



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪368号

山西证券股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“山西证券股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持“山西证券股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为AA⁺，维持本次发债主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月二十二日

山西证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

债券名称	山西证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
发行规模	人民币 15 亿元（3 年期） 人民币 5 亿元（5 年期）		
存续期限	2017/03/15-2020/03/15 2017/03/15-2022/03/15		
上次评级时间	2017/03/10		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

山西证券	2014	2015	2016	2017.Q1
资产总额（亿元）	274.97	481.81	480.58	508.79
所有者权益（亿元）	78.79	132.21	130.30	131.85
净资产（亿元）	73.43	100.75	86.42	83.97
营业收入（亿元）	19.59	38.39	23.46	8.40
净利润（亿元）	5.86	14.81	5.28	1.57
EBITDA（亿元）	11.15	31.36	15.46	-
资产负债率（%）	49.06	59.16	64.47	65.89
摊薄的净资产收益率（%）	8.50	11.43	3.81	4.51
EBITDA 利息倍数（X）	4.82	2.98	2.03	-
总债务/EBITDA（X）	5.53	4.51	14.47	-
风险覆盖率（%）	346.56	399.66	236.64	247.23
资本杠杆率（%）	-	34.05	23.23	22.49
流动性覆盖率（%）	-	343.96	772.66	659.95
净稳定资金率（%）	-	173.29	136.94	164.97
净资本/净资产（%）	55.41	81.07	72.03	68.74
净资本/负债（%）	62.99	66.83	37.54	33.52
净资产/负债（%）	113.66	82.44	52.12	48.76
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	52.87	37.64	34.82	19.41
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	23.37	7.32	122.99	162.15

注：1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径；
2、2015 年末的净资产及相关比例已根据《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）进行重述；
3、2017 年一季度摊薄的净资产收益率经年化处理。

基本观点

2016 年，国内证券市场行情在经历年初的急剧下跌后整体呈缓慢回升态势，同期受资本市场波动、监管趋严影响，证券行业整体业绩出现较大幅度下滑。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了山西证券股份有限公司（以下简称“山西证券”或“公司”）控股股东实力雄厚、具有区域竞争优势以及投资银行业务竞争力持续提升等优势。同时，我们也关注到证券市场竞争日趋激烈、行业监管全面趋严、创新业务的发展对公司的风险控制能力提出了更进一步的挑战以及收入和盈利规模有所下滑等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持山西证券主体信用级别 AA⁺，评级展望稳定，维持“山西证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 AA⁺。

正 面

- 控股股东实力雄厚。公司控股股东山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控”）是集银行、证券、保险、基金、信托等金融业态为一体的省属全牌照金融控股集团，定位于山西国有金融资本投资平台，山西金控实力雄厚，能在业务、资金等方面给予公司有力支持。
- 区域竞争优势。2016 年，公司继续深耕山西市场，山西省内机构和零售客户资源丰富，特别在经纪业务、投行业务等方面拥有地域与品牌优势，公司区域竞争优势依然突出。
- 投资银行业务竞争力持续提升。2016 年，公司股权产品总承销金额及股票再融资承销金额的全行业排名均名列第八，分别比上一年度提升 2 个和 1 个名次。公司在合资券商中竞争优势继续巩固，股本承销金额及再融资承销金额排名稳居合资券商第一。

分 析 师

袁龙华 lhyuan@ccxr.com.cn

黄永 condor@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月22日

关 注

- 市场竞争日趋激烈。随着国内证券行业加速对外开放、放宽混业经营的限制以及越来越多的券商通过上市、收购兼并的方式增强自身实力，公司面临来自境内外券商、商业银行等金融机构的激烈竞争。
- 行业监管全面趋严。2016年以来，监管部门全面加强了对证券市场的监督力度，并大幅提高处罚力度，证券公司合规经营压力增大。
- 创新业务的发展对公司的风险控制能力提出了更进一步的挑战。随着证券行业多项政策的逐步放开，大量创新业务陆续推出，公司的创新业务面对较好的发展机会，但各项创新业务的发展也对公司的风险控制能力提出了更进一步的挑战。
- 收入和盈利规模有所下滑。2016年，证券市场行情整体较为低迷，公司整体收入和盈利下滑幅度较大，当年营业收入和净利润同比分别下降 38.89%和 64.39%。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

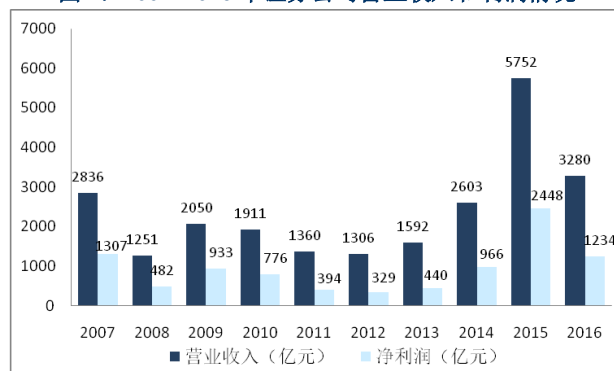
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

基本情况

2016年受资本市场震荡、监管趋严影响，证券公司经纪业务量价齐跌，自营业务规模及收益率显著回落，两融业务规模亦有所收缩；同期投行及资管业务延续良好发展态势，但对证券公司收入增长贡献仍较为有限，证券行业全年业绩呈较大幅度下滑。

根据证券业协会数据，截至2016年12月31日，中国证券行业的总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产、净资产和净资本分别为5.79万亿元、4.35万亿元、1.64万亿元和1.47万亿元。其中总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产较上年末分别下降9.81%和0.23%；净资产、净资本较上年末分别增长13.10%和17.60%，证券行业财务杠杆倍数（扣除客户交易结算资金后的总资产/净资产）由上年末的3.00倍下降至2.65倍。2016年证券行业营业收入为3,279.94亿元，同比减少42.97%，净利润为1,234.45亿元，同比减少49.57%。从上市券商归属于母公司股东的净利润增速预计来看，下滑幅度普遍在40%~60%之间。分业务板块来看，2016年证券行业分别实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1,052.95亿元、证券承销与保荐业务净收入519.99亿元、财务顾问业务净收入164.16亿元、投资咨询业务净收入50.54亿元、资产管理业务净收入296.46亿元、证券投资收益（含公允价值变动）568.47亿元和利息净收入381.79亿元。其中代理买卖证券业务净收入、证券投资收益和利息净收入同比分别减少60.87%、59.78%和35.43%；证券承销与保荐业务、财务顾问业务和资产管理业务净收入同比分别增长32.14%、19.02%和7.85%。受市场波动及行业政策影响，证券公司以经纪、自营收入为主的传统业务结构调整加速。

图1：2007~2016年证券公司营业收入和利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

受证券市场行情整体较为低迷影响，2016年山西证券经纪业务、证券自营业务、资产管理业务、期货经纪业务等收入均有所下滑，导致全年收入及净利润规模同比下降。2016年公司实现营业收入23.46亿元，同比下降38.89%；净利润5.28亿元，同比下降64.39%。分板块来看，2016年公司证券经纪业务收入规模显著下降，实现8.49亿元，同比下降58.15%，占营业收入比重由2015年的52.87%下降至36.20%；当年证券自营业务收入5.36亿元，同比下降34.47%，占营业收入比重由2015年的21.29%上升至22.84%；资产管理业务收入0.85亿元，同比下降72.39%，在营业收入中的占比由2015年的7.98%下降至3.61%；投资银行业务实现收入7.91亿元，同比下降2.35%，在营业收入中的占比由2015年的21.11%大幅上升至33.74%；期货经纪业务实现收入1.36亿元，同比下降39.96%，在营业收入中的占比由2015年的5.90%下降至5.79%。

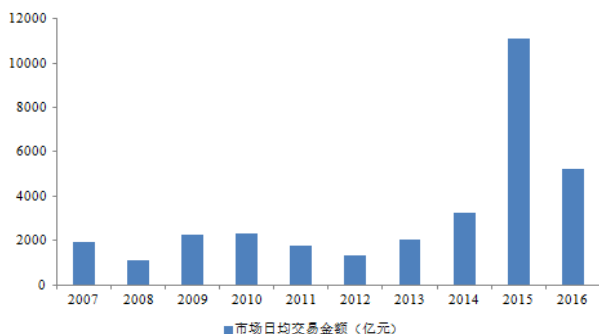
从证券公司分类结果及业绩排名情况来看，公司2014~2016年分别获得A类A级、A类A级和B类BBB级。在2015年证券公司的业绩排名中，公司营业收入、净利润在市场排名分别为第53位和第47位；公司总资产和代理买卖证券业务净收入排名分别为第39位和第39位。

2016年证券市场行情在经历年初的急剧下跌后较为低迷，股市交易量大幅收缩；同期证券经纪业务行业竞争充分，佣金率持续下行。公司证券经纪业务板块业绩同比显著下滑。

2016年，证券市场行情在经历年初的急剧下跌后企稳回升，但整体较为低迷，市场交易规模显著收缩，根据沪深两市交易所统计，沪深两市股票基

金全年成交量 138.91 万亿元，同比减少 48.72%；A 股市场日均成交金额为 5,215 亿元，同比减少 52.93%。同期受互联网冲击和“一人多户”政策（2016 年 10 月调整为“一人三户”）的放开，证券经纪业务市场竞争充分，行业佣金费率持续下滑。受量价齐跌影响，2016 年证券行业代理买卖证券业务净收入同比大幅下降 60.87%。

图 2：2007~2016 年证券市场日均交易金额



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

从公司自身来看，截至 2016 年末，公司已设立 78 家证券营业部。其中，在山西省内有 48 家，山西省外 30 家主要分布于北京、上海、天津、深圳、重庆、西安、宁波、大连、济南、福州等城市，形成了“立足山西、面向全国、全面提升”的战略格局。证券经纪业务系公司收入的主要来源，其与市场景气度密切相关，公司证券经纪业务收入的波动主要源自证券市场波动以及交易量的变化。2016 年，公司证券经纪业务收入规模较上年显著下降，全年实现收入 8.49 亿元，同比下降 58.15%；在营业收入占比为 36.20%，占比较上年下降 16.67 个百分点。

代理买卖证券业务方面，2016 年公司实现代理买卖业务净收入 5.08 亿元（含投资咨询服务净收入），同比下降 69.97%；代理买卖股基交易额 1.22 万亿元，同比下降 54.89%，其中股票和基金市场份额较 2015 年均下降 0.05 个百分点分别至 0.47%和 0.12%。

表 1：2015~2016 年公司代理买卖证券交易金额和市场份额

单位：亿元、%

证券种类	2015		2016	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票（含两融）	26,603.34	0.52	11,975.05	0.47
基金	522.53	0.17	262.34	0.12
债券	30.24	-	3.97	-
合计	27,156.11	-	12,241.36	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

融资融券业务方面，2016 年受市场行情整体较为低迷影响，年末公司融资融券业务余额 51.80 亿元，较 2015 年末下降 24.52%。股票质押式回购业务方面，截至 2016 年末，公司股票质押式回购业务规模为 16.48 亿元，较 2015 年末下降 42.70%。全年股票质押式回购业务利息收入为 11,566.15 万元，同比下降 26.34%。约定式回购业务方面，公司 2016 年约定式回购取得利息收入 521.03 万元，同比下降 32.88%。此外，公司 2016 年转融通业务委托金额 45 亿元，同比增加 19.68%。

表 2：2015~2016 年公司信用类业务开展情况

单位：亿元、个、户

	2015	2016
融资融券业务		
融资融券余额	68.63	51.80
开户营业部数量	78	78
信用账户数量	44,117	46,332
业务收入	7.28	4.05
股票质押式回购业务		
委托金额	32.72	24.76
待回购金额	28.76	16.48
利息收入（万元）	15,702.90	11,566.15
约定式回购业务		
待回购金额	0.57	0.43
利息收入（万元）	776.28	521.03

注：上表数据均按母公司口径统计。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司证券经纪业务受市场行情波动及竞争加剧影响，业绩同比显著下滑，收入稳定性较弱，但仍为公司的第一大收入来源。

2016 年公司证券自营业务总体受市场波动影响业绩下滑；公司加大了债券投资规模，风险控制较好。

2016 年，A 股市场总体下跌，全年呈现先大幅下跌、后企稳并震荡回升的走势，上证指数从 2015 年底收盘 3,539.18 点下降至 2016 年底收盘 3,103.64 点，全年下跌 12.31%；中债总全价指数、中债国债总全价指数和中债企业债总全价指数分别下跌 1.81%、1.21%和 7.82%；新三板做市指数累计下跌 22.66%。

2016 年，公司自营业务实现营业收入 5.36 亿元，同比下降 34.47%，占营业收入比重由 2015 年的 21.29%上升至 22.84%。

权益类投资方面，公司坚持“夯实基础、谨慎前行”的稳健投资策略，基本把握了市场运行节奏。其中，定增业务“盘活现有资产，择机配置新品种”，逐步实现定增资产的结构置换；二级市场严格风险控制，捕捉市场机会；新三板做市以“制度完善、风险控制、提升流动性”为抓手，择机退出相关品种，严控资金占用，排查项目风险。

固定收益类投资方面，公司于 2015 年底成立了新的固定收益投资团队，2016 年，公司债券投资规模快速增加，截至 2016 年末，公司债券投资规模为 158.07 亿元，是 2015 年末的 11.55 倍。据中央国债登记结算的统计数据，2016 年公司债券现货交割量位列全市场第 73 名，位列证券公司第 19 名，债券交割量（含回购等）位列证券公司第 24 名，交易量综合排名进入券商前 30 名。

表 3：2015~2016 年公司自营业务运营情况

单位：亿元

证券种类	2015		2016	
	交易额	占比	交易额	占比
股票	258.76	76.43%	52.65	0.34%
基金	24.64	7.28%	0.32	0%
债券	9.84	2.91%	14,993.35	96.56%
集合理财产品	7.84	2.32%	0.4	0%
同业存单	-	-	301.38	1.94%
衍生品	37.49	11.07%	179.74	1.16%
合计	338.57	100%	15,527.84	100%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2016 年，公司证券自营业务受市场

影响，业绩有所下滑；公司加大了债券投资规模，风险整体可控，公司证券自营业务对营业收入贡献的稳定性还需进一步提高。

2016 年，资管行业规模呈上升态势，股权投资市场活跃。公司资产管理业务规模大幅增长，但受市场行情波动等影响收入同比有所下滑；同期直投业务中短期产品布局初见成效。

受市场行情影响，2016 年公司资产管理业务实现收入 0.85 亿元，同比大幅下降 72.39%，在营业收入中的占比较上年下降 4.37 个百分点至 3.61%。

根据中国基金业协会统计，截至 2016 年末，证券公司资产管理业务规模合计 17.31 万亿元，同比增长 45.58%。2016 年，公司共发行集合类产品 20 只，定向类产品 27 只，截至 2016 年末，集合类产品存续 23 只，管理规模达到 20.56 亿份，同比下降 63.01%；定向类产品存续 32 只，管理规模为 196.55 亿份，同比增加 137.32%。公募基金业务方面，2016 年，公司发行设立保本混合、裕利债券和策略精选三只基金，截至 2016 年底，共保有 4 只基金的管理运作，涵盖了货币、保本、债券、混合等四大类别，保有量约 53 亿元，在券商系公募基金中排名第四，其中，货币基金业绩进入市场前三分之一，保本基金在 2016 年新发行 90 只保本基金中业绩排名第 9。

表 4：2015~2016 年公司资产管理业务情况

项目	2015 年		2016 年	
	规模 (亿元)	净收入 (万元)	规模 (亿元)	净收入 (万元)
定向资产管理业务	82.82	232.89	196.55	365.29
集合资产管理业务	55.58	4,314.87	20.56	4,081.89
公募基金业务	28.10	2,418.78	51.57	6,359.90
合计	166.50	6,966.54	268.68	10,807.08

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，中诚信证评整理

直投业务方面，2016 年，在相关产业政策的推动下，股权投资市场活跃度进一步提升，股权投资基金数量、筹集资金额以及股权投资金额均呈现出快速增长的态势。公司通过其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”）开展直投业务。2016 年，公司直投业务中短期产品布局初见成效，实现营业收入 3,354.71 万元，实现净利润 1,099.38 万元。2016 年募集成立三只基金，总规模合计 3.00 亿元，完成投资项目 13 个，投资总金额 3.32 亿元。

总体来看，公司资产管理业务产品管理规模大幅上升，但受市场行情波动影响业绩同比下滑。直投业务中短期产品布局初见成效。

2016 年证券市场发行和融资规模继续保持高速增长，证券公司投行业务获得较大发展。公司投资银行业务保持良好发展势头，股票承销金额大幅增长。

2016 年，受益于交易所公司债发行门槛的降低以及 IPO 发行频率的提高，我国股权及债券融资规模延续上年的增长态势，其中债务融资规模增长尤为明显。全年 A 股市场一共发行了 1,030 个股权融资项目，较去年略微减少；融资金额为 19,672.50 亿元（含资产部分），同比增长 27.58%；其中，IPO 发行 227 家，融资金额 1,496.08 亿元，发行家数和融资金额均较去年略微减少；再融资业务发行 803 家，较去年略微减少，融资金额 18,176.42 亿元（含资产部分），同比增加 30.95%；再融资业务规模大幅超越 IPO 业务规模。同期，债券市场发行的各类票据及债券总额约 36.15 万亿元，同比增长 54.81%。新三板市场 2016 年延续高速发展势头，挂牌数、融资金额均创新高，全年新增挂牌公司 5,034 家，但融资金额有所下滑；年末新三板挂牌企业达 10,163 家（数据来源：股转系统网站，2017）。

公司投资银行业务主要由控股子公司中德证券有限责任公司（以下简称“中德证券”）运营，2016 年中德证券实现营业收入 7.40 亿元，同比小幅降低 3.79%，占营业收入比重较上年大幅提升 12.63 个百分点至 33.74%。

股票主承销业务方面，2016 年公司完成主承销家数 21 家，其中 3 家 IPO、1 家配股，17 家增发，承销金额 789.19 亿元，同比大幅上升 186.78%，股权产品总承销金额及股票再融资承销金额的全行业排名均名列第八，分别比 2015 年提升 2 名和 1

名，中德证券股本承销金额及再融资承销金额排名稳居合资券商第一，完成了紫光股份 221 亿再融资、必康股份借壳九九久的配套融资等一系列具有市场影响力的大型项目。债券主承销方面，2016 年公司完成债券主承销项目 37 家，承销金额较去年小幅上升 2.15%至 308.17 亿元。财务顾问业务方面，2016 年公司完成财务顾问业务 30 笔，实现净收入 0.34 亿元，同比下降 51.35%。

新三板业务方面，2016 年公司成功协助 32 家企业在新三板挂牌交易，为 89 家挂牌公司提供做市服务，服务总成交金额分别为 2.3691 亿元。同时，公司积极推进已挂牌新三板企业的定向增发和并购重组业务，完成定增项目 20 家，完成并购重组项目 2 家。2016 年，公司新三板业务实现营业收入 3,929.57 万元。

表 5：2015~2016 年公司投资银行业务情况

	2015	2016
股票承销业务		
主承销家数（家）	14	21
承销金额（亿元）	275.19	789.19
债券承销业务		
主承销家数（家）	30	37
承销金额（亿元）	301.69	308.17
财务顾问业务		
财务顾问项目家数（家）	48	30
财务顾问业务净收入	0.69	0.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司投资银行业务保持良好发展势头，竞争力持续提升，在合资券商中竞争优势继续巩固，优化了公司收入结构。

2016 年期货市场成交金额显著下滑，受市场行情影响，公司期货经纪业务经营情况有所下滑

期货经纪业务方面，根据中国期货业协会数据，2016 年，期货市场累计成交量 41.38 亿手（单边），同比增长 15.65%；累计成交金额 195.63 万亿元（单边），同比下降 64.70%。自 2015 年股指期货交易受限以来，期货市场交易金额大幅萎缩，2016 年受益于以原油为代表的大宗商品的结构性的牛市，期货行业呈现较好发展。

公司的期货业务主要通过其全资子公司格林大华期货有限公司（以下简称“格林大华”）开展。截至 2016 年末，格林大华期货在上海、北京、天津、郑州等地区设有 26 家营业部。2016 年，格林大华继续加快转型创新，调整业务结构，一是经纪业务销售体系逐步搭建，全年实现期货经纪业务收入 1.36 亿元，同比下降 39.96%。二是稳步推进资产管理业务，截止 2016 年末，共发行 57 只资管产品，总规模 42 亿元，同比增长 1,043%，存续产品 33 只，存续规模 38.4 亿元，同比增长 916%。三是搭建投顾服务平台，客户服务模式从原有的粗放模式向投顾服务模式转型。四是创新性推动风险管理业务。

总体来看，2016 年，受市场行情波动及竞争加剧影响，公司营业收入显著下滑，但公司投资银行业务保持良好发展态势，竞争力持续提升，整体业务结构进一步优化。但中诚信证评亦同时关注到公司现有业务对市场行情的依赖仍较大，可能导致收入的不稳定性，另外创新业务的开展可能造成公司经营风险的增加。

财务分析

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 2014 年、2015 年、2016 年度财务报告以及未经审计的 2017 年第一季度财务报表。报告中对净资产、净资本、净资产/负债等风险控制指标的描述和分析均采用母公司口径数据。

资产质量

受 2016 年股票二级市场行情低迷影响，客户交易活跃度下降，公司客户资金和融出资金有所下降，公司资产总额较 2015 年末略有下降 0.26%至 480.58 亿元。同期，公司实施利润分配，公司所有者权益小幅下降 1.45%至 130.30 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司资产总额和所有者权益分别为 508.79 亿元和 131.85 亿元。

从公司资产流动性来看，公司自有资金规模显著下降，截至 2016 年末，公司自有资金及现金等价物余额为 62.76 亿元，较上年末下降 48.31%。从

公司所持有金融资产的结构来看，公司 2016 年加大了债券投资力度，具体来看，公司流动资产中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、买入返售金融资产、融出资金和可供出售金融资产占比最高。截至 2016 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 108.52 亿元，占比由 2015 年末的 4.20%大幅上升至 22.58%；2016 年末公司买入返售金融资产 64.07 亿元，主要是与银行等金融机构进行的证券及票据回购业务，占比由 2015 年末的 7.46%上升至 13.33%；融出资金为 53.80 亿元，占比由 2015 年末的 14.21%下降至 11.19%；可供出售金融资产 40.06 亿元，占比由上年末的 10.94%下降至 8.34%。其中，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要以交易性金融资产为主，投资标的以债券投资为主；可供出售金融资产中存在限售期限及有承诺条件的部分为 4.34 亿元，占比较小，整体流动性较好。截至 2016 年末，公司流动性覆盖率（优质流动资产/未来 30 日内现金净流出）为 772.66%，面临的流动性风险较小。

表 6：2014~2016 年末公司金融资产余额明细

单位：亿元

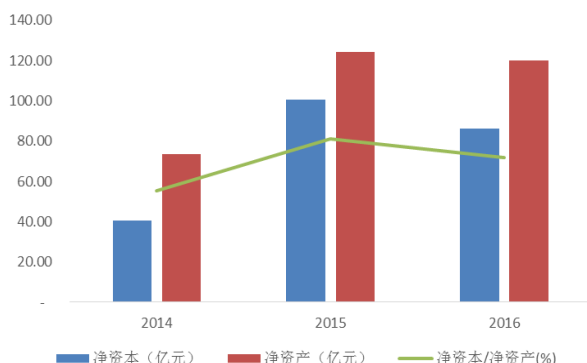
科目	分类	2014	2015	2016
交易性金融资产	股票投资	1.94	5.72	4.65
	债券投资	-	0.01	93.83
	基金投资	0.08	11.98	6.59
	理财产品	0.93	0.01	0.54
	小计	2.94	17.75	105.62
可供出售金融资产	股票投资	4.75	16.69	8.44
	债券投资	9.51	1.59	5.57
	基金投资	0.21	0.21	0.14
	资产管理计划	1.84	2.22	2.17
	信托计划	6.82	8.71	1.17
	股权投资	1.11	4.88	5.62
	其他	-	17.97	16.95
	小计	24.23	52.26	40.06
买入返售金融资产	股票投资	14.16	23.88	5.42
	债券投资	3.91	12.09	58.67
	小计	18.07	35.96	64.07
合计		45.24	105.97	209.76

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项数和数与合计数存在尾差。
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司净资产（母公司口径，下同）规模

有小幅下降，截至 2016 年末，净资产为 119.98 亿元，较上年末下降 3.47%；净资本（母公司口径，下同）为 86.42 亿元，较上年末下降 14.22%，主要是受公司净资产下降、长期股权投资增加等影响。公司 2016 年末净资本/净资产的比率为 72.03%，同比下降 9.04 个百分点，但仍远高于 20% 的监管标准。

图 3：2014~2016 年末公司净资产和净资本变化情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从公司各项风险控制指标看，根据证监会 2016 年 6 月公布的《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）及《证券公司风险控制指标计算标准规定》，公司以净资本为核心的各项风险指标均远高于证监会制定的监管标准，进一步反映出公司较高的资产质量和安全性。

表 7：2015~2017.Q1 公司各风险控制指标情况

指标名称	预警标准	监管标准	2015	2016	2017.Q1
净资本（亿元）	-	-	100.75	86.42	83.97
净资产（亿元）	-	-	124.28	119.98	122.17
风险覆盖率（%）	>=120	>=100	399.66	236.64	247.23
资本杠杆率（%）	>=9.6	>=8	34.05	23.23	22.49
流动性覆盖率（%）	>=120	>=100	343.96	772.66	659.95
净稳定资金率（%）	>=120	>=100	173.29	136.94	164.97
净资本/净资产（%）	>=24	>=20	81.07	72.03	68.74
净资本/负债（%）	>=9.6	>=8	66.83	37.54	33.52
净资产/负债（%）	>=12	>=10	82.44	52.12	48.76
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	<=80	<=100	37.64	34.82	19.41
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	<=400	<=500	7.32	122.99	162.15

注：1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径；

2、2015 年末的净资本及相关比例已根据《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）进行重述。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2016 年末，公司净稳定资金率为 136.94%，高于 100% 的监管指标，净稳定资金率较上年下降 36.35 个百分点，公司具有稳定的资金来源，能够为后续业务的开展奠定良好基础。

资产负债率方面，2016 年以来，公司对外融资增加，资产负债率有所上升。截至 2016 年末，公司资产负债率为 64.47%，较上年末上升 5.31 个百分点，截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率进一步上升至 65.89%。

总体来看，受市场行情及利润分配影响，2016 年公司资产规模和净资产均小幅下降，资产负债率有所上升；公司资本充足水平较高，对吸收非预期损失的能力仍较强。目前公司各项风险控制指标均处于合理水平。

盈利能力

目前，经纪业务收入仍然是公司收入的重要来源，加之国内证券市场避险工具的运用渠道有限，因此公司整体的盈利水平与证券市场的走势表现出较大的相关性。2016 年证券市场在经历年初的大幅下跌后有所企稳，但整体行情较为低迷，公司当期收入显著回落，全年实现营业收入 23.46 亿元，同比下降 38.89%。

从营业收入的构成来看，手续费及佣金收入系公司收入主要来源，2016 年公司实现手续费及佣金净收入 14.84 亿元，较上年下降 43.11%；在营业收入中的占比为 63.25%，较上年下降 4.69 个百分点。从手续费及佣金收入的构成来看，经纪业务收入系公司收入的重要来源，其波动与证券市场行情度密切相关。2016 年受证券市场波动影响，公司实现经纪业务手续费净收入 6.32 亿元，同比大幅下降 65.94%，在营业收入中的占比由 2015 年的 48.31% 下降至 26.93%。

表 8：2015~2017.Q1 公司营业收入情况

单位：亿元

	2015	2016	2017.Q1
手续费及佣金净收入	26.08	14.84	3.19
其中：经纪业务手续费净收入	18.54	6.32	1.29
投资银行业务手续费净收入	7.08	7.45	1.59
资产管理业务手续费净收入	0.15	0.38	0.94
利息净收入	3.50	2.66	0.26
投资收益	6.53	4.22	2.53
公允价值变动收益	0.80	-1.28	0.38
汇兑损益	0.01	0.01	0.00
其他业务收入	1.46	3.01	2.05
营业收入合计	38.39	23.46	8.40

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

投资银行业务方面，2016 年公司投资银行业务保持良好发展态势，公司全年实现投资银行业务手续费净收入 7.45 亿元，同比增加 5.21%；在营业收入中占比为 31.76%，较上年提高 13.31 个百分点。

资产管理业务方面，2016 年公司受托资产管理规模大幅增长，公司全年实现资产管理业务手续费净收入 0.38 亿元，较上年上升 152.71%；在营业收入中占比 1.61%，较上年增加 1.22 个百分点。

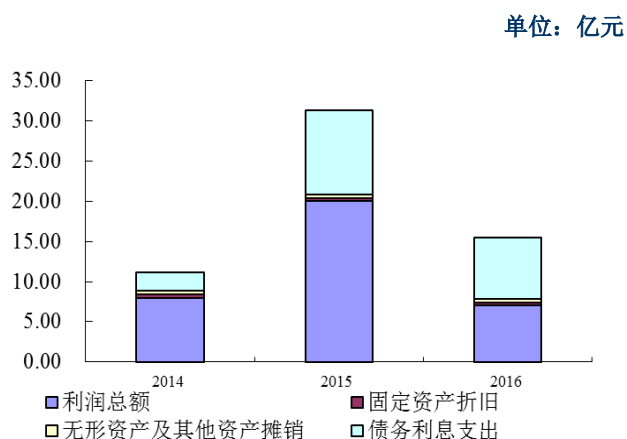
利息净收入方面，2016 年公司信用类业务规模下降。2016 年公司实现利息净收入 2.66 亿元，同比下降 24.04%；在营业收入占比为 11.35%，较上年提升 2.22 个百分点。

此外，2016 年公司投资净收益（含公允价值变动收益）出现较大幅度下滑，全年实现投资净收益（含公允价值变动收益）2.94 亿元，同比下降 59.91%，主要是受市场行情影响。

在营业支出方面，由于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，人力成本在公司营业支出中占比相对较高，2016 年受收入规模大幅回落影响，公司业务及管理费用率明显提升，当期业务及管理费用率为 54.96%，较上年上升 16.85 个百分点。

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要来自于利润总额和债务利息支出，伴随着营业收入规模下降，2016 年公司实现 EBITDA 为 15.46 亿元，较上年下降 50.71%，获现能力有所减弱。

图 4：2014~2016 年公司 EBITDA 构成情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司业务受证券市场走势波动影响较为显著，收入及盈利规模下滑幅度较大，其中证券经纪业务业绩下滑尤为明显，公司业绩对市场行情依赖度较大。公司投资银行业务保持良好发展态势。同时我们也将持续关注证券市场走势对公司盈利的影响以及创新业务的发展给公司风险管控带来的挑战。

偿债能力

公司 2016 年债券回购业务规模大幅扩大导致 2016 年末卖出回购金融资产款大幅增加，受此影响，截至 2016 年末，公司总债务为 223.69 亿元，较上年末大幅增加 58.16%。

从经营性现金流看，受证券场景气度的影响，公司客户资金存款规模随之变化，导致公司经营性净现金流随之波动。2016 年公司经营活动现金流呈现净流出，当期经营性现金净流量为-9.13 亿元。

从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2016 年公司总债务增加较快，同期受收入水平显著下降影响 EBITDA 获现能力有所减弱，EBITDA 对债务本息的覆盖程度有所下降。2016 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 2.03 倍，较上年下降 0.95 倍；总债务/EBITDA 为 14.47 倍，较上年上升 9.96 倍。

表 9：2015~2017.Q1 偿债能力指标

单位：亿元

指标	2015	2016	2017.Q1
总债务	141.43	223.69	246.10
资产负债率（%）	59.16	64.47	65.89
经营活动净现金流	36.21	-9.13	36.22
EBITDA	31.36	15.46	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.98	2.03	-
总债务/EBITDA（X）	4.51	14.47	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2016 年末，公司获得主要贷款银行的授信额度为 188.5 亿元，未使用额度为 175.5 亿元，备用流动性充足。

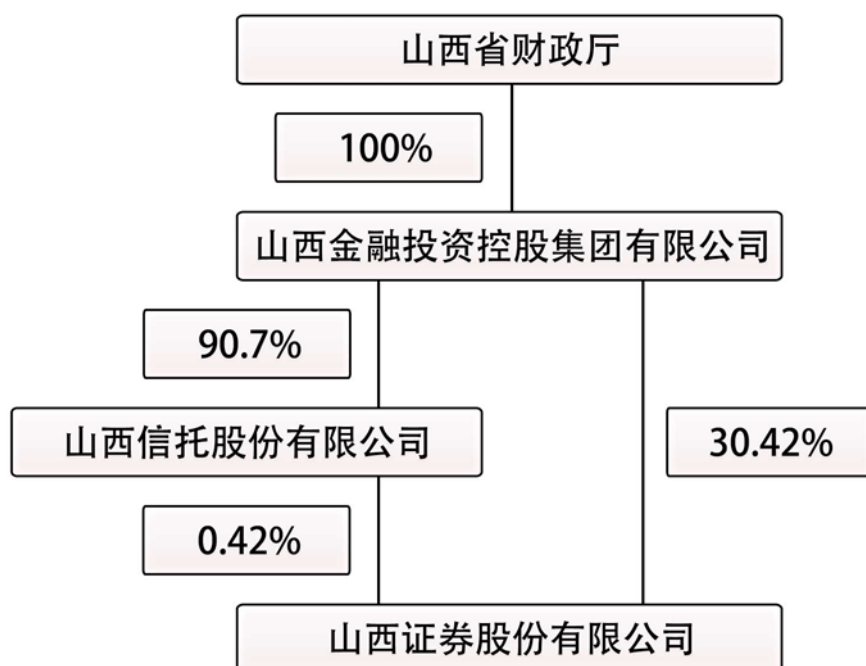
对外担保方面，截至 2016 年末，公司无重大对外担保；重大诉讼、仲裁事项方面，截至 2016 年末，存在一笔未决诉讼涉及 8,000 万元人民币，犯罪嫌疑人胡贤采取私刻印鉴、伪造转账支票的手段，将山西证券原子公司山西智信网络有限公司（以下简称“智信网络”）存入中国农业银行太原市分行漪汾街分理处的 8,000 万元人民币存款转移，目前该案尚未审结，中诚信证评将持续关注。

综合来看，2016 年公司资产总额和净资产均有所下降，对外融资增加，资产负债率有所上升，公司整体资产质量仍较好，资产安全性高。受 2016 年证券市场整体行情低迷影响，公司当期业绩有所下滑，盈利能力下降。就各项业务开展规模及负债规模而言，目前公司资本充足水平高，综合实力和抗风险能力很强。

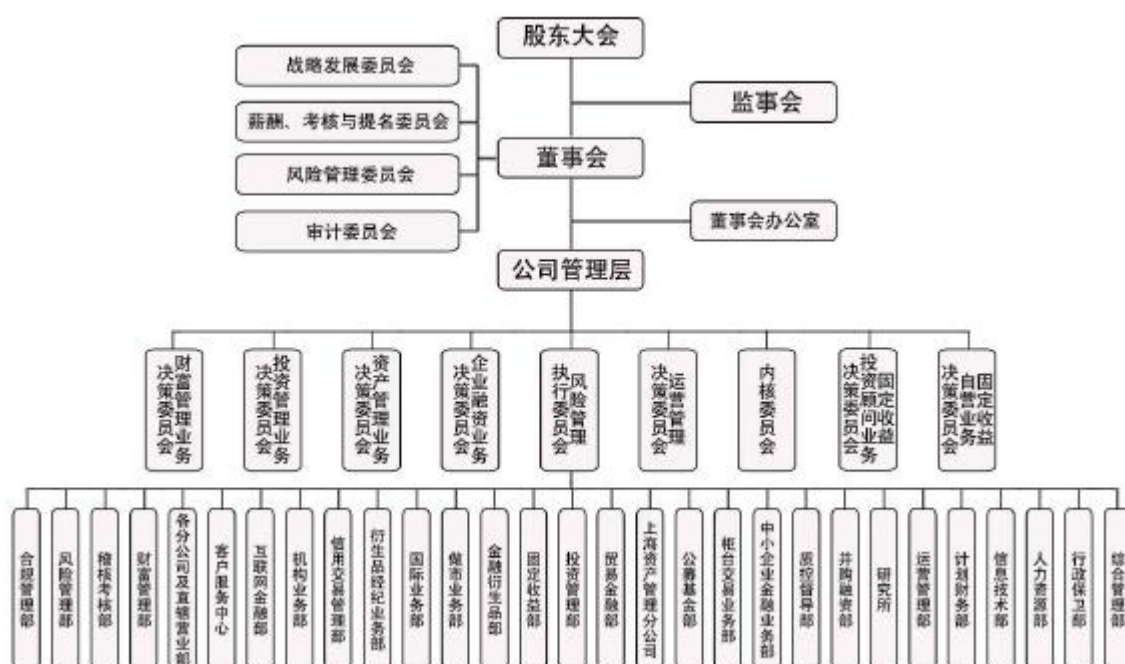
结 论

综上，中诚信证评维持山西证券股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定，维持“山西证券股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AA⁺**。

附一：山西证券股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附二：山西证券股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附三：山西证券股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：亿元）	2014	2015	2016	2017.Q1
自有资金及现金等价物	27.18	121.42	62.76	98.03
交易性金融资产	3.13	20.24	108.52	144.99
可供出售金融资产	24.67	52.70	40.06	22.03
衍生金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	3.53	3.40	3.24	3.17
总资产	274.97	481.81	480.58	508.79
代理买卖证券款	120.30	158.04	113.81	122.20
总债务	61.70	141.43	223.69	246.10
所有者权益	78.79	132.21	130.30	131.85
净资本	40.69	100.75	86.42	83.97
营业收入	19.59	38.39	23.46	8.40
手续费及佣金净收入	11.74	26.08	14.84	3.19
经纪业务净收入	8.65	18.54	6.32	1.29
证券承销业务净收入	2.98	7.08	7.45	1.59
资产管理业务净收入	0.07	0.15	0.38	0.09
利息净收入	4.83	3.50	2.66	0.26
投资收益	2.81	6.53	4.22	2.53
公允价值变动收益	0.11	0.80	-1.28	0.38
业务及管理费用	10.49	14.63	12.89	3.23
营业利润	7.93	19.97	6.99	2.19
净利润	5.86	14.81	5.28	1.57
EBITDA	11.15	31.36	15.46	-
经营性现金流量净额	22.53	36.21	-9.13	36.22
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
资产负债率（%）	49.06	59.16	64.47	65.89
风险覆盖率（%）（注）	346.56	399.66	236.64	247.23
资本杠杆率（%）（注）	-	34.05	23.23	22.49
流动性覆盖率（%）	-	343.96	772.66	659.95
净稳定资金率（%）	-	173.29	136.94	164.97
净资本/净资产（%）（注）	55.41	81.07	72.03	68.74
净资本/负债（%）（注）	62.99	66.83	37.54	33.52
净资产/负债（%）（注）	113.66	82.44	52.12	48.76
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）（注）	52.87	37.64	34.82	19.41
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）（注）	-	7.32	122.99	162.15
业务及管理费用率（%）	53.56	38.11	54.96	38.47
摊薄的净资产收益率（%）	8.50	11.43	3.81	4.51
净资本收益率（%）（注）	13.61	13.17	4.34	8.72
EBITDA 利息倍数（X）	4.82	2.98	2.03	-
总债务/EBITDA（X）	5.53	4.51	14.47	-
净资本/总债务（X）	0.66	0.71	0.39	0.34
经营性现金净流量/总债务（X）	0.37	0.26	-0.04	0.59

注：1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径；

2、《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）新增“资本杠杆率”、“流动性覆盖率”及“净稳定资金率”指标，修订“自营固定收益类证券/净资本”为“自营非权益类证券及证券衍生品/净资本”，修订“净资本/各项风险资本准备之和”为“风险覆盖率”；

3、2015 年末的净资本及相关比例已根据《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）进行重述；

4、2017 年一季度摊薄的净资产收益率、净资本收益率、经营性现金净流量/总债务经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

自有资金及现金等价物=货币资金-客户资金存款+结算备付金-客户备付金

资产负债率=（负债合计-代理买卖证券款）/（总资产-代理买卖证券款）

净资产负债率=（负债合计-代理买卖证券款）/所有者权益（含少数股东权益）

EBIT（息税前盈余）=利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

业务及管理费用率=业务及管理费/营业收入

摊薄的净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/归属于母公司的所有者权益

净资产收益率（母公司口径）=净利润/净资产

总债务=期末短期借款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付债券+期末应付短期融资款+长期借款

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。