

山西证券股份有限公司

2013 年公司债券 2016 年跟踪 信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【325】号 01

增信方式: 保证担保

担保主体: 山西国信投
资集团有限公司

债券简称:

第一期, 13 山证 01;
第二期, 14 山证 01

债券剩余规模:

20 亿元 (其中: 第一期
10 亿元, 第二期 10 亿元)

债券到期日期:

第一期: 2016 年 11 月
13 日, 第二期: 2017 年
08 月 04 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 到期还本; 附
第 2 年末公司上调票面
利率选择权和投资者回
售选择权

分析师

姓名:
罗力 王贞姬

电话:
010-66216006

邮箱:
luol@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资
信评估有限公司证券公
司主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

山西证券股份有限公司 2013 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	第一期: AA+; 第二期: AA+	第一期: AA+; 第二期: AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	正面	稳定
评级日期	2016 年 06 月 21 日	2015 年 06 月 19 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对山西证券股份有限公司 (以下简称“山西证券”或“公司”) 及其 2013 年 11 月 13 日发行的第一期公司债券 (以下简称“13 山证 01”) 与 2014 年 08 月 04 日发行的第二期公司债券 (以下简称“14 山证 01”) 的 2016 年度跟踪评级结果为: 13 山证 01 信用等级维持为 AA+, 14 山证 01 信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级维持为 AA+, 评级展望调整为正面。该评级结果是考虑到跟踪期内, 非公开发行股票增强了公司资本实力, 公司营业收入及盈利能力大幅提升, 投行业务较有保障, 具有较高的资产安全性和资本充足性, 资产流动性较强, 山西国信投资集团有限公司 (以下简称“国信集团”) 提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为 13 山证 01 和 14 山证 01 的本息偿付提供了一定保障; 同时我们也关注到了公司业绩受金融市场波动影响较大, 证券经纪业务佣金率下滑, 投资中国证券金融股份有限公司 (以下简称“证金公司”) 资金未来退出时间及收益情况较不确定, 公司未来偿债压力加大, 国信集团子公司股权无偿划转将导致其对 13 山证 01 和 14 山证 01 的偿债保障能力减弱等风险因素。

正面:

- 非公开发行股票增强了公司资本实力。2015 年 12 月, 中国证监会核准公司非公开发行 31,000 万股新股, 募集资金 38.29 亿元, 增强了公司的资本实力。
- 2015 年上半年股市牛市行情延续、债券发行政策放松等因素推动公司主要业务快速发展, 营业收入及盈利能力大幅提升。2015 年上半年我国牛市行情延续, 2015

年国内证券市场及证券公司规模扩大，沪深两市上市公司数量及总市值均有所增长；2015 年沪深两市股权融资规模及债券发行规模分别为 2014 年的 2.03 倍和 1.90 倍；受益于此，2015 年公司实现营业收入 383,850.03 万元，同比增长 95.92%，利润总额 200,398.42 万元，同比增长 151.07%，营业利润率为 52.03%，较 2014 年提高 11.58 个百分点。

- **公司投行业务储备项目较多，未来该业务收入较有保障。**截至 2016 年 3 月末，子公司中德证券已过会待发行项目共 27 个，在会审核项目共 24 个，较多的储备项目为该业务未来收入提供了一定保障。
- **公司具有较高的资产安全性和资本充足性。**2015 年公司非公开发行股票、盈利水平大幅提高以及发行次级债券提高了公司的净资本规模，从母公司口径来看，2015 年末公司净资本为 994,486.78 万元，同比增长 144.40%；得益于此，公司以净资本为核心的各项风险管理指标均有所改善且优于中国证监会指定的监管指标，具有较高的资产安全性和资本充足性。
- **公司资金来源渠道通畅，融资成本相对较低，债务结构更趋合理，资产流动性较强。**公司可通过发行收益凭证及债券、拆入资金及卖出回购金融资产款等方式补充流动资金，2015 年通过增发低成本的收益凭证降低了公司融资成本，发行期限较长的次级债券使得公司债务结构更趋合理；此外，公司货币资金规模较大，股票及债券等有价值证券具有较强的流动性。
- **国信集团提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对 13 山证 01 和 14 山证 01 的本息偿付提供了一定保障。**2015 年国信集团经营情况良好，收入及利润水平均大幅提高，经营性现金流大幅改善，资产流动性较强，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对 13 山证 01 和 14 山证 01 的本息偿付提供了一定保障。

关注：

- **2015 年下半年以来股市大跌，继而延续低位震荡态势，2016 年 1 季度公司收入及盈利能力同比大幅下降，未来仍需关注股市低位震荡对公司经纪业务及自营业务造成的不利影响。**受 2015 年下半年以来股市大幅下跌并延续低位震荡态势影响，2016 年以来我国股市市场交易量萎缩，2016 年 1 季度公司营业收入、利润总额和营业利润率较 2015 年 1 季度分别下降 61.67%、86.84%和 42.84 个百分点，未来仍需关注股市波动对公司经纪业务及自营业务造成的不利影响。
- **市场竞争加剧导致公司证券经纪业务佣金率有所下滑。**2015 年 4 月，“一人多户”

制度以及网上开户的实施进一步加剧了券商经纪业务的竞争,2015 年公司经纪业务整体佣金率较 2014 年下降 0.365 个百分点,2016 年 1 季度较 2015 年下降 0.141 个百分点。

- **公司投资证金公司资金未来退出时间及收益情况较不确定。**2015 年 9 月 1 日,公司出资 168,061.00 万元投入证金公司设立的专户投资,由证金公司进行统一运作与投资管理,未来退出时间及收益不受公司控制,存在一定不确定性。
- **公司全部债务规模大幅增长,未来偿债压力加大。**2015 年公司发行收益凭证和次级债券,并通过卖出回购金融资产款和拆入资金补充流动资金,全部债务规模大幅增长,2015 年末为 1,414,336.78 万元,同比增长 129.24%;2016 年 3 月末进一步增加至 1,487,538.85 万元,未来偿债压力加大。
- **国信集团子公司股权无偿划转将导致其对 13 山证 01 和 14 山证 01 的偿债保障能力减弱。**山西省财政厅正推动国信集团子公司股权转让,未来随着国信集团子公司股权的无偿划转,其业务规模将显著下降,对 13 山证 01 和 14 山证 01 的偿债保障能力将减弱。

主要财务指标:

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产(万元)	4,479,725.78	4,818,064.90	2,749,740.19	1,751,510.29
归属于母公司的所有者权益(万元)	1,238,456.87	1,258,675.85	733,834.55	689,886.82
全部债务(万元)	1,487,538.85	1,414,336.78	616,969.15	167,539.04
营业收入(万元)	37,311.48	383,850.03	195,918.85	132,120.39
营业利润(万元)	8,461.01	199,702.24	79,251.11	34,264.82
利润总额(万元)	8,395.97	200,398.42	79,816.58	35,152.13
资产负债率	57.75%	59.16%	49.06%	28.71%
净资本与净资产的比例	85.85%	80.02%	55.41%	57.34%
流动比率	2.33	2.99	2.21	6.40
净稳定资金率	188.72%	173.29%	129.33%	-

注:净资本与净资产的比例指标(母公司口径)、净稳定资金率指标为公司提供

资料来源:公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表,鹏元整理

一、13山证01和14山证01本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可【2013】1173号文件核准，公司分别于2013年11月13日及2014年08月04日发行总额为20亿元的公司债券，其中13山证01发行额度为10亿元，票面利率为6.25%；14山证01发行额度为10亿元，票面利率为5.60%。

13山证01和14山证01起息日分别为2013年11月13日和2014年08月04日，均为按年计息，每年付息一次。13山证01和14山证01均附第2年末公司上调后1年票面利率选择权和投资者回售选择权，在公司做出关于是否上调债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在债券存续期内第2个付息日将其持有的债券全部或部分按面值回售给公司，所回售债券第2年的利息在投资者回售支付日一起支付。2015年11月13日，公司未选择上调13山证01票面利率，投资者也未行使回售选择权。截至2016年3月末，13山证01累计支付利息12,500万元，14山证01累计支付利息5,600万元。

表 1 截至 2016 年 3 月末 13 山证 01 和 14 山证 01 本息兑付情况（单位：万元）

债券简称	本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/ 回售金额	利息支付	期末本金余额
13山证01	2014年11月13日	100,000	-	6,250	100,000
13山证01	2015年11月13日	100,000	-	6,250	100,000
14山证01	2015年8月4日	100,000	-	5,600	100,000
合计		20,0000	-	18,100	20,0000

资料来源：公司提供

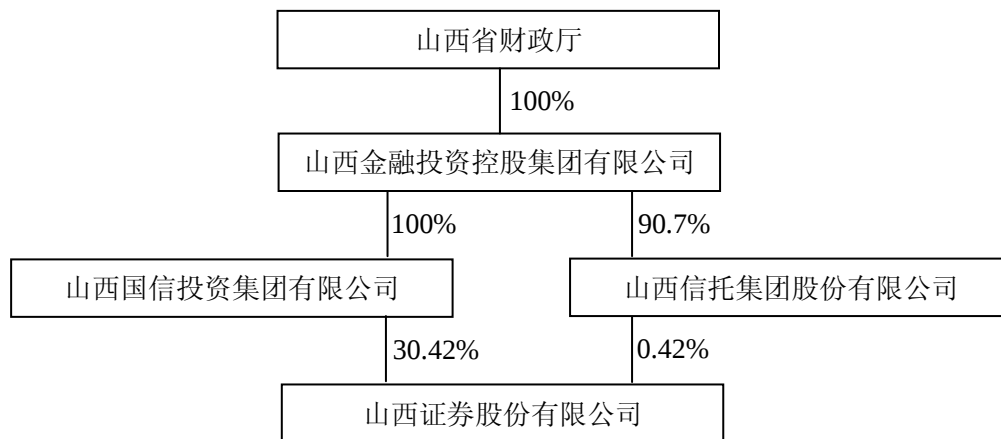
13山证01和14山证01募集资金扣除发行费用后，全部用于补充公司营运资金，截至2016年3月31日，13山证01和14山证01募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2015年，公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。2015年12月11日，公司收到中国证监会《关于核准山西证券股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2015】2873号），核准公司非公开发行不超过31,000万股新股；本次非公开发行股份于2016年1月20日上市，公司总股本由251,873万股变更为282,873万股，国信集团持有公司86,039.54万股，占比30.42%。2016年1月6日，公司收到控股股东国信集团《关于山西省财政厅持有的山西国信投资集团有限公司股权划转至山西金融投资控股集团有限公司的函》，山西省财政厅将持有的国信集团100%股权无偿划转至山西金融投资控股集团有限公司（以

下简称“金控集团”），并由山西省财政厅履行对金控集团的国有金融资产监督管理和出资人职责。2016年1月31日，国信集团与金控集团签订《关于划转山西信托集团股份有限公司国有股权之股权无偿划转协议》，国信集团拟将持有山西信托股份有限公司（以下简称“山西信托”）90.7%的股权无偿划转给金控集团，中国银监会山西监管局于2016年3月21日出具《山西银监局关于同意山西信托公司股权变更的批复》（晋银监复【2016】38号），同意该股权变更事项。截至2016年4月末，国信集团持有公司86,039.54万股，占比30.42%，为公司控股股东；山西信托持有公司1,189.65万股，占比0.42%。金控集团持有国信集团100%股权，持有山西信托90.7%的股权；山西省财政厅持有金控集团100%股权，为公司实际控制人。

图1 截至2016年4月末公司股权关系



资料来源：公司提供

2015年2月，公司收到上海证券交易所《关于山西证券股份有限公司成为上海证券交易所股票期权交易参与人的通知》（上证函【2015】111号）、《关于开通股票期权自营交易权限的通知》（上证函【2015】197号），同意公司成为上交所股票期权交易参与人，并开通股票期权经纪业务交易权限；同意开通公司股票期权自营业务交易权限。2015年2月，公司收到中国证券登记结算有限责任公司《关于期权结算业务资格有关事宜的复函》（中国结算函字【2015】50号），同意公司期权结算业务资格申请。2015年3月，公司收到中国证券业协会《关于同意开展互联网证券业务试点的函》（中证协函[2015]115号），同意公司开展互联网证券业务试点。

2015年公司纳入合并报表范围的子公司未发生变化，2016年2月公司成立山证国际金融控股有限公司，并纳入合并报表范围。2015年，公司根据2014年修订的《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》中33号准则的规定，对于公司同时作为管理人和投资人、且综合评估公司因持有投资份额而享有的回报以及作为结构化主

体管理人的管理人报酬将使公司面临可变回报的影响重大的结构化主体进行了合并（主要为资产管理计划），具体情况如下表所示。

表 2 截至 2015 年末公司纳入合并报表范围的结构化主体（单位：万元）

结构化主体名称	实际持有份额
山西证券新益宝 1 号集合资产管理计划	1,668.00
山西证券新益宝 2 号集合资产管理计划	7,150.00
山西证券新益宝 3 号集合资产管理计划	6,150.00
山西证券稳健优选 15 号集合资产管理计划	1,600.00
山西证券稳健优选 17 号集合资产管理计划	1,300.00
山西证券稳健优选 20 号集合资产管理计划	617.00
山西证券稳健优选 21 号集合资产管理计划	380.00
山西证券稳健优选 22 号集合资产管理计划	530.00
山西证券稳健优选 23 号集合资产管理计划	370.00
山西证券稳健优选 24 号集合资产管理计划	2,599.00
山西证券稳健优选 27 号集合资产管理计划	1,400.00
山西证券稳健优选 28 号集合资产管理计划	694.00
山西证券稳健优选 29 号集合资产管理计划	820.00
山西证券稳健优选 30 号集合资产管理计划	1,630.00
山西证券稳健优选 35 号集合资产管理计划	1,000.00
山西证券稳健优选 36 号集合资产管理计划	400.00
山西证券稳健优选 37 号集合资产管理计划	1,150.00
山西证券稳健优选 40 号集合资产管理计划	1,000.00
山西证券稳健优选 42 号集合资产管理计划	600.00
山西证券稳健优选 43 号集合资产管理计划	1,950.00
山西证券稳健优选 44 号集合资产管理计划	1,130.00
山西证券稳健优选 45 号集合资产管理计划	400.00
山西证券稳健收益 17 号集合资产管理计划	300.00
山西证券稳健收益 18 号集合资产管理计划	528.00
山西证券稳健收益 19 号集合资产管理计划	500.00
山西证券稳健收益 20 号集合资产管理计划	800.00
山西证券稳健收益 21 号集合资产管理计划	791.00
山西证券稳健收益 22 号集合资产管理计划	1,040.00
山西证券稳健收益 23 号集合资产管理计划	573.00
山西证券稳健收益 24 号集合资产管理计划	800.00
山西证券稳健收益 25 号集合资产管理计划	800.00
山西证券稳健收益 27 号集合资产管理计划	1,000.00
山西证券稳健收益 28 号集合资产管理计划	1,000.00

山西证券稳健收益 29 号集合资产管理计划	1,000.00
山西证券稳健收益 30 号集合资产管理计划	300.00
格林大华 - 白羊一号资产管理计划	750.00
华夏基金 - 龙华启富海外定向资产管理计划	15,000.00
中信建投定增财富 6 号定向资产管理计划	5,660.45
山西证券 - 兴业银行定向 8 号资产管理计划	10,000.00
合计	75,380.45

资料来源：公司 2015 年审计报告

截至2015年12月31日，公司资产总额为481.81亿元，净资本为99.45亿元，净资产（母公司）为124.28亿元；2015年度，公司实现营业收入38.39亿元，利润总额20.04亿元，经营活动现金净流入36.21亿元。

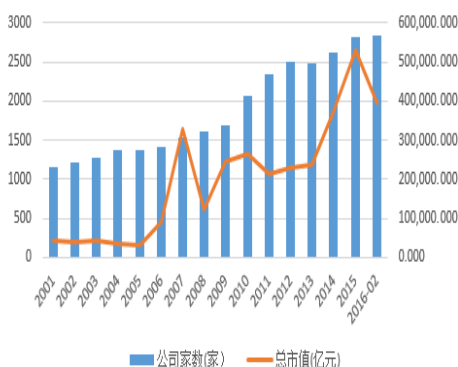
截至2016年3月31日，公司资产总额为447.97亿元，净资本为104.85亿元，净资产（母公司）为122.13亿元；2016年1季度，公司实现营业收入3.73亿元，利润总额0.84亿元，经营活动现金净流出43.36亿元。

三、运营环境

跟踪期内，我国证券市场规模进一步扩大，未来预计仍具有较好的增长空间，但我国证券市场在多层次市场体系建设、发行审批制度改革等方面需要进一步完善

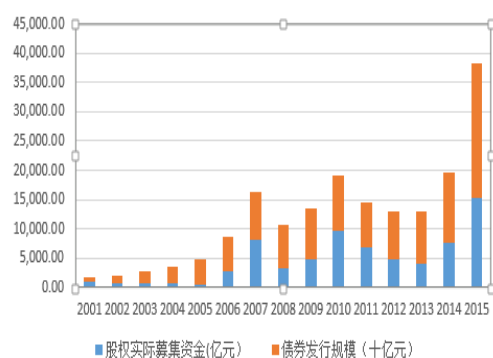
证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融市场体系中居重要地位。跟踪期内，不论是从上市公司数量，还是从融资金额、成交金额、证券公司规模等方面，我国证券市场规模均进一步壮大。据Wind资讯统计，截至2016年2月末，沪深两市上市公司数量达到2,835家，较2014年末增长8.50%，总市值397,027.437亿元，较2014年末增长6.57%。融资方面，2015年沪深两市股权融资规模达到15,202.31亿元，是2014年的2.03倍，我国债券发行规模达到231,707.36亿元，是2014年的1.90倍。2015年我国沪深两市股票成交量和成交额分别为16.97万亿股和253.30万亿元，同比分别增长133.15%和243.36%；银行间及交易所债券成交额为85.62万亿元，同比增长112.30%。

图2 沪深上市公司数量和总市值



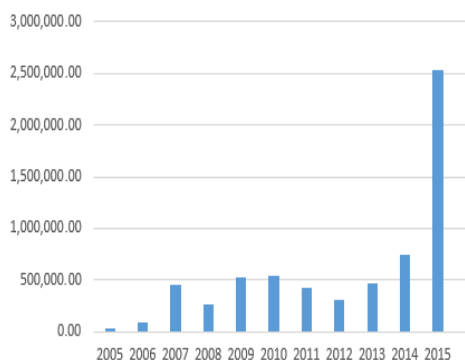
资料来源：wind资讯

图3 股权融资规模和债券发行规模



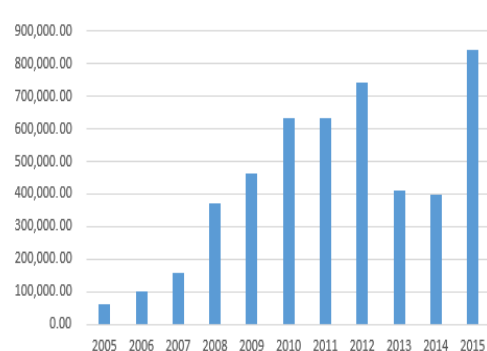
资料来源：wind资讯

图4 2005-2015年沪深两市股票成交额（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯

图5 2005-2015年银行间及交易所债券成交额（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯

表 3 2008-2015 年证券公司家数、总资产、净资产和净资本情况（单位：家、万亿元）

时间	家数	总资产	净资产	净资本
2008 年	107	1.19	0.36	0.29
2009 年	106	2.03	0.48	0.38
2010 年	106	1.97	0.57	0.43
2011 年	109	1.57	0.63	0.46
2012 年	114	1.72	0.69	0.50
2013 年	115	2.08	0.75	0.52
2014 年	120	4.09	0.92	0.68
2015 年	125	6.42	1.45	1.25

资料来源：wind 资讯

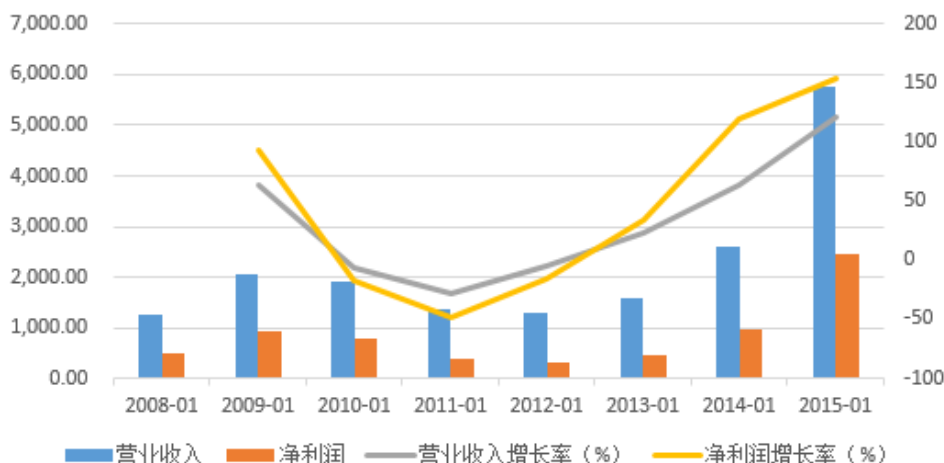
发展趋势方面，短期而言，受市场环境影响，预计2016年证券行业经营业绩大概率会出现一定下调，但中长期来看，随着我国经济的进一步发展，在政府“建立多层次资本市场，提高直接融资占比”的要求下，注册制加速、新三板改革相继推出，《场外证券业务备案管理办法》、《证券公司融资融券业务管理办法》等新规执行，深港通、沪伦通等一

系列资本市场对外开放，以及居民可支配收入增加、理财意识逐步增强等一系列因素影响下，预计我国证券行业未来仍具有较好的发展空间。但我们也注意到，与国外较为成熟的资本市场相比，我国证券市场在多层次市场体系建设、发行审批制度改革、信息披露规则要求、市场退出机制等方面仍需进一步改善。

我国证券公司规模进一步扩大，但证券公司收入来源较为趋同，同质化竞争激烈，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，经营业绩易受证券市场景气度影响，周期性波动明显

2015年，我国证券公司较2014年增加5家达到125家，证券公司总资产、净资产、净资本分别为6.42万亿元、1.45万亿元、1.25万亿元，较2014年分别增长56.97%、57.52%、84.05%。但受市场发展水平和监管环境影响，我国证券公司业务范围较为趋同，收入结构相近，业务种类总体比较单一，大部分券商的收入主要来自证券经纪、证券保荐与承销和证券投资等传统业务。据中国证券业协会对125家证券公司未经审计财务报表的统计数据，2015年125家证券公司代理买卖证券业务净收入、证券承销和保荐业务收入、证券投资收益（含公允价值变动损益）、融资融券等业务产生的利息净收入占营业收入的比重分别为46.79%、6.84%、24.58%、10.28%。由于证券经纪业务、证券自营投资业务与二级市场交易量、股指走势高度相关，因此近年来我国证券公司营业收入和净利润水平与股票市场行情保持高度的相关性。2008年股市大跌，证券公司营业收入和净利润水平同比分别下降30.00%以上，2009年股市的反弹促使证券公司的收入和利润水平出现较大幅度的回升，此后我国股市陷入低迷，证券公司净利润水平逐年下降，2013年至今随着我国股市的逐步回暖，证券公司收入和利润水平逐年提升。2015年是证券行业大喜大悲的一年，上半年受益于大牛市行情，经营业绩爆发式增长，3季度受股灾影响又大幅回调，4季度开始逐步企稳复苏，全年共实现营业收入5,751.55亿元，同比增长120.97%，实现净利润2,447.63亿元，同比增长153.50%，营业收入和净利润规模及增速均达到历史高点。

图6 2008-2015年证券公司营业收入和净利润及增长情况（单位：亿元）



资料来源：Wind资讯、中国证券业协会

经纪业务是证券公司的传统业务，也是证券公司收入的重要组成部分，同质化竞争最为严重，近年随着竞争的逐步加剧以及互联网的冲击，经纪业务平均佣金率呈逐步下降趋势。2015年A股市场放开“一人多户”后，平均佣金率由2014年的0.0705%下降至0.0529%，下降幅度达24.96%，但受益于2015年上半年股市上涨的行情，2015年证券行业全年实现经纪业务收入2,690.96亿元，同比增长156.41%。

证券公司的投行业务收入主要来源于股票和债券保荐承销，因此投行业务收入主要受股票与债券发行规模的影响。股票融资方面，根据wind资讯统计，虽然2015年7月4日至11月6日受股灾影响IPO暂停，但全年股权融资规模达到15,262.64亿元（包括IPO、增发和配股），同比增长103.78%。债券承销方面，得益于企业债和公司债发行条款的放松，2015年企业债、公司债和可转债的发行规模合计达到10,694亿元，较2014年增长33.16%。

自营业务主要包括债券投资和股票投资。证券公司自营业务规模受到资本金规模的限制，风险总体可控，但股票投资与证券市场行情关联度高，收益波动性较大。2015年证券公司实现投资收益1,414亿元，同比增长99%，增速略有下滑（2014年增速为132%），主要系下半年股市的较大调整和波动所致。

目前证券公司创新业务主要表现为融资融券业务。自中国证监会2010年3月批准6家证券公司作为开展融资融券业务的试点以来，证券公司融资融券业务得到较快的发展。2015年以来，受益于上半年牛市行情，两融余额在6月达到最高峰，之后经历了较大调整，两融余额也随之迅速下滑，但最终稳定在万亿左右。根据Wind资讯统计，截至2015年底，融资融券余额1.21万亿元，其中融资余额1.20万亿元，同比上升17%。但是我们也注意到2015年7月出台的《证券公司融资融券业务管理办法》对个人客户的开户要求、证券公司的融资融

券业务规模，融资融券合约展期、融资融券客户担保物违约处置标准和方式做了新的约定。例如个人客户的开放要求由之前的“开户资产50万”变更为“个人客户在开户前20个交易日日均证券资产不低于50万，且从事证券交易满半年即可，包括在其他券商的交易记录”；融资融券业务规模不得超过证券公司净资本的4倍；在维持现有融资融券合约期限最长不超过六个月的基础上，允许证券公司根据客户信用状况等因素与客户自主商定展期次数；取消投资者维持担保比例低于130%应当在2个交易日内追加担保物且追保后维持担保比例应不低于150%的规定；允许证券公司与客户自行商定补充担保物的期限与比例的具体要求；同时不再将强制平仓作为证券公司处置客户担保物的唯一方式，增加风险控制灵活性和弹性等。该等规定进一步强化了投资者权益保护，完善了现有风险监测监控机制，有利于证券公司融资融券业务进一步规范发展。

四、公司治理与管理

跟踪期内，公司股权结构未发生变化，国信集团仍为公司控股股东，山西省财政厅为公司实际控制人。公司控股股东国信集团于2016年1月31日与金控集团签署《国有股份无偿划转协议》。根据该协议，国信集团拟将其持有的公司86,039.54万股国有股份（占公司总股本的30.42%）无偿划转给金控集团。本次无偿划转事项已取得山西省财政厅（晋财金【2016】8号）文件批准，还需取得中国证监会对金控集团持有山西证券5%以上股份股东资格的核准以及中国证监会豁免金控集团以要约方式收购公司义务的核准。

经2015年2月4日公司党政联席会议审议通过，在部门职能不变的情况下，公司将原投资管理总部更名为投资管理部，原财务顾问部更名为并购融资部，原资产管理总部更名为资产管理部，原机构业务总部更名为机构业务部。根据公司第二届董事会第二十七次会议《关于调整公司部门设置的议案》决议，公司新设衍生品经纪业务部。根据公司第二届董事会第三十一次会议《关于公司部门设置的议案》决议，公司新设做市业务部。根据公司第二届董事会第三十八次会议《关于部门设置调整的议案》决议，公司将原资产管理部调整为资管一部、资管二部、资管三部、资管四部、资管五部；撤销原零售业务总部，新设财富管理部、客服服务中心；增设互联网金融部。根据公司第三届董事会第九次会议《关于公司部门设置调整的议案》决议，为提升新三板业务管理效率，原场外市场部更名为中小企业金融业务部；中小企业金融业务部下新设质控督导部，为一级部门设置；原并购融资部并入中小企业金融业务部；原场外市场太原部更名为中小企业金融业务二部（太原部）。根据公司第三届董事会第十二次会议《关于公司部门设置调整的议案》决议，为提升经营管理效率，拓展国际业务，公司新设国际业务部，为公司一级部门；将原资产管理部调整

为资管一部、资管二部、资管三部、资管四部，将原资管四部的职能平移至资管一部，原有通道业务从资管五部移出并撤销资管五部。截至2016年3月末，公司组织架构图见附录五。公司通过组织架构调整对现有业务进行梳理，明确了各部门的职责，有利于提高公司运营效率。

截至2015年末，公司共有正式员工2,156人，其中证券经纪业务1,069人，占比49.58%，具体如下表所示。

表 4 截至 2015 年末公司人员结构情况（单位：人）

	项目	人数	占比
专业结构	证券经纪业务	1,069	49.58%
	投资管理	60	2.78%
	资产管理	69	3.20%
	新三板及并购融资	71	3.29%
	期货经纪业务	298	13.82%
	投行业务	175	8.12%
	人力资源	18	0.83%
	财务	47	2.18%
	运营管理	66	3.06%
	信息技术	61	2.83%
	研究	55	2.55%
	柜台业务	8	0.37%
	机构业务	14	0.65%
	合规、风控、稽核	50	2.32%
	信用交易	13	0.60%
	其他行政	82	3.80%
	合计	2,156	100.00%
受教育程度	博士	10	0.46%
	硕士	428	19.85%
	本科	1,350	62.62%
	本科以下	368	17.07%
	合计	2,156	100.00%

资料来源：公司 2015 年年报

五、风险管理

跟踪期内公司继续加强风险管理系统与制度建设，风险管理能力得到监管部门认可。公司已按照监管部门要求建立了合规管理体系。信息系统安全方面，公司根据业务发

展继续加大IT建设投入，制定中长期建设规划，不断加强信息系统建设，确保信息系统安全运行。包括加强中心机房的供电安全；对老化的计算机设备、UPS 电力设备等硬件设施更新换代，降低物理设备风险；增加通讯线路，做到总部与各营业部之间的“两地一天”线路备份，并实现天地线路、地地线路之间的全部自动切换，降低通讯风险；实施“三网分离”措施，做到交易网络与办公网、互联网的彻底物理隔离，交易网络和门户网络的严格分离，确保重要数据安全，保证网上交易安全畅通；进一步规范和优化软件备份及同步机制，逐步规划等同容量的同城灾备中心建设，最终建立起高级别的“两地三中心”容灾备份系统，以保护数据的安全和业务连续；加强灾备演练，提升灾备中心应急能力。

跟踪期内，公司根据中国证券业协会颁布的《证券公司资本补充指引》等相关制度要求，制定了《山西证券股份有限公司 2015-2017 年资本补充规划》。同时根据《证券公司风险控制指标管理办法》要求，结合自身资产负债状况和业务发展情况，建立了动态的净资本监控和补足机制。根据《证券公司流动性风险管理指引》的要求，公司修定了《压力测试管理办法（试行）》，进一步完善了压力测试机制。公司根据市场变化、业务开展规模和风险水平情况，定期或不定期开展综合压力测试和专项压力测试，测算压力情景下净资本等各项风险控制指标和财务指标的变化情况，评估公司的风险承受能力。当净资本等各项风险控制指标达到预警标准时，公司将采用提高盈利能力、调整利润分配规模、调整资产结构、增发股票、发行次级债券等方式补充净资本，使净资本等风险控制指标满足监管要求。2015年度，公司通过发行次级债和定向增发，完成了净资本的补充，优化了净资本等风控指标，为业务规模的拓宽打开空间。2015年，按照《证券公司风险控制指标管理办法》的规定，公司月度、半年度、年度净资本计算表、风险资本准备计算表和风险控制指标监管报表均由公司相关领导签署确认意见后报送监管部门。

2015年中国证监会给予公司的评级结果为A类A级，表明公司风险管理能力较高，能较好地控制新业务及新产品方面的风险。

六、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍主要为证券经纪业务、投资银行业务、证券自营业务、资产管理业务、期货经纪业务等。得益于2015年上半年我国股市的牛市行情及债券发行规模的大幅增加，公司营业收入大幅增长，2015年公司实现营业收入383,850.03万元，同比增长95.92%，除证券自营业务外，其他业务营业利润率均有不同程度上升，2015年公司营业利润率为52.03%，较2014年提高11.58个百分点。2015年下半年以来我国股市大幅下跌，股市转入低迷并在低位震荡，2016年1季度公司证券经纪业务及证券自营业务收入

均受到影响，2016年1-3月公司实现营业收入37,311.48万元，较2015年同期下降61.67%；营业利润率下降至22.68%，较2015年同期下降42.84个百分点。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	营业收入	营业利润率	营业收入	营业利润率
证券经纪业务	202,923.85	63.68%	108,704.80	55.44%
证券自营业务	81,727.61	75.00%	38,348.46	87.10%
资产管理业务	30,629.47	70.89%	9,352.65	63.77%
投资银行业务	81,033.46	32.55%	34,734.87	1.94%
期货经纪业务	22,635.40	9.25%	22,723.31	7.61%

注：受统计口径不同影响，表中营业收入未内部抵消
 资料来源：公司提供

证券经纪业务

2015年上半年牛市行情延续推动公司经纪业务大幅增长，但市场竞争加剧导致公司佣金率进一步下降；需关注竞争加剧及股市波动对公司经纪业务产生的不利影响

跟踪期内，公司证券营业部共78家，未发生变化。2015年上半年股市延续牛市行情，国内股市活跃度进一步提高，当年公司证券经纪业务实现营业收入202,923.85万元（包含融资融券业务实现的利息收入），同比增长86.67%。2015年公司代理买卖股票基金交易额19,325.88亿元，同比增长167.94%；融资融券交易量7,800.13亿元，同比增长431.90%。得益于业务量的扩大，公司证券经纪业务营业利润率也进一步提升，2015年公司证券经纪业务营业利润率达63.68%，较2014年上升8.23个百分点。

2015年以来，公司新增9家营业部开展融资融券业务，截至2016年3月末，公司78家营业部全部开展融资融券业务，正常信用资金账户开户数为44,034户，授信总额度为5,094,113.42万元，融资余额为506,437.17万元，融券市值为679.37万元。2015年和2016年1季度信用账户累计交易量（信用账户中普通交易量和信用交易量总和）分别为78,001,258.21万元和7,369,575.94万元，同比分别变动432.90%和-40.38%，融资融券业务收入分别为72,810.54万元和11,239.82万元，同比分别变动70.15%和-25.50%。

2015年4月，“一人多户”制度以及网上开户的实施进一步加剧了券商经纪业务的竞争，市场交易佣金费率进一步下滑，2015年公司整体佣金率较2014年下降0.365个千分点，2016年1季度较2015年下降0.141个千分点，在股市行情走弱的环境下，股票基金交易低迷，交易量下降的同时也将加剧市场竞争，未来需关注其对公司证券经纪业务产生的不利影响。

表 6 近两年又一期公司证券经纪业务情况（单位：亿元）

项 目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
-----	--------------	--------	--------

股票基金交易额	2,440.02	19,325.88	7,212.87
市场占有率	0.46%	0.52%	0.45%
托管资产（不含两融）	1,959.91	2,328.23	2,301.09

资料来源：公司提供

2015年公司继续推进经纪业务转型，积极开展转融通、约定购回式证券交易等业务，但效果不佳。约定购回式证券交易业务方面，截至2015年末、2016年3月末公司约定购回式证券交易业务规模分别为5,868.02万元和7,570.92万元，同比分别减少44.72%和36.19%；2015年公司约定购回式证券交易业务实现收入（包括已购回和待购回交易、利息及佣金）776.28万元（收入以财务利息收入余额为准，不含佣金），同比减少25.72%。

截至2016年3月末，公司转融通业务授信额度为40亿元，保证金比例为20%；2015年公司向中国国际金融有限公司提交转融资申报27笔，融入资金37.6亿元（累计融入资金，包括归还后续借）。2016年1-3月，公司未向中国国际金融有限公司提交转融资申报，当期融入资金为0万元。

2015年公司柜台交易业务发售资产管理集合计划92只（含分级），总认购金额71亿元，通过柜台市场发生转让交易的有19只，单边成交金额3.64亿元；累计发售收益凭证产品533只，募集资金171亿元，公司通过发行受益凭证既丰富了产品体系，又打通了融资新渠道。

投资银行业务

公司投资银行业务快速发展，且储备项目较多，未来该业务收入较有保障，但股市低迷、债券市场违约频发等因素对公司投行业务的影响值得关注

跟踪期内，公司投行业务板块未发生变更，仍分为两个板块：一是由控股子公司中德证券有限责任公司（以下简称“中德证券”）开展的证券发行与承销业务、财务顾问业务；二是由公司本部中小企业金融业务部从事的新三板和财务顾问业务。其中，中德证券发行与承销业务为公司投资银行业务的核心业务。据wind资讯统计，中德证券的股票承销发行规模位列行业第10名，同比提升11个名次；企业债及公司债发行规模位列行业第16名，同比上升2个名次。公司在合资券商中竞争优势继续巩固，股权产品及债券承销金额在合资券商中均排名第2位。

2014年随着我国IPO重启，2015年中德证券完成5个IPO主承销项目，较2014年增加3个；受益于我国企业债券及公司债券发行条款的放松，2015年中德证券完成9个增发主承销项目和30个债券主承销项目，较2014年分别增加4个和11个，其中债券承销项目包括3个企业债项目、17个公司债项目、7个证券公司债项目（含短期证券公司债）、2个政府支持机构债项目以及1个可转债项目。得益于承销项目的增加，2015年中德证券完成主承销金额5,768,783.00万元，获得承销收入64,730.18万元，同比分别增长122.32%和169.88%。2015

年中德证券完成副主承销及分销项目11个，同比减少4个，承销金额及承销收入分别为1,651,695.65万元和2,070.71万元。

表 7 中德证券发行与承销业务情况（单位：个、万元）

承销方式	项目	发行类型	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
主承销	承销家数	IPO	-	5	2
		增发	3	9	5
		债券	8	30	19
		小计	11	44	26
	承销金额	IPO	-	146,565.86	78,801.00
		增发	752,600.00	2,605,337.27	743,445.00
		债券	421,500.00	3,016,880.00	1,772,600.00
		小计	1,174,100.00	5,768,783.00	2,594,846.00
	承销收入	IPO	-	12,080.60	4,495.00
		增发	8,980.00	34,459.66	11,215.00
		债券	2,288.00	18,189.91	8,275.00
		小计	11,268.00	64,730.18	23,985.00
副主承销及分销	承销家数	IPO	-	-	-
		增发	1	1	-
		债券	4	10	15
		小计	5	11	15
	承销金额	IPO	-	-	-
		增发	-	13,695.65	-
		债券	219,000.00	1,638,000.00	1,396,200.00
		小计	219,000.00	1,651,695.65	1,396,200.00
	承销收入	IPO	-	-	-
		增发	100.30	105.00	-
		债券	332.50	1,965.71	-403.00
		小计	432.80	2,070.71	-403.00

资料来源：公司提供

截至2016年3月末，中德证券已过会待发行项目共27个，其中债券项目11个，非公开发行项目9个，IPO及财务顾问项目7个；在会审核项目共24个，包括IPO项目12个（其中主板项目4个，中小板项目4个，创业板项目4个），非公开发行项目5个，债券项目7个。

跟踪期内，公司快速推进新三板业务，新增华东、深圳两个大区，实现北京、山西、东北、西南、华东、深圳六个大区的布局，提升了公司该业务影响力。新三板相关业务签署合同78份，2015年实现新三板挂牌27家（以收到全国中小企业股份转让系统公司的同意挂牌函为准）；此外，公司新三板挂牌业务及后端的定增和并购业务取得重要进展，2015

年完成定增项目38家，当年实现收入4,104万元。

整体来看，IPO重启、债券发行条款放松及新三板扩容推动公司投行业务快速发展，且公司储备项目较多，未来收入较有保障，但2015年下半年以来我国股市持续低迷，同时债券市场违约频发，金融市场监管政策趋严，需关注其对公司投行业务产生的不确定性影响。

自营业务

2015年以来股市波动导致公司自营业务收益波动较大，债券市场违约频发及预计我国股市短期内延续低位震荡行情将加大公司自营业务经营风险；此外，公司投资证金公司资金未来退出时间及收益情况较不确定

公司自营业务主要涉及股票一级市场、二级市场、非公开业务、固定收益业务等。公司发挥多年开展定增业务所积累的经验，优选行业与个股、择时参与定增；二级市场投资方面，2015年下半年在公司董事会“不减持并择机增持”的承诺下，公司以定向增发二级市场套利业务为主要模式，加大资产配置力度，二级市场2015年获利3,300万元；同时，积极开展新三板做市业务，跟踪期内，公司已经为92家新三板公司提供做市服务，做市数量行业排名第19位，有3个做市品种年度涨幅进入全市场做市品种年度涨幅前5名。

从投资领域来看，在2014-2015年上半年的牛市行情下，公司加大权益类证券及衍生品投资，2015年末自营权益类证券及衍生品投资额446,723.46万元，同比增长107.65%，同时公司减少固定收益类证券投资，2015年末固定收益类证券投资额减少至15,911.79万元，同比下降83.27%。随着公司利润累积带来净资产的增加以及发行次级债券补充净资本，2015年末公司净资本达到994,486.78万元（母公司口径），同比增长144.40%，因而公司自营权益类证券及其衍生品和自营固定收益类证券与净资本的比值有所降低。2016年以来股市持续低位震荡，为降低自营业务风险，公司改变投资结构，减少权益类投资并相应增加固定收益类投资，2016年3月末公司自营权益类证券及衍生品投资规模较2015年末下降11.96%，而自营固定收益类证券投资规模较2015年末增长3,251.49%。受此影响，自营固定收益类证券与净资本比值提高49.26个百分点。2015年以来我国债券市场违约频发，需关注其对公司固定收益类投资业务产生的不利影响。

同时我们关注到，2015年9月1日公司出资168,061.00万元投入证金公司设立的专户投资，该专户由公司与其他投资该专户的证券公司按投资比例分担投资风险分享投资收益，由证金公司进行统一运作与投资管理，未来退出时间及收益不受公司控制，存在一定不确定性。

表 8 公司自营业务投资情况（单位：万元）

项 目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
-----	------------	--------	--------

自营权益类证券及衍生品	393,302.92	446,723.46	215,132.40
自营固定收益类证券	533,281.43	15,911.79	95,094.46
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	37.51%	44.92%	52.87%
自营固定收益类证券/净资本	50.86%	1.60%	23.37%

资料来源：公司提供

从投资收益来看，得益于牛市行情延续，2015年公司实现投资收益59,914.79万元（含公允价值变动损益），同比增长128.25%；2015年下半年股市大跌以及2016年股市持续低位震荡，导致2016年1-3月公司可供出售金融资产亏损以及以公允价值计量的金融资产价值降低，2016年1-3月公司实现投资收益-7,535.46万元，同比下降120.38%。自营业务与股市波动正相关性较强，预计我国股市短期将延续低位震荡行情，公司自营业务风险管理能力有待加强。

表 9 公司自营业务投资收益情况（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
证券投资收益	-3,060.28	52,763.02	25,091.84
其中：出售以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产收益	196.51	16,704.15	5,488.33
出售可供出售金融资产投资收益	-3,635.83	23,348.52	13,025.48
出售衍生金融资产收益	109.38	-841.59	-3,689.27
金融资产持有期间收益	269.66	13,551.94	10,267.30
公允价值变动损益	-4,475.18	7,151.77	1,158.35
其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-4,463.56	6,659.91	1,649.09
衍生金融资产	-11.62	491.86	-490.75

注：表中的投资收益不含结构化主体合并影响

资料来源：公司提供

资管业务

公司资管业务规模扩大，产品结构进一步优化，但需关注股市波动对公司资产管理规模及收益产生的不利影响

跟踪期内，公司资产管理业务确立了业务分部推进模式，股权质押融资、信证合作、银证合作、结构化产品、新三板投资、资产证券化、私募投顾产品等业务稳步推进。其中，2015年发行集合类新产品55只、定向产品15只，同比分别增加37只和7只；2015年末集合产品管理规模达到54.27亿份，定向类产品管理规模82.77亿份，总计存续规模137.04亿份。2015年公司基于客户保证金推出了公募基金管理业务，2015年末业务规模为280,970.01万元，进一步满足了客户资产管理需求。得益于公司资产管理规模的扩大及业务的拓展，2015年公司资产管理业务实现收入30,629.47万元，同比增长227.50%。

整体而言，2015年公司资产管理业务规模扩大，产品结构进一步丰富，但同时需关注股市波动对公司资产管理规模及收益产生的不利影响。

表 10 公司资产管理业务开展情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	业务规模	业务净收入	业务规模	业务净收入
集合资产管理业务	555,779.53	4,314.87	157,188.70	1,263.60
定向资产管理业务	828,199.68	232.89	78,817.57	123.59
公募基金管理业务	280,970.01	2,418.78	-	-

注：此表中的资产管理业务规模及净收入按照母公司口径进行统计，不含结构化主体合并影响。

资料来源：公司提供

期货业务

公司期货经纪业务交易量增长较快，但交易费率及市场占有率均有所下滑，且2016年以来交易量有所减少

公司期货业务由子公司格林大华期货有限公司（以下简称“格林大华”）经营。2015年末格林大华总客户数37,084户，其中正常客户13,784户，2015年完成交易量5,356.71万手，同比增长6.18%；完成交易额71,445.01亿元，同比增长45.32%；分别占全国的0.75%和0.64%。分类型来看，2015年格林大华商品期货交易金额及市场占有率均有所下降，同比分别下降23.84%和0.30个百分点；受益于2015年上半年股市牛市行情，格林大华股指期货交易额同比增长73.54%，但市场占有率较2014年下降0.44个百分点。同时我们关注到，格林大华期货交易费率同比下降16.39%，2015年格林大华期货经纪业务实现收入22,635.40万元，较上年变化不大。此外，在2015年的期货行业分类评价中，格林大华取得A类A级的评级。

2016年以来，受股市低迷影响，格林大华期货交易金额及交易量均有所下降，2016年1-3月格林大华完成交易量1,191.50万手，较2015年同期减少10.24%；完成交易额5,371.13亿元，较2015年同期减少66.97%。

表 11 公司期货业务开展情况（单位：亿元）

期货类型	项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
商品期货	交易额	4,757.00	19,711.31	25,882.09
	市场占有率	0.59%	0.72%	1.02%
股指期货	交易额	614.13	51,733.70	29,810.91
	市场占有率	0.60%	0.62%	1.06%

资料来源：公司提供

公司以直投、创投及并购业务为主的创新业务有序推进，未来有望成为公司新的利润增长点

公司直投业务依托全资子公司龙华启富投资有限责任公司（以下简称“龙华启富”），

龙华启富目前已初步搭建完成涵盖创业投资、新三板、pre-IPO、并购重组等全业务体系的投资平台。跟踪期内，龙华启富旗下子公司共募集成立四只基金，基金总规模1.398亿元，对外募集金额7,280.00万元。其中，并购基金二期5,900.00万元，新三板一期3,900.00万元，新三板二期3,080.00万元。龙华启富下属各投资平台共新增投资项目23个，投资总金额3.52亿元。其中VC项目16个，投资总额15,067.50万元；新三板项目3个，投资总额2,780万元；并购项目4个，投资总额17,320.00万元。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年审计报告以及未经审计的2016年1季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2015年公司纳入合并报表范围的子公司未发生变化，2016年2月公司成立山证国际金融控股有限公司，并纳入合并报表范围。

规模与盈利能力

公司资产规模大幅增长，但收入规模与盈利能力受股市波动影响较大，预计我国股市短期内将持续低位震荡，将给公司盈利能力带来一定冲击

跟踪期内，一方面得益于2015年上半年股市牛市行情延续，公司收入规模与盈利水平大幅提高；另一方面，公司非公开发行股票募集资金到账计入资本公积，因而2015年末公司净资产大幅增加至1,322,125.91万元，同比增长67.81%。2016年3月末，公司净资产为1,303,079.15万元，较2015年末下降1.44%。

2014年IPO重启、2015年上半年股市牛市行情延续以及债券发行政策放松等因素推动公司各业务板块尤其证券经纪业务规模快速增长，2015年公司实现营业收入383,850.03万元，同比增长95.92%。得益于营业收入的增长，2015年公司实现营业利润199,702.24万元，同比增长151.99%。同时，2015年公司各业务业务量大增，使得公司营业利润率较2014年提高11.58个百分点。

2015年下半年我国股市大跌，继而持续低位震荡，股票成交量大幅萎缩，受此影响，2016年1季度公司实现营业收入37,311.48万元，较2015年1季度减少61.67%；实现营业利润8,461.01万元，较2015年1季度减少86.73%；营业利润率为22.68%，较2015年1季度下降42.84

个百分点。在我国经济下行压力加大的预期下，预计短期内我国股市仍将延续低位震荡行情，受此影响，公司经纪业务、自营业务和资管业务等业务量将有所萎缩，盈利水平也将下降；此外，监管政策趋严及债券市场违约频发对公司投行业务也将产生一定不利影响。

表 12 公司规模与主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
净资产	1,303,079.15	1,322,125.91	787,890.16
净资产增长率	-	34.34%	11.12%
营业收入	37,311.48	383,850.03	195,918.85
营业收入增长率	-	70.45%	36.73%
营业利润	8,461.01	199,702.24	79,251.11
营业利润率	22.68%	52.03%	40.45%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

非公开发行股票增强了公司资本实力，公司资产安全性和资本充足性有所提升，以净资本为核心的各项风险管理指标均优于中国证监会指定的监管指标，具有较高的资产安全性和资本充足性；但公司全部债务规模大幅增长，未来偿债压力加大

2015年，公司发行533期期限小于1年的收益凭证，卖出回购金融资产款、代理买卖证券款及应付结构化主体优先级受益人款项增加，发行4期合计50亿元的次级债券，导致公司负债总额同比增长78.20%，2015年末达3,495,938.99万元；全部债务规模同比增长129.24%，2016年3月末公司全部债务规模进一步增加至1,487,538.85万元，未来偿债压力加大。得益于利润的大幅增长及收到非公开发行股票募集资金，2015年末公司所有者权益增加至1,322,125.91万元，同比增长40.41%。负债规模的较快增长导致公司资产负债率上升，2015年末公司资产负债率为59.16%（负债及资产均剔除代理买卖证券款影响），较2014年末上升10.10个百分点。

2015年12月，中国证监会核准公司非公开发行股票31,000万股，募集资金38.29亿元，有效增强了公司资本实力，加之公司盈利水平大幅提高以及发行次级债券，2015年末母公司净资本为994,486.78万元，同比增长144.40%。得益于此，公司各项风控指标均有所优化，2015年末母公司净资本与各项风险资本准备之和的比例较2014年末提高784.67个百分点；净资本与净资产的比例以及与负债的比例均有所提高，公司资本充足性有所增强。2015年公司自营权益类证券及证券衍生品、自营固定收益类证券与净资本的比值均有所降低，一方面是由于公司净资本大幅增加，另一方面是由于公司固定收益类证券投资减少，自营业

务风控指标也有所优化。

随着代理买卖证券款、应付债券及应付结构化主体优先级受益人款项减少，2016年3月末公司负债总额下降至3,176,646.63万元，受此影响，公司总资产规模有所减少，资产负债率也有所下降。2015年下半年以来股市低迷，公司减少了权益类证券及证券衍生品投资规模并增加了固定收益类证券投资规模，2016年3月末自营权益类证券及证券衍生品/净资产较2015年末有所下降，而自营固定收益类证券/净资产大幅上升。

表 13 公司资本构成情况和主要风控指标（单位：万元）

项目	预警指标	监管指标	2016年3月	2015年	2014年
负债总额	N/A	N/A	3,176,646.63	3,495,938.99	1,961,850.03
所有者权益	N/A	N/A	1,303,079.15	1,322,125.91	787,890.16
总资产	N/A	N/A	4,479,725.78	4,818,064.90	2,749,740.19
资产负债率	N/A	N/A	57.75%	59.16%	49.06%
全部债务	N/A	N/A	1,487,538.85	1,414,336.78	616,969.15
净资产	N/A	N/A	1,048,528.17	994,486.78	406,908.26
净资产与各项风险资本准备之和的比例	>120%	>100%	1,053.09%	1,131.23%	346.56%
净资产与净资产的比例	>48%	>40%	85.85%	80.02%	55.41%
净资产与负债的比例	>9.6%	>8%	67.99%	65.96%	62.99%
自营权益类证券及证券衍生品/净资产	<80%	<100%	37.51%	44.92%	52.87%
自营固定收益类证券/净资产	<400%	<500%	50.86%	1.60%	23.37%

注：表中净资产及其以下数据采用母公司口径，资产负债率剔除了代理买卖证券款的影响。

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表、公司提供，鹏元整理

流动性

公司资金来源渠道通畅，融资成本降低，债务结构更趋合理，资产流动性较强

2015年公司业务大幅扩展增加了资金需求量，除代理买卖证券款外，公司通过发行收益凭证、拆入资金、卖出回购金融资产款及发行债券的方式补充流动资金。公司应付短期融资款主要来自于发行的收益凭证，2015年末公司应付短期融资款全部为当年发行的未到期收益凭证，同比增长95.66%，利率在3.7%-4.7%之间；2016年3月末公司应付短期融资款下降至284,502.00万元，主要系收益凭证到期所致。拆入资金为公司从中国证券金融股份有限公司转融通融入资金，利率为6.3%，2015年末公司拆入资金余额为191,500.00万元。随着公司融资融券业务规模的扩大，公司卖出回购金融资产款大幅增加，2015年末公司卖出回购金融资产款为173,000.00万元，同比增长214.23%，利率在6.2%-7.1%之间；2016年3月末

公司卖出回购金融资产款进一步增加至437,370.93万元，主要系回购业务增加所致。

表 14 公司主要融资渠道（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付短期融资款	284,502.00	8.96%	350,894.00	10.04%	179,338.00	9.14%
拆入资金	196,495.75	6.19%	191,500.00	5.48%	184,500.00	9.40%
卖出回购金融资产款	437,370.93	13.77%	173,000.00	4.95%	55,055.00	2.81%
应付债券	569,170.18	17.92%	698,942.78	19.99%	198,076.15	10.10%
合计	1,487,538.85	46.83%	1,414,336.78	40.46%	616,969.15	31.45%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表，鹏元整理

除13山证01和14山证01外，2015年公司发行4期次级债券，2015年末公司应付债券规模增加至698,942.78万元，同比增长252.87%。2016年1月29日，公司行使15山证01赎回选择权，2016年3月末公司应付债券账面余额减少至569,170.18万元。整体来看，公司资金来源渠道通畅，收益凭证发行规模扩大降低了融资成本，债务结构更趋合理。

表 15 截至 2016 年 3 月末公司应付债券明细情况（单位:万元）

债券简称	发行金额	发行日期	债券期限	票面利率
13 山证 01	100,000	2013/11/13	3 年	6.25%
14 山证 01	100,000	2014/8/4	3 年	5.60%
15 山证 02	70,000	2015/3/19	4 年	5.79%
15 山证 03	200,000	2015/4/20	3 年	6.00%
15 山证 04	100,000	2015/6/26	3 年	5.79%
合计	570,000	-	-	-

资料来源：公司 2015 年审计报告

从公司流动性指标来看，2015年末公司流动比率为2.99，较2014年末提高0.78，同时公司流动资产中货币资金规模较大，且股票及债券等有价值证券具有较强的流动性，公司资产流动性较强，能对流动负债提供较好保障。2015年公司净稳定资金率为173.29%，较2014年提高43.96个百分点，表明公司在1年内都可作为稳定资金来源的权益类和负债类资金对公司经营所需的稳定资金保障程度有所提高。

表 16 公司流动性指标

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
流动比率	2.33	2.99	2.21
净稳定资金率	188.72%	173.29%	129.33%

注：净稳定资金率指标为公司提供

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表，鹏元整理

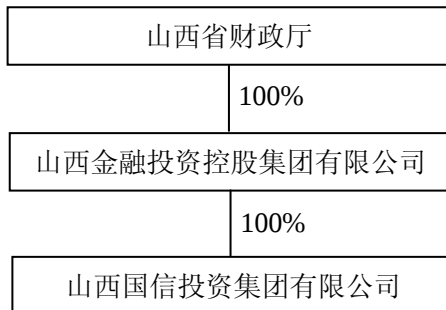
八、债券偿还保障分析

国信集团提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对13山证01和14山证01的本息偿付提供了一定保障，但国信集团子公司股权划转后将导致其对13山证01和14山证01的偿债保障能力减弱

国信集团为13山证01和14山证01的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

根据山西省财政厅晋财金【2015】52号文件《山西省财政厅关于山西省国信投资（集团）公司改制方案的批复》，国信集团性质由有限责任公司（国有独资）变更为有限责任公司（非自然人投资或控股的法人独资），改制后国信集团名称变更为山西国信投资集团有限公司，国信集团于2015年10月完成上述变更。2015年山西省财政厅对国信集团增资69,480.00万元，截至2015年末，国信集团注册资本及实收资本均为396,670.00万元。根据山西省财政厅晋财金【2015】118号《山西省财政厅关于将持有的国信投资集团有限公司股权无偿划转至金融投资控股集团有限公司的批复》，山西省财政厅将持有的国信集团100%股权无偿划转至金控集团，并于2016年1月完成工商登记变更。截至2016年3月末，金控集团持有国信集团100%股权，为国信集团控股股东，山西省财政厅持有金控集团100%股权，为国信集团实际控制人。

图7 截至2016年3月末国信集团股权关系



资料来源：国信集团提供

2015年9月29日，国信集团注销朔州光信地产有限公司，注销前的利润表列入到合并利润表中。国信集团纳入合并报表范围的结构化主体包括山西证券39个集合资产管理计划、山西信托30个信托计划、山西国信融资再担保有限公司4个信托计划。

截至2015年12月31日，国信集团资产总额为615.53亿元，归属于母公司的所有者权益为93.58亿元，资产负债率为69.67%；2015年度，国信集团实现营业收入47.05亿元，利润总额21.48亿元，经营活动现金净流入45.84亿元。

跟踪期内，股东增资以及子公司山西证券非公开发行股票增强了国信集团资本实力；子公司山西证券投行业务储备项目较多，未来该业务收入较有保障；2015年上半年股市牛市行情延续、债券发行政策放松等因素推动国信集团证券业务快速发展，营业收入及盈利能力均大幅提升；得益于盈利水平的提升，国信集团经营性现金流大幅改善；国信集团高流动资产占总资产的比重为56.11%，资产流动性较强。同时我们也关注到，2015年下半年以来股市大跌，继而延续低位震荡态势，未来需关注股市低位震荡对山西证券经纪业务及自营业务造成的不利影响；市场竞争加剧导致山西证券经纪业务佣金率有所下滑；山西证券投资证金公司资金未来退出时间及收益情况较不确定；受不利外部环境影响，山西信托信托资产规模、收入及盈利水平均有所下降，不良资产增加，不良率上升；国信集团有息债务规模扩大，未来偿债压力加大；国信集团实际控制人山西省财政厅拟将山西证券、山西信托、山西国信融资再担保有限公司、山西省产权交易中心股份有限公司、山西省股权交易中心股份有限公司、山西省金融资产交易中心（有限公司）等子公司股权无偿划转至金控集团，截至2016年4月末，山西信托已完成工商变更登记，未来随着子公司股权的转让，国信集团业务规模将显著下降。

表 17 国信集团主要财务指标

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	6,155,262.26	4,267,545.13	2,882,809.30
所有者权益合计（万元）	1,867,003.29	1,246,105.68	1,108,043.38
有息债务（万元）	1,723,798.78	1,075,165.15	631,405.04
资产负债率	69.67%	70.80%	61.56%
营业收入（万元）	470,459.47	302,049.79	225,968.75
营业利润（万元）	212,433.16	98,069.61	64,637.80
利润总额（万元）	214,763.61	100,171.38	66,408.98
营业利润率	45.15%	32.47%	28.60%
净资产收益率	3.68%	1.97%	-
经营活动现金流净额（万元）	458,368.03	213,855.64	-441,301.33

资料来源：国信集团 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

九、或有事项分析

跟踪期内，公司涉及的农行案件仍处于裁定中止诉讼状态，未有最新进展，涉案金额为8,000万元，对公司偿债能力影响较小。

十、评级结论

2015年公司非公开发行股票31,000万股，募集资金38.29亿元，增强了公司资本实力；2015年上半年股市牛市行情延续、债券发行政策放松等因素推动公司主要业务快速发展，营业收入及盈利能力大幅提升；公司投行业务储备项目较多，未来该业务收入较有保障；公司以净资本为核心的各项风险管理指标均有所改善且优于中国证监会指定的监管指标，具有较高的资产安全性和资本充足性；公司资金来源渠道通畅，融资成本相对较低，债务结构更趋合理，资产流动性较强；国信集团提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为13山证01和14山证01的本息偿付提供了一定保障。同时我们也关注到，公司业绩受金融市场波动影响较大，2016年1季度公司营业收入、利润总额和营业利润率较2015年1季度分别下降61.67%、86.84%和42.84个百分点；市场竞争加剧导致公司证券经纪业务佣金率有所下滑；公司全部债务规模大幅增长，未来偿债压力加大；公司投资证金公司资金未来退出时间及收益情况较不确定；此外，国信集团子公司股权无偿划转将导致其对13山证01和14山证01的偿债保障能力减弱。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望调整为正面。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	1,737,751.73	1,943,152.42	988,038.69	784,991.53
其中：客户存款	1,056,345.32	931,743.24	752,755.05	560,388.47
结算备付金	318,372.57	757,982.72	340,326.30	55,748.09
其中：客户备付金	221,173.86	555,196.52	303,813.90	36,612.44
融出资金	506,549.62	684,751.95	517,112.13	154,196.80
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	596,041.89	202,413.91	31,259.57	22,852.13
买入返售金融资产	505,616.85	359,620.64	180,727.83	28,895.78
应收款项	16,428.61	26,123.16	127,253.56	185,879.13
应收利息	23,336.96	13,246.63	12,490.67	10,189.80
存出保证金	195,034.07	198,857.61	200,039.33	154,399.00
可供出售金融资产	455,050.22	526,988.03	246,715.69	243,715.26
固定资产	33,286.27	33,981.71	35,251.25	39,730.49
无形资产	9,631.46	9,740.52	6,924.26	5,836.01
商誉	47,693.99	47,693.99	47,693.99	47,693.99
递延所得税资产	3,505.58	33.77	1,562.91	2,976.11
其他资产	31,425.97	13,477.86	14,344.01	14,406.16
资产总计	4,479,725.78	4,818,064.90	2,749,740.19	1,751,510.29
应付短期融资款	284,502.00	350,894.00	179,338.00	0
拆入资金	196,495.75	191,500.00	184,500.00	49,000.00
卖出回购金融资产款	437,370.93	173,000.00	55,055.00	20,067.00
代理买卖证券款	1,395,155.18	1,580,381.16	1,203,033.38	723,847.18
应付职工薪酬	23,584.85	34,515.73	9,283.65	3,326.82
应交税费	7,989.79	12,386.14	11,402.62	6,351.13
应付款项	1,677.09	3,721.25	1,271.90	534.75
应付利息	37,574.57	38,034.12	9,356.32	1,855.53
应付债券	569,170.18	698,942.78	198,076.15	98,472.04
递延所得税负债	922.68	6,485.08	1,600.27	1,428.89
其他负债	222,203.62	406,078.72	108,932.76	114,038.63
负债合计	3,176,646.63	3,495,938.99	1,961,850.03	1,018,921.97
股本	282,872.52	251,872.52	251,872.52	251,872.52
资本公积	671,329.62	702,329.62	317,011.62	317,011.62
其他综合收益	-8,508.44	16,813.75	8,579.76	3,867.31
盈余公积	39,891.32	39,891.32	26,617.95	21,080.91
一般风险准备	42,019.29	42,019.29	27,391.14	21,543.28

交易风险准备	41,073.87	41,073.87	26,821.96	21,284.92
未分配利润	169,778.69	164,675.48	75,539.61	53,226.26
归属于母公司股东权益合计	1,238,456.87	1,258,675.85	733,834.55	689,886.82
少数股东权益	64,622.28	63,450.06	54,055.61	42,701.51
股东权益合计	1,303,079.15	1,322,125.91	787,890.16	732,588.32
负债及股东权益总计	4,479,725.78	4,818,064.90	2,749,740.19	1,751,510.29

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业收入	37,311.48	383,850.03	195,918.85	132,120.39
手续费及佣金净收入	32,022.31	260,771.98	117,381.78	83,414.87
其中：经纪业务手续费净收入	17,781.98	185,436.61	86,537.22	60,217.99
投资银行业务手续费净收入	12,177.07	70,807.12	29,838.01	22,827.88
资产管理业务手续费净收入	628.03	1,491.54	651.41	311.49
基金管理业务手续费净收入	1,332.84	2,418.78	-	
投资咨询业务手续费净收入	102.40	617.93	355.14	57.51
利息净收入	7,650.64	35,043.09	48,320.50	37,511.44
投资收益	514.69	65,309.31	28,053.74	11,241.74
公允价值变动收益	-5,322.02	8,016.47	1,141.62	-522.75
汇兑收益	-19.01	125.15	14.30	-65.16
其他业务收入	2,464.88	14,584.03	1,006.91	540.25
二、营业支出	28,850.47	184,147.79	116,667.75	97,855.57
营业税金及附加	2,600.67	23,714.13	10,968.28	7,132.44
业务及管理费	23,924.28	146,270.37	104,931.73	90,147.02
资产减值损失	9.32	383.17	454.91	576.11
其他业务成本	2,334.84	13,780.12	312.83	-
三、营业利润	8,461.01	199,702.24	79,251.11	34,264.82
加：营业外收入	36.19	1,189.65	1,019.65	1,105.28
减：营业外支出	101.23	493.47	454.18	217.97
四、利润总额	8,395.97	200,398.42	79,816.58	35,152.13
减：所得税费用	2,083.62	52,261.50	21,176.37	10,250.21
五、净利润	6,312.35	148,136.92	58,640.22	24,901.92
其中：归属于母公司股东的净利润	5,103.20	143,882.94	58,629.47	26,175.54
少数股东收益	1,209.15	4,253.98	10.74	-1,273.62

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表 （单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015 年	2014 年	2013 年
一、经营活动产生的现金流量				
处置交易性金融资产净增加额	-	-	-	176,214.62
处置可供出售金融资产净增加额	40,454.56	-	30,133.64	-
收取利息、手续费及佣金的现金	55,677.99	446,264.90	204,553.89	143,529.41
代理买卖证券业务收到的现金净额	-	377,347.78	479,186.20	-
拆入资金净增加额	4,995.75	7,000.00	135,500.00	49,000.00
收到其他与经营活动有关的现金	14,756.52	406,710.52	54,532.48	115,649.69
经营活动现金流入小计	412,692.13	1,237,323.20	903,906.21	484,393.72
融出资金净增加额	-178,202.56	168,002.99	362,915.33	134,518.20
买入交易性金融资产支付的现金净额	399,821.90	132,663.13	999.72	-
买入可供出售金融资产支付的现金净额	-	233,361.62	-	77,432.60
处置衍生金融资产净减少额	-109.43	841.59	3,684.21	135.59
回购业务资金净减少额	-118,495.32	61,068.41	116,844.05	39,012.83
代理买卖证券支付的现金净额	186,002.39	-	-	90,565.18
支付利息、手续费及佣金的现金	4,223.58	76,675.11	20,807.30	21,130.08
支付给职工以及为职工支付的现金	24,727.47	75,568.60	58,558.87	49,948.09
支付的各项税费	11,340.50	72,010.41	27,826.33	16,813.58
支付其他与经营活动有关的现金	220,197.67	54,995.75	87,003.13	210,010.11
经营活动现金流出小计	846,313.51	875,187.62	678,638.94	639,566.27
经营活动产生的现金流量净额	-433,621.38	362,135.59	225,267.27	-155,172.55
二、投资活动产生的现金流量				
取得投资收益收到的现金	5.75	2,404.80	5,413.86	529.47
取得子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	-	109,320.47
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收到的现金	6.24	623.57	2,107.61	53.23
收到其他与投资活动有关的现金	780.24	2,160.41	45,851.70	45,807.14
投资活动现金流入小计	792.23	5,188.78	53,373.17	155,710.31
取得子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	2,500.00	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	893.27	9,341.00	6,398.98	11,243.18
支付其他与投资活动有关的现金	801.23	17,780.24	2,160.41	46,943.25
投资活动现金流出小计	1,694.49	27,121.24	11,059.39	58,186.42
投资活动产生的现金流量净额	902.27	-21,932.46	42,313.78	97,523.89

三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金	-	390,368.00	11,000.00	10,000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	5,050.00	11,000.00	10,000.00
发行债券收到的现金	-	700,000.00	198,971.00	98,405.83
收到其他与筹资活动有关的现金	272,309.00	1,710,307.00	79,338.00	-
筹资活动现金流入小计	272,309.00	2,800,675.00	289,309.00	108,405.83
偿还债务支付的现金	130,000.00	300,000.00	-	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,684.00	32,319.25	25,644.18	11,999.00
支付的其他与筹资活动有关的现金	341,114.15	1,451,526.98	43.39	43.39
筹资活动现金流出小计	482,798.15	1,783,846.23	25,687.57	12,042.39
筹资活动产生的现金流量净额	-210,489.15	1,016,828.77	263,621.43	96,363.45
四、汇率变动对现金的影响	-19.01	118.42	14.30	-65.16
五、现金及现金等价物净减少额	-645,031.81	1,357,150.31	531,216.78	38,649.62
加：年初现金及现金等价物余额	2,683,354.89	1,326,204.58	794,987.80	756,338.19
六、年末现金及现金等价物余额	2,038,323.08	2,683,354.89	1,326,204.58	794,987.80

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	148,136.92	58,640.22	24,901.92
加：资产减值损失	383.17	454.91	576.11
固定资产折旧	3,911.30	4,728.84	4,238.88
无形资产摊销	1,867.19	1,447.98	1,066.85
长期待摊费用摊销	2,228.35	2,350.79	2,511.77
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损益	118.82	-652.54	7.1
公允价值变动损益	-8,016.47	-1,141.62	522.75
利息净支出	53,498.13	4,297.83	423.94
汇兑损益	-125.15	-14.3	65.16
递延所得税资产的减少	1,657.45	1,069.50	-348.44
递延所得税负债的增加	2,861.25	-1,179.64	-616.97
经营性应收项目的增加	-679,315.31	-506,479.51	-237,963.56
经营性应付项目的减少	834,929.92	661,744.83	49,441.94
经营活动产生的现金流量净额	362,135.59	225,267.27	-155,172.55

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告

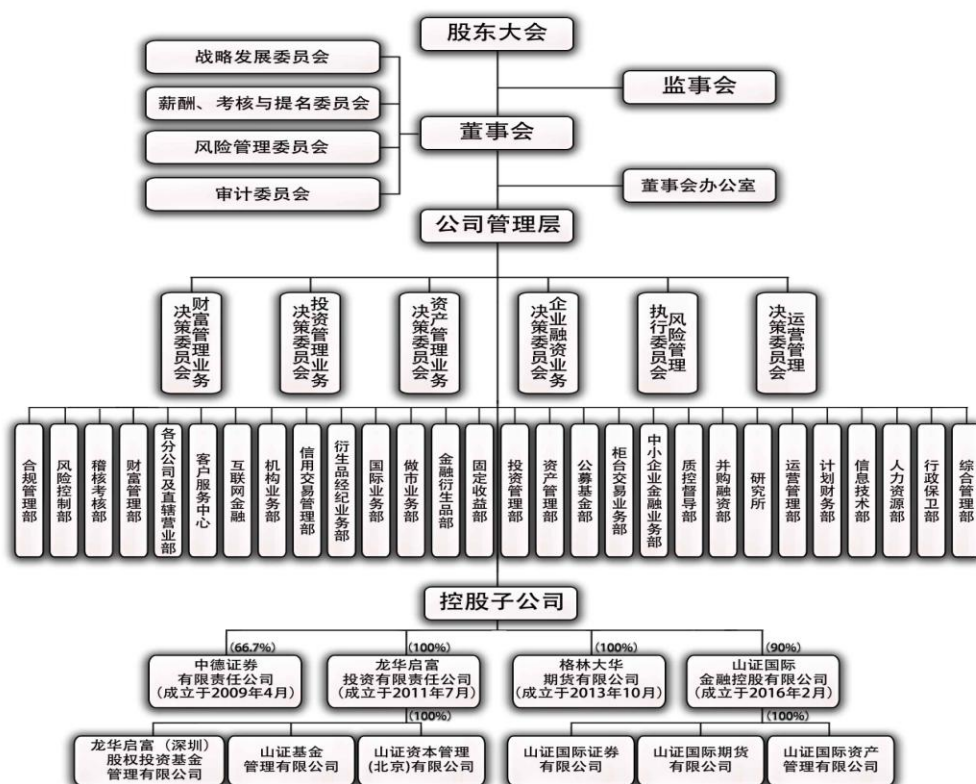
附录四 主要财务指标表

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
全部债务（万元）	1,487,538.85	1,414,336.78	616,969.15
净资本（万元）	1,048,528.17	994,486.78	406,908.26
净资本与各项风险资本准备之和的比例	1,053.09%	1,131.23%	346.56%
净资本与净资产的比例	85.85%	80.02%	55.41%
净资本与负债的比例	67.99%	65.96%	62.99%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	37.51%	44.92%	52.87%
自营固定收益类证券/净资本	50.86%	1.60%	23.37%
流动比率	2.33	2.99	2.21
净稳定资金率	188.72%	173.29%	129.33%

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录五 截至2016年3月末公司组织架构图

山西证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附录六 截至2015年末公司纳入合并报表范围的子公司

子公司全称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
中德证券有限责任公司	100,000	66.7%	股票（包括人民币普通股、外资股）和债券（包括政府债券、公司债券）的承销与保荐，以及中国证监会批准的其他业务。
格林大华期货有限公司	58,018	100%	商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询
龙华启富投资有限责任公司	100,000	100%	其他金融 投资与资产管理

资料来源：公司 2015 年审计报告

附录七 主要财务指标计算公式

盈利能力	净资产增长率	$(T \text{ 年净资产} / T-2 \text{ 年净资产})^{1/2} - 1$
	营业收入增长率	$(T \text{ 年营业收入} / T-2 \text{ 年营业收入})^{1/2} - 1$
	营业利润率	营业利润/营业收入
资本结构与 财务安全	资产负债率	$(\text{负债总额}-\text{代理买卖证券款}) / (\text{资产总额}-\text{代理买卖证券款}) * 100\%$
	全部债务	应付短期融资款+拆入资金+卖出回购金融资产+应付债券
流动性	流动比率	$(\text{货币资金}+\text{结算备付金}+\text{以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产}+\text{买入返售金融资产}+\text{应收利息}+\text{应收款项}+\text{融出资金}-\text{代理买卖证券款}) / (\text{应付短期融资款}+\text{拆入资金}+\text{卖出回购金融资产款}+\text{应付职工薪酬}+\text{应交税费}+\text{应付利息}+\text{应付款项})$
	净稳定资金率	净稳定资金率= (可用稳定资金/所需稳定资金) *100%，其中可用稳定资金是在持续压力情景下，能确保在1年内都可作为稳定资金来源的权益类和负债类资金，所需稳定资金等于证券公司各类资产或表外风险暴露项目与相应的稳定资金需求系数乘积之和

附录八 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。