



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪133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⁺，维持本次跟踪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
二零一八年五月二十三日

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（2018）

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）		
债券简称	17 山证 01 17 山证 02		
债券代码	112503 112504		
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	2017/06/22		
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	2015	2016	2017
资产总额（亿元）	481.81	480.58	516.51
所有者权益（亿元）	132.21	130.30	132.64
净资本（亿元）	100.75	86.42	76.58
营业收入（亿元）	38.39	23.46	43.93
净利润（亿元）	14.81	5.28	4.42
EBITDA（亿元）	31.36	15.46	17.78
资产负债率（%）	59.16	64.47	66.28
摊薄的净资产收益率（%）	11.43	3.81	3.27
EBITD 利息倍数（X）	2.98	2.03	1.66
总债务/EBITDA（X）	4.51	14.47	13.54
风险覆盖率（%）	399.66	236.64	214.37
资本杠杆率（%）	34.05	23.23	20.73
流动性覆盖率（%）	343.96	772.66	335.37
净稳定资金率（%）	173.29	136.94	136.43
净资本/净资产（%）	81.07	72.03	62.49
净资本/负债（%）	66.83	37.54	31.32
净资产/负债（%）	82.44	52.12	50.12
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	37.64	34.82	13.63
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	7.32	122.99	143.18

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。

基本观点

2017 年，国内证券市场行情出现了明显的结构分化，整体成交量有所收缩。同时监管机构对于证券公司的合规管理要求不断提高，证券公司投资银行业务、资产管理业务都受到不同程度的影响，证券行业整体业绩出现一定幅度下滑。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”）区域竞争优势突出、全国性营业网点布局初步形成以及投资银行业务竞争优势继续巩固等优势。同时，我们也关注到宏观经济筑底、市场信心不足、公司合规经营压力加大以及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

- 区域竞争优势突出。2017 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；同时随着各项政策的推进，公司在省内供给侧结构性改革、金融创新体制机制改革、国资国企改革等方面能够获得更多业务机会。
- 全国性营业网点布局初步形成。2017 年，公司在全国新设 30 家证券营业部，其中省外 21 家，年末营业部共计达 108 家，其中省外 51 家，营业网点全国性布局初步形成，为公司未来的业务开展奠定良好基础。
- 投资银行业务竞争优势继续巩固。2017 年，据 Wind 统计，子公司中德证券有限责任公司 IPO 承销金额排名提升 13 名，公司债和企业债承销金额排名提升 4 名，在合资券商中综合竞争能力继续保持前两名，股权产品收入继续排名

第一。

关 注

- 宏观经济筑底，市场信心不足。目前中国宏观经济仍处于“L”型筑底阶段，房地产调控和金融强监管背景下投资面临下行压力，证券市场信心不足。
- 合规经营压力加大。近年来行业监管全面趋严，主要受 2016 年投行业务处罚及新三板投资者适当性管理警告等合规因素影响，根据修订后《证券公司分类监管规定》，2017 年公司在证券公司分类结果中获得 B 类 B 级，公司合规经营压力加大。
- 盈利规模有所下滑。2017 年，证券市场行情整体持续震荡，股票再融资和债券发行市场萎缩，公司盈利规模有所下滑，当年净利润同比减少 16.15%。未来公司盈利水平仍将受到证券市场行情以及监管环境的影响。

分 析 师

郑耀宗 yzzheng@ccxr.com.cn

张昕雅 xyzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 5 月 23 日

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。

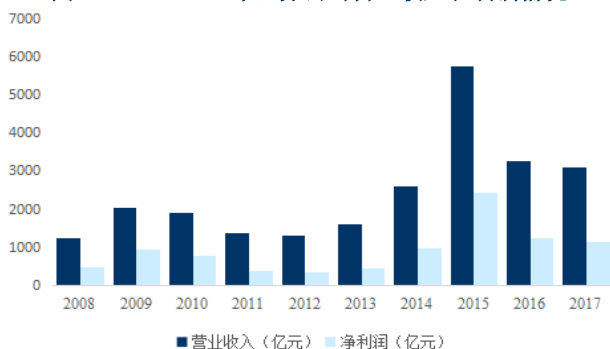
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

基本情况

2017年全年证券公司收入小幅下降，其中经纪业务、投行业务收入下滑明显，自营业务收入反弹，收入贡献度跃居首位，资管业务运营相对平稳。受益于仓单业务的积极开展，2017年公司营业收入增幅明显，但净利润受证券经纪和投行业务收入下滑影响有所下降

根据证券业协会数据，截至 2017 年末，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 6.14 万亿元、5.08 万亿元、1.85 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上升 6.04% 和 16.78%；净资产、净资本较上年末分别增长 12.80% 和 7.48%，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 2.65 倍上升至 2.75 倍。2017 年，证券行业营业收入、净利润双双下滑，营业收入和净利润分别为 3,113.28 亿元和 1,129.95 亿元，同比分别减少 5.08% 和 8.47%。

图 1：2008~2017 年证券公司营业收入和利润情况

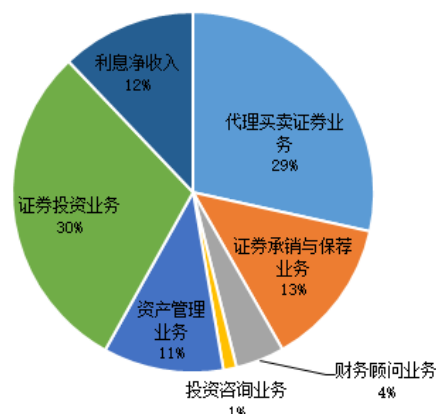


资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

分业务板块来看，2017 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）820.92 亿元、证券承销与保荐业务净收入 384.24 亿元、财务顾问业务净收入 125.37 亿元、投资咨询业务净收入 33.96 亿元、资产管理业务净收入 310.21 亿元、证券投资收益（含公允价值变动）860.98 亿元和利息净收入 348.09 亿元。其中，资产管理业务和证券投资收益业务同比分别增长 4.64% 和 51.46%，代理买卖证券业务净收入、证券承销与保荐业务、财务顾问业务、投资咨询业务和利息净收入同比分别减少 22.04%、26.11%、23.63%、32.81% 和 8.83%。2017 年以来，

二级市场整体交投清淡，证券公司以经纪、自营收入为主的传统业务结构进一步调整。一方面，传统经纪业务收入对证券公司的贡献度下降，另一方面，在结构性行情下，自营业务收入反弹，收入贡献度超过经纪业务成为第一大收入来源。因此，股票市场波动对证券公司收入水平和收入结构的影响依然较大。

图 2：2017 年证券行业收入结构

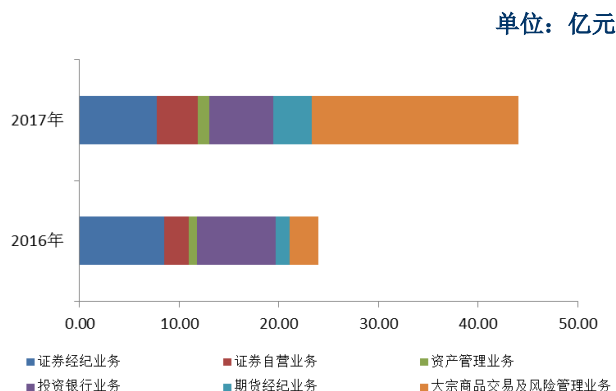


资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

作为国内综合类券商，山西证券经营范围基本涵盖了所有的证券领域，包括财富管理、投资管理、资产管理、投融资、研究、期货和国际业务等板块。公司主营业务由母公司及下属控股子公司共同开展，截至 2017 年末，公司下属 4 家主要控股子公司，包括中德证券有限责任公司（以下简称“中德证券”）、格林大华期货有限公司（以下简称“格林大华”）、山证国际金融控股有限公司和龙华启富投资有限责任公司（以下简称“龙华启富”）。受证券市场行情整体持续震荡以及股票再融资和债券发行市场萎缩影响，2017 年公司证券经纪业务和投资银行业务收入有所下滑，证券自营业务、资产管理业务和期货经纪业务发展良好，同时子公司格林大华积极开展仓单业务，大宗商品交易及风险管理业务收入增幅显著，使得公司营业收入大幅增长。2017 年公司实现营业收入 43.93 亿元，同比增长 87.28%；净利润 4.42 亿元，同比减少 16.15%。分板块来看，2017 年公司证券经纪业务实现收入 7.74 亿元，同比减少 8.81%；证券自营业务实现收入 4.08 亿元，同比增长 66.41%；资产管理业务实现收入 1.22 亿元，同比增长 44.40%；投资银行业务实现收入 6.42

亿元，同比减少 18.85%；期货经纪业务实现收入 3.80 亿元，同比增长 179.51%；大宗商品交易及风险管理业务实现收入 20.82 亿元，同比增长 616.55%。全年证券经纪业务、证券自营业务、资产管理业务、投资银行业务、期货经纪业务、大宗商品交易及风险管理业务收入占公司营业收入的比重分别为 17.63%、9.28%、2.78%、14.62%、8.65% 和 47.39%，大宗商品交易及风险管理业务收入占比最大，但由于其营业利润率较低，对营业利润的贡献度较小，公司营业利润主要来源于证券经纪业务、证券自营业务和投资银行业务。

图 3：2016~2017 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

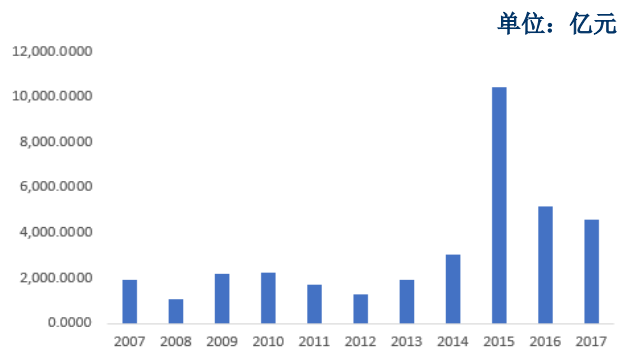
从证券公司分类结果及业绩排名情况来看，公司 2015 年和 2016 年分别获得 A 类 A 级和 B 类 BBB 级，2017 年，主要受投行业务处罚及新三板投资者适当性管理警告等合规因素影响，根据修订后《证券公司分类监管规定》，公司获得 B 类 B 级，合规经营压力加大。在 2016 年证券公司的业绩排名中，公司营业收入、净利润在市场排名分别为第 40 位和第 51 位，较上年分别上升 13 位和下降 4 位；公司总资产和代理买卖证券业务收入排名分别为第 32 位和第 39 位，总资产较上年上升 7 位。

2017 年证券市场行情继续调整，股市交易量收缩；同期证券经纪业务行业竞争充分，佣金率持续下行。公司证券经纪业务量下滑，信用业务发展稳健，证券经纪业务收入同比继续下滑

2017 年，证券市场行情在经历 2015 年的异常波动后继续 2016 年以来的调整，上证综指年末收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%；A 股市场

日均成交额为 4,582.08 亿元，同比减少 11.63%。同时，证券经纪业务市场维持高度竞争态势，行业佣金费率持续下滑至约 0.034%。受交易量下跌影响，2017 年证券行业代理买卖证券业务净收入同比减少 22.04%。

图 4：2007~2017 年证券市场日均交易金额



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

从公司自身来看，2017 年公司新设网点 30 家，年末证券营业部达 108 家。其中，在山西省内有 57 家，山西省外 51 家主要分布于北京、上海、深圳、绍兴、南京、石家庄、重庆、西安、宁波、大连、济南、福州等城市，形成了以国内主要城市为前沿，重点城市为中心，覆盖山西、面向全国的业务发展框架。2017 年，公司证券经纪业务实现营业收入（包含融资融券业务实现的利息收入）7.74 亿元，同比减少 8.81%，主要受交易量下滑加之佣金率下降双重影响；占营业收入的比重为 17.63%，仍是收入的重要来源。

证券经纪业务方面，2017 年，公司经纪业务在管理机制、品牌建设、组织建设、产品管理、投顾及互联网金融等方面积极谋求转型。截至 2017 年末，公司经纪业务客户总数达 164 万余户，托管市值总额约 2,356.68 亿元；当年新增客户 22 万余户，新增客户资产约 60.37 亿元。2017 年，公司代理买卖股基交易额 1.08 万亿元，同比减少 11.90%，其中股票交易市场份额较上年下降 0.03 个百分点至 0.44%，基金交易额及市场份额均显著提升；实现代理买卖证券业务净收入 3.35 亿元，同比减少 33.31%；同期，公司平均佣金率较上年继续下降 0.05 个百分点至 0.37‰。

表 1：2016~2017 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	2016		2017	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票（含两融）	11,975.05	0.47	9,897.80	0.44
基金	262.34	0.12	880.90	0.44
债券	3.97	-	6.24	-
合计	12,241.36	-	10,784.94	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

信用业务方面，2017 年，市场融资融券余额震荡上升，年末沪深两市融资融券余额为 10,262.64 亿元，同比增长 9.26%；股票质押式回购业务快速增长，但个别股票因股价波动而出现风险事件，证券公司面临损失可能。2017 年公司信用业务发展稳健，年末融资融券业务余额 54.64 亿元，同比增长 5.48%，全年实现利息收入 4.05 亿元，与上年持平；股票质押式回购业务待购回金额 30.03 亿元，同比增长 82.22%，全年实现利息收入为 0.75 亿元，同比减少 35.15%；约定式回购业务待购回交易金额 0.41 亿元，全年实现利息收入 0.05 亿元。此外，公司 2017 年转融通业务委托金额 74.07 亿元，同比增长 64.60%。

表 2：2016~2017 年公司信用类业务开展情况

单位：亿元、个、户

	2016	2017
融资融券业务		
开户营业部数量	78	86
信用账户数量	46,332	47,111
融资融券余额	51.80	54.64
利息收入	4.05	4.05
股票质押式回购业务		
委托金额	24.76	33.63
待回购金额	16.48	30.03
利息收入	1.16	0.75
约定式回购业务		
待回购金额	0.43	0.41
利息收入	0.05	0.05

注：融资融券余额仅包括融资余额加融券余额，不包含费用负债及其他负债，此表内容以母公司口径统计

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

机构业务方面，公司机构业务坚持以客户为中心，整合公司业务资源，强化金融同业合作和优势

互补，继续为机构客户和专业投资者提供综合性、专业化金融投资服务。私募基金综合服务业务呈现良好发展态势，累计为 95 只私募基金提供综合服务，2017 年末私募基金资产存量 36 亿元；PB 系统存量产品 19 只，年末资产规模 14.83 亿元。

总体来看，2017 年公司营业网点加快扩张，服务客户数量和客户资产规模稳定增长，但受市场行情持续低迷及竞争加剧影响，代理买卖交易额下滑，证券经纪业务收入同比继续下滑，业绩稳定性较弱，但仍为公司收入和利润的重要来源。

2017 年，在我国股市震荡上扬、债市整体走势较弱的市场环境下，行业自营业务收入大幅反弹。公司固定收益类投资业务交易更为活跃，成为公司新的利润增长点，同时贸易金融业务初步构建，证券自营业务收入增长较快，对公司盈利的贡献度提升

2017 年，A 股市场整体呈现震荡上扬、结构分化的特点，上证指数上涨 6.56%，深证成指上涨 8.48%，创业板指数下跌 10.67%，尤其是价值投资渐成共识，“漂亮 50”贯穿全年始终；债市整体承压，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 4.25%、4.95%和 9.91%；新三板做市指数累计下跌 10.65%。

公司自营业务涵盖权益类和 FICC 类两大领域，其中 FICC 类包括固定收益类投资和贸易金融业务。2017 年，公司自营业务实现营业收入 4.08 亿元，同比增长 66.41%，占营业收入的比重为 9.28%；证券自营业务营业利润率较高，得益于收入的增长，该业务对公司营业利润的贡献度跃升第一位。

权益类投资方面，公司积极探索新的盈利模式，盘活存量资产，强化做市业务风险控制。存量资产盘活使得资产结构得到进一步优化，流动性显著提升，为自营业务良性发展奠定基础；二级市场积极探索新的盈利模式，继续强化投研能力和资产配置能力；研判市场环境，强化新三板做市业务风险控制，盘活存量，严控资金占用，确保合规运作，保证做市业务的顺利开展。

固定收益类投资方面，公司持续加强制度建

设、组织建设和团队建设，同时全方位挖掘交易对手和客户需求，在资金、现券和衍生品等方面与市场主流金融同业机构建立了广泛的合作关系，形成了自营、销售、投顾业务共同发展的业务模式。公司固定收益业务主要采用做市模式，2017 年债券交易额达 34,348.34 亿元，同比增长 129.09%，在证券公司债券交割量排行中位列第 4 位；截至 2017 年末，公司持有的债券余额为 166.11 亿元，同比增长 5.09%。

贸易金融业务方面，2017 年公司成立一级部门贸易金融部，取得了上海票据交易所会员资格，初步构建了国内票据、国际大宗商品两条业务线，并积极筹备衍生品交易和外汇业务。截至 2017 年末，公司票据总持仓 4.84 亿元，交易量 149 亿元，票交所排名 25 位，获票交所“优秀非银行类交易商”。

表 3：2016~2017 年公司自营业务运营情况

单位：亿元、%

证券种类	2016		2017	
	交易额	占比	交易额	占比
股票	52.65	0.34	187.54	0.49
基金	0.32	0.00	8.00	0.02
债券	14,993.35	96.56	34,348.34	89.03
集合理财产品	0.40	0.00	-	-
同业存单	301.38	1.94	2,553.38	6.62
衍生品	179.74	1.16	1,482.12	3.84
合计	15,527.84	100.00	38,579.38	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

私募股权投资业务方面，2017 年，私募股权投资市场募资和投资规模持续增长，受证监会核准加速影响，IPO 退出超越新三板挂牌退出占据首位。公司通过其全资子公司龙华启富开展私募股权投资业务。2017 年，龙华启富顺利完成私募及另类新规下的整改，获得监管机构批准；积极响应精准扶贫号召，发起设立汾西启富扶贫引导基金；探索设立高端装备制造和新能源产业基金。经过多年的持续投入，相关投资回报逐渐显现，2017 年龙华启富实现营业收入 0.83 亿元，同比增长 46.93%，实现净利润 0.24 亿元，同比增长 117.67%。

总体来看，2017 年，公司固定收益类投资业务规模进一步扩大，收益较好，同时新设贸易金融部，初步构建了国内票据、国际大宗商品两条业务线，

证券自营业务收入较快增长，对利润的贡献度提升。但公司目前的证券投资资产结构仍将受到市场环境的直接影响，同时，做市型固定收益业务模式的盈利稳定性和风险水平仍有待观察。

2017 年 A 股 IPO 融资规模继续保持高速增长，再融资市场大幅萎缩；受金融去杠杆以及金融强监管持续影响，债券市场扩容减缓。公司投资银行业务承销金额下降，收入下滑，但在合资券商中综合竞争力依旧靠前

2017 年以来，A 股市场 IPO 审核与发行提速，IPO 市场大幅扩容，但受再融资和减持新规影响，再融资市场规模大幅萎缩。根据东方财富统计，2017 年，沪深两市股权融资金额共计 15,050 亿元，同比下降 21.23%。具体来看，A 股 IPO 发行数量和募集金额分别达 421 家和 2,186.10 亿元，同比分别增长 69.76%和 33.82%；沪深两市再融资发行数量和再融资金额分别为 549 家和 12,863.64 亿元，同比分别减少 32.47%和 26.38%。2017 年，受资金面紧张影响，债券市场扩容放缓，但资产证券化产品依然保持快速增长。2017 年新发行债券规模为 40.8 万亿元，较 2016 年增加约 11%。地方政府债发行量大幅回落，由 2016 年的 6 万亿元缩减至 4.36 万亿元；信用债发行量的收缩趋势也较为明显，全年共发行 7.26 万亿元，较 2016 年缩减近 25%。

公司投资银行业务主要由控股子公司中德证券运营，2017 年中德证券实现营业收入 5.76 亿元，同比减少 22.14%，实现净利润 1.18 亿元，同比减少 33.52%。

股票主承销业务方面，2017 年公司完成主承销家数 15 家，其中 8 家 IPO、7 家增发，受增发承销金额大幅减少影响，总承销金额同比大幅减少 85.09%至 117.65 亿元。而中德证券 IPO 承销金额大幅增长，行业排名上升 13 个位次至第 20 位。值得注意的是，近期 IPO 审核过会率下降，对公司股票承销业务产生一定影响。债券主承销方面，2017 年公司完成债券主承销项目 19 家，承销金额同比减少 40.67%至 182.84 亿元，中德证券公司债和企业债承销金额行业排名第 33 位，同比提升 4 个位次。在合资券商中，中德证券投资银行综合竞争能力继

续保持前两名，股权产品收入继续排名第一。财务顾问业务方面，2017 年公司完成财务顾问业务 61 笔，实现净收入 0.54 亿元，同比增长 58.82%。

新三板业务方面，鉴于监管趋严、市场低迷，公司适时调整新三板业务的工作主线和考核导向，全力开拓国内重点经济区域，同时持续强化质量控制，执业质量显著提升。2017 年，公司完成推荐挂牌企业 24 家，行业排名 29 位，同比上升 25 个位次；完成 23 个增发项目，募集资金 8.26 亿元，行业排名 39 位，同比上升 11 个位次；新三板业务实现营业收入 0.37 亿元。

表 4：2016~2017 年公司投资银行业务情况

	2016	2017
股票主承销及保荐业务		
主承销家数（家）	21	15
主承销金额（亿元）	789.19	117.65
债券主承销业务		
主承销家数（家）	37	19
主承销金额（亿元）	308.17	182.84
财务顾问业务		
财务顾问项目家数（家）	30	61
财务顾问业务净收入（亿元）	0.34	0.54

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2017 年在股票再融资和债券发行市场萎缩的背景下，公司投资银行业务收入下滑，但在合资券商中竞争优势继续巩固，投行业务依旧是公司收入和利润的重要来源。目前 IPO 审核趋严，未来公司投资银行业务仍将受到监管环境和市场环境的影响。

资管新规出台，通道业务规模压缩，主动管理能力重要性凸显，行业受托管理资金本金规模首度下降。公司资产管理业务实现多领域覆盖，管理规模和收入均实现较快增长，但对公司营业收入的贡献度仍较小

2017 年，股市表现同比向好，债市承压。2017 年上证综指上涨 6.56%，上证 50 上涨 25.08%，创业板下跌 10.67%；中债总全价指数下跌 4.26%。2017 年，券商资产管理产品仍以定向资产管理计划为主。近期，监管机构强调不得从事让渡管理责任的通道业务，2017 年 11 月，一行三会共同参与制定

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，提出消除多层嵌套、强化资本约束和风险准备金计提等要求。在新规影响下，券商资管业务的主动管理能力将成为重要的竞争力来源。截至 2017 年末，证券公司受托管理资金本金规模 17.26 万亿元，较 2016 年末减少 0.56 万亿元。2017 年，公司资产管理业务实现收入 1.22 亿元，同比增长 44.40%，占营业收入中的比重为 2.27%，对收入的贡献度相对较小。

2017 年公司设立上海资产管理分公司，引进资产证券化、固定收益等专业团队，资产管理业务范围已涵盖固定收益、资产证券化、权益投资、实业融资业务等多个领域。截至 2017 年末，公司资产管理业务存续产品 78 只，较上年末增加 23 只，管理规模达到 456.42 亿元，同比增加 110.23%，全年实现净收入为 0.51 亿元，同比增加 13.33%；其中，集合类产品 30 只，管理规模达到 38.33 亿元，净收入 0.31 亿元；定向类产品 46 只，管理规模为 407.15 亿元，净收入 0.16 亿元；专项类产品 2 只，管理规模 10.94 亿元，净收入 0.04 亿元。

公募基金管理业务方面，公司以产品为导向，围绕固定收益类产品和权益类产品两大产品条线，在团队建设、制度建设、风险管理等方面持续推进。受监管新规影响，2017 年公司公募基金业务主要围绕存续基金的运作和新产品的设计开展工作，年末公募基金管理 4 只基金，存续规模 36.73 亿元。

表 5：2016~2017 年公司资产管理业务情况

单位：亿元

项目	2016			2017		
	规模	净收入	产品数量	规模	净收入	产品数量
集合资产管理业务	20.56	0.41	23	38.33	0.31	30
定向资产管理业务	196.55	0.04	32	407.15	0.16	46
专项资产管理计划	-	-	-	10.94	0.04	2
公募基金管理业务	51.57	0.64	4	36.73	0.65	4
合计	268.68	1.08	59	493.15	1.16	82

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。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司设立资产管理分公司，

引进专业化团队，资产管理业务实现多领域覆盖，管理规模保持较快增长，收入增势良好，但对营业收入的贡献度仍较小。

2017 年期货市场成交规模继续下滑，子公司格林大华期货经纪业务发展平稳，同时积极开展仓单业务，整体业绩明显提升

2017 年，主要受股指期货仍处于冰封状态以及商品期货需求不旺尤其是黑色系需求减少影响，期货市场成交规模承接 2016 年的下行趋势，出现交易额连续两年的萎缩，全年期货市场累计成交量 30.76 亿手（单边），同比减少 25.66%，累计成交金额 187.90 万亿元（单边），同比减少 3.95%，但金融期货成交量和成交额均有显著回升。同期，商品交易与风险管理行业资产总额和净资产状况持续增长，行业业务收入和盈利大幅增长。

公司的期货业务主要通过其全资子公司格林大华开展。截至 2017 年末，格林大华在上海、北京、天津、郑州等地区设有 27 家营业部。2017 年，格林大华以市场化、计量化、差异化、收入费用比为原则优化管理机制，通过整合业务资源、引进专业团队、细化考核方案、提升中高层开拓和执行力等手段，持续完善运营机制，同时积极开展仓单业务和场外期权交易业务，在“鸡蛋期货+保险”、设立苹果交割库、合作套保等方面进行了有益探索和实践，盈利能力明显改善；全年实现营业收入 23.20 亿元，同比增长 368.37%，实现净利润 0.60 亿元，同比增长 58.17%。仓单业务收入是格林大华营业收入的主要构成，2017 年仓单业务销售收入 19.84 亿元，采购成本 20.01 亿元，仓单业务开展的同时，在期货端进行保值，仓单保值产生净收益 0.68 亿元，仓单业务利润 0.52 亿元。经纪业务方面，2017 年格林大华实现代理成交额 24,505.22 亿元，同比减少 3.70%，实现手续费净收入 1.15 亿元，同比减少 2.54%。

总体来看，2017 年，公司投资银行业务依然保持较强的竞争力，当年积极开展仓单业务，营业收入大幅增长，但整体收入和净利润规模受证券经纪业务和投资银行业务收入下滑影响继续下降。中诚信证评同时关注到公司现有业务对市场行情的依

赖仍较大，可能导致收入和盈利的不稳定性。

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 年、2016 年和 2017 年度财务报告。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

2017 年公司持有的金融资产规模有所增长，同时期货业务存出保证金增长较快，年末资产总额同比增长 7.48%至 516.51 亿元。剔除代理买卖证券款后，公司资产总额为 393.37 亿元，同比增长 7.25%。同期，得益于留存收益的积累，公司所有者权益同比增长 1.79%至 132.64 亿元。

从公司资产流动性来看，公司自有资金规模小幅下降，截至 2017 年末，公司自有资金及现金等价物余额为 61.99 亿元，同比减少 1.24%。从公司所持有金融资产的结构来看，2017 年公司继续加大债券投资力度，开展票据交易业务，截至 2017 年末，公司持有的金融资产中以交易性金融资产占比最高，交易性金融资产、可供出售金融资产和买入返售金融资产分别为 149.71 亿元、15.88 亿元和 63.38 亿元。其中，交易性金融资产投资以债券投资为主；可供出售金融资产投资品种相对分散，其中用于卖出回购交易的质押债券账面价值为 3.20 亿元；买入返售金融资产主要为以债券和股票为标的物的回购业务，剩余期限在一年（含）以内的占比为 82.66%。此外，截至 2017 年末，公司融出资金 54.06 亿元，同比略有增长。截至 2017 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 335.37%，面临的流动性风险较小。

表 6：2015~2017 年末公司金融资产余额明细

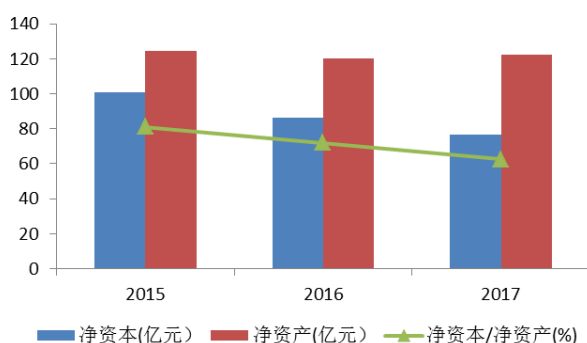
单位：亿元

科目	分类	2015	2016	2017
交易性金融资产	股票投资	5.72	4.65	8.00
	债券投资	0.01	93.83	129.49
	基金投资	12.04	6.59	3.63
	理财产品	0.00	0.54	0.53
	资产管理计划	1.50	1.54	1.54
	债权投资	0.94	1.37	1.69
	票据投资	-	-	4.84
	其他	0.04	-	-
	小计	20.24	108.52	149.71
可供出售金融资产	股票投资	16.69	8.44	4.44
	债券投资	1.59	5.57	3.86
	基金投资	0.20	0.14	0.17
	资产管理计划	2.22	2.17	0.60
	信托计划	8.71	1.17	0.99
	股权投资	5.32	5.62	5.81
	其他	17.97	16.95	-
	小计	52.70	40.06	15.88
买入返售金融资产	股票投资	23.88	5.42	30.44
	债券投资	12.09	58.67	32.76
	其他	-	-	0.33
	减值准备	-	(0.03)	(0.15)
	小计	35.96	64.07	63.38
	合计	108.90	212.65	228.96

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差。
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

得益于留存收益的积累，截至 2017 年末，公司净资产（母公司口径，下同）为 122.54 亿元，同比增长 2.14%；净资本（母公司口径，下同）为 76.58 亿元，同比减少 11.39%，主要受次级债券偿还以及长期股权投资增加影响；净资本/净资产的比率为 62.49%，较上年末下降 9.54 个百分点，但仍远高于 20%的监管标准。

图 5：2015~2017 年末公司净资产和净资本变化情况



注：此处为母公司口径。

数据来源：公司定期报告，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高于证监会制定的监管标准，反映出公司较高的资本充足性和安全性。

表 7：2015~2017 年末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
净资本（亿元）	-	-	100.75	86.42	76.58
净资产（亿元）	-	-	124.28	119.98	122.54
风险覆盖率（%）	>=120	>=100	399.66	236.64	214.37
资本杠杆率（%）	>=9.6	>=8	34.05	23.23	20.73
流动性覆盖率（%）	>=120	>=100	343.96	772.66	335.37
净稳定资金率（%）	>=120	>=100	173.29	136.94	136.43
净资本/净资产（%）	>=24	>=20	81.07	72.03	62.49
净资本/负债（%）	>=9.6	>=8	66.83	37.54	31.32
净资产/负债（%）	>=12	>=10	82.44	52.12	50.12
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	<=80	<=100	37.64	34.82	13.63
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	<=400	<=500	7.32	122.99	143.18

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：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2017 年末，公司净稳定资金率为 136.43%，高于 100%的监管指标，较上年末下降 0.51 个百分点，公司具有较稳定的资金来源，能够为后续业务的开展奠定良好基础。

资产负债率方面，2017 年以来，公司对外融资增加，资产负债率有所上升。截至 2017 年末，公司扣除代理买卖证券款后的资产负债率为 66.28%，较上年末上升 1.81 个百分点。

表 8：2017 年末公司与同行业主要证券公司风险控制指标比较

指标名称	中信证券	广发证券	华泰证券	光大证券	广州证券	湘财证券	山西证券
净资本（亿元）	867.08	636.65	467.43	326.84	120.23	87.94	76.58
净资产（亿元）	1,232.17	759.80	786.83	484.22	111.52	81.15	122.54
风险覆盖率（%）	166.31	248.78	193.75	267.78	242.08	394.44	214.37
资本杠杆率（%）	16.67	22.49	19.05	25.38	25.38	47.25	20.73
流动性覆盖率（%）	290.32	155.59	619.25	233.05	282.24	1,788.38	335.37
净稳定资金率（%）	122.03	134.47	130.39	140.19	140.27	180.92	136.43
净资本/净资产（%）	70.37	83.79	59.41	67.50	107.81	108.37	62.49
净资本/负债（%）	29.49	38.95	29.72	37.47	52.80	116.44	31.32
净资产/负债（%）	41.91	46.48	50.08	55.52	48.98	107.45	50.12
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	33.23	35.07	60.50	28.90	8.66	16.14	13.63
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	124.35	155.11	108.16	158.82	139.03	51.62	143.18

数据来源：各公司年度报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司资产总额和所有者权益均有所增长，受对外融资增加影响，财务杠杆水平小幅提升；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

2017 年，公司子公司格林大华积极开展仓单业务，大宗商品交易及风险管理业务收入大幅增长，成为公司营业收入的第一大来源，但该业务营业利润率较低，对公司利润的贡献度相对较小；同时，在证券市场行情震荡、股票再融资和债券发行市场低迷的背景下，公司经纪业务收入和投资银行业务收入均出现下滑，但仍然是公司收入的重要来源，证券自营业务业绩则表现良好，对公司营业利润的贡献度明显提升。主要受仓单业务规模扩张影响，2017 年公司实现营业收入 43.93 亿元，同比增长 87.28%。

从营业收入的构成来看，手续费及佣金收入系公司收入重要来源，2017 年公司实现手续费及佣金净收入 11.68 亿元，同比减少 21.26%；受仓单业务收入大幅增长影响，手续费及佣金净收入在营业收入中的占比下降至 26.59%。手续费及佣金净收入主要来自于经纪业务和投资银行业务。经纪业务波动与证券市场景气度密切相关，2017 年受证券市场持续震荡影响，公司实现经纪业务手续费净收入 4.76 亿元，同比减少 24.60%，在手续费及佣金净收入中的占比由 2016 年的 42.57%下降至 40.77%。

表 9：2015~2017 年公司营业收入情况

单位：亿元

	2015	2016	2017
手续费及佣金净收入	26.08	14.84	11.68
其中：经纪业务手续费净收入	18.54	6.32	4.76
投资银行业务手续费净收入	7.08	7.45	5.65
资产管理业务手续费净收入	0.15	0.38	0.56
基金管理业务手续费净收入	0.24	0.64	0.65
投资咨询业务手续费净收入	0.06	0.06	0.06
利息净收入	3.50	2.66	0.56
投资收益	6.53	4.22	10.19
公允价值变动收益	0.80	-1.28	0.19
汇兑净损益	0.01	0.01	-0.03
其他业务收入	1.46	3.01	21.27
资产处置收益	-	0.00	0.00
其他收益	-	-	0.06
营业收入合计	38.39	23.46	43.93

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，2017 年公司投资银行业务承销金额有所减少，全年实现投资银行业务手续费净收入 5.65 亿元，同比减少 24.13%；在手续费及佣金净收入中的占比为 48.38%，较上年下降 1.83 个百分点。

资产和基金管理业务方面，2017 年公司受托资产管理规模大幅增长，全年分别实现资产管理业务和基金管理业务手续费净收入 0.56 亿元和 0.65 亿元，同比分别增加 48.08%和 2.62%，但对收入的贡

献度相对较小。

利息净收入方面，2017 年，受卖出回购金融资产款和拆入资金利息支出增加影响，公司实现利息净收入 0.56 亿元，同比减少 78.80%。

此外，受持有及处置金融工具收益增加以及证券市场波动导致相关金融资产公允价值变动影响，2017 年公司投资净收益（含公允价值变动收益）出现大幅增长，全年实现投资净收益（含公允价值变动收益）10.38 亿元，同比增长 252.96%。

其他业务收入方面，2017 年子公司格林大华积极开展仓单业务，公司实现其他业务收入 21.27 亿元，主要为仓单业务收入，同比增加 18.26 亿元，占营业收入的比重为 48.41%。

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，2017 年，随着营业网点和员工人数的增加，职工薪酬、租赁费及物业费用等增加，业务及管理费同比增长 12.31%，同时受收入规模大幅增长影响，业务及管理费用率下降 22.00 个百分点至 32.96%。同期，公司其他业务成本为 21.27 亿元，均为仓单业务成本，同比增加 18.45 亿元；资产减值损失为 1.64 亿元，包括分别计提可供出售金融资产、融出资金和存货减值损失 0.73 亿元、0.45 亿元和 0.33 亿元。

利润方面，受上述因素共同影响，2017 年公司实现营业利润 6.30 亿元，同比减少 9.85%，实现净利润 4.42 亿元，同比减少 16.15%。

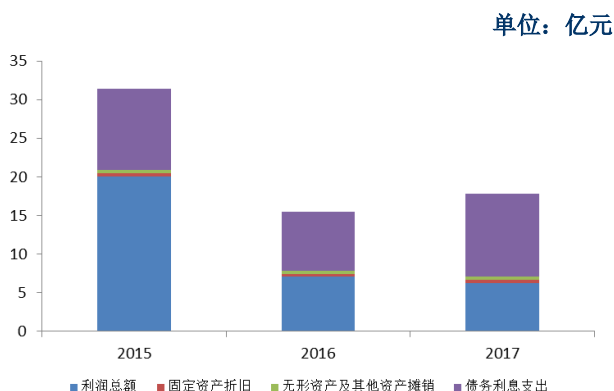
表 10：2017 年公司与同行业部分公司盈利能力指标（合并口径）比较

指标名称	中信证券	广发证券	华泰证券	光大证券	广州证券	湘财证券	山西证券
营业收入（亿元）	432.92	215.76	211.09	98.38	17.43	13.48	43.93
业务及管理费（亿元）	169.93	94.61	97.50	52.34	13.00	6.94	14.48
净利润（亿元）	119.77	90.83	94.08	31.27	2.41	4.30	4.42
业务及管理费用率（%）	39.25	43.85	46.19	53.20	74.57	51.53	32.96

数据来源：各公司年度报告，中诚信证评整理

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要包括利润总额和债务利息支出，2017 年公司债务利息支出大幅增加，使得 EBITDA 同比增长 14.98%至 17.78 亿元。

图 6：2015~2017 年公司 EBITDA 构成情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司证券经纪业务和投资银行业务收入有所下滑，证券自营业务发展较好，得益于仓单业务的积极开展，营业收入大幅增长，但仓单业务对利润的贡献较为有限，同时资产减值损失的计提对公司盈利水平亦产生影响，公司净利润

有所下滑。公司业绩对市场行情依赖度依然较大，中诚信证评将持续关注证券市场走势以及政策环境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

2017 年，公司应付短期融资款、拆入资金、交易性金融负债和应付债券均同比增加，卖出回购金融资产款有所减少年末总债务为 240.62 亿元，同比增加 7.57%。

从经营性现金流看，受债券回购业务规模减少、存出保证金净增加及采购仓单支付的现金增加影响，2017 年公司经营活动现金流仍呈净流出状态，当年经营活动现金净流出 5.92 亿元。

从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2017 年公司债务利息支出增加较快，EBITDA 对债务利息的覆盖程度有所下降。2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.66 倍，较上年下降 0.37 倍；总债务/EBITDA 为 13.54 倍，较上年下降 0.93 倍。

表 11：2015~2017 年偿债能力指标

单位：亿元

指标	2015	2016	2017
总债务	141.43	223.69	240.62
资产负债率（%）	59.16	64.47	66.28
经营活动净现金流	36.21	-9.13	-5.92
EBITDA	31.36	15.46	17.78
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.98	2.03	1.66
总债务/EBITDA（X）	4.51	14.47	13.54

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2017 年末，公司获得主要贷款银行的授信额度为 215.50 亿元，未使用额度为 215.50 亿元，备用流动性充足。

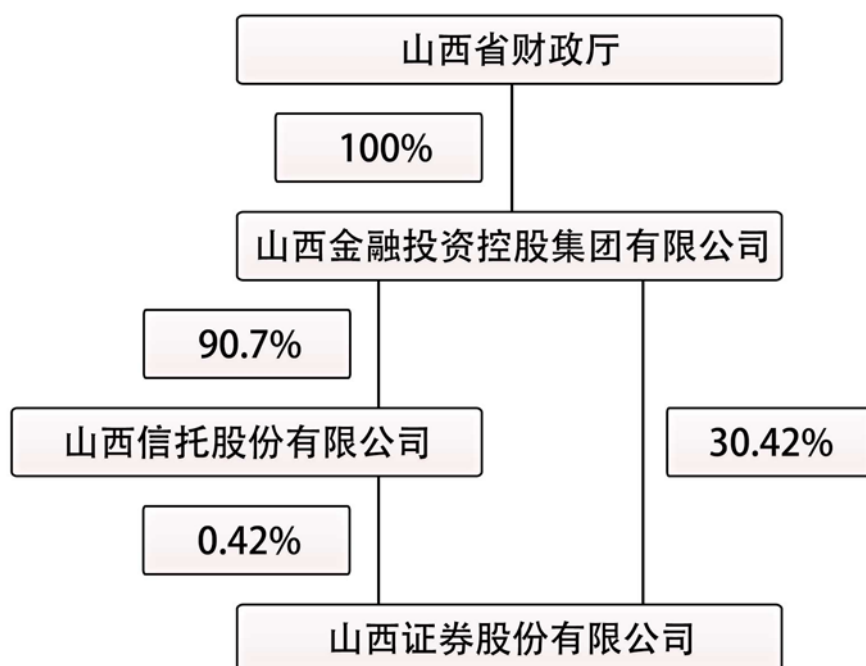
对外担保方面，截至 2017 年末，公司无重大对外担保；重大诉讼、仲裁事项方面，截至 2017 年末，存在一笔未决诉讼涉及 8,000 万元人民币，犯罪嫌疑人胡贤采取私刻印鉴、伪造转账支票的手段，将山西证券原子公司山西智信网络有限公司（以下简称“智信网络”）存入中国农业银行太原市分行漪汾街分理处的 8,000 万元人民币存款转移，目前该案尚未审结，中诚信证评将持续关注。

综合来看，2017 年公司资产总额和净资产均有所增长，对外融资增加，资产负债率小幅上升。受证券市场整体行情低迷、股票再融资和债券发行市场收缩以及公司资产减值损失计提影响，公司当年盈利规模有所下滑。但公司整体资产质量仍较好，资产安全性高，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依然很强。

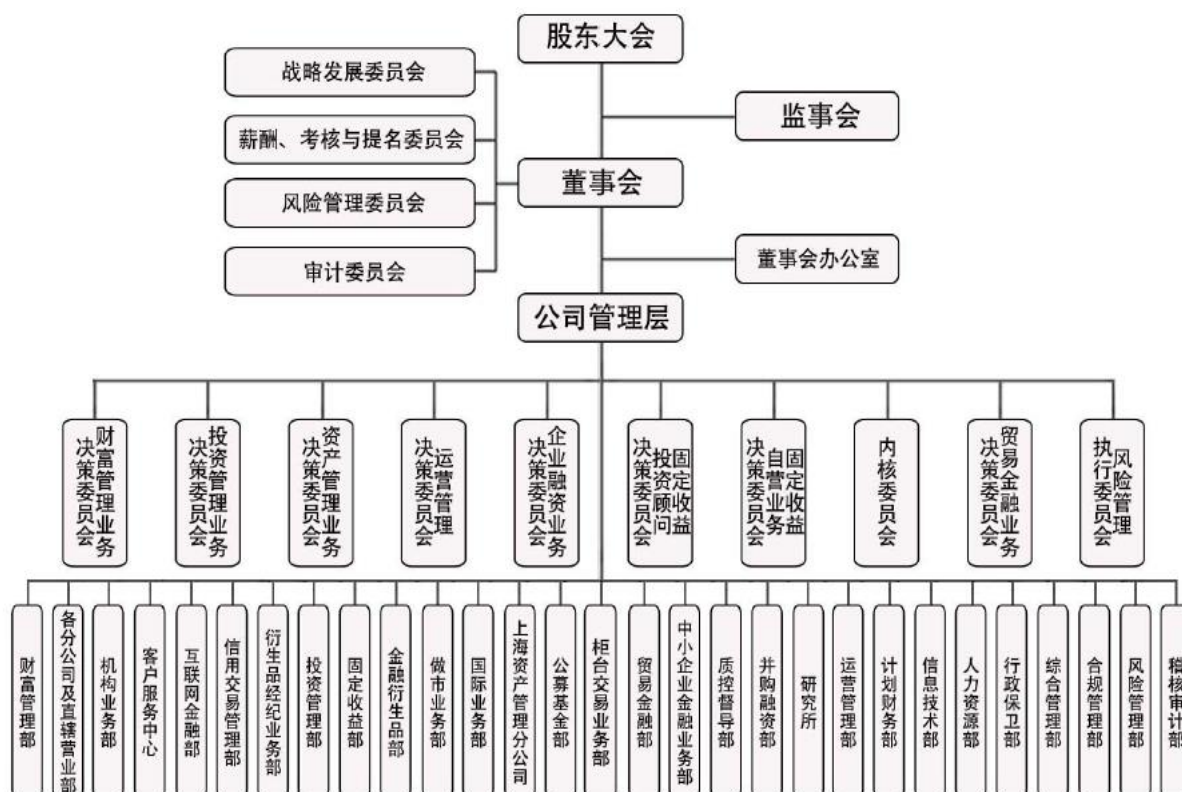
结 论

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 12 月 31 日）



附二：山西证券股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 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）	2015	2016	2017
自有资金及现金等价物	121.42	62.76	61.99
交易性金融资产	20.24	108.52	149.71
可供出售金融资产	52.70	40.06	15.88
衍生金融资产	0.00	0.00	0.01
持有至到期金融资产	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	3.40	3.24	4.00
总资产	481.81	480.58	516.51
代理买卖证券款	158.04	113.81	123.14
总债务	141.43	223.69	240.62
所有者权益	132.21	130.30	132.64
净资本	100.75	86.42	76.58
营业收入	38.39	23.46	43.93
手续费及佣金净收入	26.08	14.84	11.68
经纪业务净收入	18.54	6.32	4.76
证券承销业务净收入	7.08	7.45	5.65
资产管理业务净收入	0.15	0.38	0.56
利息净收入	3.50	2.66	0.56
投资收益	6.53	4.22	10.19
公允价值变动收益	0.80	-1.28	0.19
业务及管理费用	14.63	12.89	14.48
营业利润	19.97	6.99	6.30
净利润	14.81	5.28	4.42
EBITDA	31.36	15.46	17.78
经营性现金流量净额	36.21	-9.13	-5.92
财务指标	2015	2016	2017
资产负债率（%）	59.16	64.47	66.28
风险覆盖率（%）（注）	399.66	236.64	214.37
资本杠杆率（%）（注）	34.05	23.23	20.73
流动性覆盖率（%）	343.96	772.66	335.37
净稳定资金率（%）	173.29	136.94	136.43
净资本/净资产（%）（注）	81.07	72.03	62.49
净资本/负债（%）（注）	66.83	37.54	31.32
净资产/负债（%）（注）	82.44	52.12	50.12
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）（注）	37.64	34.82	13.63
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）（注）	7.32	122.99	143.18
业务及管理费用率（%）	38.11	54.96	32.96
摊薄的净资产收益率（%）	11.43	3.81	3.27
净资本收益率（%）（注）	13.17	4.34	5.54
EBITDA 利息倍数（X）	2.98	2.03	1.66
总债务/EBITDA（X）	4.51	14.47	13.54
净资本/总债务（X）	0.71	0.39	0.32
经营性现金净流量/总债务（X）	0.26	-0.04	-0.02

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。

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+期末长期借款+期末衍生金融负债

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。