有所回暖；多层次资本市

市场体系建设逐步深入；券商收入结构有所优化但对经纪业务依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响

证券行业的运营表现与宏观经济环境高度相关。2016年底，中央经济工作会议定调，要稳中求进、去杠杆，大力发展实体经济，2017年A股出现慢牛格局。2017年全年，上证指数全年振幅13.98%，截至2017年末，上证综指收盘收于3,307.17点，较年初上涨6.56%。2018年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，上证综指震荡下跌，截至2018年末，上证综指收盘于2,493.90点，较年初下跌24.59%。2019年以来，国内财政政策整体趋于宽松，市场情绪回暖，风险偏好提升，但结构性问题依然存在，国内外环境呈现不确定性，A股市场一季度呈现活跃，之后受到国内外宏观因素的影响出现持续波动，但市场行情总体回暖，年末上证综指收于3,050.12点，较上年末涨幅22.30%。

图1：2014-2019 上证综合指数变化趋势图



资料来源：Wind，中诚信国际整理

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。2016年以来，IPO审核提速，截至2016年末，我国境内上市公司数（A、B股）增至3,052家，总市值下降至50.82万亿元。2017年前三季度，IPO审核提速，2017年10月新一届发审委履职以来，IPO审核通过率大幅降低，2017年IPO企业数量创下历史记录。截至2017年末，我国境内上市公司数（A、B股）增至3,485家，总

市值下降至44.93万亿元。2018年，IPO审核趋严，众多企业主动终止审查、放弃IPO，同时IPO审核趋缓，IPO过会企业数量大幅减少。截至2018年末，我国境内上市公司数（A、B股）3,584家，总市值下降至43.49万亿元。2019年，市场行情好转，但传统股权融资仍旧较为低迷，科创板尚未对券商投行收入产生影响。截至2019年末，我国境内上市公司数（A、B股）3,777家，2019年以来，受益于股票市场有所回暖，总市值较上年末增加36.44%至59.29万亿元。与此同时，随着证券市场的发展，证券投资品种日趋多元化，基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展，多层次资本市场体系建设逐步深入。

表3：2016-2019 股票市场主要指标（单位：家、万亿元）

指标	2016	2017	2018	2019
上市公司总数	3,052	3,485	3,584	3,777
总市值	50.82	44.93	43.49	59.29
总成交额	127.38	112.46	90.17	127.46

资料来源：Wind，中诚信国际整理

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。2016年，证券市场整体较为低迷，两市成交额为127.38万亿元，较上年大幅减少49.94%。2017年全年两市成交额112.46万亿元，同比减少11.71%。2018年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，证券市场交易更为低迷，两市成交额90.17万亿元，同比减少19.82%。2019年，证券市场回暖，股票交易复苏，当期两市成交额127.46万亿元，同比增加41.36%。

从券商业务结构来看，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看，虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势，收入结构得到优化，但从绝对占比看，仍较大程度的依赖于传统的经纪业务和自营业务，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。受二级市场成交量及债券承销业务量下滑共同影响，2017年证券公司实现净利润1,129.95亿

元，同比减少 8.47%。受经济环境及监管政策影响，证券公司业绩持续承压，2018 年证券公司实现净利润 666.20 亿元，同比减少 41.04%。2019 年，随着资本市场走强及交投活跃度提升，证券公司收入及利润均实现大幅增长，当年全行业实现净利润 1,230.95 亿元，同比增长 84.77%。

图 2：2014-2019 证券公司营业收入和净利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，将证券公司分为 A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起，证监会每年对证券公司进行分类评价，以确定其风险管理能力和合规管理水平。2017

年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，提出全面风险管理；新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项；提高净资本加分门槛等。在 2017 年分类评价中，有 97 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 48 家、C 类有 9 家，评级最高的 AA 级有 11 家。在 2018 年 7 月发布的分类评价中，共有 98 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 49 家、C 类有 8 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级有 12 家。2018 年的分类评价结果与 2017 年相比，有 24 家评级上升、24 家评级下滑、48 家评级持平，并首次出现了 D 类评级。2019 年 7 月，证监会公布了最新一期证券公司分类结果，其中 A 类有 38 家、B 类有 50 家、C 类有 8 家、D 类有 2 家，评级最高的 AA 级减少至 10 家，与 2018 年相比，有 19 家评级上调，28 家评级下滑，51 家评级持平。

受市场环境及监管趋严等因素影响，近年来证券行业营业收入和净利润呈下降趋势，行业竞争日趋激烈。随着业务资格普及，证券公司牌照红利逐渐弱化，大型综合类证券公司在业务布局、渠道建设、风控能力等方面拥有较大优势，市场集中度呈上升趋势。未来，中小型证券公司竞争将更为激烈，推动证券行业加快整合。总体来看，证券行业竞争将更为激烈，大型证券公司优势将进一步扩大，证券行业整合速度将有所提升。

表 4：近年来证券业主要行业政策

时间	文件	说明
2015 年 1 月	《公司债券发行与交易管理办法》	扩大发行主体范围至所有公司制法人，同时全面建立非公开发行制度，增加债权交易场所，简化发行审核流程，加强市场监管等。
2015 年 5 月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》	规范证券公司、基金管理公司子公司等相关主体开展资产证券化业务，保障投资者的合法权益。
2015 年 5 月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》	规范和指导资产证券化业务的尽职调查工作，提高尽职调查工作质量。
2015 年 7 月	《香港互认基金管理暂行规定》	规范香港互认基金在内地（指中华人民共和国的全部关税领土）的注册、销售、信息披露等活动。
2016 年 10 月	《证券公司风险控制指标管理办法》	建立以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系。
2017 年 1 月	《证券公司私募投资基金子公司管理规范》	规范证券公司私募投资基金子公司行为，有效控制风险。

2017年6月 (2017年10月 执行)	《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》	明晰董事会、监事会、高级管理人员、合规负责人等各方职责，提高合规履职保障，加大违法违规追责力度等措施，切实提升公司合规管理有效性，不断增强公司自我约束能力，促进行业持续健康发展。
2017年7月	《关于修改〈证券公司分类监管规定〉》	促进证券公司提升全面风险管理能力，鼓励证券公司做优做强主营业务。
2017年11月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	确立资管产品的分类标准，降低影子银行风险，减少流动性风险，打破刚性兑付，控制资管产品的杠杆水平，抑制多层嵌套和通道业务，切实加强监管协调，合理设置过渡期。
2017年12月	《规范债券市场参与者债券交易业务的通知（银发[2017]302号文）》	督促各类市场参与者加强内部控制与风险管理，健全债券交易相关的各项内控制度，规范债券交易行为，并将自身杠杆操作控制在合理水平。
2018年1月	《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》	加强证券公司尽职调查要求；加强对融出资金监控；细化风控指标要求。此规定于2018年3月12日实施。
2018年3月	《证券公司股权管理规定》（征求意见稿）	第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股，股东在股权锁定期内不得质押所持证券公司相关股权。
2018年4月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	廓清资管行业和资管产品本质，并对刚兑和资金池概念进行界定，为后续资管行业规范设立标准，主要对阻断监管嵌套、打破刚兑、非标处置等方面做出规定，过渡期延长至2020年底。
2018年5月	《外商投资证券公司管理办法》	加强和完善对外商投资证券公司的监督管理，明确外商投资证券公司的设立条件和程序。
2018年9月	《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》	规范证券公司、证券投资基金管理公司在境外设立、收购子公司或者参股经营机构的行为。
2019年3月	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共2+6+1个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定。
2019年7月	《证券公司股权管理规定》	主要从股东资质及出资来源等方面进行了要求。第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股。
2019年8月	修订《融资融券交易实施细则》	取消最低维持担保比例要求，完善维持担保比例计算公式，将融资融券标的股票数量由950只扩大至1,600只。
2019年8月	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	对高分类评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。
2019年12月	修订《证券法》	推行证券发行注册制；进一步加强信息披露义务人的信息披露责任；增设投资者保护专章，加强投资者保护力度；加大对违反证券法律行为的处罚力度；优化债券公开发行条件；取消现行规定下的暂停上市制度，推行更加严格的退市制度。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

业务运营

近年来，公司业务稳步发展，经营指标行业排名较为稳定。2019年，公司总资产、净资产和净资本排名分列第31位、第37位和第40位，营业收入和净利润排名分列第40位和第45位。公司总资产和净资本规模在业内处于相对领先地位，有利于公司在满足外部监管的条件下，推动各项业务的发展。2017年主要受投行业务处罚及新三板投资者适当性管理警告等合规因素影响，根据修订后《证券公司分类监管规定》，公司获得B类B级，2018年公司分类评级重回A类A级，2019年为B类BBB级。

表 5：2017-2019 年公司经营业绩排名

	2017	2018	2019
营业收入排名	23	17	40
净利润排名	43	42	45
净资本排名	48	43	40
净资产排名	34	34	37
总资产排名	33	27	31

资料来源：中国证券业协会，中诚信国际整理

作为国内综合类券商，山西证券业务资质较为齐全，下辖财富管理、投资管理、资产管理、投融资、研究、期货和国际业务等板块。公司主营业务由母公司及下属控股子公司共同开展。2019年公司实现营业收入51.02亿元，同比减少25.53%，主要系当年大宗商品交易及风险管理业务收入降幅较大所致。从公司的收入结构来看，财富管理业务、

自营业务、资产管理业务和投资银行业务等收入均有所增长，在营业收入中的占比分别为 13.70%、17.64%、3.40%和 8.39%；大宗商品交易及风险管理业务收入和期货经纪业务收入出现下滑，占比分别为 52.05%和 3.79%。2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 8.59 亿元。

表 6：2017-2019 年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

营业收入	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财富管理业务	7.74	17.63	6.30	9.20	6.99	13.70
自营业务	4.08	9.28	4.14	6.05	9.00	17.64
资产管理业务	1.22	2.78	1.47	2.15	1.74	3.40
投资银行业务	6.42	14.62	3.66	5.35	4.28	8.39
期货经纪业务	3.80	8.65	2.53	3.69	1.93	3.79
大宗商品交易及风险管理业务	20.82	47.39	51.15	74.66	26.56	52.05
其他	(0.15)	(0.34)	(0.75)	(1.10)	0.53	1.04
营业收入	43.93	100.00	68.51	100.00	51.02	100.00
其他业务成本	21.27		50.44		26.86	
经调整后的营业收入	22.66		18.07		24.16	

注：上表加总数如与合计数不一致，均系四舍五入所致
资料来源：山西证券，中诚信国际整理

持续深化财富管理转型及科技金融模式创新；加强两融精细化管理；出于严控风险的考虑压缩股票质押业务规模，优化项目结构

公司财富管理业务主要包括证券经纪、投资顾问、销售本公司及其他金融机构开发的金融产品、

表 7：2017-2019 年以及 2020 年 1-3 月公司代理买卖证券交易金额（单位：亿元、%）

证券种类	2017		2018		2019		2020.1-3	
	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）	9,897.80	0.44	7,305.17	0.40	10,232.04	0.40	3,937.50	0.39
基金	880.90	0.44	1,109.43	0.54	218.89	0.12	81.78	0.13
债券	6.24	-	18.12	-	40.48	-	57.29	-

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

融资融券业务方面，2019 年受 A 股市场行转暖影响，公司融资融券业务规模有所回升。截至 2019 年末，公司融资融券余额为 49.96 亿元，同比

融资融券、股权质押、约定式购回、互联网金融服务等。

证券经纪业务是公司的核心基础业务，是公司重要的收入来源之一。截至 2020 年 3 月末，公司在国内设立 128 家证券营业部，其中，在山西省内有 64 家，山西省外 64 家主要分布于北京、上海、广东、浙江、重庆、辽宁、河北、山东、江苏、河南、湖南等省份及直辖市，形成了以国内主要城市为前沿，重点城市为中心，覆盖山西、面向全国的业务发展框架。此外，截至 2020 年 3 月末公司已设立期货营业网点 25 家，其中山西省外网点主要分布于国内一、二线城市。随着证券市场整体行情回暖，2019 年公司财富管理业务实现营业收入 6.99 亿元，同比增长 10.95%；占营业收入的比重为 13.70%，是公司利润的重要来源。

证券经纪业务方面，近年来公司证券经纪业务持续完善多元化产品供给体系，创新投顾服务模式，加强 APP 平台建设，优化考核体系，推进网点建设，持续积极寻求转型。公司在山西省内竞争优势明显，2019 年证券经纪业务在山西省的市场占有率为 34.18%。2019 年，公司代理买卖股基交易额 1.05 万亿元，同比增长 24.41%，其中股票交易市场份额与上年持平，基金交易额及市场份额下降较快；平均佣金率较上年继续下降 0.01 个百分点至 0.34%。2020 年一季度，公司代理买卖股基交易额 0.40 万亿元，股票交易市场份额较上年末下降 0.01 个百分点。

增长 18.95%，整体维持担保比例为 260.56%；全年实现利息收入 3.73 亿元，同比增加 2.75%。2020 年以来公司融资融券业务规模维持增长态势，截至

2020年3月末融资融券余额为53.38亿元，较上年末增长6.85%。

股票质押式回购业务方面，2018年以来个股风险事件频发，监管亦进一步加强股票质押业务规范管理，出台一系列股票质押新规。公司出于审慎原则谨慎开展业务，业务规模持续压缩，2019年末待购回金额8.79亿元，较上年末减少44.30%，整体履约保障比例为314.63%；全年实现利息收入0.98亿元，同比减少59.76%。截至2020年3月末，公司股票质押待购回金额为9.90亿元，较上年末增长12.63%，2020年一季度实现利息收入0.15亿元。

表8：2017-2019年以及2020年1-3月信用业务开展情况
(单位：亿元、个、户、%)

	2017	2018	2019	2020.1-3
融资融券业务				
开户营业部数量	86	103	114	116
信用账户数量	47,111	47,336	48,571	48,852
融资融券余额	54.64	42.00	49.96	53.38
利息收入	4.05	3.63	3.73	0.95
股票质押式回购业务				
待购回金额	33.54	15.78	8.79	9.90
利息收入	0.75	1.64	0.98	0.15

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

机构业务方面，公司机构业务对外统筹客户需求，对内整合公司资源，为政府及企业、同业机构、私募基金等各类机构客户提供综合金融服务。截至2019年末，公司累计为117只私募基金提供综合服务，存续产品33只，年末资产规模28.47亿元；PB系统存量产品37只，年末资产规模6.40亿元。

投资银行业务积极拓展科创板项目，但股权类承销项目数量及金额大幅下滑；债务融资方面深耕地方政府债承销，业绩显著提升；新三板业务围绕省内项目资源，重点服务中小企业

公司投资银行业务主要由控股子公司中德证券运营，2019年中德证券继续坚持“控风险、稳经营”的工作目标，优化业务布局，夯实项目基础。

股票主承销业务方面，2019年公司完成主承销

家数4家，其中3家IPO、1家增发，IPO和增发承销规模均有较大下滑，总承销金额同比大幅减少68.56%至20.69亿元。债券主承销方面，2019年公司完成债券主承销项目29家，同比增长52.63%，承销金额同比大幅提升140.70%至302.68亿元。财务顾问业务方面，2019年公司完成财务顾问业务40笔，实现净收入0.70亿元，同比减少28.57%。

新三板业务方面，经过多年持续积累，公司新三板业务在国内重点经济区域及山西省内积累了较为丰富的中小企业客户，拓展了具有良好业务衍生能力的综合资源端，2019年公司加大对国内重点区域及山西省内中小企业的综合金融服务力度。特别是随着新三板市场改革政策的陆续出台，持续强化信息系统建设、合格投资者开发及管理、制度优化和精选层项目辅导等工作。2019年，公司新增新三板挂牌项目5家，辅导5家挂牌企业募集资金1.85亿元。同时完成山西省内中小微企业股改112家，推荐107家中小微企业在山西股权交易中心挂牌展示。

2020年一季度，公司尚未完成股票主承销业务；完成债券主承销项目12家，承销金额178.20亿元；完成财务顾问业务3家，实现净收入0.02亿元。

表9：2017-2019年以及2020年1-3月投资银行业务情况
(单位：家、期、亿元)

		2017	2018	2019	2020.1-3
股票承销保荐	主承销家数	15	7	4	0
	主承销金额	117.65	65.81	20.69	0
债券承销	主承销期数	19	19	29	12
	主承销金额	182.84	125.75	302.68	178.20
财务顾问	项目家数	61	44	40	3
	业务净收入	0.54	0.98	0.70	0.02

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

受资管新规影响，资产管理规模有所下降，公司持续提升主动管理、资产配置等核心能力；公募基金业务管理规模增长较快

近年来公司加快转型创新步伐，持续坚持专业化、差异化、市场化、集约化发展策略，以固定收

益和资产证券化业务为核心，权益投资、实业融资等为辅助，加快推进条线整合、产品创设、团队搭建，不断提高主动管理能力。截至2020年3月末，公司存续资产管理产品103只，管理规模380.67亿

元，其中，主动管理类产品存续管理规模为343.77亿元。按产品类型划分，2020年3月末公司集合类产品存续规模110.41亿元，定向类产品存续规模168.15亿元，专项类产品存续规模102.11亿元。

表 10：2017-2019 年以及 2020 年 1-3 月公司资产管理业务情况（单位：个、亿元）

项目	产品数量	2017		2018		2019		2020.1-3				
		规模	净收入	产品数量	规模	净收入	产品数量	规模	净收入	产品数量		
集合资产管理	30	38.33	0.31	40	48.25	0.59	69	102.02	0.81	66	110.41	0.17
定向资产管理	46	407.15	0.16	43	269.18	0.22	35	183.56	0.19	31	168.15	0.04
专项资产管理	2	10.94	0.04	5	87.61	0.04	4	92.41	0.05	6	102.11	0.01
合计	78	456.42	0.51	88	405.04	0.85	108	377.99	1.05	103	380.67	0.22
公募基金管理	4	36.73	0.65	4	34.61	0.50	7	70.83	0.63	8	76.02	0.18

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

2019 年公司公募基金管理业务取得突破，年内成功发行首只超短债基金和 2 只定开型基金，募集资金总规模 10.74 亿元。2020 年 1 月，公司设立首只 ETF 基金，募集资金规模为 2.64 亿元，截至 2020 年 3 月末，共管理 8 只产品，存续规模 76.02 亿元。

权益业务坚持价值投资，以业绩稳定增长的大盘蓝筹投资为主；固收业务抓住阶段性的市场机会，取得了较好的投资业绩；拓展另类投资业务

公司自营业务涵盖权益类和 FICC 类两大领域，其中 FICC 类包括固定收益类投资和贸易金融业务。2019 年，公司自营业务实现营业收入 9.00 亿元，同比大幅增长 117.21%，占营业收入的比重增至 17.64%；证券自营业务营业利润率较高，对公司利润的贡献度继续保持第一位。

权益类投资方面，针对证券市场的剧烈调整，公司继续探索新的盈利模式，重构投研团队，专注于提升投研和资产配置能力，通过调整持仓结构，强化风险管控。截至 2019 年末，公司股票投资余额为 27.44 亿元，2019 年公司权益类投资业务实现收入 1.91 亿元。

固定收益类投资方面，公司始终坚持规范运作，注重合规经营和风险管控，2019 年，公司尝试取得做市商资格，成功加入三大政策性银行金融债承销团，承分销业务取得较快增长。2019 年债券交易额达 55,882.04 亿元，同比增长 30.44%，在证券公司债券交割量排行中位列第 6 位。截至 2019 年末，公司持有的债券余额为 109.90 亿元；全年固定收益类投资业务实现收入 7.09 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司持有的个别债券出现风险，其中计入其他债权投资的风险债券初始投资额共计 2.15 亿元，已计提减值 1.04 亿元。

贸易金融业务方面，公司拥有上海票据交易所会员资格，初步构建了国内票据、国际大宗商品两条业务线，并积极筹备衍生品交易和外汇业务。公司票据业务目前交易业务种类涉及上海票据交易所场内转贴现业务、质押式回购业务、买断式回购业务全种类，交易标的涉及银行承兑汇票及准银行承兑汇票全标的等，公司票据业务信用主体主要为商业银行，整体信用风险较为可控。近年来公司加大票据业务投入，2019 年末票据总持仓 79.07 亿元。

表 11：2017-2019 年公司金融投资业务开展情况（金额单位：亿元、%）

	2017		2018		2019	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
债券	135.03	81.55	156.37	55.06	109.90	46.40

股票	18.25	11.02	20.13	7.09	27.44	11.59
基金	3.80	2.30	3.18	1.12	7.20	3.04
银行理财产品	0.53	0.32	2.54	0.90	1.50	0.63
信托计划	0.99	0.60	1.13	0.40	3.81	1.61
券商资管	2.14	1.29	3.62	1.28	7.93	3.35
票据	79.07	2.93	97.03	34.16	79.07	33.39
其他	0.00	0.00	4.75	0.25	0.00	0.00
合计	165.59	100.00	284.00	100.00	236.85	100.00

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

另类投资业务方面，2019年公司设立另类投资子公司山证创新投资有限公司，构建业务模式，完善组织架构、内部控制和决策体系，同时，积极参与科创板试点业务，“投资+投行”业务联动模式初见成效。

近年来公司积极开展仓单业务，业务收入对整体营业收入贡献较大

公司的期货业务主要通过其全资子公司格林大华开展。截至2020年3月末，格林大华在上海、北京、天津、郑州等地区设有25家营业部。近年来格林大华持续深耕传统期货经纪业务，加大营销培训，提升业务引导力度，同时深挖资产管理业务潜力，优化IB业务结构，持续优化风险管理体系；2019年格林大华实现营业收入25.22亿元，同比减少40.22%，实现净利润-1.08亿元。仓单业务收入是格林大华营业收入的主要构成，2019年市场行情有所波动，公司适度减少仓单业务规模，全年仓单业务销售收入23.90亿元，采购成本23.74亿元，仓单业务开展的同时，在期货端进行保值，仓单保值产生净收益-0.29亿元，仓单业务利润-0.14亿元。期货经纪业务方面，2019年格林大华实现代理成交量3,733.23万手，同比增加17.63%，实现代理成交额28,164.72亿元，同比增长18.82%，实现手续费净收入0.84亿元，同比减少10.52%。

战略规划及管理

制定具有可行性的战略规划，确立了“建设有特色、有品牌、有竞争力的国内一流券商”的战略目标

公司秉承“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，提升公司盈利能力和可持续发展能力。

公司制定了如下的总体业务发展目标以顺应未来行业发展趋势：传统中介业务方面，公司将依托移动互联平台提供一站式金融服务，扩大客户基础，提升客户粘性，建立产品库，合作发展通道类资产管理业务；资本中介业务方面，公司将重点发展两融、股权质押融资、收益凭证等非标资本中介业务，丰富做市品种储备，聚焦负债规模，借势发展，实现产品规模化和批量化；投资业务方面，公司将强化定增业务优势，发展场外衍生品业务配合柜台业务创设产品，打造“投行+投资+后续衍生服务”的盈利模式，增强主动投资能力。

作为上市券商，形成了股东大会、董事会、监事会和经理层相互分离、相互制衡的公司治理结构，公司治理良好；建立了较为健全的管理架构

公司根据《公司法》等相关法规建立了完整有效的法人治理体系，股东大会、董事会、监事会、经营层分权制衡，有效运作。股东大会是公司最高权力机构，对公司的经营方针和计划等进行决策。董事会根据股东大会的决议履行职责，由12名董

事组成,其中内部董事人数不得超过董事人数的1/2,独立董事人数不少于董事会人数的1/3,职工董事1名;设董事长1人,需经中国证监会资格认定。监事会对董事会和董事、高级管理人员履行监督职能;经营层根据董事会的决议具体负责日常经营。

目前,公司已建立了包括公司治理制度、财务管理制度、风险管理制度、内部审计制度和信息披露制度等在内的制度体系,并定期对各项制度进行检查和评估,通过内控制度的及时补充、修订,使公司的内部控制环境得到进一步提升。

在管理架构方面,公司根据自身的业务特点,在总公司层面建立了前、中、后台相互分离的组织结构,前台部门包括财富管理运营部、机构业务部、零售及互金部、信用及衍生品部、金融同业部、私人财富部、投资管理部、固定收益部、金融衍生产品部、国际业务部、公募基金部、柜台交易业务部、贸易金融部、中小企业金融业务部、并购融资部、做市业务部和研究所等;中台部门包括质控督导部、运营管理部等;后台部门包括信息技术部、计划财务部、人力资源部、行政保卫部、综合管理部、风险管理部、合规管理部和稽核审计部等。

分支机构方面,公司下设分公司及营业部,其中在上海设立了资产管理分公司;子公司层面,公司设立了6家一级子公司,业务主要覆盖投行、期货、资产管理、私募股权投资、直接股权投资等专业领域。

建立全面风险管理体系,风险管理全面覆盖各个业务领域

公司按照证监会及相关法律的要求,结合公司实际情况,构建了相对完善的、与公司业务相适应的全面风险管理架构。公司风险管理架构由“董事会下设的风险管理委员会和审计委员会—经营管理层下设的风险管理执行委员会—首席风险官—风险管理部门—各业务部门和职能部门下设的风控专员”五级架构组成,将风险管理及控制活动覆盖公司所有业务部门、分支机构和全体员工,并贯

穿于决策、执行、监督、反馈等各个环节,确保决策科学、运营规范、管理高效和健康发展,保证公司开展的各项业务风险可控、可测、可承受。

公司通过在市场风险、信用风险、流动性风险和操作风险等细分风险领域实施管控,全面覆盖各个业务领域,不断完善风险管理体系和运行机制。

财务分析

以下分析基于山西证券提供的毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)审计的2017年度、2018年度、2019年度审计报告以及未经审计的2020年一季度财务报表,已审计财务报告的审计意见类型均为标准无保留;其中2017年财务数据为2018年审计报告期初数;2018年财务数据为2019年审计报告期初数;2019年财务数据为2019年审计报告期末数。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。

盈利能力

2019年市场行情整体回暖,公司经纪、投行等业务稳步发展;受仓单业务收入下滑影响,营业收入有所下降,但净利润指标有所改善

公司整体的盈利状况变化趋势和证券市场的走势具有较大的相关性。在经历2018年宏观经济总体下行、中美贸易摩擦升级、证券市场行情低迷等多重不利因素影响之后,2019年市场行情有所好转,公司各业务条线盈利同比均有所增长,但受子公司格林大华开展的仓单业务收入减少影响,2019年全年公司实现营业收入51.02亿元,同比下降25.53%。

从营业收入构成来看,公司收入主要来自手续费及佣金净收入、投资净收益、利息净收入和其他业务收入。2019年公司实现手续费及佣金净收入11.74亿元,同比增加41.82%,在营业收入中的占比较上年上升10.93个百分点至23.01%。具体来看,公司的手续费及佣金净收入主要来源于经纪业务、

投行业务以及资产管理业务。证券经纪业务净收入受市场行情波动影响较大，2019年证券市场在一季度走强后持续波动，全年成交量有所回暖，2019年公司实现经纪业务净收入4.31亿元，同比增加13.20%。投资银行业务方面，2019年因科创板设立并试点注册制，IPO发行节奏加快，发行规模出现较大幅度增加，同时受央行降准等政策影响，债券一级市场融资规模明显增长，受此影响，2019年公司实现投资银行业务净收入5.72亿元，同比增加85.83%，在总营业收入中的占比增加6.72个百分点至11.22%。资产管理业务方面，公司资产管理业务收入主要包括管理费收入和业绩报酬及手续费收入。2019年，继续受“去通道、降杠杆”及“扩大主动管理规模、发展权益产品”等行业环境的综合影响，公司资产管理业务持续回归业务本源，并积极提升主动管理能力，全年实现资产管理业务净收入0.91亿元，同比增加7.85%，在营业收入中的占比上升0.55个百分点至1.79%。

投资收益及公允价值变动收益方面，由于2019年执行新金融工具准则后，债权投资和其他债权投资持有期间利息计入利息收入，且随着公司处置金融工具产生的收益有所减少，2019年投资收益同比

减少29.03%至10.64亿元；同时，由于二级市场回暖等因素影响，公司交易性金融资产公允价值变动扭亏为盈，年内公允价值变动收益由上年的-1.37亿元增加至2.57亿元。受上述因素共同影响，公司实现投资净收益（含公允价值变动损益）13.21亿元，同比减少3.01%；在营业收入中的占比较上年上升6.01个百分点至25.88%。

利息净收入方面，公司利息收入主要为信用业务利息收入及金融同业利息收入，利息支出主要为债券、卖出回购金融资产款及拆入资金利息支出。2019年主要受执行新金融工具准则后，公司将债权投资和其他债权投资持有期间利息计入利息收入的影响，公司实现利息收入10.83亿元，同比增加1.54%，同时受短期融资款利息支出减少影响，2019年实现利息支出为12.25亿元，同比减少2.71%，受此影响，公司净利息收入由2018年的-1.93亿元增至2019年的-1.43亿元。

其他业务方面，受子公司格林大华开展的仓单业务收入下滑影响，公司实现其他业务收入27.26亿元，同比减少43.69%，在营业收入中的占比较上年下降17.23个百分点至53.43%。

表 12：2017-2019 年及 2020 年 1-3 月公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2017		2018		2019		2020.1-3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	1,168.18	26.59	827.73	12.08	1,173.92	23.01	284.44	33.13
其中：证券经纪业务净收入	476.21	10.84	287.48	4.20	347.65	6.81	188.21	21.92
投资银行业务净收入	565.21	12.87	308.06	4.50	572.46	11.22	52.13	6.07
资产管理业务净收入	55.82	1.27	84.46	1.23	91.09	1.79	21.40	2.49
投资收益及公允价值变动损益	1,037.56	23.62	1,361.55	19.87	1,320.51	25.88	570.32	66.43
利息净收入	56.43	1.28	(193.10)	(2.82)	(142.57)	(2.79)	(26.51)	(3.09)
其他业务收入	2,126.81	48.41	4,840.94	70.66	2,725.97	53.43	35.96	4.19
汇兑损益	(2.81)	(0.06)	0.46	0.01	(9.87)	(0.19)	(5.73)	(0.67)
其他收益	6.36	0.14	13.91	0.20	30.35	0.59	0.03	0.00
资产处置收益	0.47	0.01	(0.34)	(0.01)	3.88	0.08	0.00	0.00
营业收入合计	4,393.00	100.00	6,851.14	100.00	5,102.18	100.00	858.51	100.00

注：因四舍五入原因，分项加总与合计数存在差异

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

营业成本方面，由于证券公司各项业务均具有

知识密集型的特征，人力成本在公司营业支出中占

比相对较高，且具有一定的刚性，2019年与营业收入相关的职工薪酬增加致使业务及管理费较上年增长 11.40%至 15.67 亿元。同时受营业收入减少影响，公司营业费用率较上年增加 10.18 个百分点至 30.72%。公司 2019 年计提信用减值损失 1.77 亿元，转回其他资产减值损失 0.18 亿元。此外，2019 年其他业务成本减少 23.58 亿元至 26.86 亿元，主要系子公司大宗商品交易及风险管理业务规模减少所致。

受以上因素共同影响，2019 年公司盈利水平显著提升，全年实现净利润 5.20 亿元，同比大幅增加 137.15%。考虑到其他债权投资及其他权益工具投资公允价值变动等的影响，2019 年公司实现综合收益 4.11 亿元，同比增加 182.86%。2019 年平均资产回报率和平均资本回报率分别为 1.10%和 3.97%，分别较上年上升 0.60 和 2.30 个百分点。

2020 年 1-3 月，公司实现手续费及佣金净收入 2.84 亿元，相当于 2019 年全年手续费及佣金净收入的 24.23%，其中证券经纪业务净收入、投资银行业务净收入以及资产管理业务净收入分别为 1.88 亿元、0.52 亿元以及 0.21 亿元。2020 年 1-3 月，公司实现利息净收入-0.27 亿元，实现投资收益（含公允价值变动）5.70 亿元。同时，2020 年 1-3 月公司发生业务及管理费 4.53 亿元，相当于 2019 年的 28.92%，受仓单业务收入大幅减少影响，营业费用率较年初增长 22.08 个百分点至 52.80%。受上述因素共同影响，2020 年 1-3 月公司实现净利润 2.17 亿元，相当于 2019 年全年净利润的 41.80%。此外，考虑到其他权益工具投资公允价值变动收益，公司同期实现综合收益 2.46 亿元，相当于 2019 年综合收益总额的 59.93%。

表 13：2017-2019 年及 2020 年 1-3 月主要盈利指标
 （单位：亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1-3
经调整后的营业收入	22.66	18.07	24.16	8.24
业务及管理费	(14.48)	(14.07)	(15.67)	(4.53)
营业利润	6.30	2.86	6.68	3.03
净利润	4.42	2.19	5.20	2.17

综合收益	5.49	1.45	4.11	2.46
平均资产回报率	1.16	0.50	1.10	--
平均资本回报率	3.37	1.67	3.97	--
营业费用率	32.96	20.54	30.72	52.80

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

资产质量和资本充足性

资产规模略有收缩，金融资产以债券投资为主；信用类业务减值计提增加，仍需关注资产质量变化情况

2019 年，公司各项业务保持稳定发展，资产规模整体保持稳定。截至 2019 年末，公司资产总额为 556.96 亿元，同比减少 2.71%；剔除代理买卖证券款后年末公司资产总额为 455.47 亿元，同比增加 12.44%。公司 2019 年末所有者权益为 132.16 亿元，同比增加 1.68%。截至 2020 年 3 月末，公司资产总额为 622.66 亿元，较年初增加 11.80%，剔除代理买卖证券款后的资产总额为 512.15 亿元，较年初增加 12.44%。

从公司所持有金融资产的结构来看，公司金融资产以债券、股票、基金为主，流动性相对较好。其中又以债券投资规模最大，截至 2019 年末，公司债券投资余额为 109.90 亿元，较年初减少 29.72%，在自营证券投资资产中占比 46.40%，随着 2019 年证券市场行情有所好转，公司股票/股权和基金投资余额合计 34.65 亿元，较年初增加 48.59%。近年来市场信用风险暴露，债券违约事件频发，2019 年公司针对其他债权投资计提相关信用减值准备 0.40 亿元。期末公司融出资金余额为 54.68 亿元，同比增长 23.29%，主要系融资业务规模增加所致，公司 2019 年对其计提减值准备 0.24 亿元。期末公司买入返售金融资产余额为 27.42 亿元，较上年末减少 31.03%，主要系股票质押业务规模收缩所致，公司 2019 年转回减值准备 0.22 亿元。

各项风险指标均高于监管标准，反映出较强的资本充足性和资产安全性

公司于 2010 年在深交所挂牌上市，并通过股

票增发等方式提升资本实力。截至 2019 年末，公司注册资本为 28.29 亿元；母公司口径净资产为 125.44 亿元，同比增长 2.21%；母公司口径净资本为 89.86 亿元，同比增长 0.89%；净资本/净资产比率同比下降 0.94 个百分点至 71.64%；风险覆盖率同比上升

9.27 个百分点至 219.86%。公司根据市场情况变化适度增加杠杆规模，截至 2019 年末公司资本杠杆率较年初上升 0.52 个百分点至 16.60%。总体看来，公司各项风险控制指标均好于监管要求的最低标准。

表 14：2017-2019 年末各风险控制指标情况（母公司口径）（单位：亿元、%）

指标名称	预警标准	监管标准	2017	2018	2019
净资本	--	--	76.58	89.07	89.86
净资产	--	--	122.54	122.73	125.44
风险覆盖率	≥120	≥100	214.37	210.59	219.86
资本杠杆率	≥9.6	≥8	20.73	16.08	16.60
流动性覆盖率	≥120	≥100	335.37	181.25	227.65
净稳定资金率	≥120	≥100	136.43	158.00	170.10
净资本/净资产	≥24	≥20	62.49	72.58	71.64
净资本/负债	≥9.6	≥8	31.32	26.14	26.37
净资产/负债	≥12	≥10	50.12	36.02	36.82
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	≤80	≤100	13.63	17.38	22.06
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	≤400	≤500	143.18	282.11	204.26

注：净资产、净资本及风险控制指标均为母公司口径
资料来源：山西证券，中诚信国际整理

从杠杆水平来看，截至 2019 年末，母公司口径净资本/负债较 2018 年末上升 0.23 个百分点至 26.37%，母公司口径净资产/负债较 2018 年末上升 0.80 个百分点至 36.82%，杠杆水平略有下降。

总体来看，公司以净资本与流动性为核心的各项指标较好，均高于证监会制定的标准，反映出公司具有较高的资本充足性和资产安全性，但未来业务规模扩张和创新业务的开展仍会对其资本形成一定压力。

流动性和偿债能力

流动性覆盖率和净稳定资金率均有所上升，流动性风险管理指标高于监管标准

从公司资产流动性来看，截至 2019 年末，公司自有资金及结算备付金余额为 86.12 亿元，同比增加 22.62%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 18.91%。2020 年以来，公司加大自营业务投资，货币资产有所减少，截至 2020 年 3 月末，公司自有

资金及结算备付金余额为 59.22 亿元，较年初减少 31.24%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 11.56%。

从流动性风险管理指标来看，截至 2019 年末，公司流动性覆盖率为 227.65%，较上年末增加 46.40 个百分点；净稳定资金率为 170.10%，较上年末增加 12.10 个百分点，体现出公司长短期流动性管理均处于较好水平。

总体债务规模持续扩大，债务期限结构有待优化；由于盈利改善，偿债能力有所提升，未来仍需持续关注整体偿债能力的变化情况

从债务构成来看，公司目前探索并建立了公司债、次级债、收益凭证等融资工具在内的长、中、短期相结合的融资平台，对公司业务稳健、快速发展起到重要支撑。截至 2019 年末，公司总债务规模为 306.04 亿元，较上年末减少 8.80%。其中短期债务规模 259.09 亿元，较 2018 年末减少 12.12%；长期债务规模 46.95 亿元，较 2018 年末增加 15.21%，

长期债务占比较 2018 年末增加 3.20 个百分点至 15.34%，债务结构仍有待优化。截至 2020 年 3 月末，公司总债务较年初增长 18.40% 至 362.33 亿元。

从资产负债率来看，近年来公司该指标有所波动，但总体处于相对稳定水平，截至 2019 年末，山西证券的资产负债率为 70.98%，较上年末下降 2.42 个百分点。2020 年以来随着公司债务规模的扩大，截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率较年初上升 2.73 个百分点至 73.71%。

现金获取能力方面，得益于 2019 年公司盈利水平整体回升，EBITDA 同比增长 21.49% 至 19.64 亿元。

从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，EBITDA 利息覆盖倍数由 2018 年的 1.30 倍升至 1.63 倍，总债务/EBITDA 由 2018 年的 20.75 倍下降至 15.58 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度有所增强。

表 15：2017-2019 年以及 2020 年 3 月末偿债能力指标

指标	2017	2018	2019	2020.03
EBITDA (亿元)	17.84	16.17	19.64	--
资产负债率(%)	66.28	73.40	70.98	73.71
经营活动净现金流 (亿元)	(5.92)	(37.85)	39.58	(1.98)
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.66	1.30	1.63	--
总债务/EBITDA(X)	13.48	20.75	15.58	--

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

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 2019 年末，公司获得银行授信额度为 507.29 亿元，已使用额度为 42.63 亿元，未使用额度为 464.66 亿元，备用流动性充足。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司无对外担保。诉讼、仲裁事项方面，截至 2019 年末，公司涉及两笔未决诉讼，涉及金额 0.32 亿元，此外，子公司格林大华涉及 3 笔仓储合同纠纷，均系为格林大华提供仓储保管服务的物流供应商在现货交付时出现违约，未能及时交付货物，造成格林大华业务

损失，涉诉货值合计 5.77 亿元，中诚信国际将对相关诉讼事项的进展保持持续关注。

外部支持

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

公司控股股东为山西金控，截至 2020 年 6 末，山西金控持有公司 31.34% 股份。山西省财政厅对山西金控履行出资人职责，故公司实际控制人为山西省财政厅。

山西金控成立于 2015 年 12 月，是由山西省人民政府授权山西省财政厅履行出资人职责，投资设立的国有金融资本投资运营公司。山西金控成立初始注册资本为 106.47 亿元，是集证券、信托、保险、金融租赁、担保、要素市场、基金、金融科技等金融业态于一体的省属地方金融控股集团。现有全资、控股或参股企业共 15 家，包括山西证券、山西信托、山西再担保、中煤保险、山西金租等。截至 2020 年 3 月末，山西金控总资产为 969.01 亿元，所有者权益为 307.69 亿元。

公司作为山西金控旗下子公司之一，在集团统筹下能够与其他子公司开展高效的协同工作，进一步打开公司业务的发展空间。公司证券分支机构主要分布于山西省境内，对区域市场较为熟悉，通过多年的经营积累，公司与省内客户保持了良好的合作关系，在项目竞争上相对于非本地券商更具优势。总体来看，作为山西金控控股的唯一证券业务平台，公司能够在资本、业务等方面得到山西金控以及山西省财政厅较强的支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定山西证券股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“山西证券股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行次级债券”的信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际关于山西证券股份有限公司 2020 年 面向专业投资者公开发行次级债券的跟踪评级安排

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，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等因素，以对本次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，本公司将于本次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，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。

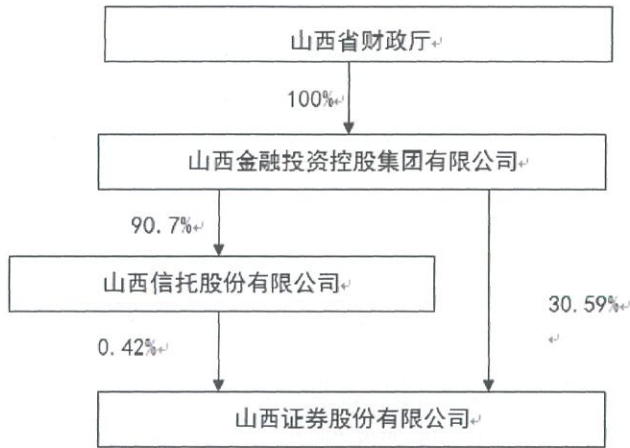
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

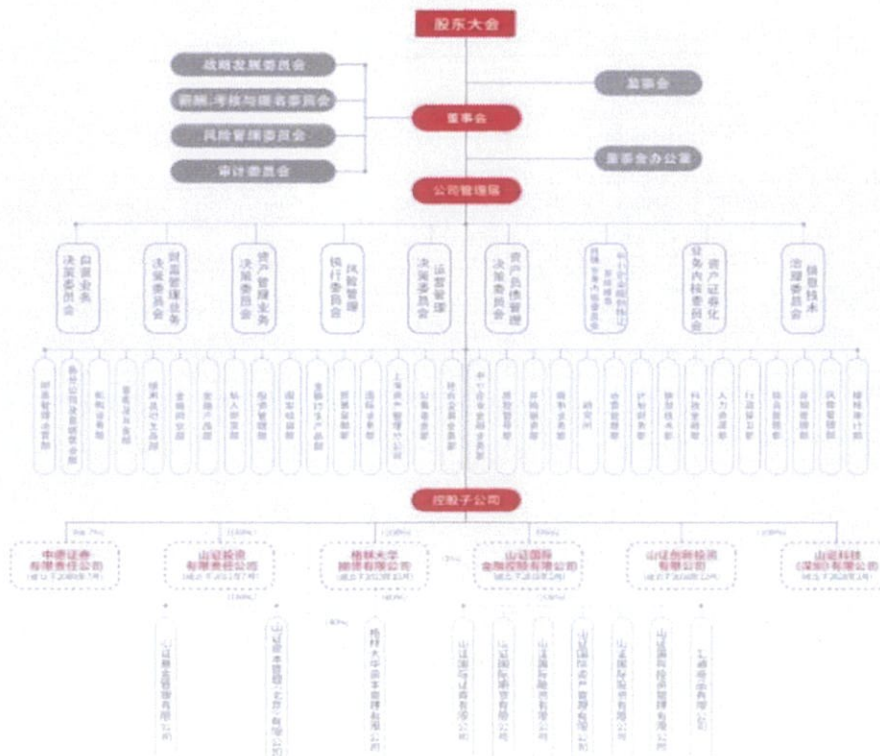
中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 7 月 21 日

附一：山西证券股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



山西证券股份有限公司组织架构图



资料来源：山西证券

附二：山西证券股份有限公司主要财务数据（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2017	2018	2019	2020.03
货币资金及结算备付金	16,678.84	15,005.31	18,354.37	16,655.46
买入返售金融资产	6,337.54	3,976.46	2,742.43	3,680.48
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	14,971.27	22,240.17	--	--
可供出售类金融资产	1,587.55	6,159.86	--	--
持有至到期投资	0.00	0.00	--	--
交易性金融资产	--	--	22,247.49	28,956.81
债权投资	--	--	32.52	33.73
其他债权投资	--	--	1,165.75	1,677.38
其他权益工具投资	--	--	239.37	241.32
长期股权投资净额	10.00	61.62	421.75	421.71
融出资金	5,405.75	4,435.57	5,468.41	5,815.64
总资产	51,650.85	57,244.61	55,695.78	62,266.21
代理买卖证券款	12,314.26	8,376.48	10,149.09	11,051.41
短期债务	22,056.01	29,483.01	25,908.76	--
长期债务	1,999.76	4,075.08	4,695.04	--
总债务	24,055.77	33,558.09	30,603.80	36,233.46
总负债	38,387.25	44,247.75	42,480.04	48,804.01
股东权益	13,263.60	12,996.86	13,215.74	13,462.20
净资本（母公司口径）	7,657.92	8,907.10	8,986.02	--
手续费及佣金净收入	1,168.18	827.73	1,173.92	284.44
其中：证券经纪业务手续费及佣金净收入	476.21	287.48	347.65	188.21
投资银行业务手续费及佣金净收入	565.21	308.06	572.46	52.13
资产管理业务手续费及佣金净收入	55.82	84.46	91.09	21.40
利息净收入	56.43	(193.10)	(142.57)	(26.51)
投资收益及公允价值变动收益	1,037.56	1,361.55	1,320.51	570.32
营业收入	4,393.00	6,851.14	5,102.18	858.51
业务及管理费	(1,447.77)	(1,406.95)	(1,567.39)	(453.31)
营业利润	630.00	285.87	667.61	303.07
净利润	442.39	219.24	519.92	217.30
综合收益	548.65	145.39	411.24	246.46
EBITDA	1,784.06	1,616.93	1,964.37	--

附三：山西证券股份有限公司主要财务指标

财务指标	2017	2018	2019	2020.03
盈利能力及营运效率				
平均资产回报率(%)	1.16	0.50	1.10	--
平均资本回报率(%)	3.37	1.67	3.97	--
营业费用率(%)	32.96	20.54	30.72	52.80
流动性及资本充足性(母公司口径)				
风险覆盖率(%)	214.37	210.59	219.86	--
资本杠杆率(%)	20.73	16.08	16.60	--
流动性覆盖率(%)	335.37	181.25	227.65	--
净稳定资金率(%)	136.43	158.00	170.10	--
净资本/净资产(%)	62.49	72.58	71.64	--
净资本/负债(%)	31.32	26.14	26.37	--
净资产/负债(%)	50.12	36.02	36.82	--
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	13.63	17.38	22.06	--
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	143.18	282.11	204.26	--
偿债能力				
资产负债率(%)	66.28	73.40	70.98	73.71
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.66	1.30	1.63	--
总债务/EBITDA(X)	13.48	20.75	15.58	--

山西证券股份有限公司

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本充足性及流动性	风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和×100%;
	资本杠杆率	核心净资本/表内外资产总额×100%
	流动性覆盖率	优质流动性资产/未来30天现金净流出量×100%
	净稳定资金率	可用稳定资金/所需稳定资金×100%
盈利能力	经调整后的营业收入	营业收入-其他业务成本
	平均资产回报率	净利润/[(当期末总资产-当期末代理买卖证券款+上期末总资产-上期末代理买卖证券款)/2]
	平均资本回报率	净利润/[(当期末所有者权益+上期末所有者权益)/2]
	营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
偿债能力	EBITDA	利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出+折旧+无形资产摊销+使用权资产折旧+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息倍数	EBITDA/(应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出)
	短期债务	短期借款+拆入资金+卖出回购金融资产+应付短期融资款+一年以内到期应付债券
	长期债务	一年以上到期的应付债券+长期借款
	总债务	短期借款+拆入资金+卖出回购金融资产+应付债券+应付短期融资款+长期借款
	资产负债率	(总负债-代理买卖证券款)/(总资产-代理买卖证券款)

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

名称 中诚信国际信用评级有限责任公司
 类型 有限责任公司(中外合资)
 住所 北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
 法定代表人 闫衍
 注册资本 人民币3266.67万元
 成立日期 1999年08月24日
 营业期限 1999年08月24日至2024年08月23日
 经营范围 证券市场资信评级业务、企业信用评级、基金金融机构评级业务及相关
 信息服务。依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展
 的内容开展业务。



2017年面向合格投资者公开发行次级债券
项目使用, 再次复印无效



在线扫码获取详细信息

登记机关



2017年08月01日

提示: 每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统
报送上一年度年度报告并公示。



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

仅限 山西证券股份有限公司 面向 2020 年 12 月 31 日 之前 公开发行的次级债信用评级报告 使用



公司名称：中诚信国际信用评级有限责任公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：闫衍

注册地址：北京市东城区南竹杆胡同 2 号 1 幢 60101

编号：ZPJ 012

中国证券监督管理委员会(公章)



2020 年 2 月 13 日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



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

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20073100687301



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



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

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20083101052004



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



周子健，证件号码:330206199503250017，于2019年07月07日参加证券市场基本法律法规考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201907110000107027020110000



2019年07月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



周子健，证件号码:330206199503250017，于2019年12月01日参加发布证券研究报告业务考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201912110000114392930110000



2019年12月

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



周子健，证件号码:330206199503250017，于2019年07月07日参加金融市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



2019070000107775440110000



2019年07月