

跟踪评级公告

联合[2017]543 号

西南证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“16 西南 C1”和“16 西南 C2”进行跟踪评级，确定：

西南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”

西南证券股份有限公司发行的“16 西南 C1”和“16 西南 C2”债券信用等级均为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年六月九日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

西南证券股份有限公司

次级债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 西南 C1	30 亿元	AA+	AA+	2016 年 5 月 24 日
16 西南 C2	30 亿元	AA+	AA+	2016 年 9 月 8 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 9 日

财务数据：

项 目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	717.49	710.00	659.81
自有资产（亿元）	489.45	522.25	477.03
可快速变现资产（亿元）	389.65	453.69	--
股东权益（亿元）	195.90	196.68	197.93
自有负债（亿元）	293.54	325.57	279.11
自有资产负债率（%）	59.97	62.34	58.51
营业收入（亿元）	84.97	36.32	5.07
净利润（亿元）	35.45	9.13	0.22
营业利润率（%）	50.21	31.88	3.96
平均净资产收益率（%）	19.26	4.65	0.11
净资本（亿元）	148.07	147.92	152.22
风险覆盖率（%）	276.45	268.11	306.92
资本杠杆率（%）	24.62	22.28	24.98
短期债务（亿元）	125.50	170.57	126.59
全部债务（亿元）	252.64	305.04	261.24
EBITDA（亿元）	61.58	26.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.59	1.93	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.09	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.03	0.43	--

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、净资产指标为母公司口径。3、2015 年相关风险控制指标已按证监会自 2016 年 10 月 1 日起实施的《证券公司风险控制指标管理办法》追溯调整。4、公司 2017 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”）对西南证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西南证券”）的跟踪评级反映了其作为全国性综合类证券公司之一，跟踪期内持续推动业务转型，整体收入结构保持均衡态势。截至 2016 年末，公司资产以可快速变现资产为主，资产质量良好，资本较为充足。

跟踪期内，受证券市场较为低迷影响，公司营业收入及净利润规模明显下降，盈利能力下滑显著；联合评级同时也关注到经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

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

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望“稳定”；同时维持“16 西南 C1”、“16 西南 C2”债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 跟踪期内，公司持续推动业务转型，整体业务和收入结构保持相对均衡。
2. 截至 2016 年末，公司可快速变现资产占比较高，资产流动性和资产质量较好，杠杆水平适中。
3. 跟踪期内，公司综合化经营的发展模式已逐步形成，且经纪业务在重庆地区依旧保持一定竞争优势。

关注

1. 经济周期变化、市场波动及相关监管政策的变化等因素对证券公司经营带来的影响值得关注。
2. 公司经纪业务和自营业务收入受证券

市场行情影响较大。2016 年，受市场行情较为低迷影响，公司营业收入及净利润规模有所下降，盈利能力下滑明显。

3. 跟踪期内，受立案调查事件影响，公司投资银行业务的业绩有所下滑，并对公司的经营业绩造成了一定不利影响。

分析师

张 祎

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：


张 磊 张 磊
联合信用评级有限公司

一、主体概况

西南证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西南证券”）的前身是西南证券有限责任公司（以下简称“西证公司”）。1999年12月，经中国证监会批准，西证公司在重庆国际信托投资有限公司证券部、重庆市证券公司、重庆有价证券公司和重庆证券登记有限责任公司的基础上成立。2009年2月，经中国证监会批准，重庆长江水运股份有限公司实施重大资产重组，发行16.59亿股人民币普通股吸收合并西证公司，依法继承西证公司的各项证券业务资格，并将名称变更为西南证券股份有限公司。后经多次增资及股权变更，截至2017年3月底，公司注册资本56.45亿元，前五大股东持股情况见表1，控股股东为重庆渝富资产经营管理集团有限公司，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

表1 截至2017年3月底公司前五大股东持股情况表（单位：%）

股东	持股比例
重庆渝富资产经营管理集团有限公司	26.99
重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司	7.09
中国建银投资有限责任公司	5.82
重庆市城市建设投资（集团）有限公司	5.41
重庆高速公路集团有限公司	5.31
合计	50.62

资料来源：公司提供

公司主要经营范围：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；为期货公司提供中间介绍业务。

截至2016年末，公司在国内主要城市设有119家营业部及9家分公司，控股5家子公司，分别为西证股权投资有限公司（以下简称“西证投资”）、西证创新投资有限公司（以下简称“西证创新”）、重庆股份转让中心有限责任公司（以下简称“重庆OTC”）、西南期货有限公司（以下简称“西南期货”）、西证国际投资有限公司（以下简称“西证国际”）；公司持有银华基金管理有限公司（以下简称“银华基金”）49.00%的股权，是其第一大股东。截至2016年末，公司员工人数为3,311人。

截至2016年末，公司资产总额710.00亿元，其中客户存款111.78亿元；负债总额513.32亿元，其中代理买卖证券款132.92亿元；所有者权益196.68亿元，其中归属于母公司的所有者权益190.01亿元；母公司口径净资产147.92亿元。2016年，公司实现营业收入36.32亿元，净利润9.13亿元，其中归属于母公司所有者的净利润9.18亿元。

截至2017年3月末，公司资产总额659.81亿元，其中客户存款108.06亿元；负债总额461.88亿元，其中代理买卖证券款129.40亿元；所有者权益197.93亿元，其中归属于母公司的所有者权益191.20亿元；母公司口径净资产152.22亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入5.07亿元，净利润0.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.24亿元。

注册地址：重庆市江北区桥北苑8号；法定代表人：吴坚。

二、债券概况

“16 西南 C1”

“西南证券股份有限公司 2016 年第一期次级债券”发行规模 30 亿元，债券为 5 年期，附第 2 年末发行人赎回选择权，起息日为 2016 年 6 月 2 日，到期日为 2021 年 6 月 2 日；票面利率为 3.63%。本期债券于 2016 年 6 月 23 日起在上交所挂牌交易。本期债券简称为“16 西南 C1”，上市代码为“135524.SH”。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。2017 年 6 月 2 日，公司按时、足额支付了“16 西南 C1”2016 年 6 月 2 日至 2017 年 6 月 1 日期间的利息。本期债券的募集资金在扣除发行费用后，全部用于补充公司营运资金。

“16 西南 C2”

“西南证券股份有限公司 2016 年第二期次级债券”发行规模 30 亿元。期限为 3 年，起息日为 2016 年 9 月 20 日，到期日为 2019 年 9 月 20 日；票面利率为 3.49%。本期债券于 2016 年 10 月 17 日起在上交所挂牌交易。本期债券简称为“16 西南 C2”，上市代码为“135856.SH”。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。本期债券的募集资金在扣除发行费用后，全部用于补充公司营运资金。截至本报告出具日，本期债券尚未到付息日。

三、运营环境

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

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

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

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

2017 年，伴随着我国经济增速和结构的调整，资本市场将在强监管的背景下持续深化改革，

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

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

四、管理与内控分析

跟踪期内，公司董事、监事和高管均发生一定变动。董事方面，2016 年 2 月，崔坚先生不再担任公司董事长，并选举廖庆轩先生为公司董事长，自 2016 年 7 月起正式任职。2017 年 3 月，公司董事会进行了换届，选举廖庆轩先生、李剑铭先生、吴坚先生、张纯勇先生、张刚先生、万树斌先生为公司第八届董事会非独立董事，赵如冰先生、罗炜先生、傅达清先生为公司第八届董事会独立董事；选举廖庆轩先生为公司第八届董事会董事长；选举产生公司第八届董事会专门委员会成员及主任委员。监事方面，2017 年 3 月，公司监事会进行了换届，选举蒋辉先生、李波先生为公司第八届监事会非职工监事；选举蒋辉先生为公司第八届监事会主席。同时，公司职工代表大会选举公司职工赵天才先生为公司第八届监事会职工监事，待其取得证券公司监事任职资格后正式任职。高管方面，2016 年 7 月，余维佳先生不再担任公司总裁，公司董事会聘任吴坚先生为公司总裁，自 2016 年 7 月 18 日起正式任职。

公司严格遵循《公司法》、《证券法》、《上海证券交易所股票上市规则》、《证券公司治理准则》及其它相关法规及规范性文件的要求，持续完善提升公司治理结构水平，健全公司治理制度体系，制定了《公司章程》、《公司股东大会议事规则》以及公司董、监事会议事规则、董事会各专门委员会工作细则、《公司总裁工作细则》等制度，公司治理符合监管机构的相关规定。公司治理结构中，股东大会、董事会、监事会和经理层相互分离、相互制衡，共同推动公司科学决策、规范运作。公司各层级在职权范围内各司其职、各负其责，确保公司治理的规范有效，共同推进公司总体发展。跟踪期内，公司董、监事会成员人数及其构成情况符合监管要求及《公司章程》的相关规定。

合规建设方面，跟踪期内，公司加强了对监管信息、案例的及时收集与传递，新增了微信公众号、公司月刊等宣导途径，形成了多渠道、动态的合规信息快速传递机制，提升全员的合规意识；建立了重大合规风险报告制度，实现了风险的及时发现、响应与处置；强化合规问责工作，增强全员对合规文化的敬畏感；进一步加强对于子公司的合规管理全覆盖，积极探索高效的总部集中合规管理模式，不断完善与深化合规管理机制。2016 年，公司在证监会的分类评级中获评 A 类 A 级。

2016 年 6 月，因公司约定购回式证券交易业务被动持有江苏中泰桥梁钢构股份有限公司股票以及自营业务通过二级市场交易持有该股票之合达到其总股本 5.03%，致使公司证券自营业务风险控制指标出现不符合《证券公司风险控制指标管理办法》规定的情况；2016 年 7 月，公司已按

要求完成整改工作，相关指标已符合规定。

2016年6月和2017年3月，公司2次收到《中国证券监督管理委员会调查通知书》，被证监会立案调查。在立案调查期间，证监会暂不受理公司作为保荐机构的推荐，暂不受理相关保荐代表人具体负责的推荐，暂不受理公司作为独立财务顾问出具的文件。在此期间，公司投资银行业务的开展受到了不利影响。

2017年5月，公司收到了中国证监会关于河南大有能源股份有限公司2012年非公开发行股票项目的行政处罚决定书，主要内容为：公司在尽职调查过程中未勤勉尽责，关键核查程序缺失，未对青海省木里矿区资源整合政策可能对相关目标资产带来的风险进行揭示，出具的发行保荐书等文件存在重大遗漏；公司在持续督导过程中未勤勉尽责，未对聚乎更矿区一露天首采区采矿权的权属变更风险进行重点跟踪关注，出具的上市保荐书和2012年度持续督导报告存在重大遗漏。中国证监会决定对公司责令改正，给予警告，没收业务收入1,000万元，并处以2,000万元罚款；并对相关责任人员进行了警告并罚款。针对此事项，公司表示将全面加强保荐业务管理，通过使用投行项目风险实时预警大数据平台对项目进行持续分析预警，加强持续督导工作风险管控能力，提高内部控制和风险管理水平。

2017年5月，公司收到了中国证监会关于鞍重股份2016年重大资产重组项目的行政处罚决定书，主要内容为：公司在对重组标的公司浙江九好办公服务集团有限公司（以下简称九好集团）的尽职调查过程中未勤勉尽责。九好集团的财务造假行为导致了九好集团、鞍重股份所披露的信息含有虚假记载、重大遗漏。2016年4月公司为鞍重股份重大资产重组出具的独立财务顾问报告存在虚假记载、重大遗漏。中国证监会决定责令公司改正，没收业务收入100万元，并处以500万元罚款；并对相关责任人员进行了警告并罚款。针对此事项，公司表示将在今后开展业务过程中严格遵循勤勉、尽责、审慎、合规的原则，全面加强对财务顾问业务的管理，通过使用大数据信息化等各种手段，提高内部控制和风险管理水平。

总体看，跟踪期内，公司董事会和监事会完成换届，“董、监、高”人员有较大变动；同时，联合评级也关注到公司因风险合规事件受到了监管处罚，需要进一步提升其合规风控能力。

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司获得上市公司股权激励行权融资业务试点资格和深港通下港股通业务资格。公司主要业务板块包括经纪业务（含融资融券业务）、自营业务、投资银行业务、资产管理业务等，其中经纪业务、自营业务和投资银行业务是公司主要收入来源。2016年，证券市场行情整体呈下跌态势，公司营业收入和净利润均有所下降。2016年，公司实现营业收入36.32亿元，同比减少57.26%，实现净利润9.13亿元，同比减少74.25%，下滑幅度超过行业平均水平，盈利能力下降显著。

表2 公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

板块	2015年度		2016年度	
	收入	占比	收入	占比
经纪业务（含融资融券业务）	26.83	31.58	10.03	27.62
投资银行业务	13.80	16.24	12.20	33.59
资产管理业务	7.13	8.39	1.87	5.15
自营业务	27.88	32.81	8.65	23.82

其他	9.33	10.98	3.57	9.82
合计	84.97	100.00	36.32	100.00

资料来源：公司提供。注：其他包含子公司收入及结构化主体收益等。

跟踪期内，公司持续推动业务转型，保持了相对均衡的收入结构。从收入构成上看，投资银行业务成为公司第一大收入来源。2016年，公司投资银行业务实现收入12.20亿元，同比下降11.59%，在营业收入中的占比为33.59%，较2015年提升17.35个百分点，主要系公司经纪业务（含融资融券业务）、自营业务收入下滑较大所致。2016年，公司经纪业务（含融资融券业务）实现收入10.03亿元，同比下降62.62%，主要系2016年证券市场景气度较差，成交量下降明显以及两融规模下降所致；在营业收入中的占比为27.62%，较2015年下降3.96个百分点，是公司营业收入的第二大来源。2016年，公司自营业务实现收入8.65亿元，同比减少68.97%，主要系2016年证券市场整体较为低迷导致投资收益减少所致；在营业收入中的占比为23.82%，较2015年下降8.99个百分点。2016年，公司资产管理业务实现收入1.87亿元，同比减少73.77%，主要系2015年公司部分定增产品到期取得较好业绩报酬，2016年受市场行情影响此部分报酬较少所致；在营业收入中的占比为5.15%，较2015年下降3.24个百分点，占比相对较小。2016年，公司其他收入为3.57亿元，同比减少61.74%，主要系子公司及结构化主体收益减少所致。

2017年1~3月，公司实现营业收入5.07亿元，同比下降30.29%，主要系经纪业务和投行业务收入下降所致；受营业收入下降影响，以及当期电子设备运转费等费用增长导致营业支出大幅增长，公司实现净利润0.22亿元，同比下降93.99%，经营业绩下滑明显。

总体看，跟踪期内，公司营业收入和净利润下降明显，盈利能力下滑显著。同时联合评级也关注到，2016年以来，公司经纪业务和自营业务收入大幅下滑，受证券市场行情波动影响较大；且公司投资银行业务的开展由于立案调查事件受到了一定不利影响，收入的增长仍面临一定不确定性。

2. 业务运营

经纪业务

跟踪期内，公司获得上市公司股权激励行权融资业务试点资格和深港通下港股通业务资格。2016年，公司无新设营业部。截至2016年末，公司在国内主要城市设有119家营业部，其中重庆地区42家，实现了对重庆区县的全覆盖，在重庆市具有一定的区域优势；并在深圳、重庆、上海、浙江等地设立9家分公司。受行业竞争加剧，通道业务佣金率大幅下降影响，公司加大力度推进营业部业务转型，拓展代销金融产品等业务，成为为客户提供全方位服务的综合平台。2016年，公司继续加大营销队伍的培训力度，以满足营业部转型的需要。

跟踪期内，公司经纪业务团队在海外业务、财富管理方面也取得了进一步发展，围绕客户需求，以标准化的产品销售与定制服务为切入点，外引与内设相结合，不断丰富产品货架；同时针对高净值客户个性化需求，研究提供了包括产品定制、定制化签约、网下新股综合配套服务及全球资产配置服务，在满足客户财富管理需求基础上不断提升金融服务能力。

经纪业务收入是公司收入的重要来源，受2016年证券市场整体较为低迷以及成交量下降的影响，公司经纪业务手续费净收入8.44亿元，同比减少59.42%，同时2016年公司代理买卖证券交易额为3.13亿元，同比减少41.71%。在市场份额方面，公司股票、基金占市场份额的比重为0.80%，债券占市场份额的比重为0.20%，较2015年均有所下降。公司2016年经纪业务平均佣金率为0.495‰，较2015年有所降低，但仍处于行业较高水平，未来仍存在下降空间。公司2015~2016

年代理买卖证券情况如下表所示。

表3 2015~2016 年代理买卖证券成交金额和市场份额情况（单位：万亿元，%）

项目	2015 年		2016 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票、基金	4.40	0.81	2.21	0.80
债券	0.97	0.38	0.92	0.20
合计	5.37	--	3.13	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司经纪业务积极推进营业部发展和业务转型，但受证券市场行情波动的影响，公司代理买卖证券成交额和经纪业务手续费净收入均明显下降。

投资银行业务

公司投资银行业务主要向客户提供股票及债券承销、资产重组及并购的财务顾问等服务。公司投资银行事业部下设投行综合管理部、项目管理部、资本市场部、并购融资部、固定收益融资部以及各地投资银行业务团队。跟踪期内，公司充分发挥大投行平台融合股权、债权、并购三大类业务的优势，加大债券产品和业务的开发力度，加大对贫困地区企业发债的支持力度。同时，公司投行业务不断保持和巩固业务创新力度，加快发展出不同的新品种和新业务，在公司债、二级资本债、资产证券化、优先股、新三板、资产管理业务和股权质押等多项新业务上也取得了进一步的发展。

从业务数据来看，股权融资方面，公司 2016 年完成 IPO 项目 2 个，再融资项目 12 个，累计承销金额 230.35 亿元。债券发行方面，公司累计完成债券主承销发行项目 61 个，累计承销金额 605.32 亿元。公司投行继续保持服务行业大客户的能力，成功为中国铁路总公司、国家电网公司等国内大型客户承销发行债券。2016 年，公司共实现股票和债券承销保荐净收入 8.91 亿元，同比增长 6.05%。财务顾问业务方面，公司 2016 年担任财务顾问并涉及发行股份的重大资产重组项目 9 家（按照证监会核准批复统计），实现财务顾问净收入 4.77 亿元，同比减少 24.17%。新三板业务方面，公司抓住市场机遇，适时调整业务结构，2016 年公司共完成推荐挂牌项目 156 单，排名市场第六位，同时为新三板客户提供融资、托管、财富管理等综合金融服务，共为 55 家企业完成 62 例新三板定增项目；融资总额 65 亿元，同比增长逾 5 倍，排名市场第五位。2016 年，公司投资银行业务手续费净收入 13.68 亿元，同比减少 6.90%。

表4 公司投行业务情况表（单位：亿元，个）

项目	2015 年		2016 年	
	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额
首次公开发行	5	15.52	2	9.62
再融资发行	21	195.81	12	220.73
债券发行	33	384.21	61	605.32
合计	59	595.53	75	835.67

资料来源：公司年报

2016 年 6 月和 2017 年 3 月，公司 2 次收到《中国证券监督管理委员会调查通知书》，被证监会立案调查。在立案调查期间，证监会暂不受理公司作为保荐机构的推荐，暂不受理相关保荐代表人具体负责的推荐，暂不受理公司作为独立财务顾问出具的文件。立案调查期间，公司投资银

行业务的开展受到了不利影响。相关事件的进展情况见管理与内控分析。截至本报告出具日，公司相关业务资格尚未恢复，联合评级将对此事项保持关注。

总体看，跟踪期内，公司投资银行业务方面，债券发行取得了较好的发展，同时，联合评级也注意到，公司投资银行业务的开展由于立案调查事件受到了一定不利影响，收入的增长仍面临不确定性。

自营业务

公司自营业务由权益类投资、固定收益类投资以及量化投资组成。跟踪期内，公司证券自营业务继续履行维护市场稳定的承诺，并秉承稳健投资的理念，灵活调整大类资产配置，创造了绝对收益。

截至 2016 年末，公司证券投资业务规模为 260.89 亿元，较年初增长 20.31%，主要系债券投资规模增加所致。在投资结构方面，仍以债券投资为主，且占比进一步上升。其中，债券投资余额为 161.04 亿元，余额占比 61.73%，较年初上升 12.92 个百分点；股票投资余额为 33.87 亿元，余额占比 12.98%，较 2015 年下降 15.74 个百分点；基金投资规模为 37.40 亿元，余额占比 14.34%，较年初变化不大，以货币基金和其他证券投资基金为主。2016 年，公司证券投资业务收入为 8.65 亿元，较 2015 年大幅下降 68.97%，主要系股票投资等投资收益减少所致。根据证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，公司对 2015 年末风险控制指标进行了追溯。截至 2016 年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 50.16%，自营固定权益类证券及其衍生品/净资本为 109.47%，均符合监管标准。

表 5 自营证券投资结构表（单位：亿元，%）

项目	2015 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比
股票	62.27	28.72	33.87	12.98
债券	105.83	48.81	161.04	61.73
基金	31.60	14.57	37.40	14.34
证券公司理财产品	12.98	5.99	18.92	7.25
银行理财产品	4.16	1.92	9.66	3.70
合计	216.84	100.00	260.89	100.00

资料来源：公司提供

总体看，2016 年公司自营业务规模有所增长，但收入下滑明显。同时联合评级也关注到，自营业务受市场波动影响较大，未来自营业务收入的增长存在一定的不确定性。

资产管理业务

公司资产管理事业部下设资管综合业务部、证券资管部等部门。公司资产管理业务起步较晚，跟踪期内，公司资管以业务开拓与合规风控并重，通过大力发展固定收益类产品，推动主动管理业务迅猛增长，为后续发展积累了空间。2016 年，公司资管主动管理业务发展较快，公司本部全年新增发行主动管理产品 35 只，新增管理规模 213.00 亿元，其中固定收益类产品增长最快，新增发行固收类产品 22 只，新增规模 191.00 亿元。截至 2016 年末，公司资产管理业务规模为 1,091.35 亿元，较年初增长 21.00%。其中，公司集合资产管理业务规模为 207.18 亿元，较年初大幅增长 210.43%；公司定向资产管理业务规模为 872.53 亿元，较年初略有增长；公司专项资产管理业务规模为 11.63 亿元，较年初增加 9.40 亿元。同时，公司资产管理业务品种不断丰富，进一步覆盖到债券、定向增发、二级市场权益、量化、现金管理、资产证券化、债券增强、股债混合等类型。

2016 年，公司资产管理业务实现收入 1.87 亿元，同比减少 73.77%，主要系 2015 年公司部分定增产品到期取得较好收益，2016 年受市场行情影响此部分收益较少所致。

表 6 资产管理业务规模及收入情况（单位：亿元）

项目	2015 年末		2016 年末	
	规模	管理费净收入	规模	管理费净收入
集合资产管理业务	66.74	0.54	207.18	0.84
定向资产管理业务	832.98	6.43	872.53	0.77
专项资产管理业务	2.23	0.10	11.63	0.02
合计	901.95	7.06	1,091.35	1.63

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司资产管理业务规模增长较大，业务品种进一步丰富，未来拥有较大的发展空间，但目前对公司营业收入贡献较小。

信用交易业务

信用交易业务主要包括融资融券业务、股票质押和约定购回业务，由信用交易部主要负责。跟踪期内，公司通过推出两融及期权客户体验活动，积极开发增量客户，并实现所有营业部两融业务上线工作。截至 2016 年末，公司融资融券业务账户数目 2.97 万户，较年初增加 1,909 户，账户余额合计 77.04 亿元，较年初下降 18.67%，主要系受市场行情较为低迷影响，融资融券业务规模下降所致。2016 年公司两融业务年日均市场份额 0.801%，年末份额 0.82%，行业排名较 2015 年末上升 1 位至 28 位。受融资融券业务规模下降影响，2016 年公司融资融券业务利息收入 6.42 亿元，同比减少 39.37%。

表 7 2015~2016 年融资融券业务情况（单位：户，亿元）

项目	2015 年末	2016 年末
融资融券账户数目	27,756	29,665
融资融券账户余额	94.72	77.04

资料来源：公司提供

截至 2016 年末，公司股票质押回购交易余额为 15.13 亿元，较年初增长 142.08%，2016 年股票质押回购业务实现利息收入 0.87 亿元，同比减少 38.34%，主要系利率以及日均余额下降所致；截至 2016 年末，公司约定购回账户余额为 1.35 亿元，较年初降低 28.95%，2016 年公司约定购回业务实现利息收入 0.14 亿元，同比增加 106.33%。

总体看，跟踪期内，公司信用交易业务以融资融券业务为主，业务规模和收入受市场行情影响有所下降。

主要控股和参股公司经营情况

西证投资成立于 2010 年，注册资本 6 亿元，主要开展股权投资业务。截至 2016 年末，西证投资及其下属机构管理的私募股权基金累计投资项目 33 个，投资总额约 13.2 亿元，2016 年共考察项目 235 个，新增奇虎 360 回归 A 股等 7 个股权投资项目。截至 2016 年末，西证投资总资产 14.13 亿元，净资产 14.00 亿元；2016 年实现营业收入 0.31 亿元，亏损 0.22 亿元。未来随着投资项目的逐步退出，西证投资有望实现扭亏为盈。

重庆 OTC 由成立于 2009 年的重庆股份转让中心转制而来，业务范围包括推荐企业进入全国场外市场挂牌、提供股权转让平台、提供股权登记托管等股权增值服务。公司持有重庆 OTC53%

的股权。2016 年，重庆 OTC 进一步完善企业孵化培育体系，力助中小微企业拓宽融资渠道，新增挂牌企业 170 家，交易额、融资额等主要指标在国内区域市场中位居前列。截至 2016 年末，重庆 OTC 总资产 6.52 亿元，净资产 2.54 元；实现营业收入 1.27 亿元，净利润 0.72 亿元。未来公司将进一步发挥重庆 OTC 以私募股权和私募债权流转为核心的业务优势，为非上市股份公司股份、有限公司股权以及其他各类权益的登记、托管、挂牌、交易、结算及投融资提供场所和服务。

西证创新成立于 2013 年，注册资本金 6 亿元，经营范围为从事投资业务及相关资产管理业务，投资咨询服务，企业财务顾问服务。2016 年，西证创新完成 8 亿元增资工作，全年完成投资项目 33 个，投资金额 16.7 亿元；通过开展股权投资、证券投资、主题基金投资、夹层投资等多种方式，扩充业务发展外延，拓宽业务收入来源。截至 2016 年末，西证创新总资产 24.02 亿元，净资产 23.11 亿元；2016 年实现营业收入 1.25 亿元，净利润 0.21 亿元。

西南期货于 2013 年成为公司全资子公司，注册资本 3 亿元。2016 年，西南期货及时调整经营思路，商品期货经纪业务成交金额同比增长 37%，在运行 20 只期货资产管理计划，管理规模 5 亿元；成功升级中金所结算会员，并取得中国银行间市场交易商协会会员资格，进一步强化核心投资能力；积极筹建风险管理业务，推动信息化建设由技术保障型向技术推动型转变。截至 2016 年末，西南期货总资产 16.35 亿元，净资产 5.14 亿元；2016 年实现营业收入 0.46 亿元、净利润 0.11 亿元。

西证国际成立于 2013 年，资本金 10 亿元港币。截至 2016 年末，西证国际总资产 23.99 亿元，净资产 6.91 亿元；实现营业收入-0.03 亿元，亏损 1.78 亿元。

银华基金成立于 2001 年 5 月，注册资本 2 亿元，经营范围包括基金募集、基金销售、资产管理等。公司持有银华基金 49% 股权，为其第一大股东。截至 2016 年末，银华基金总资产 25.38 亿元，净资产 17.97 亿元；2016 年实现营业收入 16.10 亿元，净利润 3.26 亿元。总体看，银华基金业务资质比较齐全，盈利能力较强，是公司构建综合化经营平台的重要板块，未来有望为公司提供比较稳定的盈利来源。

总体看，跟踪期内，公司子公司业务发展相对稳定，综合化经营的发展模式已逐步形成，将来有望进一步扩大公司的收入来源。

3. 未来发展

2017 年，公司将紧紧抓住外部机遇和行业调整的窗口期，深入推进市场化改革，全面整合内外部资源，不断夯实经营基础，严控经营管理风险，增收节支、开源节流，稳健经营、稳中求进，持续优化盈利模式和发展质量，竭力培育比较优势和核心竞争力；同时积极布局创新业务，做大做强优势业务，补足补齐发展短板，拓展金融服务内涵，增强业务发展的协调性、均衡性和可持续性，有效开辟新的利润增长点，巩固提升公司市场份额和行业地位。

总体看，公司设立的战略目标较为合理，制定的措施切实可行，这将有利于公司推进业务转型，提升竞争力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2016 年度合并财务报表均经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司合并范围变化无较大变化。总体看，公司财务数据可比性较强。

截至 2016 年末，公司资产总额 710.00 亿元，其中客户存款 111.78 亿元；负债总额 513.32 亿元，其中代理买卖证券款 132.92 亿元；所有者权益 196.68 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 190.01 亿元；母公司口径净资产 147.92 亿元。2016 年，公司实现营业收入 36.32 亿元，净利润 9.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.18 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额 659.81 亿元，其中客户存款 108.06 亿元；负债总额 461.88 亿元，其中代理买卖证券款 129.40 亿元；所有者权益 197.93 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 191.20 亿元；母公司口径净资产 152.22 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.07 亿元，净利润 0.22 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.24 亿元。

2. 资产质量与流动性

截至 2016 年底，公司自有资产规模为 522.25 亿元，较年初增加 6.70%。公司自有资产仍以可快速变现资产为主，截至 2016 年底，公司可快速变现资产为 453.69 亿元，可快速变现资产占自有资产比重 86.87%，较年初提高 7.26 个百分点。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产、融出资金和自有货币资金是可快速变现资产的主要组成部分，截至 2016 年底，该四项资产在可快速变现资产中的占比分别为 47.46%、11.76%、17.73%和 15.32%。公司可快速变现资产结构有所变化，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和自有货币资金占比有所上升，融出资金和可供出售金融资产占比有所下降。

表 8 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
自有资产	489.45	522.25	477.03
可快速变现资产	389.65	453.69	--
其中：自有货币资金	53.35	69.50	44.91
自有结算备付金	9.73	5.61	4.70
融出资金	101.09	80.42	80.79
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	163.77	215.34	--
买入返售金融资产	13.23	29.45	--
可供出售金融资产	48.49	53.36	--
资产总额	717.49	710.00	659.81

资料来源：公司审计报告及一季报，联合评级整理。

注：可快速变现资产中的可供出售金融资产中，证券公司理财产品、银行理财产品及其他已剔除。

截至 2016 年底，公司货币资金为 181.28 亿元，较年初下降 18.36%，主要系证券市场整体较为低迷导致客户资金存款下降所致。截至 2016 年底，公司融出资金规模为 80.42 亿元，较年初减少 20.45%，主要系受市场行情影响公司两融业务规模缩减所致；从融出资金期限来看，以 3~6 个月为主，占比为 68.68%。截至 2016 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 215.34 亿元，较年初增加 31.49%，主要系债券投资规模增加所致，其构成以债券为主，占比为 71.02%。截至 2016 年底，公司买入返售金融资产为 29.45 亿元，较年初增加 122.57%，主要系买入返售股票和债券规模增加所致；从业务类型来看，以股票质押式回购和普通回购为主，占比分别为 47.26%和 48.17%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 116.33 亿元，较年初增加 14.39%，主要系证券公司理财产品和银行理财产品规模增加所致；可供出售金融资产以股票、证券公司专户投资和证券公司理财产品为主，占比分别为 26.96%、29.57%和 16.26%。

截至 2017 年 3 月底，公司自有资产为 477.03 亿元，较年初减少 8.66%，主要系自有货币资金

和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产减少所致。

总体看，跟踪期内，公司自有资产仍以可快速变现资产为主，资产质量和流动性较好。

3. 负债及杠杆水平

截至 2016 年底，公司自有负债规模为 325.57 亿元，较年初增加 10.91%，主要系应付短期融资款增加所致。公司自有负债以应付短期融资款、卖出回购金融资产款和应付债券为主，其中，应付短期融资款占比 22.63%，卖出回购金融资产款占比 29.74%，应付债券占比 41.30%。截至 2016 年底，公司应付短期融资款为 73.68 亿元，较年初增加 466.80%，主要系公司发行多期证券公司短期公司债和收益凭证所致。截至 2016 年底，公司卖出回购金融资产款为 96.81 亿元，较年初减少 6.30%，主要系公司用发行债券的方式来替代卖出回购金融资产的融资。截至 2016 年底，公司应付债券 134.48 亿元，较年初增加 5.76%，主要系公司分两期发行 60 亿元次级债券（公司于 2016 年 6 月和 9 月分两期发行次级债，发行规模均为 30 亿元，期限分别为 5 年和 3 年，票面利率分别为 3.63% 和 3.49%）所致。

截至 2016 年末，公司净资本/负债和净资产/负债指标分别为 49.40% 和 61.92%，均高于行业监管标准；截至 2016 年末，公司的自有资产负债率为 62.34%，较年初增加 2.37 个百分点。结合公司所处的证券行业来看，整体处于适中水平。

表 9 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
自有负债	293.54	325.57	279.11
其中：卖出回购金融资产款	103.32	96.81	82.03
拆入资金	8.85	0.00	0.00
应付债券	127.15	134.48	134.65
应付短期融资款	13.00	73.68	44.26
非自有负债	228.05	187.75	182.77
其中：代理买卖证券款	190.65	132.92	129.40
负债合计	521.59	513.32	461.88
自有资产负债率	59.97	62.34	58.51
净资本/负债	54.00	49.40	59.45
净资产/负债	67.58	61.92	73.37

资料来源：公司审计报告、一季报和监管报表，联合评级整理。

有息债务方面，截至 2016 年末，公司总债务规模 305.04 亿元，较年初增加 20.74%，主要系短期债务增加所致。从债务结构看，截至 2016 年末，公司短期债务占比 55.92%，长期债务占比 44.08%，短期债务占比较高，公司面临一定的流动性压力。

从公司发行债券集中兑付情况来看，截至 2016 年末，公司存续期内债券合计 134.48 亿元，到期情况如下表，债券集中兑付压力一般。

表 10 截至 2016 年末公司应付债券集中兑付情况分析（单位：亿元，%）

到期日年份	金额	占比
2018 年	54.64	40.63
2019 年	30.00	22.31
2020 年	19.86	14.77
2021 年	30.00	22.31
合计	134.48	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至2017年3月末，公司自有负债为279.11亿元，较年初减少14.27%，主要系卖出回购金融资产款和应付短期融资款减少所致；公司自有资产负债率为58.51%，较年初降低3.83个百分点，仍处于适中水平。

总体看，跟踪期内，公司杠杆处于行业适中水平，需对公司短期偿债能力保持关注。

4. 资本充足性

截至2016年末，公司合并所有者权益合计196.68亿元，较年初变化不大；其中归属于母公司的所有者权益中，股本56.45亿元、资本公积78.52亿元、未分配利润27.60亿元、一般风险准备17.55亿元、盈余公积9.26亿元，其他综合收益0.43亿元。公司股本和资本公积占归属于母公司所有者权益比重分别为29.52%和41.07%，占比较大，公司股东权益的稳定性较好。公司2016年度利润分配预案为：以公司截至2016年末总股本5,645,109,124股为基数，向全体股东每10股派发现金红利1.00元（含税），实际分配现金利润为564,510,912.40元，占公司当年净利润的61.85%，公司分红力度较大，利润留存对资本补充的作用一般。

截至2016年末，公司净资本为147.92亿元，较年初变化不大，其中核心净资本111.92亿元，附属净资本36.00亿元。截至2016年末，公司净资产为185.43亿元，较年初变化不大。从主要风控指标来看，截至2016年末，公司净资本/净资产指标为79.77%，较年初变化不大，仍处于较好水平；资本杠杆率指标由2015年末的24.62%下降为22.28%，变化很小；受各项风险资本准备上升影响，风险覆盖率指标由2015年末的276.45%下降至2016年末的268.11%；流动性覆盖率234.05%，较年初增加16.99个百分点；净稳定资金率148.96%，较年初小幅增加3.32个百分点；公司各项风险控制指标处于安全范围内，绝大多数指标远高于行业监管标准。

表 11 公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末	监管标准	预警标准
核心净资本	118.07	111.92	116.22	--	--
附属净资本	30.00	36.00	36.00	--	--
净资本	148.07	147.92	152.22	--	--
净资产	185.28	185.43	187.85	--	--
各项风险准备之和	53.56	55.17	49.59	--	--
风险覆盖率	276.45	268.11	306.92	≥100	≥120
资本杠杆率	24.62	22.28	24.98	≥8	≥9.6
净资本/净资产	79.92	79.77	81.03	≥20	≥24
流动性覆盖率	217.06	234.05	391.87	≥100	≥120
净稳定资金率	145.64	148.96	131.36	≥100	≥120

数据来源：公司净资本监管报表。

截至2017年3月末，公司所有者权益为197.93亿元，较年初变化很小；公司各项风控指标较年初变化不大，均符合监管标准。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益变化不大，公司各项风险控制指标均符合监管标准，资本充足性较好。

5. 现金流

从现金流来看，2016年公司经营性现金流为由净流入转为净流出，主要系市场成交量下降导致的代理买卖证券支付的现金净额增加所致；2016年，公司投资性现金流保持净流出状态，但净

流出规模有所减少，主要系投资规模减少所致；2016 年公司筹资性现金流净流入规模有所减少，主要系公司偿还债务资金规模增加所致。整体看，公司作为上市证券公司，融资渠道较为畅通，整体现金流状况处于较好水平。

表 12 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
经营性现金流量净额	24.57	-106.16	-3.83
投资性现金流量净额	-23.95	-3.64	-2.07
筹资性现金流量净额	126.68	62.66	-31.91
现金及现金等价物净增加额	127.31	-46.59	-37.87
期末现金及现金等价物余额	263.79	217.20	179.33

资料来源：公司审计报告及一季报，联合评级整理

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为-3.83 亿元，投资活动现金流量净额为-2.07 亿元，筹资活动现金流量净额为-31.91 亿元。

总体看，公司经营活动现金流受市场影响波动较大，投资活动现金流持续净流出，但规模一般，考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，公司整体现金流状况处于良好水平。

6. 盈利能力

2016 年，证券市场整体较为低迷，公司实现营业收入 36.32 亿元，同比下降 57.26%。公司营业收入主要来自手续费及佣金净收入和投资收益。2016 年，公司实现手续费及佣金净收入 24.13 亿元，同比下降 43.98%，主要系经纪业务手续费净收入减少所致；手续费及佣金净收入在营业收入中的占比为 66.45%，较 2015 年增加 15.76 个百分点。2016 年，公司实现投资收益 13.71 亿元，同比下降 65.28%，主要系受市场行情低迷影响，金融工具投资收益减少所致；投资收益占营业收入的比重为 37.74%，较 2015 年下降 8.72 个百分点。

表 13 公司营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	43.07	50.69	24.13	66.45	3.65	72.05
利息净收入	2.14	2.52	0.34	0.95	1.32	26.01
投资收益	39.48	46.46	13.71	37.74	1.26	24.78
公允价值变动收益	-0.65	-0.77	-2.85	-7.85	-1.01	-19.93
其他	0.93	1.09	0.98	2.71	-0.15	-2.91
营业收入合计	84.97	100.00	18.36	100.00	5.07	100.00

资料来源：公司审计报告及一季报，联合评级整理。

从营业支出来看，2016 年公司营业支出 24.74 亿元，同比减少 41.52%，主要系税金及附加以及业务及管理费减少所致。从支出构成来看，2016 年公司营业支出中业务及管理费占 94.28%；2016 年，由于营业收入下滑较大，公司营业费用率和薪酬收入比较上年有所上升，分别为 64.23%和 47.35%，公司成本控制能力明显下降。

从盈利指标来看，2016 年公司实现净利润 9.13 亿元，同比下降 74.25%。2016 年，公司营业利润率为 31.88%，平均自有资产收益率为 1.80%，平均净资产收益率为 4.65%，分别同比下降 18.33、5.63 和 14.61 个百分点，盈利能力下滑显著。

表 14 公司盈利指标（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
营业支出	42.31	24.74	4.87
其中：业务及管理费	32.67	23.33	4.81
净利润	35.45	9.13	0.22
营业利润率	50.21	31.88	3.96
薪酬收入比	31.42	47.35	--
营业费用率	38.45	64.23	94.94
平均自有资产收益率	7.43	1.80	0.04
平均净资产收益率	19.26	4.65	0.11

资料来源：公司审计报告及一季报，联合评级整理。注：2017 年一季报数据未审计，相关指标未年化。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.07 亿元，同比下降 30.29%，主要系经纪业务和投行业务收入下降所致；其中，手续费及佣金收入为 3.65 亿元，占营业收入的比重为 72.05%。受营业收入下降影响，以及当期电子设备运转费等费用增长导致营业支出大幅增长，公司实现净利润 0.22 亿元，同比下降 93.99%，经营业绩下滑明显。

与国内同行业已发行债券的证券公司（共 74 家）比较，公司 2016 年净资产收益率 ROE（平均）排名 66 名，处于中下游水平。

总体看，跟踪期内，受市场行情低迷影响，公司盈利能力有所下降，与同业相比，处于中下游水平。

7. 偿债能力

2016 年，受公司利润总额减少的影响，公司 EBITDA 为 26.07 亿元，同比减少 57.67%；公司 EBITDA 全部债务比为 0.09 倍，较 2015 年下降 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力较弱；EBITDA 利息倍数为 1.93 倍，较 2015 年下降 1.66 倍，EBITDA 对利息的保护能力仍较好。另一方面，考虑到公司持有较大规模的可快速变现资产，截至 2016 年底，公司可快速变现资产/自有负债为 1.39 倍，该类资产可对债务形成良好保障。

表 15 公司偿债能力指标表

项目	2015 年	2016 年
总债务（亿元）	252.64	305.04
自有资产负债率（%）	59.97	62.34
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.33	1.39
EBITDA（亿元）	61.58	26.07
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	3.59	1.93

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2016 年，公司债务负担有所加重，EBITDA 有所减少，考虑到公司可快速变现资产对自有负债保障能力较好、EBITDA 利息倍数等偿债能力指标良好以及公司融资渠道较为畅通，公司整体偿债能力仍属极强。

七、跟踪次级债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司可快速变现资产为 453.69 亿元，为公司“16 西南 C1”、

“16 西南 C2” 本金合计（60 亿元）的 7.56 倍，公司可快速变现资产对债券的覆盖程度高；净资产（母公司口径）为 185.43 亿元，为债券本金合计（60 亿元）的 3.09 倍，公司较大规模的可快速变现资产和净资产能够对“16 西南 C1”、“16 西南 C2”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 26.07 亿元，为债券本金合计（60 亿元）的 0.43 倍，公司 EBITDA 对“16 西南 C1”、“16 西南 C2”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动现金流净额为-106.16 亿元，无法对债券本金合计（60 亿元）形成保障。

综合以上分析，考虑到公司作为全国性综合类证券公司，在资本实力、业务规模和业务创新等方面具有优势，公司对“16 西南 C1”、“16 西南 C2”的偿还能力仍极强。

八、综合评价

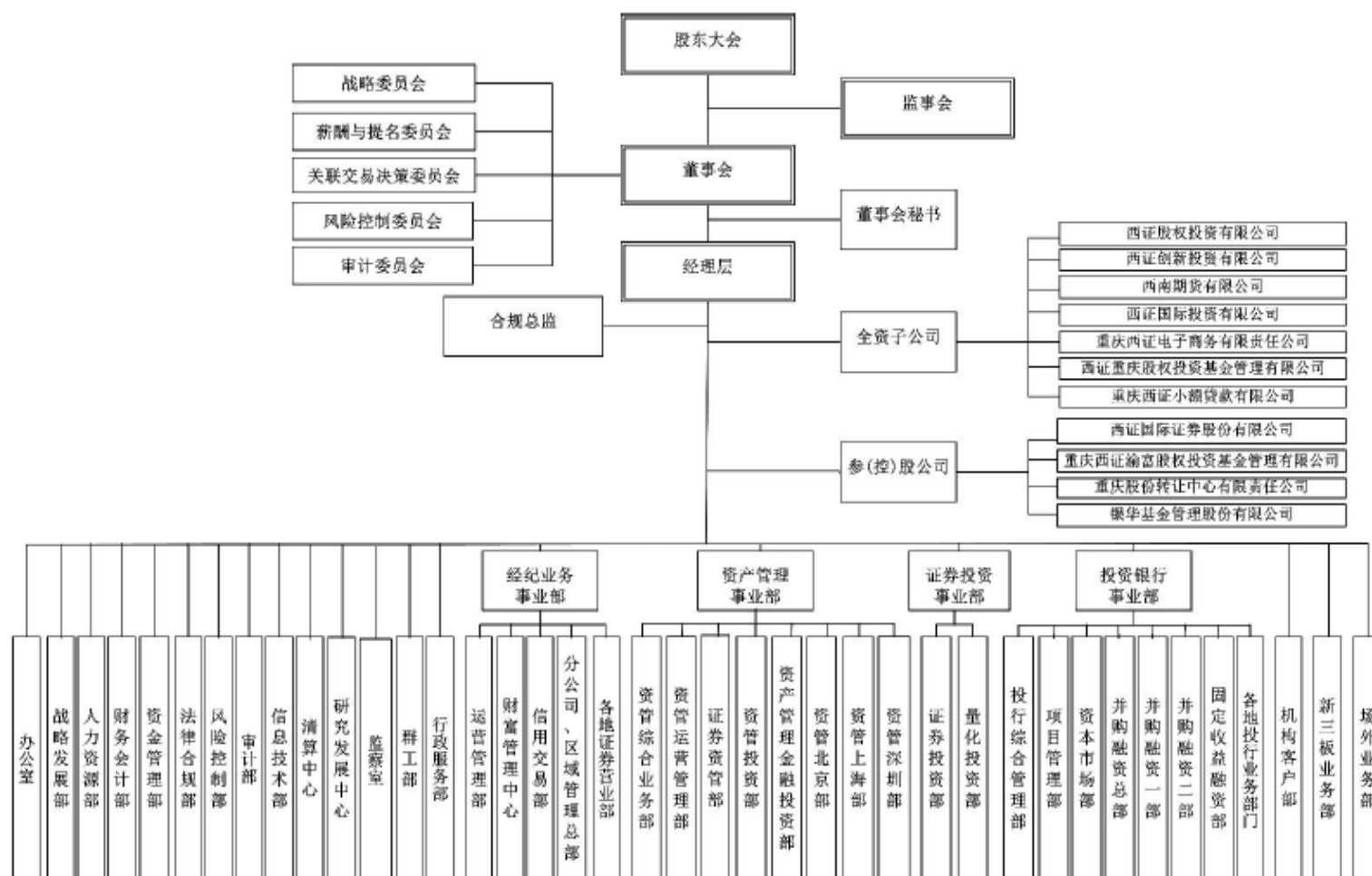
西南证券作为全国性综合类证券公司之一，跟踪期内持续推动业务转型，整体收入结构保持均衡态势。截至 2016 年末，公司资产以可快速变现资产为主，资产质量良好，资本较为充足。

跟踪期内，受证券市场较为低迷影响，公司营业收入及净利润规模明显下降，盈利能力下滑显著；联合评级同时也关注到经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

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

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望“稳定”；同时维持“16 西南 C1”、“16 西南 C2”债项信用等级为“AA+”。

附件 1 西南证券股份有限公司组织结构图



附件 2 西南证券股份有限公司 主要财务指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	717.49	710.00	659.81
自有资产（亿元）	489.45	522.25	477.03
可快速变现资产（亿元）	389.65	453.69	--
所有者权益（亿元）	195.90	196.68	197.93
自有负债（亿元）	293.54	325.57	279.11
自有资产负债率（%）	59.97	62.34	58.51
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.33	1.39	--
营业收入（亿元）	84.97	36.32	5.07
净利润（亿元）	35.45	9.13	0.22
营业利润率（%）	50.21	31.88	3.96
营业费用率（%）	38.45	64.23	94.94
薪酬收入比（%）	31.42	47.35	--
平均自有资产收益率（%）	7.43	1.80	0.04
平均净资产收益率（%）	19.26	4.65	0.11
净资本（亿元）	148.07	147.92	152.22
风险覆盖率（%）	276.45	268.11	306.92
资本杠杆率（%）	24.62	22.28	24.98
流动性覆盖率（%）	217.06	234.05	391.87
净稳定资金率（%）	145.64	148.96	131.36
短期债务（亿元）	125.50	170.57	126.59
长期债务（亿元）	127.15	134.48	134.65
全部债务（亿元）	252.64	305.04	261.24
EBITDA（亿元）	61.58	26.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.59	1.93	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.09	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.03	0.43	--

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注：全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债

长期债务=长期借款+应付债券

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。