

山西证券股份有限公司

2014 年公司债券(第一期)
2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。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证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第
【597】号 03

增信方式: 保证担保

担保主体: 山西金融投资控股集团有限公司

债券剩余规模: 10 亿元

债券到期日期: 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:
蒋申 王一峰

电话:
0755-82872532

邮箱:
jiangsh@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 2014 年公司债券(第一期) 2017 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
本期债券信用等级	AAA	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	正面
评级日期	2017 年 06 月 23 日	2016 年 06 月 21 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 2014 年 08 月 04 日发行的公司债券(以下简称“14 山证 01”或“本期债券”)的 2017 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级上调至 AAA, 发行主体长期信用等级维持为 AA+, 评级展望调整为稳定。该评级结果是考虑到公司自营固定收益证券投资业务及公募基金管理业务发展良好, 山西金融投资控股集团有限公司(以下简称“山西金控”)提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平; 同时鹏元也关注到, 2016 年以来, 受股市低位震荡、监管趋严的影响, 公司收入及盈利规模大幅下行, 需关注未来市场环境变化对公司业务的影响; 市场竞争加剧导致公司证券经纪业务佣金率持续下滑; 公司债务规模大幅增长, 净资产对债务的保障能力减弱, 流动性压力增大等风险因素。

正面:

- 公司自营固定收益证券投资规模持续扩张, 业务实力有所增强。公司新增固定收益证券投资团队, 2016 年以来相关业务规模大幅增长, 持仓规模由 2015 年末的 15,911.79 万元增至 2017 年 3 月末的 1,361,627.63 万元; 2017 年, 公司自营固定收益证券投资中自有资金使用限额由 2016 年的 20 亿元增至 40 亿元。
- 公司公募基金管理业务发展良好。截至 2016 年末, 公司公募基金管理规模达 515,661.08 万元, 日均管理规模达 407,066.51 万元, 实现净收入 6,359.90 万元, 分别同比增长 83.53%、212.97%和 162.94%。

- 山西金控提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。山西金控经营情况良好，资产流动性较强，经鹏元综合评定，主体长期信用等级为 AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 2016 年以来，受股市低位震荡、监管趋严的影响，公司收入及盈利规模大幅下行，需关注未来市场环境变化对公司业务的影响。受证券场景气度低迷及市场竞争加剧影响，公司经纪业务佣金费率由上年的 0.0634% 进一步下滑至 0.0424%，营业收入及营业利润分别同比下降 38.89% 和 65.01%；需关注未来市场环境变化对公司业务的影响。
- 公司债务规模大幅增长，净资本对债务的保障能力减弱，流动性压力增大。受自营业务规模持续增长影响，公司流动资金压力增加，全部债务余额由 2015 年末的 141.43 亿元增长至 2017 年 3 月末的 234.62 亿元；此外，随着公司发行的次级债到期偿还，公司净资本规模持续下行，截至 2017 年 3 月末为 83.97 亿元，较 2015 年末下降 16.65%，净资本与负债的比例由 2015 年的 66.83% 下降至 33.52%。

主要财务指标：

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	5,087,904.66	4,805,767.81	4,818,064.90	2,749,740.19
归属于母公司的所有者权益（万元）	1,245,952.60	1,227,808.45	1,258,675.85	733,834.55
所有者权益（万元）	1,318,483.98	1,302,990.93	1,322,125.91	787,890.16
全部债务（万元）	2,346,237.72	2,214,950.56	1,414,336.78	616,969.15
营业收入（万元）	84,011.39	234,562.51	383,850.03	195,918.85
营业利润（万元）	21,935.01	69,884.49	199,702.24	79,251.11
利润总额（万元）	21,975.34	70,765.20	200,398.42	79,816.58
资产负债率	65.89%	64.47%	59.16%	49.06%
净资本与净资产的比例	68.74%	72.03%	81.07%	55.41%
流动比率	1.54	1.38	2.99	2.21
净稳定资金率	164.97%	136.94%	173.29%	129.33%

注：1、净资本与净资产的比例指标（母公司口径）、净稳定资金率（母公司口径）指标为公司提供；
 2、2015 年末净资本等风险控制指标已根据《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 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

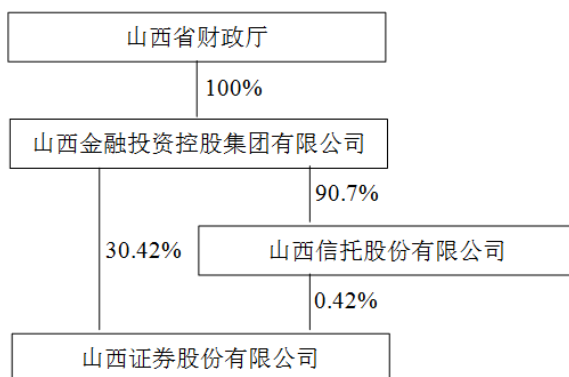
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年8月4日发行了公开发行10亿元公司债券，发行期限为3年，募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充公司营运资金，截至2017年3月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2016年1月20日，经中国证监会《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，公司非公开发行股票新增股份31,000万股上市，发行价格为12.51元/股，募集资金净额38.29亿元。2016年2月24日，公司完成工商执照变更，注册资本由251,872万元变更为282,872万元。2016年，山西省财政厅将持有的山西国信投资集团有限公司（以下简称“山西国信”）100%股权无偿划转至山西金控，并由山西省财政厅履行对山西金控的国有金融资产监督管理和出资人职责，山西国信将持有山西信托股份有限公司（以下简称“山西信托”）90.7%的股权无偿划转给山西金控。截至2017年4月末，山西金控直接持有公司30.42%股权，通过山西信托间接持有公司0.42%股权，合计持有公司股份的30.84%，公司控股股东由山西国信变更为山西金控，公司实际控制人不变，仍为山西省财政厅。

图1 截至2017年4月末公司股权关系



资料来源：公司提供

2016年-2017年3月，公司新增纳入合并报表范围子公司12家，明细如下表所示。

表1 2016年-2017年3月公司新增纳入合并报表范围的子公司明细

子公司名称	级次	注册资本	持股比例	主营业务	纳入时间	纳入方式
深圳山证资本管理合伙企业（有限合伙）	3	1,100 万元	100%	受托资产管理、投资兴办实业等	2016 年 3 月	新设
运城山证中小企业创业投资合伙企业（有限合伙）	3	20,000 万元	30%	非公开交易的股权投资以及相关咨询服务	2016 年 12 月	新设
山证国际期货有限公司	3	5,000（港币）万元	100%	期货业务	2016 年 2 月	新设
山证国际资本有限公司	3	2,000（港币）万元	100%	资本业务	2016 年 8 月	新设
山证国际投资有限公司	3	1,000（港币）万元	100%	投资业务	2016 年 8 月	新设
宁波龙华连合投资管理合伙企业（有限合伙）	3	3,000 万元	20%	资产管理、投资管理	2017 年 3 月	新设
宁波龙华治合投资管理合伙企业（有限合伙）	3	1,100 万元	100%	资产管理、投资管理	2017 年 3 月	新设
宁波龙华显合投资管理合伙企业（有限合伙）	3	1,100 万元	100%	资产管理、投资管理	2017 年 3 月	新设
宁波龙华浩合投资管理合伙企业（有限合伙）	3	1,100 万元	100%	资产管理、投资管理	2017 年 3 月	新设
宁波山证厚合资本管理合伙企业（有限合伙）	4	1,100 万元	100%	资产管理、投资管理	2017 年 3 月	新设
宁波山证易合资本管理合伙企业（有限合伙）	4	1,100 万元	100%	资产管理、投资管理	2017 年 3 月	新设
宁波山证望合资本管理合伙企业（有限合伙）	4	1,100 万元	100%	资产管理、投资管理	2017 年 3 月	新设

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为480.58亿元，归属于母公司的所有者权益为122.78亿元，资产负债率为64.47%；2016年度，公司实现营业收入23.46亿元，利润总额7.08亿元，经营活动现金净流出9.13亿元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为508.79亿元，归属于母公司的所有者权益为124.60亿元，资产负债率为65.89%；2017年一季度，公司实现营业收入8.40亿元，利润总额2.20亿元，经营活动现金净流入36.22亿元。

三、运营环境

2016年以来，随着金融创新改革的推进，我国证券市场规模持续扩张，证券公司创新业务进一步发展，业务多元化趋势持续，长期来看整体发展趋势较好

证券市场作为金融市场的重要组成部分，其平稳有效的运行对我国经济长期健康稳定地发展起着至关重要的作用。2016年，随着供给侧结构性改革的推进及去产能、去库存、去杠

杆政策的实施，过剩产业的信用风险逐渐暴露，银行贷款等间接融资渠道收紧，直接融资增长迅速，证券市场的职能得以进一步发挥。行业相关监管机构在新股发行、信息披露、跨境投融资、推进消费金融领域创新、推进期货市场建设、深港通、扩大融资融券标的证券范围、债券市场扩容等方面，出台了一系列支持政策及配套措施。

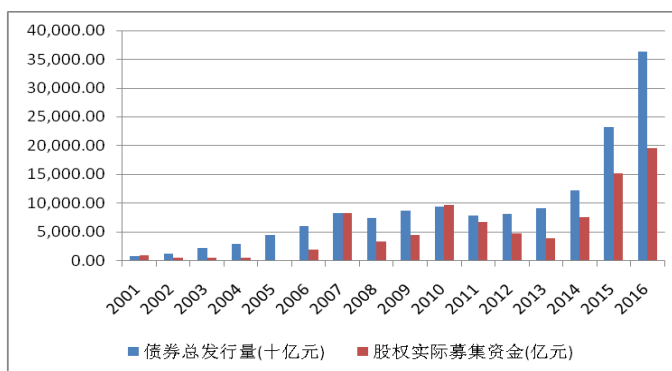
在上述政策的推进下，我国证券行业规模及创新业务得到进一步发展。据Wind资讯统计，截至2017年2月末，沪深两市上市公司数量达到3,137家，总市值达53.82万亿元，分别同比增长10.65%和35.56%；中国证券业协会统计数据显示，截至2016年末，我国证券公司由2015年末的125家增至129家，总资产为5.79万亿元，净资产为1.64万亿元，净资本为1.47万亿元，托管证券市值33.77万亿元，资产管理业务受托资金总额17.82万亿元，尽管总资产规模受市场波动影响有所下行，但净资产、净资本、受托资金规模均较上年有所增长；直接融资规模方面，据Wind显示，2016年我国资本市场IPO、再融资（现金部分）合计达1.33万亿元，同比增长59%，上市公司并购重组涉及交易金额2.39万亿元，根据中国人民银行公布的《2016年金融市场运行情况》，债券市场共发行各类债券36.1万亿元，同比增长54.2%。

表 2 2008-2016 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）

年份	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
2016 年	129	5.79	1.64	1.47

资料来源：Wind资讯

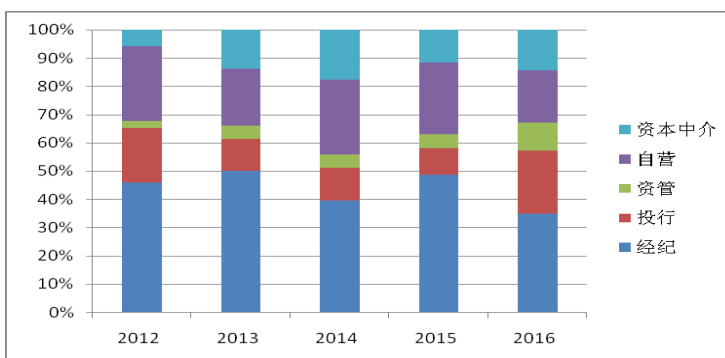
图2 股权融资规模和债券发行规模



资料来源：Wind资讯

从业务创新方面看，不良资产证券化试点、绿色债券等金融产品的创新拓展了证券公司的业务渠道；个人财富管理、FICC¹等业务不断推进，证券公司业务综合性水平逐渐提升；同时，证券公司与其他行业主体的业务合作模式日益丰富、经营领域逐渐扩张，这些都对其服务能力和风险管控能力提出了更高的要求。2016年6月16日，中国证券监督管理委员会公布《关于修改<证券公司风险控制指标管理办法>的决定》进一步规范了市场监管。监管的不断规范为证券行业的创新发展起到了保驾护航的作用，长期来看证券市场整体发展趋势较好，但应关注监管政策为控制风险而放缓创新业务的推进或证券公司在创新业务中因管理水平、技术水平及风控能力等滞后所产生的经营风险对短期内证券市场发展的影响。

图3 证券公司各业务板块收入占比情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

2016年以来，受经济形势尚未明朗、监管趋严、同质化竞争加剧等因素影响，证券公司经纪及自营业务业绩大幅下滑，业务面临转型升级压力，未来竞争或将促使业内企业出现分化

根据中国证券业协会对证券公司未经审计财务报表统计显示，2016年代理买卖证券业务收入、证券投资收益（含公允价值变动）、证券保荐与承销收入和利息净收入分别占证券公司营业收入的32.10%、17.33%、15.85%和11.64%，仍为证券公司收入的主要构成。

在经济形势尚未明朗和再融资等业务监管趋严的双重压力下，我国证券市场交易规模较上年大幅下滑。同时，互联网金融的持续冲击及证券公司同质化竞争加剧使得佣金费率、融资利率降低。受上述因素影响，证券公司代理买卖证券业务收入和利息净收入分别同比下降60.87%和35.43%。

表3 经纪业务核心数据（单位：亿元）

经纪业务	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
总成交额	312,371	463,529	737,708	2,532,968	1,265,128

¹ FICC（Fixed Income, Currencies and Commodities）简称固定收益证券、货币及商品期货。

交易天数	243	238	245	244	244
日均交易额	1,285	1,948	3,011	10,381	5,185
佣金率	0.081%	0.082%	0.071%	0.053%	0.040%

资料来源：Wind资讯

证券公司证券投资业务以股票和债券投资为主，故投资收益受市场波动影响较大。2016年股票市场整体呈小幅震荡爬升的趋势；债券市场前三季度受资金面适度宽松、资产荒、市场资金风险偏好提升的影响，债券到期收益率呈整体小幅下行的趋势，四季度受资金面收紧影响，债券到期收益率面临上行压力。受上述因素及收益基数规模较大影响，2016年证券公司证券投资业务收入规模为568.47亿元，同比下降59.78%。

受监管政策鼓励提高直接融资比例、IPO提速、银行风控趋严等因素影响，2016年IPO发行规模和上市企业数量分别为1,387.96亿元、227家，发行规模同比下降5.47%，上市企业数同比上升1.79%；同时，由于楼市转暖导致房企大量发行公司债以及企业债发行门槛降低和审批便利化等，2016年债券市场共发行各类债券36.1万亿元，同比增长54.2%，证券公司投行业务收入达684.15亿元，同比增长28.73%。预计2017年，IPO、并购等业务行情仍相对较好，但再融资、房企融资、城投企业发行公司债等相关政策收紧、债券违约事件频发、债券市场利率上行等压力对证券公司再融资及债券承销发行业务有不利影响。

证券公司资管收入主要包括管理费收入以及业绩报酬两大类，2016年，受业绩报酬下降影响，尽管资管业务规模有所增大，但资管收入整体呈下降趋势。

在传统业务收入持续承压、放宽境外资本参与竞争的情况下，证券公司积极谋求业务创新及转型，2016年各创新业务发展出现分化。受市场行情影响，2016年证券公司两融类业务净收入为381.79亿元，较上年下降35.43%；股票质押式回购待回购交易规模稳步增长，据Wind统计，2016年交易股份参考市值达25,001.92亿元，较上一年增长8.59%。

未来各类创新业务竞争将出现进一步分化，其中，在机构客户储备、财富管理能力、资本金实际及融资能力、投行项目储备、创新业务布局、综合化金融服务能力等方面具有优势的证券公司将在竞争中脱颖而出。

四、公司治理与管理

信息披露方面，2016年以来，公司及时完成对外信息披露。组织管理架构方面，为配合公司固定收益证券投资业务的开展及相关内部控制、风险控制需求，公司新增了内核委员会、固定收益投资顾问业务决策委员会、固定收益自营业务决策委员会。为拓展货币与商品市场业务，根据公司第三届董事会第十七次会议《关于公司部门设置调整的议案》决议，公司成立贸易金融部，为公司一级部门，开展货币与商品市场业务。同时，为落实监管要求、提高

风险管理水平，经2016年12月29日总经理办公会审议通过，公司原“风险控制部”更名为“风险管理部”。根据公司第三届董事会第二十次会议《关于公司部门设置调整的议案》决议，公司新设上海资产管理分公司，对资产管理业务统一归口管理，在公司授权范围内，全面负责资产管理业务经营和管理；上海资产管理分公司下新设资产管理（北京）部，为公司一级部门，主要负责企业资产证券化的承揽、承做与发行，实业融资业务以及相关财务顾问等业务；原资产管理业务其他部门名称及职能不变。

内部控制制度方面，公司按照《证券法》、《公司法》、《证券公司内部控制指引》、《企业内部控制基本规范》及其配套指引、行业法律法规等相关要求，持续建立健全公司内部控制制度。2016年，公司制定了34项制度，修订了38项制度。

截至2016年末，公司共有正式员工2,218人，较上年保持稳定。从专业结构上看，随着相关业务的拓展及推进，公司投行业务、资产管理业务、新三板及并购融资业务、机构业务、研究等人员均有所增长，此外，为拓展自营相关业务，公司新设了固定收益团队；为提高效率、降低成本，公司缩减了期货经纪业务人员。2016年末，公司人员学历构成与上年末相比基本保持稳定，学历在硕士以上的人员占比有所提高。

表 4 2015-2016 年公司人员结构表（单位：人）

专业结构	2016 年		2015 年		2016 年变动	
	人数	占比	人数	占比	人数	同比变动
证券经纪业务	1,088	49.05%	1,069	49.58%	19	1.78%
期货经纪业务	243	10.96%	298	13.82%	-55	-18.46%
投行业务	198	8.93%	175	8.12%	23	13.14%
资产管理	107	4.82%	69	3.20%	38	55.07%
新三板及并购融资	87	3.92%	71	3.29%	16	22.54%
运营管理	71	3.20%	66	3.06%	5	7.58%
其他行政	71	3.20%	82	3.80%	-11	-13.41%
研究	63	2.84%	55	2.55%	8	14.55%
信息技术	62	2.80%	61	2.83%	1	1.64%
合规、风控、稽核	55	2.48%	50	2.32%	5	10.00%
财务	54	2.43%	47	2.18%	7	14.89%
机构业务	34	1.53%	14	0.65%	20	142.86%
投资管理	24	1.08%	60	2.78%	-36	-60.00%
人力资源	21	0.95%	18	0.83%	3	16.67%
信用交易	14	0.63%	13	0.60%	1	7.69%
固定收益	13	0.59%	-	-	13	-

柜台业务	8	0.36%	8	0.37%	0	0.00%
国际业务	5	0.23%	-	-	5	-
合计	2,218	100%	2,156	100.00%	62	2.88%
学 历	2016年		2015年		2016年变动	
	人数	占比	人数	占比	人数	同比变动
博士	14	0.63%	10	0.46%	4	40.00%
硕士	514	23.17%	428	19.85%	86	20.09%
本科	1,367	61.63%	1,350	62.62%	17	1.26%
本科以下	323	14.56%	368	17.07%	-45	-12.23%
合计	2,218	100.00%	2,156	100.00%	62	2.88%

资料来源：公司2015年及2016年年报

2016年，公司确立了各业务板块的发展定位，即“战略发展投行业务、转型发展经纪业务、规模发展资管业务、稳健发展投资业务”，清晰的战略目标及业务定位，为公司业务发展确立了方向，有利于公司未来业务的顺利开展。

五、风险管理

公司建立了合规及风控体制，2016年度净资本充足

公司建立了合规管理体系及动态的净资本监控和补足机制，2016年度公司净资本充足。2016年6月，中国证监会发布了修订后的《证券公司风险控制指标管理办法》，公司按照要求修订了《山西证券股份有限公司风险控制指标管理办法》。

2016年中国证监会给予公司的评级结果为B类BBB级。

六、经营与竞争实力

（一）股东背景

公司股东背景相对雄厚，有助于公司业务的协同及拓展

2016年9月，山西国信将其持有的公司30.42%股权无偿划转至山西金控，公司控股股东由山西国信变更为山西金控。山西金控成立于2015年12月16日，注册资本为106.47亿元，由山西省财政厅持股100%，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，通过开展投资控股、产业培育、资本整合，推动山西省金融产业集聚发展，助力山西经济结构调整和转型升级。截至2016年12月31日，山西金控总资产达到1,021.76亿元，净资产达339.58亿元，净利润达9.69亿元。

借助雄厚的股东实力及资源背景，公司可以与山西金控旗下其他公司开展高效的内部联

动合作，提高为政府类客户、大型企业集团和中小企业客户提供综合化金融服务的能力。

（二）经营多元化

公司业务种类相对全面，具有一定的区域及经营业务多元化优势

2016年以来，公司主营业务未发生变化，仍主要为财富管理业务、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，其中，公司自营业务新成立了固定收益证券投资部门，固定收益证券投资规模大幅增长。

2016年公司营业部数量及分布未有变化，营业部数量仍为78家，其中，山西省内营业部数量为48家，占比61.54%。2017年3月，公司收到山西监管局《关于核准山西证券股份有限公司设立19家分支机构的批复》（晋证监许可字[2017]1号），公司获准新设立19家证券营业部。上述营业部设立完成后，公司营业部数量将增加至97家，有利于公司对于山西省内业务的深耕及省外业务的拓展。

（三）业务竞争力

2016年以来，公司收入来源仍以证券经纪业务、证券自营业务及投资银行业务为主，资产管理业务及期货经纪业务为公司收入提供了一定补充。2016年，受经济形势尚未明朗、股市低位震荡、监管趋严、同质化竞争加剧等因素影响，公司营业收入总额为234,562.51万元，同比下降38.89%。

从收入结构上看，公司证券经纪业务、证券自营业务、资产管理业务收入及期货经纪业务均与股票二级市场表现联动性较大，2016年股票市场于年初下挫后低位震荡，受此影响，上述业务收入分别同比下降58.15%、34.47%、72.39%和39.96%；2016年公司投资银行业务收入基本保持稳定，收入及利润占比有所增长。公司营业成本主要系资金及人力成本，弹性相对较低，受相关收入大幅下降的影响，2016年公司证券经纪业务、证券自营业务、资产管理业务及期货经纪业务利润水平及营业利润率均大幅下行，其中，期货经纪业务营业利润率下降至-38.89%。2017年1-3月，公司证券自营业务中固定收益证券投资规模持续加大，收入规模有所增长，但由于政策、市场等基本面未见明显好转，公司其余各项收入规模基本保持稳定。

表 5 截至 2015-2017 年 3 月公司各业务收入及盈利情况（单位：万元）

2017 年 1-3 月			
业务条线	收入	收入占比	营业利润率
证券经纪业务	21,295.07	25.35%	59.25%
证券自营业务	33,855.86	40.30%	19.19%
资产管理业务	2,722.75	3.24%	79.72%

投资银行业务	17,794.41	21.18%	41.68%
期货经纪业务	6,928.06	8.25%	38.67%
2016 年			
业务条线	收入	收入占比	营业利润率
证券经纪业务	84,914.53	36.20%	41.52%
证券自营业务	53,557.68	22.84%	34.49%
资产管理业务	8,456.54	3.61%	46.80%
投资银行业务	79,131.92	33.74%	35.93%
期货经纪业务	13,590.48	5.79%	-38.89%
2015 年			
业务条线	收入	收入占比	营业利润率
证券经纪业务	202,923.85	52.87%	63.68%
证券自营业务	81,727.61	21.29%	75.00%
资产管理业务	30,629.47	7.98%	70.89%
投资银行业务	81,033.46	21.11%	32.55%
期货经纪业务	22,635.40	5.90%	9.25%

注：1、表中营业收入未内部抵消。

2、相关手续费及利息收入为抵消相关支出的净收入。

3、2017 年 1 季度，总部运营成本未分摊至各分部，故各业务营业利润率偏高。

4、证券自营业务收入包含了各子公司证券自营及流动资金管理收入。

资料来源：公司提供

1、证券经纪业务

2016年以来，受股票二级市场行情低迷影响，公司证券经纪及两融规模大幅下降，且随着竞争的加剧，佣金费率持续下滑，公司证券经纪业务收入大幅下滑

跟踪期内，公司证券经纪业务范围未有变化，主要包括代理买卖证券、融资融券及回购交易及柜台交易业务。2016年以来，公司通过投顾产品完善、加强服务质量、搭建互联网金融营销及服务平台等措施，积极推动证券经纪业务的发展与转型，经纪业务客户数量不断增长。2016年末，公司经纪业务客户数量为1,425,890户，其中机构客户数量为1,717户，分别同比增长29.62%和10.56%，但受市场行情影响，2016年经纪业务托管资产规模同比下降12.42%。

表 6 近两年公司经纪业务客户情况表

项目	2016	2015	2016 年同比变动
客户数量（户）	1,425,890	1,100,059	29.62%
其中：机构客户数量（户）	1,717	1,553	10.56%
休眠客户数量（户）	62,771	62,902	-0.21%
托管资产（不含两融）（亿元）	2,038.95	2,328.23	-12.42%

资料来源：公司提供

2016年，受股票市场低位波动行情、市场竞争加大等影响，公司手续费收入及融资融券利息收入规模同比均大幅下行。2017年1-3月份，股票市场低迷行情延续，公司证券经纪业务规模及手续费收入较上年保持稳定，但受市场资金面紧张、融资利率上升、业务竞争加大影响，公司融资融券及买入返售金融资产业务利差收窄，收入分别为9,617.94万元和870.90万元。

表 7 2015-2016 年公司证券经纪业务收入情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2016 年同比变动
手续费收入	12,836.34	67,863.57	208,164.67	-67.40%
其中：代理买卖证券业务	12,189.01	65,913.61	203,304.62	-67.58%
交易单元席位租赁	536.05	884.78	2,624.91	-66.29%
代销金融产品业务	111.28	1,065.18	2,235.14	-52.34%
融资融券利息收入	9,617.94	40,516.24	72,810.54	-44.35%
买入返售金融资产利息收入	870.90	4,404.30	6,094.76	-27.74%
其中：股票质押式回购利息收入	772.75	3,883.27	5,318.48	-26.99%
约定购回利息收入	98.15	521.03	776.28	-32.88%
合计	23,325.18	112,784.11	287,069.97	-60.71%

注：1、上述数据为未抵消支出的总收入。

2、买入返售金融资产利息收入仅包括证券经纪业务相关收入，未包括其他业务产生的买入返售金融资产利息收入。

资料来源：公司提供

代理买卖证券业务方面，受二级市场行情低迷影响，2016年公司代理买卖证券业务交易额9,638.52亿元，同比下降50.13%；同时，受市场竞争加剧影响，公司经纪业务佣金费率进一步降低。受交易额及佣金费率下降的冲击，2016年，证券公司代理买卖证券业务收入和利息净收入分别同比下降60.87%和35.43%；公司代理买卖证券业务手续费及佣金收入同比下降67.58%。

表 8 公司证券经纪业务情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2015 年
股票基金交易额	9,638.52	19,325.88
市场占有率	0.45%	0.52%
佣金费率	0.0424%	0.0634%

资料来源：公司提供

融资融券业务方面，2016年公司78家营业部全部开展融资融券业务，较上年未有变化。截至2016年末，公司正常信用资金账户开户数为46,332户，授信总额度为533.44亿元，分别

同比增长5.02%和4.84%。受市场行情低迷影响，截至2016年末，公司融资余额为51.49亿元，同比下降24.78%；2016年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）为2,721.40亿元，同比下降65.11%；公司股票质押式回购交易业务规模为16.48亿元，同比下降42.70%；随着交易规模的下降，2016年公司融资融券业务收入及买入返售金融资产利息收入分别40,516.24万元和4,404.30万元，较上年大幅下滑。

2016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。截至2016年，公司约定购回式证券交易业务规模和收入规模分别为0.43亿元和521.03万元，分别同比下降27.12%和32.88%。截至2016年末，公司转融通业务授信额度为40亿元，保证金比例为20%；累计净融入资金30亿元。

表 9 2015-2016 年公司证券交易业务情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2015 年
正常信用资金账户开户数（个）	46,332	44,117
融资融券业务授信总额度	533.44	508.80
年末融资余额	51.49	68.45
年末融券市值	0.05	0.15
信用账户累计交易量	2,721.40	7,800.13
股票质押式回购交易业务规模	16.48	28.76
约定购回式证券交易金额	0.43	0.59
转融通业务授信额度	40	20
保证金比例	20%（标准）	20%（标准）
累计净融入资金	30.00	19.15

资料来源：公司提供

柜台交易业务方面，2016年以来，公司加大金融产品引进和销售力度，已经覆盖固定收益量化对冲、股权投资等多个类型，成功创设并发行5只挂钩沪深300指数的收益凭证“牛熊添利”产品，开拓了公司的融资渠道。2016年，公司柜台交易业务全年累计发售集合资产管理计划21只²，总认购金额20.01亿元，分别同比下降60.38%和71.82%，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，较上年下降3.13亿元；全年累计发行收益凭证产品581只，募集资金185.32亿元，期末存续规模为48.07亿元。

2. 证券自营业务

2016年以来，公司自营业务规模持续扩张，但受行情波动影响，自营业务收入规模下行；需关注未来股票市场行情低迷、债券市场波动等因素对该业务的不利影响

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、固定收益证券投资业务

² 口径均为母子产品、分期产品合并计算 1 只。

等。面对低迷的市场交易环境，2016年以来，公司权益类投资继续实行稳健的投资策略，谨慎配置权益类资产，而同时，公司自营业务投资规模持续扩张，自有资金投资限额由2015年的40亿元提升至2017年的65亿元。考虑到股票二级市场持续低位震荡，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，2017年，公司自营权益类业务（含港股）自有资金限额较2016年下降10亿元，固定收益证券投资业务自有资金限额较2016年增长20亿元。

表 10 公司自营业务自有资金使用限额（单位：亿元）

项目	2017 年	2016	2015
自营业务使用自有资金限额	65	60	40
其中：权益类业务（含港股）	20	30	不超过净资本的 75%
固定收益证券投资业务	40	20	不超过净资本的 25%

资料来源：公司关于第三届董事会第二十一次会议决议的公告、关于第三届董事会第十二次会议决议的公告、关于第二届董事会第三十八次会议决议的公告

2016年以来，公司自营权益类证券及衍生品投资规模由2015年的379,233.99万元持续下降至2017年3月末的162,992.24万元，自营权益类证券及证券衍生品与净资本的比值下降至19.41%。公司新增固定收益证券投资团队使得2016年以来相关业务规模大幅拓展，投资规模由2015年末的15,911.79万元增至2016年末的1,062,897.67万元，2016年占用自有资金规模为20亿元，2016年末杠杆倍数为5.31³，自营固定收益类证券与净资本的比值增至122.99%。2017年以来，公司自营固定收益证券投资业务规模持续扩张，截至2017年3月末投资规模达1,361,627.63万元。

在上述因素的综合影响下，2016年公司证券自营业务收入为53,557.68万元，同比下降34.47%，营业利润率由上年的75.00%下降至34.49%。值得注意的是，2016年以来，我国债券市场违约事件频发，市场风险加大，同时，受资金面持续紧张影响，2016年10月以来我国债券市场收益率大幅上行，未来存在较大的不确定性，预计对公司自营固定收益证券投资业务产生一定不利影响。

表 11 公司自营业务投资情况（单位：万元）

项 目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
自营权益类证券及衍生品	162,992.24	300,919.56	379,233.99
自营固定收益类证券	1,361,627.63	1,062,897.67	73,751.14
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	19.41%	34.82%	37.64%
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	162.15%	122.99%	7.32%

注：自营权益类证券及衍生品及自营固定收益类证券规模系期末持仓量数据，2015 年末净资本等风控指

³ 杠杆倍数=期末持仓规模/自有资金规模。

标已根据《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

3. 资产管理业务

2016年公募基金业务快速发展，推动公司资产管理业务手续费收入增长，但集合资产管理产品受股票市场低迷影响，规模及收益均大幅下行

公司资产管理业务涵盖公司资产管理业务及公募基金业务。

2016年，公司公募基金管理业务稳定发展，共发行设立保本混合、裕利债券和策略精选三只基金。截至2016年末，公司共保有4只基金的管理运作，涵盖了货币、保本、债券、混合四个大的类别，保有量约51.57亿元，同比增长83.53%，实现净收入6,359.90万元，同比增长162.94%，在12家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，保本基金在本年度新发行90只保本基金中业绩排名第9。

2016年，公司资产管理业务团队规模持续扩张，公司新设上海资产管理分公司，对公司资产管理业务统一归口管理，截至2017年4月末，公司上海资产管理分公司正在申报筹备中。

公司集合类资管产品以股权类产品为主，2016年受市场行情低迷影响，公司集合类资管产品规模及相关利息净收入、投资收益大幅下行，公司资产管理业务收入仅为8,456.54万元，同比下降72.39%。

公司集合理财产品以股权质押类业务为主。2016年我国股票市场于一季度大幅下跌后呈小幅震荡爬升的趋势，市场波动风险加大，受此影响，公司集合资产管理业务规模大幅缩减。2016年公司发行集合类产品20只，同比下降35只，月均管理规模由42.01亿元下降至30.68亿元；截至2016年末，公司集合类产品存续23只，管理规模为20.56亿份，同比下降62.12%；定向类产品存续32只，管理规模为196.55亿份，同比增长43.43%，2016年公司利息净收益及投资收益大幅下行。

表 12 公司 2015-2016 年资产管理业务情况（单位：万元）

项目	发行类型	2016 年	2015 年
集合资产管理业务	期末规模	205,628.35	555,779.53
	管理规模	306,825.23（月均）	420,141.84（月均）
	净收入	4,081.89	4,314.87
定向资产管理业务	期末规模	1,965,492.28	828,199.68
	管理规模	1,184,641.30（月均）	313,944.48（月均）
	净收入	365.29	232.89
公募基金管理业务	期末规模	515,661.08	280,970.01
	管理规模	407,066.51（日均）	130,063.84（日均）
	净收入	6,359.90	2,418.78

注：集合资产管理业务及定向资产管理业务系月均管理规模；公募基金管理业务系日均管理规模。
 资料来源：公司提供

预计未来随着资产证券化、固定收益、量化等业务的逐步拓展，公司资产管理业务规模将持续扩张。但我们也注意到，资产管理业务受证券市场行情及监管政策影响较大，2017年1季度，我国股票市场低位震荡，债券市场收益率大幅上行，资金面持续收紧，对公司资产管理业务开展有一定不利影响。

4、投资银行业务

公司投资银行业务平稳发展，储备项目能为未来该业务收入提供一定保障；但需关注再融资受限、债券市场融资成本提高、债市违约频发等因素对公司投行业务的影响

2016年以来，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。2016年，公司子公司中德证券实现营业收入74,016.97万元，实现净利润17,789.29万元，较上年小幅下行。

2016年中德证券投资银行业务开展情况良好，受前期项目储备丰富、市场资金流动性较好影响，中德证券完成了紫光股份221亿再融资、必康股份借壳九九久的配套融资等大型项目，股票增发规模大幅增长，承销金额达764.60亿元，同比增长193.47%，IPO业务及债券业务规模保持稳定。值得注意的是，受市场竞争加剧影响，相关业务费率有所下行，中德证券投资银行业务收入规模小幅下行。

截至2017年3月末，中德证券已过会待发行项目共14个，其中债券项目9个，非公开发行项目3个，IPO及财务顾问项目2个；在会审核项目共23个，包括IPO项目11个（其中主板项目5个，中小板项目3个，创业板项目3个），非公开发行项目4个，债券项目8个；IPO项目储备相对丰富，2017年以来IPO审核速度加快，利好中德证券IPO业务。但值得注意的是，随着我国债券市场发行利率持续上行，债券取消发行规模大幅上升，且再融资政策收紧，对中德证券相关业务有一定不利影响。2016年中德证券涉嫌未勤勉尽责遭中国证监会处罚，鹏元将持续关注该事件对中德证券的影响。

表 13 近两年中德证券投资银行业务情况（单位：家、万元）

承销方式	发行类型	承销家数		承销金额		承销收入	
		2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年
主承销	IPO	3	5	68,743	146,566	6,576	11,606
	配股	1	0	177,173	-	2,658	-
	增发	17	9	7,645,983	2,605,337	37,303	32,883
	债券	37	30	3,081,700	3,016,880	16,605	17,878
	小计	58	44	10,973,599	5,768,783	63,141	62,367

副主承销及分销	IPO	-	-	-	-	-	-
	增发	1	1	-	13,696	100	105
	债券	17	10	1,037,000	1,638,000	-447	-193
	小计	18	11	1,037,000	1,651,696	-347	-88

资料来源：公司 2016 年年报

2016年，公司新三板业务平稳发展，全年完成新三板挂牌32家，累计挂牌总数达到80家。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。

表 14 2015-2016 年公司新三板业务开展情况（单位：个、万元）

项目	2016 年	2015 年
签署合同	70	78
累计挂牌	80	45
新增挂牌 ⁴	32	24
完成定增项目	20	32
完成并购业务项目数量	2	0
收入规模	3,930	4,104

资料来源：公司提供

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。根据Wind统计，从各主要产品市场排名来看，公司股权产品业务排名进一步提升，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名和1名。

5、期货业务

2016年公司商品期货业务平稳发展，但受市场竞争加剧影响，佣金费率下降；受监管政策趋严、市场风险加大影响，公司金融期货业务规模大幅下滑，拖累公司期货业务收入规模大幅下行

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”）负责经营。2016年格林大华进一步推动经纪业务转型发展，同时拓展机构金融业务、资产管理业务及风险管理业务。

2016年，我国商品期货市场规模持续扩大，格林大华商品期货业务平稳开展，交易额达23,662.46万元，同比增长20.05%，业务收入为5,911万元，同比增长3.99%。随着行业竞争的加剧，商品期货业务交易费率由2015年的万分之0.29下降至万分之0.25，市场占有率由2015年的0.72%下降至0.67%。2016年公司期货业务实现收入13,590.48万元，同比下降39.96%。

⁴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。

表15 公司期货经纪业务开展情况（单位：万手、亿元）

期货类型	项目	2016 年	2015 年
商品期货	交易量	5,524.50	4,940.75
	交易额	23,662.46	19,711.31
	市场占有率	0.67%	0.72%
	交易费率	万分之 0.25	万分之 0.29
	手续费收入	0.5911	0.5684
金融期货	交易量	17.72	415.95
	交易额	1,784.08	51,733.70
	市场占有率	0.49%	0.62%
	交易费率	万分之 0.07	万分之 0.076
	手续费收入	0.013	0.3919

资料来源：公司提供

6. 业务创新能力

公司创新业务平稳发展，有望为公司业务未来发展提供动力

公司创新业务主要包括直投业务及国际业务。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。2016年，龙华启富全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。2016年龙华启富实现营业收入和净利润分别为3,354.71万元和1,099.38万元，分别较上年增长1,675.4万元和1,409.82万元，业务平稳发展。2016年，龙华启富全年共募集成立3只基金，基金总规模3.006亿元，对外募集金额1.20亿元，分别同比增长115.02%和64.92%。龙华启富下属各投资平台共新增投资项目10个，投资总金额3.075亿元，较上年基本持平，主要包括2个并购项目及6个可转债项目，投资总额分别为20,000万元和8,800万元。

公司国际业务依托全资子公司山证国际金融控股有限公司（以下简称“山证国际”）开展，为支持国际业务发展，2016年公司对山证国际增资4.50亿元港币，山证国际注册资本增加至5.00亿元港币。2016年12月28日，公司第三届董事会第十七次会议审议通过了《关于向公司控股子公司山证国际金融控股有限公司增资的议案》、《关于向公司控股子公司山证国际金融控股有限公司提供内保外贷的议案》，同意公司在取得中国证监会无异议函后，向山证国际增资5亿元港币，将其注册资本增加至10亿元港币。截至2016年末，山证国际下设4个子公司，分别负责期货合约交易、证券交易、资产管理和投资业务，初步完成涵盖环球证券、环球期货、环球资产管理及投资咨询、机构融资及企业并购等综合金融服务平台搭建。2016年，山证国际实现营业收入1,226.48万元，利润总额-1,065.77万元，主导完成1项在港上市公司海外债券包销项目，并作为联席账簿管理人和联席主承销商，在中信建投H股IPO承销项

目中完成大额承销订单。

六、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2015-2016年审计报告及2017年3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2016年至2017年3月，公司新纳入合并报表范围的子公司共12家，明细如表1所示。

规模与盈利能力

公司业务易受股票市场波动及相关监管政策影响，具有较大的波动性；2016年公司资产规模保持稳定，收入及盈利大幅下滑，需关注未来市场环境变化对公司业务的影响

2016年以来，受股票市场低迷影响，公司收入规模与盈利水平大幅下滑；同时，随着公司次级债券的到期偿付以及利润的分配，截至2017年3月末，公司所有者权益规模为131.85亿元，较2015年末基本持平。2016年公司营业收入为234,562.51万元，同比下降38.89%，营业利润同比下降65.01%至69,884.49万元，营业利润率由上年的52.03%下降至29.79%。

值得注意的是，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，且2017年一季度以来，我国资金流动性收紧，相关融资成本大幅上升，债券市场收益率及债券取消发行规模大幅上升，监管政策趋严，对公司经纪业务、自营业务、资管业务、投行业务、金融期货业务等均有一定不利影响。

表 16 2015-2017 年 3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
所有者权益	1,318,483.98	1,302,990.93	1,322,125.91
所有者权益增长率	-	28.60%	34.34%
营业收入	84,011.39	234,562.51	383,850.03
营业收入增长率	-	9.42%	70.45%
营业利润	21,935.01	69,884.49	199,702.24
营业利润率	26.11%	29.79%	52.03%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计财务报表

资本结构与财务安全性

2016年以来，受次级债到期偿还影响，公司净资本规模下行，以净资本为核心的各项风险管理指标有所下降，但仍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

2016年公司全年累计发行收益凭证产品581只，募集资金185.32亿元，同时，固定收益证券投资业务规模的增长使得公司卖出回购金融资产款项、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债增加，拆入资金规模持续上升，公司负债总额保持上升趋势。截至2017年3月末，公司负债总额达376.94亿元，较2015年末增长7.82%，公司全部债务规模达234.62亿元，较2015年增长65.89%；资产负债率由2015年的59.16%增至65.89%，债务压力增大。

此外，随着公司发行的次级债到期偿还，公司净资本规模持续下行，截至2017年3月末为83.97亿元，较2015年末下降16.65%。受上述因素影响，公司净资本与各项风险资本准备之和的比例、净资本与净资产的比例、净资本与负债的比例等指标整体有所下行，但仍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。2016年，公司自营业务缩小了股权投资规模，相应增大了固定资产投资规模，公司自营权益类证券及证券衍生品与净资本的比值均有所降低，但自营非权益类证券及证券衍生品与净资本的比值持续大幅增长。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	预警指标	监管指标	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	N/A	N/A	3,769,420.68	3,502,776.88	3,495,938.99
所有者权益	N/A	N/A	1,318,483.98	1,302,990.93	1,322,125.91
总资产	N/A	N/A	5,087,904.66	4,805,767.81	4,818,064.90
资产负债率	N/A	N/A	65.89%	64.47%	59.16%
全部债务	N/A	N/A	2,346,237.72	2,214,950.56	1,414,336.78
净资本	N/A	N/A	839,733.35	864,214.71	1,007,529.20
净资本与各项风险资本准备之和的比例	>120%	>100%	247.23%	236.64%	399.66%
净资本与净资产的比例	>48%	>40%	68.74%	72.03%	81.07%
净资本与负债的比例	>9.6%	>8%	33.52%	37.54%	66.83%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	<80%	<100%	19.41%	34.82%	37.64%
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	<400%	<500%	162.15%	122.99%	7.32%

注：1、表中净资本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。

2、2015年末净资本等风险控制指标已根据《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2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1季度财务报表、公司提供，鹏元整理

流动性

2016年公司融券渠道畅通，受固定收益证券投资规模大幅增长的影响，公司融资规模

大幅提升，流动性指标有所下行

公司融资主要用于两融业务及自营业务，2016年，公司两融业务规模有所下降，但固定收益证券投资规模的大幅增长使得公司资金需求量加大，公司通过发行收益凭证、拆入资金、卖出回购金融资产款、卖空的交易性债券及发行债券的方式补充流动资金。2016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36.99%，利率在3.2%-6.5%之间，较上年（3.7%-4.7%之间）有所增长，2017年3月末公司应付短期融资款下降至33.12亿元，主要系收益凭证到期所致。公司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3%，2016年末公司拆入资金余额为30.00亿元，同比增长56.66%。2017年3月末，公司拆入资金规模增至37.00亿元。2016年以来，公司固定收益证券投资业务规模持续扩大，卖出回购金融资产款大幅增加，2016年末卖出回购金融资产款为1,264,494.36万元，同比增长630.92%，利率在1.6%-8.5%之间，2017年3月末公司卖出回购金融资产款进一步增加至1,345,160.33万元。公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债主要系固定收益证券投资业务产生的，随着业务规模的扩张，截至2017年3月末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债规模达11.48亿元，较2016年末增长422.02%。

表 18 公司主要融资渠道（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付短期融资款	331,230.00	8.79%	480,676.00	13.72%	350,894.00	10.04%
拆入资金	370,000.00	9.82%	300,000.00	8.56%	191,500.00	5.48%
卖出回购金融资产款	1,345,160.33	35.69%	1,264,494.36	36.10%	173,000.00	4.95%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	114,751.20	3.04%	21,982.19	0.63%	-	-
应付债券	299,847.39	7.95%	169,780.20	4.85%	698,942.78	19.99%
合计	2,460,988.92	65.29%	2,236,932.75	63.86%	1,414,336.78	40.46%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

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，能对流动负债提供较好保障。从流动性指标来看，2016年末公司流动比率为1.38，较2015年末下降1.61，流动资产对流动负债的保障程度有所下降。2016年，公司净稳定资金率为136.94%，较上年下降36.35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下降。

表 19 公司流动性指标（单位：万元）

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
流动比率	1.54	1.38	2.99

净稳定资金率	164.97%	136.94%	173.29%
--------	---------	---------	---------

资料来源：公司提供，鹏元整理。指标计算公式见附录七。

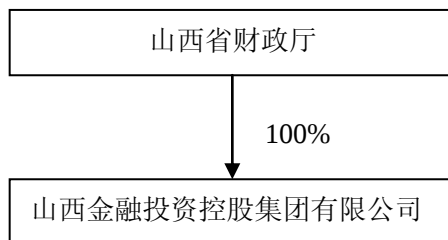
七、债券偿还保障分析

山西金控提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

2016年，山西省财政厅将持有的山西国信股权注入山西金控，山西国信成为山西金控全资子公司后，将其持有的“划出资产”无偿划转给山西金控。2016年9月，公司股东由山西国信变更为山西金控。为保证本期债券持有人合法权益不受损失，本期债券的担保人由山西国信变更为山西金控，山西国信与公司签署了《担保责任解除协议》，解除其连带责任保证担保责任。同时山西金控与公司签署了《担保函》及《担保协议》，为本期提供连带责任保证担保，保证的方式为无条件的、不可撤销的连带责任保证担保，保证的范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，保证期间为各期债券的发行首日至各期债券到期日后六个月止，保证责任自本次债券持有人会议审议通过本议案之日生效。2016年11月22日，2016年第一次债券持有人会议召开，通过了《关于变更“14山证01”担保人的议案》。

山西金控系山西省政府在金融领域的资本投资、管理公司，整合了山西省内的多家金融及类金融企业，是山西省全牌照的地方金融控股集团公司。截至2016年末，山西金控注册资本为1,064,670万元，实收资本1,159,690.1万元。山西省财政厅行使出资人职责，持有山西金控100%股权，股权结构图详见图4。山西金控控股股东及实际控制人均为山西省财政厅。

图4 截至2017年4月底山西金控股权结构图



资料来源：山西金控提供

截至2016年12月31日，山西金控资产总额为1,021.76亿元，所有者权益为339.58亿元，资产负债率为66.76%；2016年度，山西金控实现营业收入43.62亿元，利润总额13.01亿元，经营活动现金流净额13.94亿元。

山西金控主要业务板块包括证券及期货业务、信托业务、酒店及房地产业务、担保业务、商品销售业务、租赁业务等业务板块，收入来源较为多元。2016年山西金控实现营业收入为436,241.50万元，营业利润率为27.46%，主要来源于证券及期货业务、信托业务等金融类业

务，盈利能力较强，但易受宏观经济和股市波动影响。此外，作为山西省政府在金融领域的资本投资、管理公司，当地政府在股权划转、资本注入、财政补贴等方面为山西金控提供了大力支持。

山西金控资产主要以货币资金、金融资产为主，金融类资产占总资产比重较高，山西金控资产规模容易受到标的资产的市场价格波动、利率水平及交易对手的信用情况影响。2016年，山西金控经营活动产生的现金净流入为13.94亿元，山西金控经营活动现金流产生能力尚可，但山西金控进行权益性投资和债权性投资规模较大，因而投资活动所支付的现金规模较大，对外融资依然是山西金控经营及投资所需资金的重要来源。截至2016年末，山西金控有息债务规模为427.63亿元，较2015年大幅增长66.82%，有息债务中大部分为中长期债务，山西金控面临较重的中长期偿还压力。

表 20 山西金控主要财务指标

项目	2016 年
总资产（万元）	10,217,581.00
归属于母公司所有者权益（万元）	2,056,217.00
有息债务（万元）	4,276,291.90
资产负债率	66.76%
营业收入（万元）	436,241.50
营业利润（万元）	119,771.70
利润总额（万元）	130,065.00
经营活动现金流净额（万元）	139,388.40

资料来源：山西金控 2016 年审计报告，鹏元整理

综上，经鹏元综合评定，山西金控主体长期级别为AAA，该级别反映了山西金控债务安全性极高，违约风险极低，由其为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保较好的提升了本期债券的信用水平。

八、评级结论

2016年，公司自营固定收益证券投资业务及公募基金管理业务发展良好，山西金控提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券信用水平。

同时鹏元也关注到，2016年以来，受股市低位震荡、监管趋严、竞争加剧的影响，2016年公司实现营业收入及营业利润分别同比下降38.89%和65.01%，需关注未来市场环境变化对公司业务的影响。受自营业务规模持续增长影响，公司流动资金压力增加，债务余额有所增长，但随着公司发行的次级债到期偿还，公司净资本规模持续下行，净资本对债务的保障

能力减弱，流动性压力增大。此外，2016年公司证监会评级由2015年的A类A级下调至B类BBB级别。

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

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	1,801,088.41	1,380,774.51	1,943,152.42	988,038.69
其中：客户资金存款	936,622.67	870,394.16	931,743.24	752,755.05
结算备付金	227,164.56	309,130.46	757,982.72	340,326.30
其中：客户备付金	111,331.20	191,892.99	555,196.52	303,813.90
融出资金	518,485.39	538,000.46	684,751.95	517,112.13
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,449,896.79	1,085,232.21	202,413.91	31,259.57
买入返售金融资产	356,011.36	640,676.74	359,620.64	180,727.83
应收款项	17,935.24	32,902.67	26,123.16	127,253.56
应收利息	49,388.22	34,340.89	13,246.63	12,490.67
存出保证金	300,325.63	206,758.12	198,857.61	200,039.33
可供出售金融资产	220,310.69	400,644.26	526,988.03	246,715.69
固定资产	31,700.20	32,434.50	33,981.71	35,251.25
无形资产	9,923.21	10,488.52	9,740.52	6,924.26
商誉	47,693.99	47,693.99	47,693.99	47,693.99
递延所得税资产	4,962.90	7,144.44	33.77	1,562.91
其他资产	53,018.07	79,546.05	13,477.86	14,344.01
资产总计	5,087,904.66	4,805,767.81	4,818,064.90	2,749,740.19
应付短期融资款	331,230.00	480,676.00	350,894.00	179,338.00
拆入资金	370,000.00	300,000.00	191,500.00	184,500.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	114,751.20	21,982.19	-	-
卖出回购金融资产款	1,345,160.33	1,264,494.36	173,000.00	55,055.00
代理买卖证券款	1,221,961.96	1,138,126.60	1,580,381.16	1,203,033.38
应付职工薪酬	14,311.12	25,176.02	34,515.73	9,283.65
应交税费	6,601.81	9,205.09	12,386.14	11,402.62
应付款项	4,092.22	3,505.58	3,721.25	1,271.90
应付利息	9,759.69	13,606.85	38,034.12	9,356.32
应付债券	299,847.39	169,780.20	698,942.78	198,076.15
递延所得税负债	783.24	679.20	6,485.08	1,600.27
其他负债	50,921.72	75,544.80	406,078.72	108,932.76
负债合计	3,769,420.68	3,502,776.88	3,495,938.99	1,961,850.03
股本	282,872.52	282,872.52	251,872.52	251,872.52
资本公积	671,329.62	671,329.62	702,329.62	317,011.62
其它综合收益	-143.95	-4,247.72	16,813.75	8,579.76

盈余公积	43,640.50	43,640.50	39,891.32	26,617.95
一般风险准备	47,253.46	47,253.46	42,019.29	27,391.14
交易风险准备	46,009.60	46,009.60	41,073.87	26,821.96
未分配利润	154,990.87	140,950.48	164,675.48	75,539.61
归属于母公司所有者权益合计	1,245,952.60	1,227,808.45	1,258,675.85	733,834.55
少数股东权益	72,531.38	75,182.48	63,450.06	54,055.61
所有者权益合计	1,318,483.98	1,302,990.93	1,322,125.91	787,890.16
负债及股东权益总计	5,087,904.66	4,805,767.81	4,818,064.90	2,749,740.19

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1 季报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
手续费及佣金净收入	31,895.50	148,356.56	260,771.98	117,381.78
其中：经纪业务手续费净收入	12,908.17	63,158.52	185,436.61	86,537.22
投资银行业务手续费净收入	15,930.24	74,493.16	70,807.12	29,838.01
资产管理业务手续费净收入	939.33	3,769.28	1,491.54	651.41
基金管理业务手续费净收入	1,985.60	6,359.90	2,418.78	-
投资咨询业务手续费净收入	132.17	575.69	617.93	355.14
利息净收入	2,564.80	26,619.72	35,043.09	48,320.50
投资净收益	25,294.66	42,228.27	65,309.31	28,053.74
公允价值变动净收益	3,797.56	-12,832.48	8,016.47	1,141.62
汇兑净收益	-15.65	102.70	125.15	14.30
其他业务收入	20,474.52	30,087.74	14,584.03	1,006.91
营业收入合计	84,011.39	234,562.51	383,850.03	195,918.85
营业税金及附加	-585.13	-6,181.46	-23,714.13	-10,968.28
业务及管理费	-32,321.10	-128,907.34	-146,270.37	-104,931.73
资产减值损失	-8,829.77	-1,350.07	-383.17	-454.91
其他业务成本	-20,340.39	-28,239.14	-13,780.12	-312.83
营业支出合计	-62,076.38	-164,678.02	-184,147.79	-116,667.75
营业利润	21,935.01	69,884.49	199,702.24	79,251.11
加：营业外收入	54.39	1,717.00	1,189.65	1,019.65
减：营业外支出	-14.07	-836.30	-493.47	-454.18
利润总额	21,975.34	70,765.20	200,398.42	79,816.58
减：所得税	-6,252.98	-18,007.59	-52,261.50	-21,176.37
净利润	15,722.36	52,757.60	148,136.92	58,640.22
归属于母公司所有者的净利润	14,040.39	46,768.56	143,882.94	58,629.47
少数股东损益	1,681.97	5,989.04	4,253.98	10.74

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 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	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
经营活动产生的现金流量：				
融出资金净减少额	-	135,834.99	-	-
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债收到的现金净额	-	21,795.78	-	-
可供出售金融资产收到的现金净额	178,404.22	56,179.04		30,133.64
收取利息、手续费及佣金的现金	52,249.82	241,284.62	446,264.90	204,553.89
回购业务资金净增加额	365,239.63	810,175.29		
代理买卖证券款净增加额	84,126.30	0	377,348	479,186.20
拆入资金净增加额	70,000.00	108,500.00	7,000.00	135,500.00
收到其他与经营活动有关的现金	43,743.19	88,214.40	406,710.52	54,532.48
经营活动现金流入小计	793,797.35	1,461,984.12	1,237,323.20	903,906.21
融出资金净增加额	-970.96	-	-168,002.99	-362,915.33
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产支付的现金净额	-251,018.10	-772,964.30	-132,663.13	-999.72
可供出售金融资产支付的现金净额	-	-	-233,361.62	-
衍生金融资产支付的现金净额	-	-428.25	-841.59	-3,684.21
回购业务资金净减少额	-	-	-61,068.41	-116,844.05
代理买卖证券款净减少额	-	-442,254.56	-	-
支付利息、手续费及佣金的现金	-18,984.08	-41,157.33	-76,675.11	-20,807.30
支付给职工以及为职工支付的现金	-33,196.67	-91,865.47	-75,568.60	-58,558.87
支付的各项税费	-11,671.48	-40,917.95	-72,010.41	-27,826.33
支付其他与经营活动有关的现金	-115,764.19	-163,723.42	-54,995.75	-87,003.13
经营活动现金流出小计	-431,605.48	-1,553,311.28	-875,187.62	-678,638.94
经营活动产生的现金流量净额	362,191.87	-91,327.16	362,135.59	225,267.27
投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金	-	1,976.64	2,404.80	5,413.86
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	52.08	72.80	623.57	2,107.61
收到其他与投资活动有关的现金	-	780.24	2,160.41	45,851.70
投资活动现金流入小计	52.08	2,829.68	5,188.78	53,373.17
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	-386.36	-5,814.31	-9,341.00	-6,398.98
支付其他与投资活动有关的现金	-0.90	-	-17,780.24	-2,160.41
取得子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	-	-2,500.00
投资活动现金流出小计	-387.27	-5,814.31	-27,121.24	-11,059.39

投资活动产生的现金流量净额	-335.19	-2,984.62	-21,932.46	42,313.78
筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金	-	8,006.00	390,368.00	11,000.00
发行债券收到的现金	200,000.00	-	700,000.00	198,971.00
收到其他与筹资活动有关的现金	243,837.00	1,854,750.00	1,710,307.00	79,338.00
筹资活动现金流入小计	443,837.00	1,862,756.00	2,800,675.00	289,309.00
偿还债务支付的现金	-70,000.00	-932,297.00	-300,000.00	-
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-5,251.11	-109,356.20	-32,319.25	-25,644.18
支付其他与筹资活动有关的现金	-391,753.39	-1,738,447.98	-1,451,526.98	-43.39
筹资活动现金流出小计	-467,004.50	-2,780,101.18	-1,783,846.23	-25,687.57
筹资活动产生的现金流量净额	-23,167.50	-917,345.18	1,016,828.77	263,621.43
汇率变动对现金的影响	36.78	75.29	118.42	14.30
现金及现金等价物净增加额	338,725.96	-1,011,581.67	1,357,150.31	531,216.78
期初现金及现金等价物余额	1,671,773.22	2,683,354.89	1,326,204.58	794,987.80
期末现金及现金等价物余额	2,010,499.18	1,671,773.22	2,683,354.89	1,326,204.58

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1 季度财务报表

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	52,757.60	148,136.92	58,640.22
加：资产减值准备	1,350.07	383.17	454.91
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,455.07	3,911.30	4,728.84
无形资产摊销	2,495.59	1,867.19	1,447.98
长期待摊费用摊销	1,789.06	2,228.35	2,350.79
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	3.05	118.82	-652.54
公允价值变动损失	12,832.48	-8,016.47	-1,141.62
利息净支出	37,682.51	53,498.13	4,297.83
汇兑损益	-102.70	-125.15	-14.30
递延所得税资产减少	-3,445.69	1,657.45	1,069.50
递延所得税负债增加	-1,237.91	2,861.25	-1,179.64
经营性应收项目的减少	-988,445.14	-679,315.31	-506,479.51
经营性应付项目的增加	789,538.83	834,929.92	661,744.83
间接法-经营活动产生的现金流量净额	-91,327.16	362,135.59	225,267.27

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
所有者权益（万元）	1,318,483.98	1,302,990.93	1,322,125.91
全部债务（万元）	2,346,237.72	2,214,950.56	1,414,336.78
资产负债率	65.89%	64.47%	59.16%
净资本与净资产的比例	68.74%	72.03%	81.07%
流动比率	1.54	1.38	2.99
净稳定资金率	164.97%	136.94%	173.29%
所有者权益增长率	-	28.60%	34.34%
营业利润率	26.11%	29.79%	52.03%
净资本	839,733.35	864,214.71	1,007,529.20
净资本与各项风险资本准备之和的比例	247.23%	236.64%	399.66%
净资本与净资产的比例	68.74%	72.03%	81.07%
净资本与负债的比例	33.52%	37.54%	66.83%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	19.41%	34.82%	37.64%
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	162.15%	122.99%	7.32%

资料来源：公司提供，鹏元整理

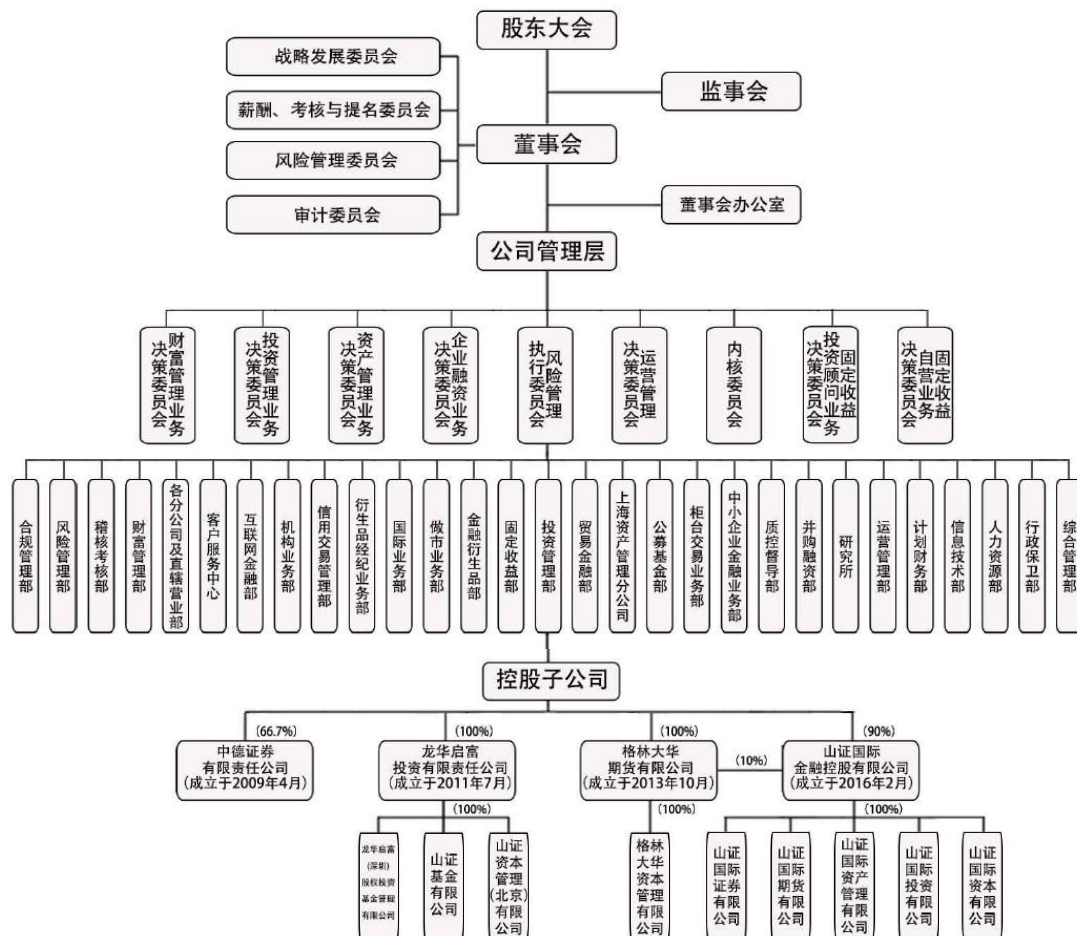
附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司全称	子公司简称	级次	注册资本	持股比例	主营业务
中德证券有限责任公司	中德证券	2	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。
格林大华资本管理有限公司	格林大华资管	3	10,000	100%	资本管理业务
龙华启富投资有限责任公司	龙华启富	2	100,000	100%	投资与资产管理
龙华启富（深圳）股权投资基金管理有限公司	龙华启富（深圳）	3	2,000	100%	投资与资产管理
山证基金管理有限公司	山证基金	3	5,000	100%	投资与资产管理
山西中小企业创业投资基金（有限合伙）	中小创投基金	3	20,000	50%	投资与资产管理
山证资本管理（北京）有限公司	-	3	3,000	100%	投资与资产管理
北京山证并购资本投资合伙企业（有限合伙）	-	4	21,000	47.62%	投资与资产管理
北京山证投资管理合伙企业（有限合伙）	山证投资	4	5,900	49.15%	投资与资产管理
杭州山证双子股权投资基金合伙企业（有限合伙）	杭州双子	4	3,900	48.72%	投资与资产管理
新余市合盛锦禾投资管理中心（有限合伙）	合盛锦禾	4	7,156.24	99.30%	投资与资产管理
北京山证龙华资本管理合伙企业（有限合伙）	山证龙华	4	15,030	80%	股权投资基金管理
深圳山证资本管理合伙企业（有限合伙）	深圳山证	3	1,100	100%	股权投资基金管理
运城山证中小企业创业投资基金合伙企业（有限合伙）	运城山证	3	20,000	30%	股权投资基金管理
山证国际金融控股有限公司	山证国际	2	50,000（港币）	100%	期货合约交易
山证国际期货有限公司	山证国际期货	3	5,000（港币）	100%	期货合约交易
山证国际证券有限公司	山证国际证券	3	30,000（港币）	100%	证券交易
山证国际资本有限公司	山证国际资本	3	2,000（港币）	100%	投资银行
山证国际资管有限公司	山证国际资管	3	2,000（港币）	100%	资产管理
格林大华期货有限公司	格林大华	2	58,018	100%	期货经纪业务

山证国际投资有限公司	山证国际投资	3	1,000（港币）	100%	投资与资产管理
------------	--------	---	-----------	------	---------

资料来源：公司提供

附录六 截至2016年12月公司组织架构图



资料来源：公司 2016 年年报

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	$(\text{负债总额}-\text{代理买卖证券款}) / (\text{资产总额}-\text{代理买卖证券款}) \times 100\%$
	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。