

信用等级公告

联合〔2020〕2116号

西部证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对西部证券股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（面向专业投资者）（第一期）进行综合分析和评估，确定：

西部证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

西部证券股份有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（面向专业投资者）（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：  刘子

二〇二〇年七月六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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2020年 公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过20亿元（含），其中基础发行规模10亿元，可超额配售不超过10亿元（含）

债券期限：3年

还本付息方式：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

评级时间：2020年7月6日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1-3月
自有资产（亿元）	376.47	422.31	354.84	/
自有负债（亿元）	199.90	248.01	177.47	/
所有者权益（亿元）	176.57	174.30	177.37	179.91
优质流动资产/总资产（%）	24.63	22.24	30.13	24.94
自有资产负债率（%）	53.10	58.73	50.01	/
营业收入（亿元）	31.70	22.37	36.81	9.20
净利润（亿元）	7.54	2.02	6.16	2.55
营业利润率（%）	30.89	11.08	20.40	37.07
净资产收益率（%）	5.01	1.15	3.50	1.43
净资本（亿元）	156.38	155.50	151.96	151.99
风险覆盖率（%）	290.12	300.48	325.77	337.89
资本杠杆率（%）	40.89	36.00	42.38	40.49
短期债务（亿元）	138.70	214.09	138.08	/
全部债务（亿元）	198.51	242.77	167.09	/
EBITDA（亿元）	18.92	11.43	14.31	/
EBITDA利息倍数（倍）	2.29	1.43	2.47	/
EBITDA全部债务比（倍）	0.10	0.05	0.09	/
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.95	0.57	0.72	/

注：1. 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；2. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径；3. 2020年一季度数据未经审计，相关指标未年化

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”）的信用评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司，股东背景强大，自身资本实力很强，在陕西省内具备较强区域优势。近年来，公司证券经纪业务和证券自营业务发展状况良好，排名行业中上游，具有较强的竞争力。截至2019年末，公司资产中优质流动资产占比高，流动性好，资本较充足。

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。公司股票质押回购业务违约涉及金额较大，计提减值规模较大。此外，近年来，公司因存在违规行为受到监管机构的行政监管措施，内控管理水平有待提高。

未来随着资本市场的持续发展、各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司股东背景强大，具有较强的区域竞争优势。公司作为陕西省国资委旗下企业，系陕西省内唯一A股上市证券公司，股东支持力度大，在陕西省内继续保持了较强区域竞争优势。

2. 业务竞争力很强。公司证券经纪业务、投资银行业务和证券自营业务处于行业中上游水平，信用交易业务处于行业中游水平，公司整体业务竞争力很强。

3. 资产流动性较好。截至2019年末，公司优质流动资产占比高，资产流动性好，自有

负债率有所下降，杠杆水平适中，资本较充足。

关注

1. 公司经营易受经营环境波动影响。公司主要业务与证券市场高度关联，经济周期波动、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素可能导致公司未来收入有较大的波动性。

2. 分类评级有所下降，内控管理有待完善。2017—2019年及2020年1—3月，公司被监管部门采取了11次主要监管措施，涉及信息披露、新三板业务持续督导、分支机构管理和风控体系等方面。2019年公司分类评级降为B类B级，新一年度分类评价期间也收到了行政监管措施，内控管理仍需继续完善。

分析师

贾一晗 登记编号（R0040216120001）

刘 嘉 登记编号（R0040218110003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

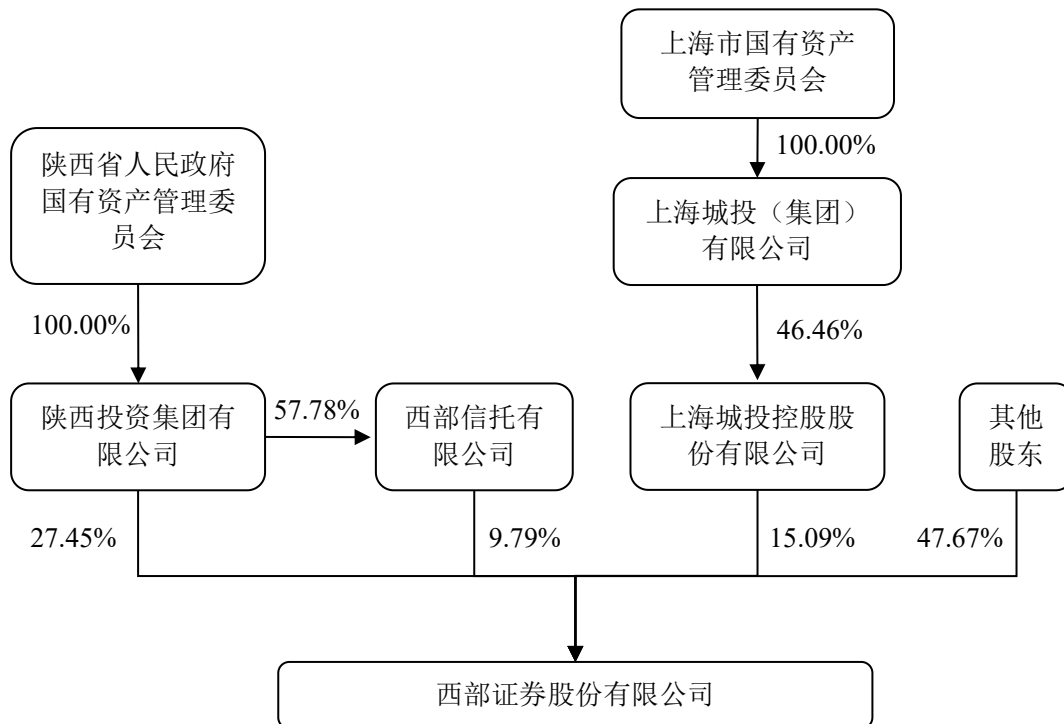


联合信用评级有限公司

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，公司在深圳证券交易所正式挂牌上市（证券简称：西部证券，证券代码：002673.SZ）。2015 年 3 月，经中国证监会《关于核准西部证券股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2015〕228 号）批准，公司非公开发行人民币普通股（A 股）1.98 亿股，募集资金总额为人民币 50.00 亿元，公司注册资本变更为 13.98 亿元。公司于 2015 年 4 月 27 日召开第四届董事会第四次会议，于 2015 年 5 月 19 日召开 2014 年度股东大会，向全体股东每 10 股送红股 5 股并派发现金红利 1.50 元（含税），同时以资本公积金每 10 股转增股本 5 股。此次分配已于 2015 年 6 月 12 日实施完成，公司股本增加 13.98 亿股，注册资本变更为 27.96 亿元。2017 年 3 月，经中国证监会《关于核准西部证券股份有限公司配股的批复》（证监许可〔2017〕316 号）批准，公司以实施本次配股方案的股权登记日 2017 年 3 月 29 日收市后的股份总数 27.96 亿股为基数，向全体股东每 10 股配售 2.60 股，即向原股东配售 7.06 亿股。配股完成后，公司注册资本增至 35.02 亿元。2018 年 3 月 7 日至 2019 年 3 月 6 日期间，陕西投资集团有限公司（以下简称“陕投集团”）、陕西省电力建设投资开发公司（以下简称“陕电投”）通过深圳证券交易所集中竞价交易方式合计增持 0.69 亿股，占公司总股本的 1.97%；本次增资前，陕电投持有公司股份数量 8.92 亿股，占公司总股本的 25.48%；本次增资后，陕电投持股数量为 9.06 亿股，占公司总股本的 25.88%；陕投集团持股数量为 0.55 亿股，占公司总股本的 1.57%。2019 年 7 月，经中国证监会《关于核准西部证券股份有限公司变更持有 5%以上股权的股东的批复》（证监许可〔2019〕1251 号）批准，公司原控股股东陕电投将其持有的西部证券 9.06 亿股股份（占总股本 25.88%）全部无偿划转给陕投集团。截至 2020 年 3 月末，公司股本为 35.02 亿股，公司第一大股东陕投集团持股比例为 37.24%，公司实际控制人为陕西省人民政府国有资产管理委员会（以下简称“陕西省国资委”），股权结构详见下图。截至 2020 年 3 月末，公司股东北京远大华创投资有限公司持有的流通股 1.18 亿股和西部信托有限公司持有的流通股 0.86 亿股被司法冻结，占公司总股本的比例为 5.82%；公司控股股东陕投集团所持公司的股票不存在被质押的情况。

图 1 截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

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 2019 年末，公司设置了证券事务部、稽核部、合规管理部、风险管理部、总经理办公室、计划财务部、资金管理部、人力资源部、战略管理部、法律事务部、信息技术部、清算部、安全保卫部、党群工作部、纪检监察部、企业文化部、财富与运营管理部、网络金融部、信用业务总部、投资银行运营管理部、投资银行北京总部、投资银行上海总部、投资银行华南总部、资本市场部、固定收益部、国际业务部、投资银行业务质量控制部、研究发展中心、托管业务部、做市业务管理部 30 个职能部门。截至 2019 年末，公司设有已开业的 107 家证券营业部，10 个分公司，4 个以及子公司：西部优势资本投资有限公司（以下简称“西部优势”）、西部期货有限公司（以下简称“西部期货”）、西部证券投资（西安）有限公司（以下简称“西部证券投资”）和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 2,749 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 485.98 亿元，其中客户资金存款 96.61 亿元，客户备付金 16.93 亿元；负债总额 308.62 亿元，其中代理买卖证券款 120.94 亿元；所有者权益 177.37 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 176.59 亿元，母公司口径净资本 151.96 亿元。2019 年，公司实现营业收入 36.81 亿元，净利润 6.16 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.10 亿元；经营活动现金流净额 29.98 亿元，现金及现金等价物增加额为 23.82 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 509.10 亿元，其中客户资金存款 100.76 亿元，客户备付金 20.32 亿元；负债总额 329.19 亿元，其中代理买卖证券款 127.89 亿元；所有者权益 179.91 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 179.12 亿元，母公司口径净资本 151.99 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.20 亿元，净利润 2.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.54 亿元；经营

活动现金流净额 16.18 亿元，现金及现金等价物增加额为 15.34 亿元。

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

二、本期债券情况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“西部证券股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）”，本期债券的规模为不超过 20 亿元（含），其中基础发行规模 10 亿元，可超额配售不超过 10 亿元（含），本期债券面向专业投资者公开发行，债券期限为 3 年。本期债券票面金额为 100.00 元，按面值发行；本期债券票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定共同协商确定，债券利率不超过国务院限定的利率水平。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金扣除相关发行费用后，拟用于偿还公司到期债务和补充公司营运资金。

三、行业分析

公司业务主要包括证券经纪业务、投资银行业务、证券自营业务、资产管理业务、固定收益业务等，核心业务属证券行业。

1. 证券行业分析

（1）行业概况

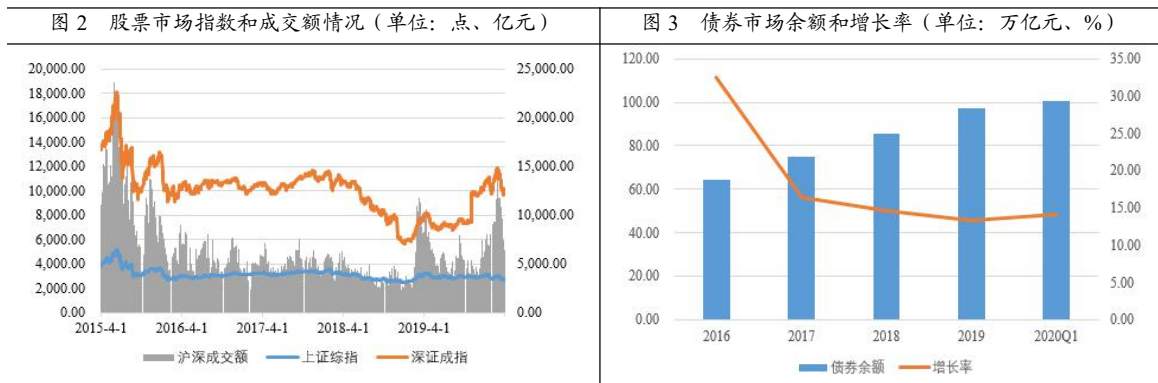
股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020 年一季度，受新冠疫情及经济下滑影响，股票市场振幅加剧，沪深指数有所下行，沪深交易额稳中有升。根据交易所公布的数据，截至 2019 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,777 家；股票市场总市值为 59.29 万亿元，较 2018 年底增长 36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时

资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1,418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1,054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。



资料来源: Wind, 联合评级整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 3 月，新证券法正式实施，加大了资本市场违法违规成本，有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境；全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革也已正式落地，进一步扩大了证券市场规模。

随着资本市场建设力度的加大，证券市场规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2015—2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019 年增幅较大；盈利能力呈现倒 U 型走势，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年证券公司盈利水平小幅下降，2018 年盈利水平进一步大幅下降；2019 年，受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 1 证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数 (家)	125	129	131	131	133
盈利家数 (家)	124	124	120	106	120
盈利家数占比 (%)	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入 (亿元)	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87	3,604.83

净利润（亿元）	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20	1,230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

2019年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少42家证券公司领超过200份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至2019年底，133家证券公司总资产为7.26万亿元，较2018年底增加15.97%；净资产为2.02万亿元，较2018年底增加6.88%，净资本为1.62万亿元，较2018年底增加3.18%，资本实力保持稳定。2019年，133家证券公司中，120家公司实现盈利，全年实现营业收入3,604.83亿元和净利润1,230.95亿元，分别同比增长35.37%和84.77%，经营业绩大幅改善。

2020年一季度，受新冠疫情全球化扩散影响，各国经济均出现滑坡，国家出台流动性宽松政策修复市场恐慌情绪，A股指数振幅加大，沪深交易额稳中有升，债券市场利率持续下行；其中上证综指跌幅9.83%，深成指跌幅4.49%，沪深交易额同比增长47.61%。截至2020年3月底，133家证券公司总资产为7.89万亿元，较2019年底增加8.68%；净资产为2.09万亿元，较2019年底增加3.47%，净资本为1.67万亿元，较2019年增加3.09%。2020年一季度，133家证券公司中，118家公司实现盈利，实现营业收入983.30亿元，实现净利润388.72亿元，分别同比下降3.50%和11.69%，经营业绩同比有所下滑。

（2）业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2019年证券公司盈利水平显著上升，前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；2018年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比增加至30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。

图 4 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

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

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。2020年一季度，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）294.67亿元，同比增长33.04%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑将为投行业务带来增量。

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

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2,532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下降10.58%，延续下降走势。科创板方面，自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委，109家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模1,027.22亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019年证券公司承销各类债券

金额 7.78 万亿元，同比增长 31.92%。基于上述因素，2019 年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 482.65 亿元，同比增长 30.46%。2020 年一季度，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 110.19 亿元，同比增长 25.67%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2019 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 48.36%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 42.42%。

联合评级也关注到，在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时，科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资本且令其面临更大投资风险，或将减弱证券公司盈利稳定性；因此，此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

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

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长 51.46%，成为第一大收入来源。2018 年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018 年债券市场新增 43 家违约主体，较 2017 年 9 家大幅增加，违约金额达 1,154.50 亿元，系 2017 年违约金额的 3.42 倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续 2018 年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长。同时，2019 年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2019 年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1,221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020 年一季度，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）291.92 亿元，同比大幅下降 43.21%，主要系股票投资收益下降所致。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2019 年末，证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元，较 2018 年末下降 12.90%；2019 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.16 亿元，同比基本持平。2020 年一季度，证券公司实现资产管理业务净收入 66.73 亿元，同比增长 16.40%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2019年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自2010年3月31日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至2019年末，融资融券余额1.02万亿元，较2018年末增长34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至2019年11月末，深沪两市股票质押回购融资余额9,429亿元，较2018年末下降20.94%；股票质押回购质押股票总市值1.8万亿元，占A股总市值3.3%，较2018年末下降1.3个百分点，较2017年底峰值下降2.90个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过80%的上市公司为469家，较年初减少117家，降幅分别为13.80%和20.00%。截至2020年2月末，市场质押总股数5,705.83亿股，市场质押股数占总股本的8.41%，分别较2019年末进一步下降1.73%和0.17个百分点；控股股东持股质押比例超过80%的上市公司为467家，较2019年末减少2家，高比例质押风险有所化解。2019年，证券公司实现利息净收入463.66亿元，同比大幅增长115.81%。2020年一季度，证券公司实现利息净收入129.32亿元，同比大幅增长87.31%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2019年，已有至少5家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，联合评级也关注到，目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。

（3）市场竞争

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

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019年以来，国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市，同时，湘财证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际和中泰证券IPO已通过发审委审核，预计将于2020年A股发行。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向A股的雄心。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019年10月，证监会宣布，自2020年1月1日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立3家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

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

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2019年末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计2,354.94亿元，净利润780.77亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为65.33%和63.43%。截至2019年底，前十大证券公司资产总额为4.51万亿元，占全行业总资产的62.06%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过60%，行业集中度较高。

表2 截至2019年末主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1,654.50	7,917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1,460.94	5,593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1,411.19	6,367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1,256.55	5,621.81	248.63	90.57
5	广发证券	941.37	3,943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3,817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3,535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3,156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2,856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2,246.44	140.93	49.14
合计		10,200.34	45,056.60	2,354.94	780.77

数据来源：Wind

（4）风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018-2019年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关

注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

(5) 未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2019年7月，证监会发布了2019年证券公司分类结果，在参选的98家券商中，51家分类评级结果与上年持平，28家券商被下调评级，19家证券公司上调评级；38家券商被评为A类，数量比2018年减少2家。整体来看，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019年8月，证监会就《证券公司风险控制指标计算标准》公开征求意见，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向。

四、规模与竞争力

公司是全国综合性证券公司，具有较强的经营实力。

公司是全国综合性证券公司之一，可为投资者提供综合性的证券金融服务。根据中国证券业协会披露的排名情况（除特别说明外，排名数据来源下同），2017—2018年末，公司母公司口径净资产余额分别位居行业第29位和30位。截至2019年末，公司合并资产总额485.98亿元，母公司口径净资产151.96亿元，整体规模排名行业上游。

表3 2017—2018年公司主要业绩排名（单位：名）

项目	2017年	2018年
净资产	29	30
营业收入	29	35
证券经纪业务收入	33	35
客户资产管理业务收入	43	/
投资银行业务收入	24	42
融资类业务收入	41	50
证券投资收入	19	19

注：证券业协会尚未公布2019年证券公司经营业绩排名情况
资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合评级整理

公司经纪业务排名行业中上游水平，在陕西地区具有很强竞争优势；公司自营业务收入稳定，具有较强的竞争力。

公司经纪业务保持较强竞争优势，2017—2018年，公司证券经纪业务收入行业排名分别为第33位和第35位。近年来，公司稳步推进轻型营业部建设，增加经纪业务覆盖面，业务网点遍布全国，截至2019年末，公司在全国的营业部数量达107家、境内重要分公司10家，分支机构数量较多，全国性的经营网点为公司业务发展提供了很好的平台。其中，公司经纪业务在陕西地区具有很强竞争优势，截至2019年末，公司在陕西省有分支机构60家，在陕西地区保持较强市场竞争力和网点优势。2017—2018年，公司证券投资收入行业排名均为第19位，属于行业中上游水平，具有较强的竞争力。

公司控股股东为陕西省国资委下属首家国有资本投资运营改革试点单位，股东背景强大，能为公司发展提供较大支持。

公司控股股东陕投集团是陕西省首家国有资本投资运营公司，陕投集团作为以能源类投资为主的重要国有资本运营管理主体，受陕西省委托，对全省重大产业发展项目进行投资开发和管理。陕投集团业务涉及金融和实业两个领域，实施“金融与实业并举、走产融结合”的发展模式，形成了以矿业开发为龙头，资源勘探和储备为基础，电力生产为重点，金融、航空、房地产为支撑，化工、酒店及文化产业为必要补充的多元化经营格局，具有一定的协同优势。公司作为陕投集团旗下唯一的证券公司，未来获得股东持续资金和业务资源等方面支持的可能性较大。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构，员工整体素质较高，经验丰富，可以满足业务开展需求。

公司严格按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》《证券公司监督管理条例》等法律、法规和规范性文件，不断完善由股东大会、董事会、监事会和管理层组成的法人治理结构。

股东大会是公司最高权力机构，行使各项法定职权，以及《公司章程》规定的其他职权。公司相对分散的股权结构确保了股东大会的有效运行，有利于提高股东大会决策的科学性。

董事会对股东大会负责，依《公司章程》行使各项职权，董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 4 名，设董事长 1 名，董事长由董事会全体董事过半数选举产生。公司董事会下设战略委员会、提名委员会、风险控制委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会 5 个专门委员会，各专门委员会对董事会负责，在董事会授权下开展工作。

监事会是公司的监督机构，从维护公司、股东和职工等多方权益出发，履行相关的监督职能。公司监事会由 5 名监事组成，其中股东监事 3 名、职工代表监事 2 名，设监事会主席 1 名。公司监事会对公司财务状况、风险管理及控制、董事会运作情况、董事及高级管理人员履职情况等重大事宜实施有效监督。

公司实行董事会领导下的经营管理层负责制，经营管理层包括总经理、副总经理、董事会秘书、财务总监、合规总监和首席风险官等，公司现有高级管理人员 5 人，副总经理黄斌兼任公司董事会秘书，合规总监齐冰兼任公司首席风险官；高级管理人员均具有本科以上学历和丰富的证券行业管理经验，能够按照相关授权开展公司日常经营管理工作。

人员队伍方面，截至 2019 年末，公司合并口径员工总数 2,749 人；其中学历结构上，硕士及以上占 25.86%，本科占 57.41%，专科及以下占 16.73%。公司员工学历结构较为合理，且董事、监事及高管人员大多拥有较高的专业素质及大型金融机构从业经验，能够较好满足公司业务开展需求。

2. 内控与合规

公司组织架构完备，内控与合规管理规范，市场化程度较高的体制机制有利于激发公司活力，但内控管理整体水平仍需进一步完善。

公司高度重视风险管理工作，公司的风险管理旨在通过建立完善的风险管理框架，不断改进风险管理制度和流程，持续提升风险识别及量化的精确性和可靠性，持续加强风险识别、计量、管理、控制和报告过程，把风险控制在风险偏好范围内，坚持“以问题为导向，以风险为导向”，以风险管理支持业务盈利，实现股东价值的最大化。

按照“健全、合理、制衡、独立”的原则，建立了由董事会及其专门委员会、经营管理层及其

下设委员会、首席风险官、合规总监、风险控制和监督部门、管理部门、各业务部门及分支机构共同构成的风险管理组织架构。

董事会是公司风险管理的最高决策机构，承担全面风险管理的最终责任。董事会下设风险控制委员会，负责指导公司风险管理工作。风险控制委员会下设风险管理委员会、合规管理委员会作为日常工作机构，对公司日常经营中的各类风险进行管理。监事会承担公司全面风险管理的监督责任。公司经理层对公司全面风险管理承担主要责任。公司由风险管理部、合规管理部、法律事务部等作为主要内控部门开展风险管理工作，公司各部门、分支机构、子公司作为风险责任单元履行一线风险管理职责。公司在各分公司、业务部门和营业部均配置了符合监管要求的合规风控经理（专兼职）。

根据《证券法》《证券公司内部控制指引》《证券公司监督管理条例》《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》以及证监会相继出台的各业务规范的要求，公司建立了内部控制制度体系，涵盖各个部门、各项业务环节以及授权管理、岗位职责、信息反馈、监督检查、奖惩考核及责任追究等方面。2019年度，根据监管要求以及新业务的开展，公司制定、修订了涉及风险管理、合规管理、内部审计、资金管理、人力资源管理、招标及选聘管理、财富业务、自营业务、客户资产管理业务、信用交易业务、固定收益业务、推荐业务、投资银行类业务、金融衍生品自营业务、投资银行类业务质量控制和信息技术等方面的内部控制制度，制度制定、审查、颁布的流程规范。

2017—2019年，公司证监会分类评级分别为B类BBB级、B类BB级和B类B级，证监会分类评级出现明显下降。2017—2019年及2020年1—3月，公司共接到11次主要监管措施，涉及信息披露、新三板业务持续督导、子公司管理、分公司管理、风控体系等方面。针对以上问题，公司及相关子公司均已按要求进行了整改并完善了相关内控措施，强化内控体系，以上监管措施虽未造成重大影响，但暴露出公司内控及合规管理需要进一步完善。

六、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入以经纪业务、信用业务和自营业务为主，其中自营业务取得了较好发展；受市场行情波动及公司股票质押业务大额计提减值影响，2018年公司净利润出现大幅下滑；2019年，随着证券市场回暖，公司业绩有所提升。同时，联合评级也关注到，公司主营业务受证券市场行情和监管政策环境变化影响较大，收入存在一定的波动性风险。

2017—2019年，公司分别实现营业收入31.70亿元、22.37亿元和36.81亿元，年均复合增长7.75%；2018年营业收入同比下降29.42%，主要系证券市场波动较大，公司各业务板块收入有所下降所致；2019年营业收入同比增长64.51%，主要系证券市场回暖，主要业务板块收入大幅增长所致；同期公司分别实现净利润7.54亿元、2.02亿元和6.16亿元，年均复合下降9.62%；2018年公司净利润同比大幅下降73.25%，主要系由于刚性支出和计提减值准备导致公司营业成本下降幅度小于营业收入下降幅度所致；2019年公司净利润同比大幅增长205.38%，主要系市场回暖，公司证券经纪业务、证券自营业务、投资银行业务和其他业务收入大幅增加所致。

从收入结构看，公司营业收入以证券经纪业务、证券自营业务和信用交易业务为主。2017—2019年，公司自营业务收入占营业收入的比重分别为27.46%、38.84%和40.35%，占比呈持续上升态势，是公司第一大收入来源；同期，经纪业务收入占公司营业收入的比重分别为26.59%、27.91%和21.46%；信用交易业务收入占公司营业收入的比重分别为20.39%、20.96%和10.54%，占比呈波动下降态势；投资银行业务收入占公司营业收入的比重分别为11.92%、3.16%和6.51%，占比有所波动；2017—

2019年，公司其他业务收入呈波动增长态势，占公司营业收入的比重分别为6.00%、3.76%和17.32%，2019年其他业务收入大幅增长，主要系子公司西部期货基差业务收入增加所致；资产管理业务和固定收益业务收入在公司营业收入中占比较低。

表4 近年来公司各项业务收入情况（单位：亿元、%）

业务类型	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	8.43	26.59	6.25	27.91	7.90	21.46
证券自营业务	8.70	27.46	8.69	38.84	14.85	40.35
投资银行业务	3.78	11.92	0.71	3.16	2.40	6.51
资产管理业务	1.22	3.84	0.85	3.79	0.49	1.33
信用交易业务	6.46	20.39	4.69	20.96	3.88	10.54
固定收益业务	1.21	3.80	0.35	1.58	0.92	2.49
其他	1.90	6.00	0.84	3.76	6.37	17.32
合计	31.70	100.00	22.37	100.00	36.81	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

2017—2019年，公司各个业务板块收入波动较大。2018年，证券经纪业务实现收入6.25亿元，同比下降25.92%，主要系2018年证券市场波动较大，交易量减少所致；2019年，证券经纪业务实现收入7.90亿元，同比增长26.45%，主要系国内资本市场改革开放步伐加快，交易量显著增加所致。2018年，证券自营业务收入8.69亿元，与上年收入水平基本持平；2019年，证券自营业务收入14.85亿元，同比大幅增长82.38%，主要系证券市场快速回暖，公司子自营业务取得良好的投资收益所致。2018年，信用交易业务实现收入4.69亿元，同比下降27.43%，主要系公司被采取行政监管措施，暂停股票质押式回购业务6个月所致；2019年，信用交易业务实现收入3.88亿元，同比下降17.27%，主要系公司化解遗留业务风险，严控股票质押业务新增规模，股票质押业务收入大幅下降所致。2018年，投资银行业务收入0.71亿元，同比下降81.31%，主要系证券市场波动较大，股票市场股权融资额和承销保荐费显著下降所致；2019年，投资银行业务收入2.40亿元，同比大幅增长238.03%，主要系证券市场回暖，股权类业务和债权类业务快速发展，收入大幅增加所致。2018年，资产管理业务收入0.85亿元，同比下降30.29%，主要系受资管新规和结构化去杠杆影响，通道业务和委外业务规模进一步压缩所致；2019年，资产管理业务收入0.49亿元，同比下降42.15%，主要系为了落实资管新规的要求，公司主动调整业务布局，资产管理业务规模有所下降所致。

2020年1—3月，受新冠疫情全球化扩散影响，股票市场振幅加剧，公司实现营业总收入9.20亿元，同比下降30.95%，降幅大于行业平均水平（-3.50%），主要系资产管理业务收入下降和交易性金融资产公允价值下降所致；公司实现净利润2.55亿元，同比下降56.23%，降幅大于行业平均水平（-11.69%）。

2. 业务运营

公司经纪业务处于行业中上游水平，具有较强的竞争力，在陕西省内保持较强竞争优势；经纪业务以买卖股票和债券业务为主；近年来交易额波动增长，收入有所波动；经纪业务受市场波动影响很大，未来收入的增长存在一定的不确定性。

2019年，国内资本市场改革开放步伐加快，A股市场成交量显著回升，公司发挥“深耕西部、面向全国”的布局特点，面对居民财富管理需求迅速增长的发展前景，加快传统经济业务的财富管理

理模式转型向纵深推进，调整财富管理体系内部机构设置，将原运营管理总部、零售与机构业务部合并为财富与运营管理部，将原网络金融与财富管理部更名为网络金融部；优化经纪业务网点布局，简历程经纪业务分支机构区域督导模式，加强风险管控。

2019年，国内资本市场改革开放步伐加快，A股市场成交量显著增长，各大股指探底回升。公司发挥“深耕西部、面向全国”的布局特点，经纪业务取得了较好业绩。2019年，公司证券经纪业务实现收入7.90亿元，同比增长26.45%，主要系市场回暖，交易量显著增加所致。2016—2018年，公司经纪业务收入行业排名分别为第32名、第33名和第35名，排名有所下滑，但仍处于行业中上游水平，具有较强的竞争力。

2017—2019年，公司未新设分支机构，截至2019年末，公司拥有107家已开业证券营业部，其中陕西省60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、覆盖全国主要城市的经纪业务网络。

2017—2019年，公司代理买卖证券交易额有所波动，年均复合减少3.87%；2018年，公司代理买卖证券交易额为1.24万亿元，同比下降21.52%，主要系证券市场波动较大，交投低迷所致；2019年，公司代理买卖证券交易额为1.46万亿元，同比增长17.74%，主要系证券市场回暖，交易量大幅增加所致；代理买卖股票交易额0.91万亿元（占比62.33%）、代理买卖债券交易额0.54万亿元（占比36.99%）、代理买卖基金交易额0.01万亿元（占比0.68%），公司经纪业务以代理买卖股票和债券为主。代理买卖证券业务方面，2018年公司股票基金总交易量市场份额为0.38%，较上年下降0.07个百分点，主要系公司客户结构散户较多，对市场波动更为敏感，因此在证券市场低迷的环境下交易量降幅超过市场平均水平。佣金率方面，虽然行业整体佣金率持续下降，但由于公司经纪业务在陕西省区域内具有很强的竞争力，公司近几年的佣金率水平保持稳定，2018年以来没有显著变化，基本与2017年持平，仍然高于市场平均水平。2019年，公司股票交易额回升，当年实现经纪业务收入7.90亿元，同比增长26.45%。佣金率方面，2019年以来没有显著变化，基本与2018年持平，仍然高于市场平均水平。

图5 公司代理买卖证券业务情况（单位：万亿元）



资料来源：公司提供

2020年1—3月，公司实现经纪业务手续费净收入2.49亿元，同比增长13.15%，主要系代理买卖证券业务净收入和融资融券手续费净收入有所增长所致。

公司投资银行业务属于行业中上游水平，具有较强的竞争力；债券承销、股票承销和财务顾问业务收入是投资银行业务收入的主要来源；公司项目储备较好，未来公司投行业务收入有望实现增长。

公司投资银行业务主要由投资银行总部负责开展，固定收益业务由固定收益部负责开展，新三板挂牌业务主要由北京第一分公司负责开展。2017—2019年，公司投资银行业务收入有所波动，年均复合下降20.32%。2016—2018年，公司投资银行业务收入行业排名分别为第26名、第24名和第42名，2018年排名大幅下滑，但仍具有较强的竞争力。

2017和2019年，公司股票主承销家数分别为8个和2个，2018年公司无股票主承销项目，主要系股权融资市场低迷，公司没有股权融资项目落地所致。2017—2019年，公司股票主承销金额分别为26.55亿元、0.00亿元和15.05亿元，股票主承销佣金收入1.70亿元、0.00亿元和0.97亿元。2017—2019年，公司债券主承销家数分别为35个、25个和27个，债券主承销金额分别为287.90亿元、192.49亿元和189.60亿元，债券主承销家数和主承销金额有所下降主要系债券市场违约风险加剧，投资者风险偏好收紧，公司存量客户中中低信用等级债券发行难度增加，公司债券承销业务亦有所下滑所致；债券主承销佣金收入分别为2.57亿元、0.87亿元和1.15亿元。

财务顾问方面，2017—2019年，公司实现财务顾问业务收入1.45亿元、1.11亿元和1.04亿元，呈持续下降态势，年均复合下降15.31%。

表5 公司投行业务情况表（单位：个、亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
股票主承销家数	8	0	2
股票主承销金额	26.55	0.00	15.05
股票主承销佣金收入	1.70	0.00	0.97
债券主承销家数	35	25	27
债券主承销金额	287.90	192.49	189.60
债券主承销佣金收入	2.57	0.87	1.15
财务顾问业务收入	1.45	1.11	1.04

资料来源：证券业协会

股转推荐挂牌业务方面，2017—2019年，公司新增推荐挂牌分别为40家、16家和3家，新增挂牌数量大幅减少，主要系新三板市场萎缩所致。截至2019年末，公司累计推荐新三板挂牌企业达到262家，行业排名第17名。国际业务方面，完成1单跨境融资财务顾问业务。

项目储备方面，截至2019年末，公司IPO在审项目共7个，债券承销项目2个，另外有拿到批文未发行的项目14个（1个IPO项目，13个债券承销项目）。

2020年1—3月，公司实现投资银行业务手续费净收入1.17亿元，同比增长0.57%。

公司证券自营业务处于行业中上游水平，具有较强的竞争力；证券自营业务以债券投资为主；近年来，公司证券自营业务发展状况较好，为公司第一大收入来源；但自营业务受市场行情影响较大，未来收入实现存在不确定性。

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。公司权益投资以中、大盘股为主，固定收益投资以利率债以及高信用等级债券为主，大多为持有至到期。

2017—2019年，公司证券自营业务收入波动增长，年均复合增长30.65%；2018年，公司证券自营业务收入8.69亿元，与上年基本持平；2019年，证券自营业务收入14.85亿元，同比大幅增长70.89%，主要系证券市场回暖，公司取得良好的投资收益所致。2017—2019年，公司证券自营业务收入占公司营业收入的比重分别为27.46%、38.84%和40.35%，为公司第一大收入来源。2016—2018年，公司证券投资业务收入行业排名分别为第21名、第19名和第19名，排名有所上升，处于行业中上游水平，具有较强的竞争力。

2017—2019年，公司证券自营业务规模呈波动下降态势，年均复合减少0.96%；截至2018年末，公司证券自营业务规模297.70亿元，较上年末增长22.87%，主要系公司加大债券投资规模所致；截至2019年末，公司证券自营业务规模237.64亿元，较上年末下降20.17%，主要系2019年公司实际自营业务投入规模较2018年有所减少所致。从投资结构来看，公司证券自营业务以债券投资为主，2017—2019年公司债券投资规模分别为182.31亿元、255.28亿元和206.04亿元，占证券投资规模的比重分别为75.24%、85.75%和86.71%，占比呈持续上升态势；投资债券信用评级以AA以上为主，2017—2019年，AA以上级别的债券占债券投资金额的比重分别为91.19%、99.08%和96.51%。截至2019年末，公司AA+及以上的债券投资规模171.37亿元，占比为72.11%，均较上年末有所下降，主要系公司综合考虑不同债券品种的收益性、流动性和安全性，通过加强信用风险管理对债券持仓结构进行调整所致；截至2019年末，公司债券持仓中，利率债占比约为10.24%。截至2019年末，公司债券持仓中有7只债券涉及违约，违约金额2.44亿元，已计提减值准备1.98亿元。2017—2019年，股票投资规模分别为10.65亿元、2.76亿元和3.71亿元，年均复合下降40.98%，占证券投资规模的比重分别为4.40%、0.93%和1.56%，在公司证券投资规模中占比较低。

2017—2019年，公司（母公司口径）自营非权益类证券及其衍生品/净资产指标为137.81%、118.19%和149.94%；自营权益类及证券衍生品/净资产指标为6.73%、9.32%和5.90%，均优于监管标准。

表6 公司主要证券投资结构（单位：亿元、%）

项目	2017年末		2018年末		2019年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	182.31	75.24	255.28	85.75	206.04	86.71
其中：AA	47.50	19.60	31.41	0.30	27.47	11.56
AA+及以上	118.75	49.02	221.52	74.14	171.37	72.11
股票	10.65	4.40	2.76	0.93	3.71	1.56
基金	26.61	10.98	22.47	7.55	8.84	3.72
理财产品	15.22	6.28	7.00	2.35	5.08	2.14
资管计划	0.72	0.30	0.81	0.27	11.75	4.94
其他	6.78	2.80	9.39	3.15	2.22	0.93
合计	242.29	100.00	297.70	100.00	237.64	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资产		6.73		9.32		5.90
自营非权益类证券及其衍生品/净资产		137.81		118.19		149.94

资料来源：公司提供

2020年1—3月，公司自营业务收入2.58亿元，同比大幅下降60.61%，主要系受疫情影响，A股指数振幅加大所致。截至2020年3月末，公司自营业务持仓债券的风险状况较2019年末无变化。

公司资产管理业务处于行业中下游水平，整体竞争力一般；公司资产管理业务规模呈持续下降趋势，业务结构以定向产品为主；主动管理规模和占比整体呈下降态势，公司主动管理能力有待加

强。

2017—2019年，公司资产管理业务收入呈持续下降态势，年均复合下降36.62%，主要系受资管新规影响，公司资产管理业务规模持续下降所致；资产管理业务收入在公司营业收入中占比较低，分别为3.84%、3.79%和1.33%。2016—2017年，公司客户资产管理业务收入分别排名行业第51名和第43名，处于行业中下游水平。

2017—2019年，公司资产管理业务规模呈持续下降态势，年均复合下降29.63%；近几年，受资管新规和结构性去杠杆影响，公司资产管理业务规模不断压缩，截至2018年末，公司资产管理业务规模442.45亿元，较上年末下降25.25%，截至2019年末，公司资产管理业务规模293.14亿元，较上年末下降33.75%。公司资产管理业务以定向业务为主，2017—2019年，公司定向规模分别为455.53亿元、364.30亿元和251.67亿元，年均复合下降25.67%，占公司资产管理业务规模的比重分别为76.96%、82.34%和85.85%，占比呈持续上升态势，公司资管业务以定向资管业务为主。2017—2019年，公司主动管理规模分别为163.37亿元、97.81亿元和54.34亿元，呈持续下降态势，在公司资产管理业务规模中占比分别为27.60%、22.11%和18.54%，占比呈持续下降态势，公司主动管理能力有待提升。

表7 公司（母公司口径）资产管理业务规模情况（单位：亿元）

项目	2017年		2018年		2019年		
	期末规模	管理费收入	期末规模	管理费收入	期末规模	管理费收入	
产品类型	集合	66.16	0.50	42.35	0.35	30.22	0.15
	定向	455.53	0.66	364.30	0.29	251.67	0.15
	专项	70.20	0.01	35.80	0.02	11.25	0.00
合计	591.89	1.17	442.45	0.66	293.14	0.30	
管理方式	主动管理	163.37		97.81		54.34	
	被动管理	428.52		344.64		238.79	

资料来源：公司提供

2020年1—3月，公司资产管理业务手续费净收入0.03亿元，同比大幅下降62.38%；母公司口径资产管理业务手续费收入0.05亿元，同比下降50.99%。

公司信用交易业务处于行业中游水平，竞争力一般；信用交易业务以融资融券业务为主；2018年以来，受证券市场震荡及公司股票质押回购业务资质被暂停的影响，公司信用业务整体收入有所下滑，融资融券业务和股票质押式回购业务收入均有所降低。同时，公司股票质押回购业务违约涉及金额较大需关注相关信用风险及违约处置情况。

公司开展的信用交易业务包括融资融券业务和股票质押式回购业务。2017—2019年，公司信用交易业务收入呈持续下降态势，年均复合下降22.50%；同期收入占公司营业收入的比重分别为20.39%、20.96%和10.54%。2018年，公司信用交易业务实现收入4.69亿元，同比下降27.43%，主要系股票质押业务暂停以及规模下降导致的利息收入下降所致。2019年，公司信用交易业务实现收入3.88亿元，同比下降17.27%，主要系股票质押式回购业务规模下降所致。2017—2019年，公司信用业务杠杆率分别为54.48%、36.30%和36.58%，整体呈下降态势。2016—2018年，公司融资类业务收入行业排名分别为第34名、第41名和第50名，排名有所下滑，处于行业中游水平，竞争力一般。

融资融券业务方面，2017—2019年，公司融资融券业务余额有所波动，年均复合减少9.41%；截至2018年末，公司融资融券业务规模为35.00亿元，较上年末下降34.48%，主要系2018年证券

市场成交量较上年有所萎缩，客户融资意愿愈发谨慎，公司融资融券业务规模日均余额下降所致；截至 2019 年末，公司融资融券业务余额 43.84 亿元，较上年末增长 25.26%，主要系证券市场回暖，客户融资意愿增强所致。2016—2018 年，公司融资融券业务利息收入行业排名分别为第 39 名、第 40 名和第 43 名，排名有所下滑。

股票质押式回购业务方面，2017—2019 年，公司股票质押式回购业务余额呈持续下降态势，年均复合下降 29.61%；截至 2018 年末，公司股票质押式回购业务余额 44.38 亿元，较上年末下降 37.39%，主要系 2018 年以来信用风险凸显，另外公司受到监管处罚暂停业务资格 6 个月，公司股票质押业务规模有所下降所致；截至 2019 年末，公司股票质押式回购业务余额 35.12 亿元，较上年末下降 20.87%，主要系公司为了控制相关风险，股票质押业务未新增所致。2016—2018 年，公司股票质押利息收入行业排名分别为第 23 名、第 32 名和第 58 名，排名持续下滑。

截至 2019 年末，公司股票质押式回购业务违约项目中，公司涉及“乐视网”股东贾跃亭等四人、“ST*信威”股东王靖、“ST*中南”股东江阴中南重工集团有限公司（以下简称“中南重工”）共六起诉讼事项，融出资金（本金）合计 16.90 亿元，其中“乐视网”股东贾跃亭等四人合计 11.06 亿元，“ST*信威”股东王靖 5 亿元，“ST*中南”股东中南重工 0.84 亿元。发生风险后，经协商，“乐视网”收回资金合计 0.875 亿元，“ST*中南”收回资金 0.03 亿元，合计收回资金 0.905 亿元，违约本金合计 15.995 亿元，其中“乐视网”股东贾跃亭等四人 10.185 亿元、“ST*信威”股东王靖 5 亿元、“ST*中南”股东中南重工 0.81 亿元，目前均在执行过程中。截至 2019 年末，公司对违约的股票质押业务计提减值准备 14.02 亿元，计提较充分。

表 8 信用交易业务情况表（单位：户、亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
期末融资融券账户数目	41,294	41,382	42,573
期末融资融券余额	53.42	35.00	43.84
融资融券利息收入	3.96	3.49	3.50
期末股票质押业务回购余额	70.88	44.38	35.12
股票质押业务利息收入	2.46	1.13	0.40
信用业务杠杆率	54.48	36.30	36.58

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司信用业务杠杆率 36.58%，较年初上升 0.28 个百分点，信用业务杠杆水平处于较低水平。截至 2020 年 3 月末，公司信用业务杠杆率 26.07%，较上年末下降 10.51 个百分点。

公司主要控股参股子公司发展情况尚可，但对公司整体收入及利润贡献度不高。

截至 2019 年末，公司持有西部期货 100%的股权。2019 年，受经贸摩擦以及 A 股市场快速回暖等因素的多重作用，国内期货热点板块频现，金融期货再次松绑，西部期货客户权益较上年同期出现明显增长，股票期权开户数量及规模表现亮眼；西部期货加大机构客户拓展力度，深入落实看穿式监管要求，实现 IT 架构全面升级优化。2019 年，西部期货实现营业收入 6.14 亿元，期货总体市场份额为 1.18%。此外，西部期货向其下设风险管理子公司上海西部永唐投资管理有限公司（以下简称“西部永唐”）增加注册资本 5,000 万元人民币，增资完成后西部永唐的注册资本增至 1.00 亿元人民币。

截至 2019 年末，公司持有西部优势资本 100%的股权。2019 年，西部优势资本谨慎研判未来发展方向，积极落实整改要求，妥善化解遗存风险项目，由于计提资产减值准备，营业收入、利润总额同比下降明显。2019 年，西部优势资本聚焦“文化旅游”“综合体育”两个发力点，并稳步开展

类 Reits 业务。西部优势资本发起宁波富邦西部体育文化产业投资合伙企业（有限合伙）总规模 5 亿元，已完成基金备案，并已完成对首单项目潮庭体育的投资。此外，公司拟作为某上市公司投资顾问，推进与上市公司合作设立专项并购基金，已签署合作框架协议。同时，公司正稳步推进成都文旅生活美学基金、赣州文旅产业发展基金、赞基金等一系列新基金的方案落地执行工作。

截至 2019 年末，公司持有西部证券投资 100% 的股权。公司第五届董事会第三次会议、2018 年度股东大会审议通过《关于设立另类投资子公司的提案》，同意出资 10 亿元设立另类投资子公司。2019 年 9 月 19 日，公司发布了《关于设立另类投资子公司的公告》，公司设立的另类子公司西部证券投资已完成工商登记手续并取得营业执照，经营范围为：从事《证券公司证券自营投资品种清单》所列品种以外的金融产品投资（许可项目除外）、股权投资业务（许可项目除外）。截至 2019 年末，西部证券投资资产总额 2.01 亿元，所有者权益 2.00 亿元；2019 年，西部证券投资实现收入 0.01 亿元，净利润 0.004 亿元。

截至 2019 年末，公司持有西部利得 51% 的股权。2019 年，西部利得紧跟行业政策导向结合市场趋势，积极完善产品策略及布局；基金管理规模持续增长，业务转型初见成效。2019 年，西部利得实现营业收入 2.47 亿元，同比增长 48.43%，利润总额 0.12 亿元，同比增长 145.58%。截至 2019 年末，西部利得公募、专户管理规模共计 532 亿元，较上年末增加 24%，其中：受益于货币基金和多只新发基金，公募基金管理规模 419 亿元，较上年末增加 43%；非货币公募基金管理规模 176 亿元，较上年末增加 88%。此外，西部利得与恒生电子签署了《战略合作协议》，双方将在公募基金、私募资产管理方面就所需要的 IT 技术、软件系统及创新业务等领域加强合作交流，通过技术为金融赋能，切实提升资产管理人的金融科技能力。

3. 重大事项

公司近期有非公开发行的计划，本次股票发行计划尚未通过股东大会审议，联合评级将持续关注相关事项。

2020 年 4 月 1 日，公司披露了《西部证券股份有限公司非公开发行 A 股股票预案》，本次非公开发行的对象包括陕投集团在内的不超过三十五名（含三十五名）特定投资者，符合中国证监会规定的证券投资基金管理公司、证券公司、资产管理公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者、人民币合格境外机构投资者及其它复合法律法规规定的法人和自然人等。除陕投集团外，最终发行对象将在本次非公开发行 A 股股票获得中国证监会核准批文后，由公司董事会（或其授权人士）在股东大会授权范围内，根据发行对象申购的情况，与本次非公开发行 A 股股票的保荐机构（主承销商）协商确定。所有发行对象均以现金方式认购本次发行的股票。本次非公开发行股票数量不超过 1,050,551,931 股（含），募集资金总额不超过 75 亿元（含），扣除相关发行费用后，全部用于补充公司资本金、营运资金及偿还债务，以扩大业务规模，提升公司的抗风险能力和市场竞争力。如公司在本次非公开发行的董事会决议公告日至发行日期间发生送股、配股、资本公积金转增股本等除权事项的，则本次非公开发行的股票数量上限将作相应调整。陕投集团拟认购的股票数量不低于本次公司非公开发行股票数量总数的 37.24%（含），且不高於本次非公开发行股票总数的 50%（不含）。本次非公开发行的具体股票数量将提请公司股东大会授权公司董事会（获授权人士）根据实际情况与保荐机构（主承销商）协商确定。陕投集团本次认购的股票自发行结束之日起 60 个月内不得转让；其它持有公司股票比例超过 5%（含 5%）大发行对象本次认购的股票自发行结束之日起 36 个月内不得转让；其它持有公司股份比例在 5%（不含 5%）的发行对象本次认购的股票自发行结束之日起 6 个月内不得转让。本次非公开发行的定价基准日为本次发行的

发行期首日。本次发行的发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日（不含定价基准日）公司股票交易均价的 80%与发行前公司最近一期未经审计的归属于母公司股东的每股净资产值的较高者。本次股票发行计划尚未通过股东大会审议，联合评级将持续关注相关事项。

4. 未来发展

公司战略目标比较清晰，定位较为明确，公司主要业务与证券市场高度关联，受证券市场波动和相关监管政策变化等因素影响较大，未来发展存在一定不确定性。

公司依托全业务链的专业服务，实现与客户共成长；并立足西部、服务全国，力争成为一流的上市券商。未来，公司将把握证券行业和资本市场改革窗口期，围绕以“战略为始、业务为本、组织为根、人才为源、机制为链”的管理思路，重塑发展战略，强化内控体系建设，加强职能管控及协同机制，努力提升经营策略的前瞻性、针对性、有效性，推进业务结构转型升级，实现经营业绩量的合理增长和质的稳步提升，促进公司的可持续发展。公司主要业务与证券市场高度关联，受证券市场波动和相关监管政策变化等因素影响较大，未来发展存在一定不确定性。

七、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理体系，较好地支持和保障了各项业务的发展，整体风险管理水平较高。但随着业务规模增长及创新业务的推出，要求公司进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。

公司按照“健全、合理、制衡、独立”的原则，建立了由董事会及其专门委员会、经营管理层及其下设委员会、首席风险官、合规总监、风险控制和监督部门、管理部门、各业务部门及分支机构共同构成的风险管理组织架构。

董事会是公司风险管理的最高决策机构，承担全面风险管理的最终责任。董事会下设风险控制委员会，负责指导公司风险管理工作。风险控制委员会下设风险管理委员会、合规管理委员会作为日常工作机构，对公司日常经营中的各类风险进行管理。监事会承担公司全面风险管理的监督责任。公司经理层对公司全面风险管理承担主要责任。公司由风险管理部、合规管理部、法律事务部等作为主要内控部门开展风险管理工作，公司各部门、分支机构、子公司作为风险责任单元履行一线风险管理职责。公司在各分公司、业务部门和营业部均配置了符合监管要求的合规风控经理（专兼职）。

市场风险管理

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

公司面临的市场风险的主要类别如下：

（1）权益类风险：来自于持仓组合在股票、股票组合及股指期货等权益类证券的价格及波动率变化上的风险暴露。（2）利率类风险：来自于持仓组合在固定收益投资收益率曲线结构、利率波动性和信用利差等变化上的风险暴露。

公司根据董事会制定的风险偏好、风险容忍度系列指标，通过考虑各类投资的风险收益情况，结合相关性和分散化效应将公司整体的风险限额分配至各业务部门和业务条线，并相应制定业务授权。前台业务部门作为市场风险的直接承担者，负责一线风险管理工作。其负责人及投资经理运用

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

信用风险管理

信用风险指公司的交易对手或公司持有证券的发行人无法履行合同义务的情况下给公司造成损失，或者公司持有第三方当事人发行的证券，在该方信用质量发生恶化情况下给公司造成损失的风险。

公司的信用风险主要来自于以下方面：股票质押式回购交易、约定购回式证券交易、融资融券等融资类业务的融资方信用风险；互换、场外期权、远期等场外衍生品业务的交易对手信用风险；债券相关业务（包括但不限于债券投资、债券借贷、债券回购等）的发行人信用风险和交易对手信用风险；资产支持证券、非标准化债券资产等非债券类信用产品投资的信用风险；投资银行类业务的信用风险；其他涉及信用违约的情形。近年信用市场违约率维持高位、整体监管环境趋严、市场流动性分化、融资人再融资渠道受限等，都对证券公司未来信用风险管理提出了更大的挑战。

公司采用不同层次的信用风险限额控制信用风险暴露，可包括单一客户限额、交易对手限额、产品风险限额等各类限额，基于公司风险偏好的信用风险将根据市场和公司的情况定期审阅和更新。公司逐步建立对新业务的信用风险评估、论证和审批流程，确保新业务的风险收益水平符合公司风险承受能力和资本水平。公司逐步建立统一的授信管理制度，对交易对手授信建立事前审批机制，以确保交易符合业务授权。授信管理制度包括交易对手的准入标准、选择原则，授信额度确定方法等。

公司加强对各项业务、管理工作的合规检查与稽核力度，合规与法律事务部、稽核部对检查中发现的信用风险管控问题提出整改建议。各风险管理责任单元针对已发现的信用风险管理制度制定、执行等方面的缺陷、问题认真落实整改，不断持续优化公司信用风险管理机制。

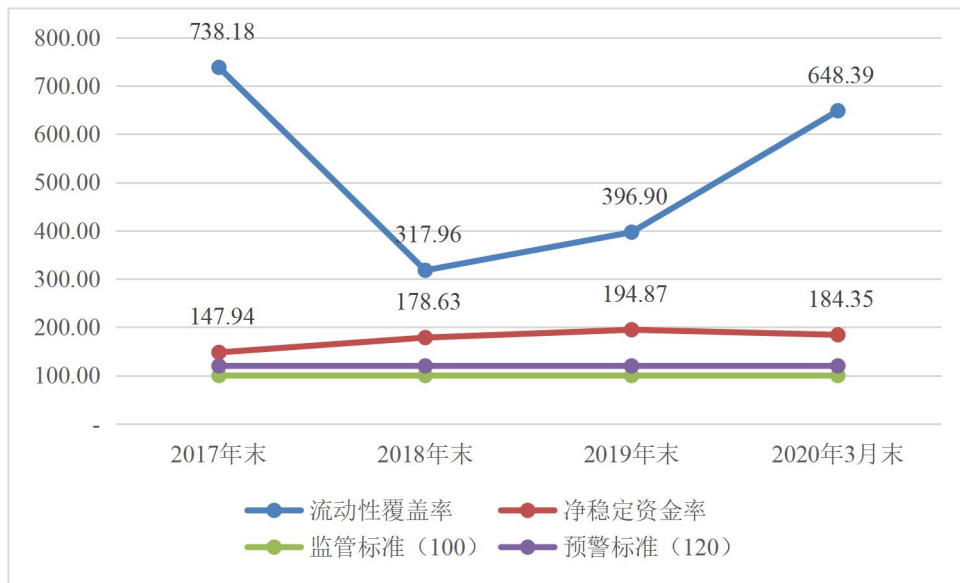
流动性风险管理

公司面临的流动性风险主要为无法以合理成本及时获得充足资金，以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的其他资金需求的风险。若未来公司的经营环境发生重大不利变化，负债水平不能保持在合理的范围内，且公司的经营管理出现异常波动，公司将可能无法按期足额偿付相关债务的本金或利息。

为预防流动性风险，公司建立了优质流动性资产储备和最低备付金额度制度，制定了流动性应急管理计划，在资金计划中预留最低备付金；公司积极开展资金缺口管理，敏感性分析、压力测试等管理工具，及早识别潜在风险，提前安排融资和调整业务用资节奏，有效管理支付风险，并持续拓展融资渠道，均衡债务到期分布，避免因融资渠道过于单一或债务集中到期的偿付风险；公司建立了内部风险报告制度，及时掌握各业务及分支机构经营中的流动性风情况，并采取措施促进公司各业务和各分支机构安全稳健地持续经营。

2017—2020年3月末，公司流动性覆盖率及净稳定资金率均处于预警标准以上，流动性指标表现较好。

图6 公司流动性指标情况(单位: %)



资料来源: 公司风险控制指标报表, 联合评级整理

操作风险

公司面临的**操作风险**指由不完善或有问题的内部程序、人员及系统或外部事件而导致的**风险**。操作风险事件主要表现为七类, 包括: 内部欺诈, 外部欺诈, 就业制度和工作场所安全, 客户、产品和业务活动, 实物资产损坏, 营业中断和信息技术系统瘫痪, 执行、交割和流程管理。

公司强调业务规模、获利与**风险承受度**的匹配, 不因对**利润**的追求而牺牲对**操作风险**的管控, 坚持在**稳健经营**的前提下开展各项业务。公司持续强化操作风险管理, 逐步建立起与公司业务性质、规模和复杂程度相适应的完善的**操作风险管理体系**, 通过建立并持续完善**操作风险库**和**操作风险损失台账**, 全面梳理现有业务流程中的**操作风险点**, 有效排查了各项核心业务、关键流程中的**操作风险隐患**, 并重点针对新业务、新流程所面临的**操作风险**予以防范和治理。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年审计报告, 均经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具了无保留的审计意见, 2020年第一季度财务数据未经审计。

公司从编制2018年度财务报表起执行财政部于2018年6月15日颁布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会(2018)15号, 以下简称“财会15号文件”), 对资产负债表和利润表的列报项目进行了修订, 并对2017年比较数据进行了重新列报。公司采用新金融工具准则编制2019年度财务报表, 新金融工具准则的首次执行日是2019年1月1日, 公司未对比较期间信息进行重述, 金融资产和金融负债于首次施行日的账面价值调整计入当期的期初留存收益和其他综合收益。

2018年公司纳入合并范围的子公司未发生变更, 新增纳入合并范围的结构化主体1家, 减少纳入合并范围的结构化主体5家; 公司2019年新增纳入合并范围的子公司1家, 为新设立的子公司西部证券投资。西部证券投资于2019年9月17日成立, 截至2019年末西部证券投资注册资本10.00亿元, 实收资本2.00亿元, 公司持股100.00%。公司2019年减少纳入合并范围的结构化主体2家。

总体上，合并范围变动对财务数据的影响不大，公司财务数据可比性较强。

2. 资金来源与流动性

公司自有负债及债务规模有所下降，杠杆水平处于行业适中水平；公司债务偏短期，需关注短期集中兑付压力。

2017—2019 年末，公司负债总额分别为 335.87 亿元、348.43 亿元和 308.62 亿元，年均复合减少 4.14%。2017—2019 年末，公司自有负债分别为 199.90 亿元、248.01 亿元和 177.47 亿元，年均复合减少 5.78%，主要系应付债券和次级债规模减少所致；2018 年自有负债较上年末增长 24.07%，主要系公司自营业务债券回购规模增长所致。2017—2019 年末，自有负债占公司负债总额的比重分别为 58.52%、71.18%和 57.54%，2018 年末自有负债在负债总额中占比较高，主要系 2018 年公司债券正回购业务规模增加导致卖出回购金融资产款大幅增长所致；2019 年末自有负债在负债总额中占比较上年末下降 13.64%，主要系债券正回购业务规模减少导致卖出回购金融资产款大幅下降所致。截至 2019 年末，公司负债总额中占比较大的科目为卖出回购金融资产款（占比 38.35%）、代理买卖证券款（占比 39.19%）和应付债券（占比 7.45%）。

2017—2019 年末，公司卖出回购金融资产款波动较大；其中 2018 年末较年初大幅增长 54.39% 至 179.31 亿元，主要系 2018 年公司自营业务债券正回购规模增长所致；截至 2019 年末，公司卖出回购金融资产款 118.37 亿元，较上年末下降 33.99%，主要系债券正回购业务规模减少所致。

2017—2019 年末，公司应付债券年均复合减少 24.01%；其中 2018 年末较年初大幅下降 43.05% 至 22.67 亿元，主要系 2018 年公司兑付到期公司债所致；2019 年末公司应付债券变化不大。

2017—2019 年末，公司次级债券年均复合减少 45.12%；其中 2018 年末较年初大幅下降 70.00% 至 6.00 亿元，主要系 2018 年公司兑付到期次级债券所致；2019 年末公司次级债变化不大。

表 9 公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
负债总额	335.87	348.43	308.62	329.19
自有负债	199.90	248.01	177.47	/
其中：卖出回购金融资产款	116.14	179.31	118.37	130.38
拆入资金	0.00	15.00	9.00	4.00
交易性金融负债	0.00	0.00	10.21	10.48
应付债券	39.81	22.67	22.99	23.27
应付短期融资款	3.22	1.80	0.00	0.00
次级债券	20.00	6.00	6.02	6.10
非自有负债	135.97	100.43	131.15	/
其中：代理买卖证券款	105.49	89.73	120.94	127.89
全部债务	198.51	242.77	167.09	/
其中：短期债务	138.70	214.09	138.08	/
长期债务	59.81	28.67	29.01	/
净资本/负债	76.33	63.02	86.35	80.36
净资产/负债	85.60	70.57	101.27	95.57
自有资产负债率	53.10	58.73	50.01	/

资料来源：公司财务报告、监管报表、联合评级整理

从负债水平来看，2017—2019 年末，公司自有资产负债率分别为 53.10%、58.73%和 50.01%，

杠杆水平有所下降，处于行业适中水平。截至 2019 年末，母公司口径净资产/负债、净资产/负债分别为 86.35%和 101.27%，较上年末分别上升 23.33 个百分点和 30.70 个百分点，优于监管标准。

从有息债务来看，2017—2019 年末，公司全部债务有所波动，年均复合减少 8.25%；截至 2019 年末，公司全部债务为 167.09 亿元，较上年末下降 31.17%，主要系卖出回购金融资产款大幅减少所致；其中，短期债务占比 82.64%，较年初下降 5.55 个百分点，但公司债务结构仍有待优化。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 329.19 亿元，较年初增加 6.66%，主要系证券市场交易量增加导致代理买卖证券款增长所致。

公司资产规模有所波动，优质流动资产规模较大，整体资产质量和流动性较好。

2017—2019 年，公司资产总额分别为 512.44 亿元、522.73 亿元和 485.98 亿元，年均复合减少 2.62%；公司资产以自有资产为主，2017—2019 年，公司自有资产分别为 376.47 亿元、422.31 亿元和 354.84 亿元，占公司资产总额的比重分别为 73.47%、80.79%和 73.01%；截至 2019 年末，公司资产总额 485.98 亿元，其中，货币资金（占比 24.85%）、结算备付金（占比 5.91%）、融出资金（占比 9.45%）和交易性金融资产（占比 48.59%）在资产总额中占比较高。

2017—2019 年，货币资金年均复合增长 7.24%；截至 2018 年末，货币资金 97.73 亿元，较上年末下降 6.92%，主要系证券市场波动较大，经纪业务客户资金存款减少所致；截至 2019 年末，货币资金 120.75 亿元，较上年末增长 23.55%，主要系证券市场回暖，交易量大幅增加，经纪业务客户资金存款增加所致。

2017—2019 年，结算备付金年均复合增长 4.08%；截至 2018 年末，公司结算备付金 27.42 亿元，较上年末增长 3.45%，主要系受市场交易量变动影响所致；截至 2019 年末，公司结算备付金 28.71 亿元，较上年末增长 4.71%，主要系客户交易量变动影响。

2017—2019 年，公司融出资金年均复合减少 8.15%；截至 2018 年末，公司融出资金 36.21 亿元，较上年末下降 33.48%，主要系证券市场波动较大，融出资金规模减少所致；截至 2019 年末，公司融出资金 45.93 亿元，较上年末增长 26.83%，主要系证券市场回暖，融资融券业务规模增加所致。

截至 2019 年末，公司交易性金融资产 236.12 亿元，均为 2019 年新增，主要系公司实施新金融会计准则影响所致。交易性金融资产主要由债券（占比 86.96%）和公募基金（占比 5.27%）组成，其余少量为股票、资管计划、信托计划和其他等。截至 2019 年末，公司变现受限制的交易性金融资产 130.37 亿元，其中，变现受限制的债券为 130.11 亿元，系卖出回购抵押物。

2017—2018 年，公司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 205.29 亿元和 262.09 亿元，增速为 27.67%，主要系公司 2018 年债券投资规模增加所致；2019 年公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产科目不适用，主要系公司实施新金融工具准则影响所致。

2017—2019 年，公司买入返售金融资产年均复合下降 56.93%；截至 2018 年末，公司买入返售金融资产 36.82 亿元，较上年末下降 31.50%，主要系 2018 年公司股票质押式回购业务规模减少所致；截至 2019 年末，公司买入返售金融资产 9.98 亿元，较上年末大幅下降 72.91%，主要系 2019 年末公司债券逆回购和股票质押式回购业务规模减少所致。

2017—2019 年末，公司优质流动资产分别为 93.64 亿元、93.60 亿元和 106.72 亿元，年均复合增长 6.76%；优质流动资产/总资产分别为 24.63%、22.24%和 30.13%，呈波动上升态势，优质流动资产规模较大且占比较高，资产的流动性好。

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额为 509.10 亿元，较年初增长 4.76%，构成较年初变化不大。

表 10 公司资产情况表 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
资产总额	512.44	522.73	485.98	509.10
其中: 自有货币资金	15.49	23.11	24.14	28.81
自有结算备付金	12.07	12.40	11.78	15.06
融出资金	54.44	36.21	45.93	49.09
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	205.29	262.09	--	--
交易性金融资产	0.00	0.00	236.12	231.14
买入返售金融资产	53.76	36.82	9.98	18.55
可供出售金融资产	37.00	35.61	--	--
债权投资	--	--	4.96	4.68
其他债权投资	--	--	7.96	6.82
其他权益工具投资	--	--	1.00	1.04
自有资产	376.47	422.31	354.84	/
优质流动资产	93.64	93.60	106.72	92.25
优质流动资产/总资产	24.63	22.24	30.13	24.94

资料来源: 公司财务报告、监管报表, 联合评级整理
注: 上表中的总资产、优质流动资产均取自监管报表

3. 资本充足性

2017 年以来, 公司资本规模及构成保持稳定, 各项风险控制指标处于行业较高水平, 资本充足性较好。

2017—2019 年, 公司股东权益年均复合增长 0.23%, 股东权益波动不大; 截至 2019 年末, 公司股东权益 177.37 亿元, 同比上升 1.76%, 归属于母公司所有者权益 176.59 亿元。其中, 公司股本、资本公积和未分配利润分别占比 20.17%、54.74%和 10.31%, 股本和资本公积占比较高, 公司股东权益的稳定性较好。2017—2018 年, 公司分配现金股利分别为 3.85 亿元和 2.03 亿元, 占公司上一年归属于母公司净利润的比重分别为 34.22%和 26.99%, 分配力度较大。公司第五届董事会第十二次会议审议通过的 2019 年度利润分配预案为: 以公司截至 2019 年 12 月 31 日总股本 35.02 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.63 元 (含税), 分配现金股利 2.21 亿元 (含税), 占公司 2019 年归属于母公司净利润的比重为 34.59%, 分配力度较大, 剩余利润留存对公司资本补充作用一般。

截至 2019 年末, 公司母公司口径净资本和净资产规模均较年初变化不大, 分别为 151.96 亿元和 178.22 亿元, 净资本均为核心净资本。从主要风控指标来看, 截至 2019 年末, 公司母公司口径的净资本/净资产指标为 85.27%, 较年初下降 4.04 个百分点; 资本杠杆率为 42.38%, 较年初上升 6.38 个百分点; 各项风险资本准备之和由年初的 51.75 亿元降至 46.65 亿元; 风险覆盖率指标由年初的 300.48%上升至 325.77%。总体看, 公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 11 公司风险控制指标情况表 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末	监管标准	预警标准
核心净资本	156.38	152.50	151.96	151.99	--	--
附属净资本	0.00	3.00	0.00	0.00	--	--
净资本	156.38	155.50	151.96	151.99	--	--
净资产	175.36	174.11	178.22	180.76	--	--
净资本/净资产	89.17	89.31	85.27	84.09	≥20	≥24
各项风险资本准备之和	53.90	51.75	46.65	44.98	--	--

风险覆盖率	290.12	300.48	325.77	337.89	≥100	≥120
资本杠杆率	40.89	36.00	42.38	40.49	≥8	≥9.6

数据来源：公司监管报表，以上指标均为母公司口径

截至2020年3月末，公司所有者权益为179.91亿元，规模及构成均较年初变化不大；各项风控指标均符合监管标准。

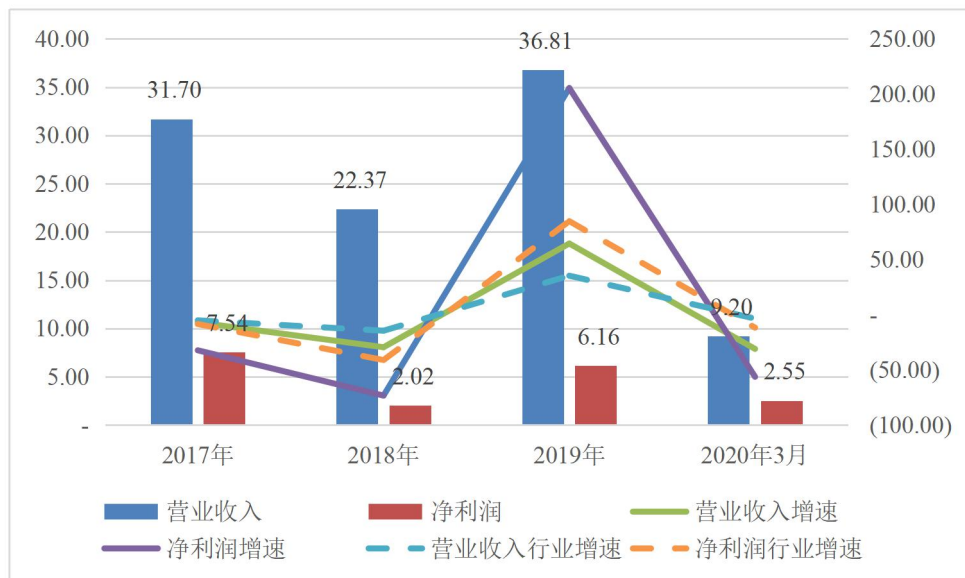
4. 盈利能力

证券市场剧烈震荡期间公司盈利能力下滑明显，2019年以来，证券市场回暖，公司全年盈利情况有所回升；公司盈利情况受证券市场波动影响较大，整体盈利能力一般。

2017—2019年，公司营业收入分别为31.70亿元、22.37亿元和36.81亿元，年均复合增长7.75%；2018年公司营业收入同比下降29.42%，主要系2018年证券市场整体较为低迷，公司主要业务板块收入减少所致；2019年，公司营业收入36.81亿元，同比大幅增长64.51%，主要系证券市场回暖，公司主要业务板块业务收入大幅增加所致。

2017—2019年，公司营业支出呈波动增长态势，年均复合增长15.65%；其中2018年公司营业支出为19.90亿元，同比下降9.18%，主要系职工薪酬下降所致；2019年，公司营业支出29.30亿元，同比增长47.26%，主要系职工薪酬以及计提减值准备增加所致。公司营业支出以业务及管理费为主，2017—2019年，业务及管理费分别为16.55亿元、14.69亿元和17.35亿元，呈波动增长态势，占公司营业支出的比重分别为75.54%、73.73%和59.21%；2017—2019年，公司计提减值准备分别为5.10亿元、4.90亿元和6.53亿元，呈波动增长态势，占公司营业支出的比重分别为23.29%、24.62%和22.30%。2017—2019年，公司营业费用率分别为52.20%、65.65%和47.13%，呈波动下降态势；公司薪酬收入比分别为36.67%、40.95%和31.98%，呈波动下降态势，公司费用控制能力有所提升。

图7 公司营业收入和净利润情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告、财务报表，联合评级整理

从盈利情况来看，受营业收入和营业支出的综合影响，公司净利润有所波动，年均复合减少9.62%，2018年，公司净利润2.02亿元，同比下降73.25%，主要系由于刚性支出和计提减值准备导致公司营业成本下降幅度小于营业收入下降幅度所致；2019年，公司净利润6.16亿元，同比增长

205.38%，主要系证券市场回暖，公司营业收入大幅增加所致。2018 年公司盈利能力较 2017 年下降明显，营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率均同比下降；2019 年，公司营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率分别为 20.40%、1.59%和 3.50%，分别同比上升 9.32、1.08 和 2.35 个百分点，公司盈利能力有所回升。2017—2018 年，公司净资产收益率排名行业第 45 名和第 50 名。

表 12 公司盈利指标表（单位：%、名）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
营业费用率	52.20	65.65	47.13	46.39
薪酬收入比	36.67	40.95	31.98	/
营业利润率	30.89	11.08	20.40	37.07
自有资产收益率	2.06	0.51	1.59	/
净资产收益率	5.01	1.15	3.50	1.43
净资产收益率排名	45	50	/	/

资料来源：公司审计报告、财务报表，联合评级整理

从同行业对比来看，公司 2019 年负债水平较低、盈利能力和盈利稳定性一般、营业费用率低于对比企业平均水平，如下表所示。

表 13 证券公司 2019 年财务指标比较（单位：%）

企业名称	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
国元证券股份有限公司	3.70	1.59	52.19	25.03	57.75
中银国际证券股份有限公司	6.46	2.40	62.90	19.71	59.72
华西证券股份有限公司	10.19	4.55	50.72	22.13	61.20
上述样本企业平均值	6.78	2.85	55.27	22.29	59.56
西部证券	3.50	1.59	47.13	46.77	50.01

资料来源：公司审计报告、财务报表、公开资料，联合评级整理

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.20 亿元，同比下降 30.95%；公司实现净利润 2.55 亿元，同比下降 56.23%。

5. 偿债能力

公司整体偿债指标表现一般，但考虑到公司具备很强的运营能力和资本实力，同时作为上市公司，融资渠道多样，直接和间接融资能力强，整体偿债能力仍属极强。

2017—2019 年，公司流动性覆盖率分别为 738.18%、317.96%和 396.90%，呈波动下降趋势，但仍优于监管指标；净稳定资金率分别为 147.94%、178.63%和 194.87%，呈持续增长态势，均优于监管指标；公司短期偿债指标表现较好。

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 18.92 亿元、11.43 亿元和 14.31 亿元，年均复合下降 13.03%；EBITDA 以利润总额和利息支出为主，2017—2019 年利润总额占比分别为 50.83%、20.76%和 50.93%；2017—2019 年利息支出占比分别 45.99%、73.00%和 43.04%。2017—2019 年，因 EBITDA 有所波动，EBITDA 利息倍数波动上升，分别为 2.29 倍、1.43 倍和 2.47 倍，EBITDA 对利息支出可以形成有效覆盖；公司 EBITDA 全部债务比有所波动，分别为 0.10 倍、0.05 倍和 0.09 倍，EBITDA 对全部债务保障程度一般。

表 14 公司偿债能力指标表 (单位: 亿元、倍)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
流动性覆盖率	738.18	317.96	396.90	648.39
净稳定资金率	147.94	178.63	194.87	184.35
EBITDA	18.92	11.43	14.31	/
EBITDA 利息倍数	2.29	1.43	2.47	/
EBITDA 全部债务比	0.10	0.05	0.09	/

资料来源: 公司审计报告、财务报表、监管报表, 联合评级整理

截至 2020 年 3 月末, 公司银行授信额度 110.90 亿元, 已使用额度 20.40 亿元; 公司无对外担保情况。

预计负债方面, 截至 2019 年末, 公司未决诉讼或仲裁形成的或有负债如下:

2001 年郭东梅诉公司西安康乐路营业部 (以下简称“康乐路营业部”) 61 万元存单纠纷一案, 2003 年 12 月铜川市中级人民法院终审判令康乐路营业部一次性兑付原告现金 45 万元。康乐路营业部于 2004 年 3 月向陕西省高级人民法院提出申诉, 2005 年 10 月铜川市中级人民法院经再审程序审理后, 维持终审判决, 康乐路营业部又于 2005 年 11 月向陕西省高级人民法院提出申诉, 法院已受理, 尚未判决。考虑可能发生的损失, 公司按 45 万元计提预计负债。

重大未决诉讼方面, 截至 2019 年末, 公司尚未了结的重大诉讼或仲裁案件如下:

公司系湖南尔康制药股份有限公司 (以下简称“尔康制药”) IPO 及再融资项目的保荐机构, 尔康制药因 2015 年、2016 年年度报告虚增营业收入和利润, 构成虚假陈述, 被中国证监会于 2017 年 8 月 8 日立案调查, 并于 2018 年 6 月 13 日被中国证监会湖南监管局行政处罚。部分股民以此为由起诉尔康制药、公司和天健会计师事务所, 主要诉讼请求基本一致且均为: 尔康制药赔偿投资损失、佣金损失、印花税损失和利息损失; 被告二公司、被告三天健会计师事务所与被告一承担连带责任, 目前损失赔偿诉讼案件共 53 起, 涉诉金额 5,236.20 万元。2019 年 6 月, 法院对部分投资者诉尔康制药及西部证券进行开庭, 该案已作出部分裁决, 裁决尔康制药向股民承担赔偿责任, 公司不承担责任。

2016 年 7 月 29 日, 安徽盛运环保集团 (以下简称“盛运环保”) 非公开发行公司债券, 募集资金 5 亿元, 公司为主承销商及受托管理人。2019 年 8 月 2 日, 该债券到期并未兑付, 盛运环保构成实质性违约。2019 年 9 月 27 日, 因到期未能偿还本息, 投资者之一广州证券股份有限公司以证券纠纷为由, 对盛运环保及本公司提起诉讼, 同时要求公司承担连带赔偿责任, 赔偿其本息合计 11,540 万元。2019 年 10 月 25 日, 公司收到安徽省安庆市中级人民法院传票, 公司在提交答辩状期间对管辖权提出异议。2019 年 12 月 2 日, 公司收到安徽省安庆市中级人民法院关于管辖权异议的《民事裁定书》, 裁定将案件移送至安徽省合肥市中级人民法院。截至 2019 年 12 月 31 日, 公司尚未收到法院受理传票。

公司作为吉林森东电力设备股份有限公司 (以下简称“森东电力”) 新三板挂牌的主办券商, 森东电力因《公开转让说明书》《2015 年半年度报告》以及《2015 年年度报告》披露虚假记载, 构成信息披露违法事项, 于 2016 年 10 月 31 日终止股票挂牌, 并于 2019 年 7 月 25 日被中国证监会吉林监管局处以行政处罚。股民刘丽梅以证券虚假陈述责任纠纷为由起诉森东电力、公司、中兴华会计师事务所、北京中天华资产评估公司以及北京东易律师事务所, 主要诉求为: 要求森东电力及被告二公司赔偿其经济损失 1,452,821.00 元, 由被告三中兴华会计师事务所、被告四北京中天华资产评估有限以及被告五北京东易律师事务所等中介机构承担连带赔偿责任。2019 年 12 月 25 日, 公司收到吉林省吉林市中级人民法院传票, 通知本案将于 2020 年 1 月 20 日开庭。公司于 2019 年 12 月 30

日提交管辖权异议申请，截至 2019 年 12 月 31 日，法院尚未出具管辖权异议受理文书。

根据人民银行征信报告，截至 2020 年 4 月 8 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。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至2019年末，公司全部债务167.09亿元。本期债券拟发行规模不超过20.00亿元（含），其中基础发行规模10.00亿元，可超额配售不超过10.00亿元（含），相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度一般，公司债务负担将有所增加。

以2019年底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为20.00亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率上升2.67个百分点，至52.68%，债务负担水平将有所上升，结合所处的证券行业来看，整体仍处于正常水平。本期债券成功发行后，公司短期债务占比将有所下降，长期债务占比将有所上升，负债结构将有所改善。

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照本期债券发行 20.00 亿元估算相关指标对本期发债额度的保障倍数（见下表），净资产、EBITDA 和经营活动现金净流量对本期发债额度保障程度较好，净利润对本期发债额度保障程度一般。

表 15 本期债券偿还能力指标（单位：倍）

项目	2019 年
净资产/本期债券本金	8.87
净利润/本期债券本金	0.31
EBITDA/本期债券本金	0.72
经营活动现金流量净额/本期债券本金	1.50

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

综合以上分析，并考虑到公司作为全国性综合类证券公司，在资本实力、业务规模、盈利能力和业务创新等方面具有优势，且公司作为上市公司，直接融资渠道和间接融资渠道较为通畅，联合评级认为公司对本期债券的偿还能力极强。

十、综合评价

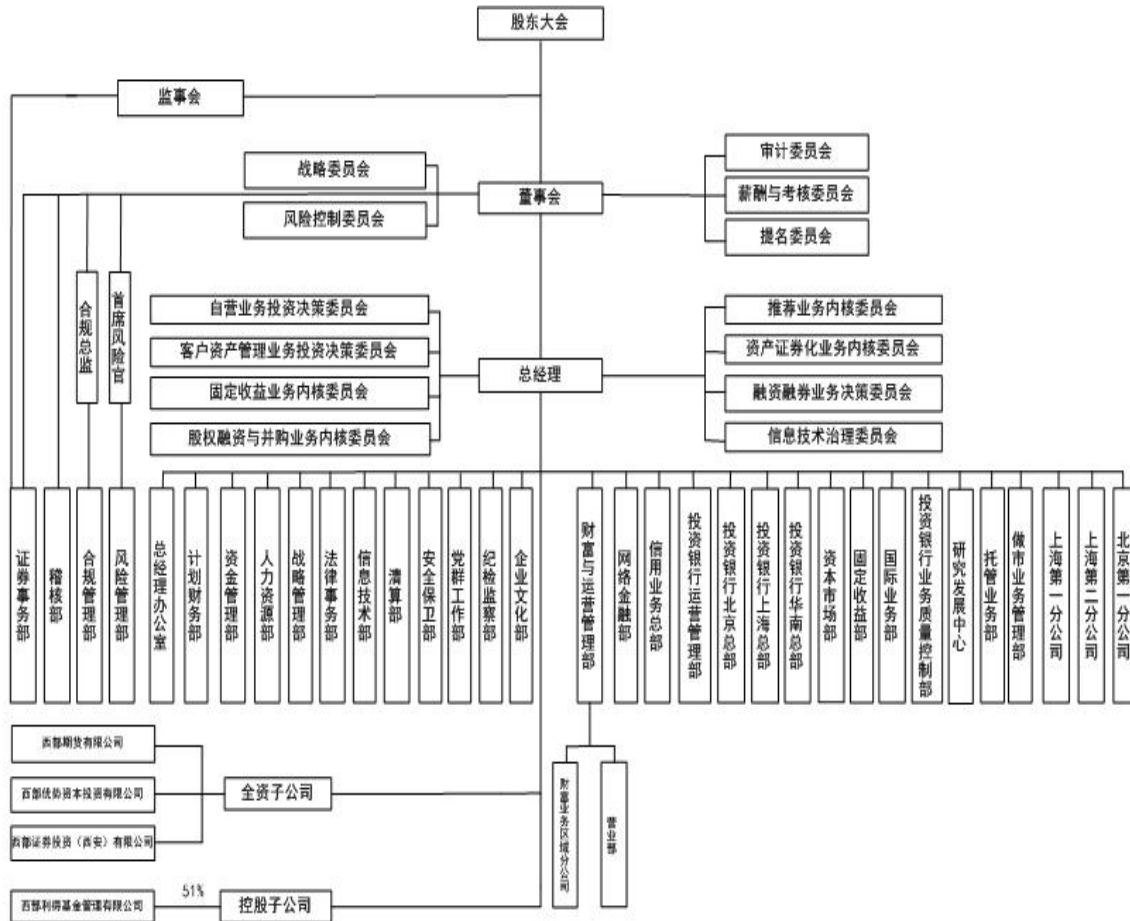
公司作为全国性综合类上市证券公司，股东背景强大，自身资本实力很强，在陕西省内具备较强区域优势。近年来，公司证券经纪业务和证券自营业务发展状况良好，排名行业中上游，具有较强的竞争力。截至 2019 年末，公司资产中优质流动资产占比高，流动性好，资本较充足。

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。公司股票质押回购业务违约涉及金额较大，计提减值规模较大。此外，近年来，公司因存在违规行为受到监管机构的行政监管措施，内控管理水平有待提高。

未来随着资本市场的持续发展、各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 西部证券股份有限公司
组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



附件 2 西部证券股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
自有资产 (亿元)	376.47	422.31	354.84	/
所有者权益 (亿元)	176.57	174.30	177.37	179.91
自有负债 (亿元)	199.90	248.01	177.47	/
自有资产负债率 (%)	53.10	58.73	50.01	/
优质流动资产/总资产 (%)	24.63	22.24	30.13	24.94
营业收入 (亿元)	31.70	22.37	36.81	9.20
净利润 (亿元)	7.54	2.02	6.16	2.55
营业利润率 (%)	30.89	11.08	20.40	37.07
营业费用率 (%)	52.20	65.65	47.13	46.39
薪酬收入比 (%)	36.67	40.95	31.98	/
自有资产收益率 (%)	2.06	0.51	1.59	/
净资产收益率 (%)	5.01	1.15	3.50	1.43
净资本 (亿元)	156.38	155.50	151.96	151.99
风险覆盖率 (%)	290.12	300.48	325.77	337.89
资本杠杆率 (%)	40.89	36.00	42.38	40.49
流动性覆盖率 (%)	738.18	317.96	396.90	648.39
净稳定资金率 (%)	147.94	178.63	194.87	184.35
信用业务杠杆率 (%)	54.48	36.30	36.58	/
短期债务 (亿元)	138.70	214.09	138.08	/
长期债务 (亿元)	59.81	28.67	29.01	/
全部债务 (亿元)	198.51	242.77	167.09	/
EBITDA (亿元)	18.92	11.43	14.31	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.29	1.43	2.47	/
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.10	0.05	0.09	/
EBITDA/本期发债金额 (倍)	0.95	0.57	0.72	/

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 全部债务=短期债务+长期债务

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

长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务

EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表

附件 4 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（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 西部证券股份有限公司 2020年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年西部证券股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

西部证券股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。西部证券股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注西部证券股份有限公司的相关状况，如发现西部证券股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如西部证券股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至西部证券股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送西部证券股份有限公司、监管部门等。

