

跟踪评级公告

联合[2018]977号

西部证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

西部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”

西部证券股份有限公司公开发行的“15 西部 01”和“15 西部 02”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月十九日

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>

西部证券股份有限公司 公司债券2018年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 西部 01	14.30 亿元	3 年	AAA	AAA	2017/06/23
15 西部 02	25.70 亿元	5(3+2) 年	AAA	AAA	2017/06/23

跟踪评级时间：2018 年 6 月 19 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	541.84	512.44	525.77
自有资产（亿元）	382.80	406.95	417.12
所有者权益（亿元）	124.76	176.57	177.31
自有负债（亿元）	258.04	230.38	239.81
可快速变现资产（亿元）	332.84	355.26	360.99
总债务（亿元）	232.80	198.51	217.04
营业收入（亿元）	34.06	31.70	5.63
净利润（亿元）	11.13	7.54	1.63
自有资产负债率（%）	67.41	56.61	57.49
净资本（亿元）	118.27	156.38	158.14
净资产（亿元）	124.11	175.36	176.41
净资本/各项风险准备之和(%)	256.15	290.12	269.22
净资本/净资产（%）	95.29	89.17	89.64
净资本/负债（%）	51.86	76.33	73.15
营业费用率（%）	54.26	52.20	67.54
平均净资产收益率（%）	9.02	5.01	0.92
EBITDA（亿元）	22.71	18.92	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.10	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.10	2.29	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.57	0.47	--

注：1、本报告中涉及净资产、净资产指标均为母公司口径。2、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。3、本报告中 2018 年第一季度财务数据未经审计，相关指标均未年化。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对西部证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西部证券”）的跟踪评级反映了其作为全国性综合类 A 股上市证券公司，资本实力雄厚，在陕西省内保持明显区域优势。2017 年，公司收入结构更为均衡，自营业务发展较好，已成为公司第一大收入来源。截至 2017 年末，公司资产中可快速变现资产占比较高，流动性较好，资本充足性较好。

同时，联合评级也关注到经济周期波动、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能会对公司经营带来的不利影响。此外，“乐视网”股票质押回购业务违约涉及金额较大，且违约业务后续资金回收难度较大，若后期融出本金无法收回或损失扩大，将对公司未来财务状况产生不利影响。此外，2018 年 6 月，公司因存在违规行为被陕西证监局下发行政监管措施决定书，内控管理水平需进一步完善提高；其中公司被暂停股票质押式回购交易业务 6 个月，将对公司信用业务开展和利润增长造成不利影响。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“15 西部 01”、“15 西部 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司作为陕西省国资委旗下企业，系陕西省内唯一 A 股上市证券公司，在陕西省内继续保持了较强区域竞争优势。

2. 公司业务结构均衡，2017 年证券市场持续低迷期间，公司充分把握市场机会，自营业务发展较好，已成为公司第一大收入来源。

3. 截至 2017 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。2017

年，公司所有者权益和净资本规模较年初大幅增长，资本充足性较好。

关注

1. 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业务发展和收益水平带来系统性风险。2017 年，受市场行情和监管政策的影响，公司经纪业务和投行业务收入下降幅度较大，公司营业收入及净利润规模有一定程度的下降。

2. “乐视网”股票质押回购业务违约涉及金额较大，且违约业务后续资金回收难度较大，公司已于 2017 年末计提单项金融资产减值准备 4.39 亿元，但若后期融出本金无法收回或损失扩大，将对公司未来财务状况产生不利影响。

3. 跟踪期内，公司在中国证监会分类评价中被评为 B 类 BBB 级，较 2016 年有所下降，同时公司被多次出具监管措施；其中 2018 年 6 月，公司因存在违规行为被陕西证监局下发行政监管措施决定书，内控管理水平需进一步提高；其中公司被暂停股票质押式回购交易业务 6 个月，将对公司信用业务开展和利润增长造成较大影响。

分析师

刘克东

电话：010-85172818

邮箱：liukd@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：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

西部证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西部证券”）是在陕西证券有限公司、宝鸡证券公司以及陕西信托投资有限公司和西北信托投资有限公司整体或所属证券营业部合并重组的基础上，以发起设立方式设立的股份有限公司，初始注册资本为 10.00 亿元。2012 年 5 月 3 日，公司在深圳交易所正式挂牌上市（股票代码：002673.SZ），成为我国第 19 家上市证券公司，是陕西省唯一一家全牌照的上市证券公司。截至 2018 年 3 月末，公司总股本为 35.02 亿股，公司第一大股东陕西省电力建设投资开发公司持股比例为 25.77%，公司实际控制人为陕西省国资委，直接间接控股比例合计达 35.56%。前五大股东情况如下表所示。

表 1 截至 2018 年 3 月公司前五大股东持股情况表（单位：%）

股东	持股比例
陕西省电力建设投资开发公司	25.77
上海城投控股股份有限公司	15.09
西部信托有限公司	9.79
北京远大华创投资有限公司	3.83
中央汇金资产管理有限责任公司	1.75
合计	56.23

资料来源：公司公告

公司的经营范围：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；股票期权做市；为期货公司提供中间介绍业务。

截至 2017 年末，公司下设证券事务部、总经理办公室、计划财务部、人力资源部、信息技术部、风险管理部、合规与法律事务部、研究发展中心、运营管理总部、零售与机构业务部、网络金融与财富管理部、信用交易部、投资银行总部、固定收益部、做市业务管理部等 21 个业务及职能部门。截至 2017 年末，公司设有已开业的 107 家证券营业部，12 个分公司，2 个全资子公司：西部优势资本投资有限公司（以下简称“西部优势”）和西部期货有限公司（以下简称“西部期货”），以及 1 个控股公司西部利得基金管理有限公司（以下简称“西部利得”）；在职员工合计 3,013 人。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 512.44 亿元，其中客户资金存款 89.50 亿元，客户备付金 14.44 亿元；负债总额 335.87 亿元，其中代理买卖证券款 105.49 亿元；所有者权益 176.57 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 175.86 亿元，母公司口径净资本 156.38 亿元。2017 年，公司实现营业收入 31.70 亿元，净利润 7.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.52 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 525.77 亿元，其中客户资金存款 88.94 亿元，客户备付金 19.03 亿元；负债总额 348.46 亿元，其中代理买卖证券款 108.65 亿元；所有者权益 177.31 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 176.60 亿元，母公司口径净资本 158.14 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.63 亿元，净利润 1.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.62 亿元。

公司注册地址：陕西省西安市新城区东大街 319 号 8 幢 10000 室；法定代表人：刘建武。

二、跟踪债券概况

“15 西部 01”

“西部证券股份有限公司 2015 年面向合格投资人公开发行公司债券(品种一)”, 发行规模 14.30 亿元, 债券面值 100 元, 平价发行, 期限为 3 年。本期债券已于 2015 年 9 月 22 日发行结束, 发行票面利率为 4.00%, 每年付息一次, 到期还本, 付息日为 2016 年至 2018 年每年的 9 月 22 日。本期债券于 2015 年 11 月 26 日起在深圳证券交易所挂牌交易, 证券简称“15 西部 01”, 证券代码“112282.SZ”。本期债券存续期内, 公司均已按期足额支付“15 西部 01”利息。

截至目前, 公司所募集资金扣除发行费用后全部用于补充营运资金。以上资金完全通过募集资金专项账户运作, 与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。

“15 西部 02”

“西部证券股份有限公司 2015 年面向合格投资人公开发行公司债券(品种二)”, 发行规模 25.70 亿元, 债券面值 100 元, 平价发行, 期限为 3+2 年, 附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券已于 2015 年 9 月 22 日发行结束, 发行票面利率为 4.08%, 每年付息一次, 到期还本, 付息日为 2016 年至 2020 年每年的 9 月 22 日, 若投资者行使回售选择权, 则回售部分债券的付息日期为自 2016 年至 2018 年每年的 9 月 22 日。本期债券于 2015 年 11 月 26 日起在深圳证券交易所挂牌交易, 证券简称“15 西部 02”, 证券代码“112283.SZ”。本期债券存续期内, 公司均已按期足额支付“15 西部 02”利息。

截至目前, 公司所募集资金扣除发行费用后全部用于补充营运资金。以上资金完全通过募集资金专项账户运作, 与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。

三、行业环境

严监管环境和活跃度较低的市场环境下, 2017 年证券公司收入水平延续下降趋势, 业务结构同质化依旧明显, 经纪、自营、投行仍是收入的主要构成, 但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。

2017 年以来, 证券行业在监管趋严和市场交投活跃度较低的环境下, 业绩分化有所加深, 风险事件逐步得到控制。行业监管思路明确为依法监管、从严监管、全面监管, 在投行业务、股票质押业务、再融资业务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《证券公司分类监管规定》, 引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控, 对证券行业整体信用能力的提升是利好。未来, 在监管政策和行业转型的推动下, 证券公司肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥, 中国资本市场的持续发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

2017 年, 证券市场呈现结构性行情, 绩优股涨幅较大, 中小盘股连续下跌, 指数处于震荡并小幅上升趋势, 但整体市场活跃度较上年有所下降。2018 年初, 受美股大幅下跌拖累, 证券市场有所下跌, 但整体来看, 受美联储加息和我国经济形势向好的双向影响, 市场维持震荡性行情。从业务表现看, 2017 年证券公司收入水平延续下降趋势, 但降幅有所收窄; 经纪、自营、投行仍是收入的主要构成, 但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。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, 2017 年, 131 家证券公司中, 120 家公司实现盈利, 全年实现营业收入 3,113.28 亿元, 全年实现净利润 1,129.95 亿元, 分别同比减少 5.08%和 8.47%。从收入结构来看, 2017 年证券公司经纪业务和投行业务收入占比有所下降, 自营业务和资管业务收入占比有所提升, 自营业务取

代经纪业务成为第一大收入来源。2017 年，证券投资收益（含公允价值变动）占比 27.66%，较上年度提高 10.32 个百分点；代理买卖证券业务净收入收入占比较去年减少 5.73 个百分点至 26.37%；证券承销与保荐业务净收入占比 12.34%，较上年度减少 3.51 个百分点；财务顾问业务净收入、投资咨询业务净收入、资产管理业务净收入和利息净收入的占比分别为 4.03%、1.09%、9.96%和 11.18%。截至 2017 年底，131 家证券公司总资产为 6.14 万亿元，较 2016 年底增加 6.04%；净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，较 2016 年底分别增加 12.80%和 7.48%，资本实力有所提升。

2018 年，证券行业“强监管”态势将进一步延续，对证券公司风控能力和合规管理提出了更高要求，全行业业绩将保持平稳；同时，随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，行业分化将进一步加大，行业龙头位置将更加明显。

2018 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，证券公司肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。“十九大”报告明确提出“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重”，资本市场承担着为实体经济提供必要的资金支持的重要作用。2018 年初，受美联储加息和中美贸易摩擦影响，证券市场振幅加剧。预计 2018 年证券市场将延续结构性行情，IPO 保持常态化发行趋势，同时出现系统性风险的概率较低，从而推动证券行业的业务转型，以创新能力带动直接融资市场，更好的服务实体经济，持续优化收入结构，全行业业绩将保持平稳。同时，2018 年预计强监管的态势将会进一步延续，《证券公司分类监管规定》更加强调全面风险管理；《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》将继续倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点。

随着监管强化和市场环境变化，证券行业竞争愈加激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。大、中、小型证券公司业绩分化格局将进一步显现，大型证券公司得益于多元化的业务布局，经营业绩受市场环境和监管政策变动的影响较小。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势；同时《证券公司分类监管规定》利好综合性大证券公司，行业集中度可能进一步上升，中小券商的竞争压力将进一步提高。

总体看，在金融去杠杆和严监管的背景下，证券公司需进一步提高风控能力和合规管理能力，全行业业绩将保持平稳，行业分化将进一步加剧，行业龙头地位将更加明显，中小券商竞争压力将进一步加重。

四、管理与内控

2017 年，公司合规部门开展专项合规检查 17 次、合规中心常规检查 29 次；公司全年共开展各类审计、评价项目 79 项，提交审计、评价报告及管理建议书 82 份。审计发现各类问题 367 条，提出管理建议 393 条，所提出的合规检查和审计意见得到积极整改。2017 年度，公司根据监管要求以及新业务的开展，制定、修订了 200 余部涉及风险管理、合规管理、内部审计、资金管理、人力资源管理、招标及选聘管理、经纪业务、自营业务、客户资产管理业务、信用交易业务、固定收益业务、推荐业务、代销金融产品业务、金融衍生品自营业务、投行业务质量控制和信息技术等方面的内部控制制度，制度制定、审查、颁布的流程规范，制度执行的监督检查机制运行有效，保证了新业务的规范运作，提升了公司业务风险控制水平。

2017 年，公司共召开股东大会 3 次，审议通过了《2016 年度董事会工作报告》、《审议修订〈公

司章程>的提案》等议案；召开董事会 10 次，会议通过了《2016 年度总经理工作报告》、《关于豁免章程规定的董事会会议通知期限》、《西部证券股份有限公司研究咨询业务发展规划（2017 年-2019 年）》等议案；召开监事会 5 次。整体看，2017 年公司权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范、相互协调、相互制衡，公司的法人治理体制运行良好。

高管变动方面，2017 年 3 月 9 日，公司原董事、总经理祝健先生因个人和家庭原因申请辞去公司第四届董事会董事、总经理职务及在公司所任一切相关职务。经公司董事会审议通过，由公司副总经理何方先生代为履行公司总经理职责。2017 年 6 月 29 日，谢凯先生被选举为公司第四届董事会董事。2017 年 9 月 6 日，公司第四届董事会第二十七次会议审议通过了《关于提请审议聘任公司总经理的提案》，聘任何方先生为公司总经理。2018 年 1 月，范明先生因工作变动辞去公司非独立董事职务，根据公司控股股东陕西省电力建设投资开发公司提名，推荐王毛安先生为公司第四届董事会非独立董事候选人，现已经临时股东大会审议批准通过。2018 年 4 月 26 日，谢凯先生因个人原因申请辞去公司第四届董事会董事职务，同时不再担任公司战略委员会委员职务。2018 年 5 月 8 日，刘建武先生因工作安排变动原因申请辞去公司董事、董事长及战略委员会主席和风险控制委员会主席职务，辞职后刘建武先生不再担任公司任何职务。鉴于新任董事长的选举工作尚需经过相应的法定程序，根据《证券公司董事、监事和高级管理人员任职资格监管办法》和《公司章程》的有关规定，刘建武先生的辞职申请将在公司选举产生新任董事长后生效。

监管处罚方面，公司及子公司收到 6 项监管措施，其中涉及公司 5 项、子公司西部利得及其相关人员 1 项。2017 年 1 月，公司收到中国证监会《关于对西部证券股份有限公司采取责令改正措施的决定》（[2017]6 号）。2017 年 4 月，公司子公司西部利得收到中国证监会《行政处罚决定书》（[2017]47、55、56 号），同期，公司收到全国中小企业股份转让系统有限责任公司《关于对西部证券股份有限公司采取自律监管措施的决定》（股转系统发[2017]159 号）。2017 年 8 月，公司收到青岛证监局《青岛证监局关于对西部证券股份有限公司履行债券承销机构和受托管理人义务有关问题的监管关注函》（青证监函[2017]242 号）。2017 年 10 月，公司收到湖南证监局《关于对西部证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（[2017]25 号）。2017 年 12 月，公司收到中国证券业协会《关于对西部证券股份有限公司采取自律惩戒措施的决定》（[2017]47 号）。上述监管措施反映公司个别产品推介宣传、观察名单及限制名单制度执行、投资银行业务持续督导（受托管理）以及子公司基金管理业务具体操作执行环节存在问题，目前各项整改工作均已完成。

2018 年 6 月 15 日，公司收到陕西证监局《关于对西部证券股份有限公司采取限制业务活动、责令限期改正并处分有关责任人员措施的决定》（中国证券监督管理委员会陕西监管局行政监管措施决定书（2018）8 号），公司存在股票质押式回购交易业务部分风控指标设置不审慎、业务决策标准执行不严格、尽职调查不充分、交易跟踪管理不完善，业务发生较大风险；固定收益部未严格执行隔离墙制度，债券承销、债券自营、投资顾问业务间存在人员混合操作、相互交易情况；自营业务较长时间内未能实现集中统一管理，投资决策、交易审批内部控制机制未能有效执行；作为“16 川菜”、“16 建东”、“15 津港”等多只公司债券的承销商、受托管理人，尽职调查不充分、底稿不完备、募集说明书披露信息不准确，受托管理工作未能勤勉尽责，存在未签署募集资金专户三方监管协议、未能发现或披露发行人未按约定用途使用募集资金、募集资金与日常经营性资金往来混同等问题；多笔大额自有资金的用途和审批程序不符合财务管理制度规定；首席风险官担任与职责相冲突的其他职务，风险管理信息技术系统未完全覆盖各类业务等 6 项相关问题。陕西证监局决定对公司做出在 2018 年 6 月 25 日至 2018 年 12 月 25 日期间，暂停公司股票质押式回购交易业务与责令公司改正并处分有关责任人员的监督管理措施。

在中国证监会对证券公司的分类监管评级中，公司 2017 年分类监管评价结果为 BBB 级，分类监管评价结果较去年有所降低，内控管理水平有待进一步提升。

总体看，跟踪期内，公司治理体制运行良好，管理层进行部分调整但对公司整体经营管理影响不大；公司收到多项监管措施，2017 年证监会分类监管评级有所下降，公司内控管理水平需进一步完善提高，联合评级将对公司后续整改情况保持关注。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务板块包括证券经纪业务、证券自营业务、投资银行业务、资产管理业务、信用交易业务、固定收益业务和新三板业务等，其中证券经纪业务、证券自营业务、投资银行业务和信用交易业务为公司的主要收入来源。2017 年，证券市场行情震荡趋势，公司营业收入和净利润均有所下降。2017 年，公司实现营业收入 31.70 亿元，同比减少 6.94%，实现净利润 7.54 亿元，同比减少 32.22%，下滑幅度超过行业平均水平（-5.08%和-8.47%），盈利能力下降较显著，主要系因股票质押业务出现违约风险计提单项金融资产减值准备 4.39 亿元，导致净利润的大幅下降所致。

表 2 2016~2018 年 3 月公司各项业务收入情况（单位：亿元，%）

业务类别	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	11.35	32.42	8.43	27.79	1.91	32.05
证券自营业务	7.43	21.23	8.70	28.69	1.88	31.44
投资银行业务	3.96	11.31	3.78	12.46	0.23	3.86
资产管理业务	1.23	3.52	1.22	4.01	0.25	4.12
信用交易业务	7.02	20.05	6.46	21.30	1.58	26.49
固定收益业务	2.93	8.36	1.21	3.97	0.20	3.42
新三板业务	1.09	3.12	0.54	1.77	-0.09	-1.47
合计	35.00	100.00	30.33	100.00	5.97	100.00

资料来源：公司年报

注：表中合计数为公司主要业务收入合计数。

从收入构成看，2017 年证券自营业务超过证券经纪业务成为公司第一大收入来源。2017 年，公司证券自营业务实现收入 8.70 亿元，同比增长 17.12%，主要系公司把握市场行情，权益投资取得较好收益所致；证券自营业务占比 28.69%，较上年上升 7.47 个百分点。2017 年，公司证券经纪业务实现收入 8.43 亿元，同比下滑 25.70%，主要系 2017 年公司股票交易额下滑所致；证券经纪业务占比 27.79%，较上年下降 4.63 个百分点。2017 年，公司信用交易业务实现收入 6.46 亿元，同比下降 7.90%，主要系公司融资融券业务日均余额下降，息费收入同比下降所致；信用交易业务占比 21.30%，与上年基本持平。2017 年，投资银行业务¹实现收入 3.78 亿元，同比减少 4.62%，主要系公司投资银行总部债券承销收入下滑所致；投资银行业务占比 12.46%，较 2016 年增长 1.15 个百分点。2017 年，资产管理业务实现收入 1.22 亿元，占比 4.01%，较上年变化不大。公司固定收益业务主要系债券承销收入，2017 年固定收益业务实现营业收入 1.21 亿元，同比大幅下滑 58.80%，主要系 2017 年受监管环境、利率上行和同业竞争三大因素影响，债券承销金额下降所致；固定收益业务占比 3.97%，较上年末下滑 4.39 个百分点。2017 年，新三板业务实现收入 0.54 亿元，同比下降 50.84%，主要系

¹ 投资银行业务收入系公司投资银行总部实现收入，不包含新三板挂牌业务收入，包含少量债券承销收入。

随着新三板市场热度下降，新三板市场挂牌企业数量大幅下降所致；新三板业务占总收入比重 1.77%，较上年下降 1.35 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.63 亿元，同比下降 15.08%，主要系受证券市场行情影响，公司经纪业务、投资银行业务和资产管理业务收入均有下降所致；受营业收入下降影响，公司实现净利润 1.63 亿元，同比下降 10.20%。

总体看，2017 年，公司营业收入仍以证券经纪业务、自营业务和信用交易业务为主，其中自营业务较好发展；受市场行情波动及公司股票质押业务大额计提减值影响，公司营业收入和净利润有所降低。同时，联合评级也关注到，公司主营业务受证券市场行情和监管政策环境变化影响较大，收入存在一定的波动性风险。

2. 业务运营

(1) 证券经纪业务

2017 年，公司经纪业务积极转型，大力发展中间业务，走差异化竞争道路；积极优化网点布局，进一步“深耕陕西、布局全国”，提升服务质量；深化业务协同，发挥综合业务触角作用；强化金融科技支撑作用，稳步开展互联网金融服务，不断提升互联网移动终端的用户体验，积极落实投资者适当性管理办法，做好投资者保护工作。

2017 年，公司扎实推进经纪业务网点布局工作，新设 21 家分支机构，主要集中于陕西省内。截至 2017 年末，公司拥有 107 家已开业证券营业部，其中陕西省 60 家，在陕西省内具有明显的渠道网点优势和较强的市场竞争力，同时在北京、上海、深圳、广州、成都、济南、天津、兰州等重要城市也都设立了营业部，基本形成了立足陕西、覆盖全国主要城市的经纪业务网络。2017 年，公司代理买卖证券业务平均佣金率由 2016 年的 0.86‰ 下降至 0.72‰，处于行业内较高水平，公司佣金率下降压力仍较大。

证券经纪业务收入仍为公司营业收入重要来源。2017 年公司股票交易额下滑，尽管公司债券交易额大幅上升，但债券交易佣金率整体较低，使得公司经纪业务收入下滑明显，2017 年实现经纪业务收入 8.43 亿元，同比下降 25.70%。代理买卖证券业务方面，公司经纪业务总交易量为 32,090.69 亿元，同比增长 16.18%，其中股票交易量为 10,660.25 亿元，市场份额为 0.47%，基金交易量为 169.89 亿元，市场份额为 0.09%，债券交易量为 21,260.54 亿元，市场份额为 0.40%，其中债券交易额较上年大幅增加，债券市场份额由 2016 年的 0.30% 上升至 0.40%，股票和基金市场份额较上年有所下降。

表 3 2016~2018 年 3 月公司经纪业务发展情况（单位：亿元，%）

证券种类	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	13,271.68	0.52	10,660.25	0.47	2,503.72	0.44
基金	213.75	0.10	169.89	0.09	68.32	0.17
债券	14,136.70	0.30	21,260.54	0.40	5,047.66	0.42
合计	27,622.13	--	32,090.69	0.41	7,619.70	0.42

资料来源：公司提供

代销金融产品业务方面，2017 年，公司代销金融产品规模 2.91 亿元，较 2016 年大幅下降 99.58%，主要系公司代销基金产品规模大幅缩减所致，受公司代销金融产品规模大幅下降的影响，公司代理销售金融产品总收入 0.02 亿元，同比下降 91.46%。客户方面，2017 年，公司经纪业务新增客户 31,375 户，截至 2017 年底，经纪业务客户总数为 101.86 万户。

2018 年 1~3 月，公司实现经纪业务手续费净收入 1.52 亿元，同比下降 19.15%。2018 年 1~3 月，公司股票交易额 2,503.72 亿元，同比下降 7.60%；基金交易额为 68.32 亿元，同比大幅增长 97.00%；债券交易额为 5,047.66 亿元，同比增长 1.31%。

总体看，2017 年，公司继续加强网点布局，在陕西省内保持较强竞争优势；但受公司股票交易额下滑和佣金率走低的影响，公司经纪业务收入有所下滑。

（2）大投行业务

公司大投行业务主要包括投资银行业务、固定收益业务和新三板挂牌业务。公司投资银行业务主要由投资银行总部负责开展，固定收益业务由固定收益部负责开展，新三板挂牌业务主要由北京第一分公司负责开展。其中，截至 2017 年底，公司投资银行业务在职人员 175 名，拥有保荐代表人 20 名。

2017 年，公司完成 7 个 IPO 项目、1 个再融资项目，IPO 项目完成较去年大幅增长 250.00%。2017 年，公司投资银行业务实现收入 3.78 亿元，同比减少 4.62%，主要系公司投资银行总部债券承销收入下滑所致。2017 年，公司固定收益业务实现收入 1.21 亿元，同比大幅下滑 58.80%，主要系 2017 年受监管环境、利率上行和同业竞争三大因素影响，债券发行市场低迷所致。2017 年受到整体债券市场不利因素的影响，公司共发行债券 35 只，较 2016 年减少 28 只，主承销金额 287.90 亿元，同比下降 48.15%。2017 年，随着新三板市场热度下降，公司新三板市场挂牌企业数量由 2016 年的 107 家大幅下降至 40 家，2017 年公司新三板挂牌业务实现收入 0.69 亿元，同比下降 38.20%。

表 4 公司投资银行业务情况表（单位：家，笔，亿元）

项目	2016 年	2017 年
主承销 IPO 家数	2	7
主承销 IPO 金额	14.75	62.90
主承销再融资家数	2	1
主承销再融资金额	28.84	7.10
主承销债券笔数	63	35
主承销债券金额	555.22	287.90
新三板推荐家数	107	40

资料来源：公司提供

2018 年 1~3 月，公司主承销债券 6 只，主承销金额 55.70 亿元，无 IPO 和再融资项目完成，完成新三板推荐 4 家。2018 年 1~3 月，公司投资银行业务、固定收益业务和新三板挂牌业务分别实现收入 0.23 亿元、0.20 亿元和 0.12 亿元。

项目储备方面，在股票市场 IPO 发行新常态背景下，公司充分把握政策机遇，有效推进股权融资业务，截至 2018 年 3 月末，公司 IPO 在审项目共 2 家，并已储备了 17 个项目，预计未来 IPO 业务收入将稳步增长；截至 2018 年 3 月末，公司已取得批文待发行债券总计 17 只；此外，公司新三板业务已储备项目 173 个。

总体看，2017 年，投资银行业务有小幅下滑；固定收益业务、新三板业务受到行业整体不利因素的影响，下滑幅度较大。目前，公司项目储备较为充足，随着项目转化，有利于公司大投行业务增长。

（3）自营业务

公司自营业务主要以权益投资、固定收益投资和金融衍生品投资为主，由上海第一分公司负责开展。2017 年，公司权益类投资业务优选持仓品种，合理控制仓位，积极扩展海外市场，取得超额

收益；固定收益类投资业务适时保持合理的久期和杠杆，积极开拓新的投资品种，重视信用风险；金融衍生品投资方面大力推进创新业务，丰富创新业务品种和业务类型，为公司拓宽投资渠道积极探索。2017 年，自营业务实现营业收入 8.70 亿元，同比上升 17.12%，主要系公司把握市场行情，权益投资取得较好收益所致。2017 年，公司累计实现证券投资收益在行业 125 家券商中排名第 17 位，公允价值变动净收入在行业 107 家券商中排名第 6 位²。

从规模上看，截至 2017 年末，公司自营投资业务总规模为 214.13 亿元，较年初增长 36.19%，主要系公司积极抓住 A 股主板上行行情，并适时扩大自营投资规模；其中股票投资、债券投资、基金投资和其他类投资余额占总投资规模的比重分别为 3.79%、79.85%、9.42%和 6.94%，公司自营投资仍以债券类投资产品为主。从投资结构上看，截至 2017 年末，公司股票投资占比较年初变化不大，债券投资占比较年初增长 3.88 个百分点，基金投资和其他产品投资占比分别较年初下滑 1.88 个百分点和 1.72 个百分点。2017 年权益市场结构化行情凸显，公司适度增加了股票投资规模，截至 2017 年底，公司股票投资余额 8.11 亿元，较年初上升 26.92%。截至 2017 年底，公司债券投资余额 170.98 亿元，较年初增长 43.14%。此外，公司基金和其他产品投资规模也均有上升，截至 2017 年底，公司基金和其他产品投资规模分别为 20.17 亿元和 14.87 亿元，分别较年初增长 13.51%和 9.18%；其中，其他产品主要为证券公司理财产品。

表 5 2016~2018 年 3 月末公司自营证券投资结构（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
股票	6.39	8.11	14.30
债券	119.45	170.98	196.37
基金	17.77	20.17	6.02
其他	13.62	14.87	19.02
合计	157.23	214.13	235.71

资料来源：公司提供

表 6 截至 2018 年 3 月底公司自营业务债券投资结构（单位：亿元，%）

项目	金额	占比
按短期信用评级列示的债券投资	13.70	6.97
其中：A-1	13.70	6.97
按长期信用评级列示的债券投资	178.00	90.65
其中：AAA	65.37	33.29
AA+	56.71	28.88
AA	53.59	27.29
AA-	2.33	1.19
未评级的债券投资	4.67	2.38
其中：中小企业私募债	1.02	0.52
地方政府债	1.00	0.51
同业存单	0.00	0.00
其他	2.65	1.35
合计	196.37	100.00

资料来源：公司提供

² 排名数据取自公司年报

截至 2017 年底，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 6.73%，较年初下降 22.83 个百分点；自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 137.81%，较年初下降 2.76 个百分点，主要系公司增加净资本 38.10 亿元，同时净资本的增长速度不及债券规模增长速度所致

2018 年 1~3 月，公司自营业务实现收入 1.88 亿元，同比上升 117.65%。截至 2018 年 3 月末，公司自营业务证券投资余额 235.71 亿元，较上年末增加 10.08%，其中股票投资余额为 14.30 亿元，债券投资余额为 196.37 亿元，基金投资余额 6.02 亿元，其他类投资产品余额 19.02 亿元，债券投资、股票投资和其他产品投资规模持续增长。截至 2018 年 3 月底，公司债券投资中具有短期债项级别的全部为 A-1，规模为 13.70 亿元；具有长期信用评级的债券投资合计 178.00 亿元，主要由 AA 级以上（含 AA 级）债券构成，合计占债券投资总规模的 89.46%，AAA 级债券占比 33.29%；未评级的债券合计 4.67 亿元，主要由中小企业私募债、地方政府债和政策性金融债等构成；公司债券投资整体风险较低。截至本报告出具日，公司所持债券尚无实质违约情况，尚未有计提减值准备。

总体看，跟踪期内，公司证券自营业务在市场波动较大的背景下，不断根据市场行情变化，对投资品种进行结构优化，取得了相对较好的投资收益。同时联合评级也关注到，自营业务受市场行情影响较大，未来收入实现存在不确定性。

（4）资产管理业务

2017 年，公司资产管理业务持续加强内控及风险管理能力，期末公司资产管理业务总规模为 591.89 亿元，较上年末减少 8.61%，其中，主动管理规模为 163.37 亿元，占总规模的 27.60%，与去年基本持平。截至 2017 年末，公司集合资产管理计划产品规模 66.16 亿元，同比下滑 6.80%，占总规模的 11.18%，与去年基本相同；定向资产管理计划产品规模 455.53 亿元，同比降低 13.25 个百分点，占总规模的 76.96%，较上年末降低 4.11%；专项管理计划规模 70.21 亿元，同比提升 36.09%，占总规模的 11.86%，较上年末上升 3.90 个百分点。2017 年，公司实现资产管理业务收入 1.22 亿元，同比小幅下降 1.20%。

表 7 2016~2018 年 3 月末公司资产管理业务规模情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月末
集合资产管理计划	70.98	66.16	66.73
定向资产管理计划	525.08	455.53	438.76
专项管理计划	51.59	70.21	64.67
合计	647.65	591.89	570.17

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月末，公司资产管理业务总规模为 570.17 亿元，较年初下降 3.67%，其中集合资产管理计划规模 66.73 亿元、定向资产管理计划规模 438.76 亿元、专项资产管理计划规模 64.67 亿元。2018 年 1~3 月，公司资产管理业务手续费净收入 0.20 亿元，同比大幅降低 62.26%。

总体看，2017 年，公司资产管理业务规模有所降低，业务结构在逐步调整，但仍以定向资产管理业务为主；整体收入水平基本维持稳定，对公司收入贡献仍然较小。

（5）信用交易业务

2017 年，公司信用交易业务实现收入 6.46 亿元，同比下降 7.90%，主要系公司融资融券业务日均余额下降导致的息费收入下降所致。公司信用业务收入占总收入比重的 21.30%，与上年基本相同。2017 年末，公司信用业务杠杆率 54.21%，较年初下降 20.86 个百分点，信用业务杠杆水平处于较低水平。

融资融券业务方面，2017 年证券市场成交量较上年有所萎缩，客户融资意愿愈发谨慎，公司融资融券业务规模日均余额下降。截至 2017 年底，公司两融业务余额 53.42 亿元，与上年基本相同。2017 年，公司两融利息收入 3.96 亿元，同比下降 10.00%，主要系公司融资融券业务日均余额下降所致。

股票质押回购业务方面，公司继续保持对股票质押业务的稳定投入。截至 2017 年底，公司股票质押期末待购回初始交易额为 70.88 亿元，同比上升 10.68%。2017 年，公司股票质押回购利息收入 2.46 亿元，同比下滑 3.15%。

2016 年 3~9 月，贾跃亭、贾跃民、刘弘和杨丽杰等人与公司陆续签订股票质押式回购交易协议及相关补充协议，贾跃亭、贾跃民、刘弘和杨丽杰等人分别将其持有的共计 4,871 万股乐视网股票（证券代码：300104）质押给公司，融入初始交易本金共计 11.06 亿元。截至 2017 年底，贾跃亭、贾跃民、刘弘和杨丽杰累计提供质押标底股票数量合计为 1.22 亿股。贾跃亭、贾跃民、刘弘和杨丽杰等人未按约定支付利息，且未能依约履行相应合同义务，构成违约。公司已先后向法院提起民事诉讼，要求贾跃亭、贾跃民、刘弘和杨丽杰等人支付融资本金、利息、违约金共计 10.38 亿元。目前案件均正着审理过程中。根据公司相关会计政策，公司已在 2017 年度计提资产减值准备共计 4.39 亿元，除与贾跃亭、贾跃民、刘弘和杨丽杰等人有关的业务外。截至 2017 年末，公司股票质押业务无其他违约情况。

2018 年 6 月 15 日，公司收到陕西证监局下发行行政监管措施决定书。根据决定书内容，陕西证监局对公司做出在 2018 年 6 月 25 日至 2018 年 12 月 25 日期间，暂停公司股票质押式回购交易业务的监督管理措施。目前，公司正在进行相应的整改工作，股票质押回购业务暂停将会对公司信用交易业务造成较大不利影响，联合评级也将对后续及相关整改情况保持关注。

总体看，2017 年，公司信用业务整体收入有所下滑，融资融券业务和股票质押式回购业务收入均略有降低，但信用交易业务仍保持了对公司收入、利润的重要贡献。同时，“乐视网”股票质押回购业务违约涉及金额较大，且违约业务后续资金回收难度较大，若后期融出本金无法收回或损失扩大，将对公司未来财务状况产生不利影响。此外，公司被监管部门暂停股票质押式回购交易业务 6 个月，将对公司信用业务开展和利润增长造成较大不利影响，联合评级将对此保持关注。

（6）其他业务及主要控股参股公司

2017 年，公司做市业务作为“泛买方”业务体系的有效补充，共为 135 家股转系统挂牌企业提供新三板做市服务，较上年增加 23 家，排名行业第 32 位，排名较上年下滑 2 位。此外，公司期权做市商业务系统及交易策略运行稳定，目前总资金规模为 1.4 亿元。

2017 年，公司积极申请托管业务资格，拓展私募基金综合服务业务，确保 PB 交易系统运行稳定。2017 年，公司托管业务实现收入 482.59 万元。截至 2017 年底，公司托管存量资产管理机构 50 家，综合服务项目 60 个，业务规模约 21.27 亿元。

2017 年，公司国际业务实现营业收入 1024.13 万元，积极拓展美元债财务顾问业务，开发债券融资计划等新业务，扎实做好项目储备，致力于为境内外客户提供跨境投资、资本市场融资和交易等服务。

2017 年，公司初步搭建了一支有市场竞争力的研发团队，搭建卖方研究平台，有针对性地开拓机构客户，差异化产品已得到市场初步认可，并与 15 家公募基金签署席位租赁协议，为业务拓展打下基础。

2017 年，根据行业自律规范要求，西部优势持续完善内控体系和制度建设，向私募投资基金子公司规范转型。2017 年，西部优势实现营业收入 5,853.11 万元，同比增长 88.06%。截至 2017 年底，

存续投资金额 2.75 亿元，管理基金投资总额 15.14 亿元，已投资项目 91 个。目前，西部优势已完成公司章程及营业执照变更手续，并按照监管部门要求，上报私募投资基金子公司的整改方案。

2017 年，西部利得资产管理规模不断扩大，收入结构明显改善，多元化发展趋势显现，首次实现全年盈利。截至 2017 年底，西部利得资产管理规模 516.59 亿元，同比增长 22.44%。2017 年，西部利得实现营业收入 1.45 亿元，同比增长 82.14%；取得净利润 399.75 万元。

2017 年，西部期货充分把握商品期权等行业新机遇，坚持差异化发展理念，深化业务模式转型发展，推进全牌照业务体系构建，落实期货投资者适当性管理，提升对机构客户的专业服务，加大信息技术投入，确保对创新业务的支持。2017 年，西部期货实现营业收入 1.11 亿元，同比增长 21.90%。2017 年，西部期货获得首批上海国际能源交易中心会员资格；增资工作稳步推进，风险管理子公司已完成设立工作，新设大连营业部，并筹备设立北京分公司。

总体看，2017 年，公司场外业务发展较好；公司子公司继续推进业务结构转型，但子公司对公司利润贡献度仍较低。

3. 未来发展

2018 年，公司将以客户和市场为导向，加快业务结构调整和战略转型，全面提升合规与风险管理水平，形成并不断提高核心竞争力，在巩固传统优势业务的同时注重补齐业务短板，促进整体业务结构转型升级，实现进入行业一流券商的目标。

公司战略层面，公司将继续紧抓政策和市场机遇，充分利用上市公司平台优势，灵活运用多种融资模式，不断扩充资本实力，扩大业务规模，增强抗风险能力，以资本战略助推公司战略目标的实现。

业务发展方面，公司将不断完善业务体系，大力发展薄弱业务，改善公司收入结构；深入推进公司客户结构转型战略实施；持续加大信息技术投入，有效推进公司金融科技步伐；大力探索国际化发展方式；完善合规风控体系建设，实现公司高质量发展。

总体看，公司针对公司特点和行业特征制定了较为明晰的发展战略。同时，公司着力提升合规风控建设水平，有利于公司推进业务转型，整体竞争力逐步提升。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2016~2017 年财务报告经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留的审计意见。2017 年公司合并/剥离结构化主体规模较小，影响不大，总体看，公司财务数据可比性较强。公司 2018 年第一季度财务数据未经审计。

截至 2017 年底，公司资产总额 512.44 亿元，其中客户资金存款 89.50 亿元、客户备付金 14.44 亿元；负债总额 335.87 亿元，其中代理买卖证券款 105.49 亿元；所有者权益 176.57 亿元；母公司口径净资本 156.38 亿元。2017 年，公司实现营业收入 31.70 亿元，净利润 7.54 亿元，其中归属母公司所有者净利润 7.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -44.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 -57.51 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 525.77 亿元，其中客户资金存款 88.94 亿元、客户备付金 19.03 亿元；负债总额 348.46 亿元，其中代理买卖证券款 108.65 亿元；所有者权益 177.31 亿元，母公司口径净资本 158.14 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.63 亿元，净利润 1.63 亿元，其

中归属母公司所有者净利润 1.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.58 亿元。

2. 资产质量与流动性

截至 2017 年底，公司资产总额 512.44 亿元，较年初下降 5.43%，主要系受证券市场波动影响，客户资金存款和客户备付金大幅下降及公司存款大幅下降所致。公司自有资产规模有所增长，截至 2017 年底，公司自有资产规模为 406.95 亿元，较年初增长 6.31%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产*大幅增加所致。公司自有资产仍以可快速变现资产为主，截至 2017 年底，公司可快速变现资产为 355.26 亿元，占自有资产的比重为 87.30%，较年初下滑 0.40 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*、融出资金和买入返售金融资产是可快速变现资产的主要组成部分，2017 年末在可快速变现资产中的占比分别为 57.79%、15.32%和 15.13%。与年初相比，公司可快速变现资产结构有所变化，除以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产*、融出资金和自有结算备付金占比有所上升外，其他科目均有所下降。

表 8 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
自有资产	382.80	406.95	417.12
可快速变现资产	332.84	355.26	360.99
其中：可供出售金融资产*	23.26	18.10	19.39
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产*	150.25	201.39	217.05
融出资金	53.87	54.44	49.43
自有货币资金	35.34	15.49	21.26
自有结算备付金	10.96	12.07	10.97
买入返售金融资产	59.17	53.76	42.88
非自有资产	159.04	105.49	108.65
其中：客户资金存款	110.53	89.50	88.94
客户备付金	32.07	14.44	19.03
资产总额	541.84	512.44	525.77

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

注：可快速变现资产中带*科目，已剔除信托计划、理财产品、其他权益投资等不能快速变现资产，因此带*科目与财务报表数据存在差异。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产*账面价值 37.00 亿元，较年初减少 39.77%，主要系委托证金公司集中投资管理的专户资金退出所致；其中，债券占比 46.79%、证券公司理财产品占比 43.09%、其他权益投资占比 7.37%。截至 2017 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*205.29 亿元，较年初增长 34.28%，主要系债券投资大幅增长所致；其中，债券占比 80.37%、股票占比 4.94%、基金占比 12.79%。截至 2017 年底，公司融出资金为 54.44 亿元，较年初增长 1.06%；从融出资金期限来看，以 1~3 个月为主，占比 49.82%。截至 2017 年底，公司货币资金 104.99 亿元，较年初下降了 28.02%，主要系市场整体交易量下降导致客户资金存款减少所致；其中，自有货币资金 15.49 亿元；自有货币资金中有 0.25 亿元受限存款，主要系公司子公司西部利得据证监会要求提取的用于弥补尚未识别的可能性损失的一般风险准备。截至 2017 年底，公司买入返售金融资产 53.76 亿元，较年初下降了 9.13%，主要系公司债券逆回购业务缩减所致；其中，股票质押式回购占比 77.15%、债券逆回购占比 23.24%；公司对买入返售金融资产计提减值准备 0.21 亿元，主要系公司固定以 0.50%

的比例对股票质押式回购业务计提的减值。对于“乐视网”股票质押业务，因相关融资合约已到期且仍未收回资金，公司已将其转入应收账款中应收融资客户款科目核算，截至 2017 年末，公司应收账款账面余额为 10.93 亿元，较年初大幅增长 122.56%；其中应收融资客户款账面余额 10.22 亿元，主要系“乐视网”股票质押业务违约款项，公司对应收账款计提坏账准备 4.45 亿元，主要系对“乐视网”股票质押业务计提的坏账准备 4.39 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 525.77 亿元，自有资产为 417.12 亿元，分别较年初增长 2.60%和 2.50%。

总体看，2017 年，公司可快速变现资产在自有资产中保持较高比重，整体资产质量较高、流动性较好。

3. 负债及杠杆水平

截至 2017 年底，公司自有负债 230.38 亿元，较年初下滑 10.72%，主要系公司短期公司债到期和收益凭证发行规模大幅收缩所致。其中，卖出回购金融资产款和应付债券（含次级债）占自有负债的比例分别为 50.41%和 25.96%。截至 2017 年末，公司卖出回购金融资产款为 116.14 亿元，较年初上升 29.52%，主要系公司自营业务债券回购规模增长所致。截至 2017 年末，公司应付债券（含次级债）为 59.81 亿元，较年初变化不大。随着公司应付短期融资款到期清偿，2017 年末，公司应付短期融资款由 2016 年末的 53.10 亿元大幅降至 3.22 亿元。

表 9 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
自有负债	258.04	230.38	239.81
其中：卖出回购金融资产款	89.67	116.14	131.58
应付短期融资款	53.10	3.22	3.02
应付债券（含次级债）	59.72	59.81	59.84
非自有负债	159.04	105.49	108.65
其中：代理买卖证券款	147.13	105.49	108.65
负债合计	417.08	335.87	348.46
全部债务	232.80	198.51	217.04
其中：短期债务	173.08	138.70	157.20
长期债务	59.72	59.81	59.84
自有资产负债率	67.41	56.61	57.49
净资本/负债	51.86	76.33	73.15
净资产/负债	54.42	85.60	81.59

资料来源：公司审计报告,净资本/负债与净资产/负债来源于公司母公司口径的监管报表。

截至 2017 年底，公司净资本/负债和净资产/负债指标分别为 76.33%和 85.60%，较去年末大幅提高，远高于行业监管标准；自有资产负债率为 56.61%，较年初下降 10.80 个百分点，结合公司所处的证券行业来看，公司杠杆处于适中水平。

从有息债务来看，截至 2017 年末，公司有息债务为 198.51 亿元，较 2016 年末下降 14.73%，主要系公司应付短期融资款规模大幅下降所致；其中，短期债务占比 69.87%，长期债务占比 30.13%。从债务结构来看，截至 2017 年底，公司短期有息债务占比 69.87%，较年初下降 4.48 个百分点，债务结构有所优化，但以短期为主。从公司全部债务偿还期结构来看，截至 2017 年末，公司有息债务偿还期主集中在 2018 年，需要公司进行较好的流动性管理。

表 10 截至 2017 年末公司有息债务偿还期限结构（单位：亿元，%）

到期期限	2018 年到期	2019 年到期	2020 年到期	合计
金额	152.96	--	45.55	198.51
占比	77.05	--	22.95	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2018 年 3 月末，公司自有负债 239.81 亿元，较年初上升 4.09%，主要系公司卖出回购金融资产款规模大幅上升所致；公司自有资产负债率为 57.49%，较年初小幅上升 0.88 个百分点，仍处于适中水平；公司净资本/负债和净资产/负债指标分别为 73.15%和 81.59%，较年初分别下降 3.18 个百分点和 4.01 个百分点。

总体看，2017 年，公司自有负债规模有所下降，杠杆水平处于行业适中水平。同时，联合评级也关注到，公司债务于 2018 年到期的金额占比较高，需对公司流动性管理情况保持关注。

4. 资本充足性

截至 2017 年底，公司股东权益合计 176.57 亿元，较年初大幅上升 41.52%，其中归属于母公司所有者权益 175.86 亿元，主要系公司于 2017 年 4 月完成了向公司原股东配股，增加股本和资本公积分别为 7.06 亿元和 40.60 亿元所致；在归属于母公司所有者权益中，公司股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占比 19.91%、54.03%、5.00%和 10.93%，股本和资本公积占比较高，公司股东权益的稳定性较好。根据公司 2017 年年度权益分派实施公告，公司以现有总股本 35.02 亿股为基础，向全体股东每 10 股派 0.70 元人民币（含税），共分配利润合计 2.45 亿元，剩余利润留存对于公司资本补充作用较好。

2017 年 4 月，公司完成配股公开发行股票工作，共发行股票 7.06 亿股，配股资金总额 48.52 亿元，截至 2017 年末，公司净资本和净资产规模较年初均有较大幅度增长，分别为 156.38 亿元和 175.36 亿元，分别同比增长 32.22%和 41.29%，净资本中核心净资本占比 100.00%。从主要风控指标来看，截至 2017 年末，公司母公司口径的净资本/净资产指标为 89.17%，较 2016 年末减少 6.12 个百分点，但仍处于较高水平；资本杠杆率为 40.89%，较上年末大幅上升 10.32 个百分点；各项风险资本准备之和由 2016 年末的 46.17 亿元增至 53.90 亿元；受各项风险资本准备上升影响，风险覆盖率指标由 2016 年末的 256.15%上升至 290.12%；净稳定资金率和流动性覆盖率分别为 147.94%和 738.18%，均显著高于行业预警水平。总体看，公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 11 公司风险控制指标监管报表（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末	监管标准	预警标准
核心净资本	108.27	156.38	158.14	--	--
附属净资本	10.00	0.00	0.00	--	--
净资本	118.27	156.38	158.14	--	--
净资产	124.11	175.36	176.41	--	--
各项风险准备之和	46.17	53.90	58.74	--	--
表内外资产总额	354.18	382.47	394.78	--	--
风险覆盖率	256.15	290.12	269.22	≥100	≥120
资本杠杆率	30.57	40.89	40.06	≥8	≥9.6
流动性覆盖率	950.44	738.18	486.43	≥100	≥120
净稳定资金率	174.8	147.94	144.11	≥100	≥120
净资本/净资产	95.29	89.17	89.65	≥20	≥24

数据来源：公司风险控制指标监管报表，为母公司口径。

截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益为 177.31 亿元，较年初变化不大；受公司 30 日内现金流出增加影响，公司流动性覆盖率大幅下降至 486.43%，但仍属较高水平，其余各项风控指标较年初变化不大，均符合监管标准。

总体看，2017 年，公司所有者权益和净资本规模较年初大幅增长，公司各项风险控制指标处于行业较高水平，资本充足性较好。

5. 现金流

从现金流来看，2017 年公司经营性现金流净流出规模有所缩减，主要系证券投资者活跃度下降导致公司代理买卖证券业务现金净流出规模下降所致。2017 年，公司投资性现金流净流出规模有所上升，主要系公司投资支付的现金和购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模上升所致。2017 年公司筹资性现金流净流出规模有所增长，主要系公司筹资活动减少，导致筹资活动流入规模有所缩减所致。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	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
经营性现金流量净额	-52.37	-44.55	8.76
投资性现金流量净额	-1.19	-3.58	0.06
筹资性现金流量净额	-2.80	-9.37	-0.24
现金及现金等价物净增加额	-56.35	-57.51	8.58
年末现金及现金等价物余额	188.76	131.25	139.82

资料来源：公司审计报告

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 8.76 亿元；投资活动现金流净额为 0.06 亿元；筹资活动现金流净额为-0.24 亿元。

总体看，公司经营活动现金流净流出规模有所下降，投资活动现金流净流出规模有所抬升，融资渠道较为畅通，公司整体现金流状况处于正常水平。

6. 盈利能力

2017 年证券市场整体较为低迷且监管趋严，公司的经纪业务和投资银行业务收入下降显著，营业收入整体规模有所下滑，2017 年公司实现营业收入 31.70 亿元，同比减少 6.94%，公司营业收入主要来源于佣金净收入、利息净收入和投资收益，2017 年手续费及佣金净收入占营业收入总额的 48.79%，较上年度下降 10.00 个百分点；2017 年利息净收入和投资收益为 3.76 亿元和 11.34 亿元，较上年度同比下降分别为 5.17%和 17.01%。2017 年公司实现净利润 7.54 亿元，同比下降 32.22%，降幅较大主要系 2017 年公司“乐视网”股票质押业务违约计提了 4.39 亿资产减值损失所致。

从营业支出来看，2017 年公司营业支出 21.91 亿元，同比增长 11.68%，主要系坏账损失和可供出售金融资产减值损失大幅增长导致资产减值损失大幅增加所致。从支出构成来看，主要是业务及管理费，2017 年公司业务及管理费为 16.55 亿元，占比 75.54%，同比下降 10.46 个百分点，主要系公司职工薪酬减少所致。2017 年，公司营业费用率为 52.20%，同比下降 2.05 个百分点；薪酬收入比为 0.37 倍，公司成本控制能力有所抬升。

表13 公司盈利情况表（单位：亿元，%，倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
营业收入	34.06	31.70	5.63
其中：手续费及佣金净收入	20.03	15.47	2.81
利息净收入	3.96	3.76	0.37
投资收益	13.67	11.34	2.90
公允价值变动损益	-3.64	1.08	-0.44
营业支出	19.62	21.91	3.79
其中：业务及管理费	18.48	16.55	3.80
营业利润	14.45	9.79	1.84
净利润	11.13	7.54	1.63
营业费用率	54.26	52.20	67.54
薪酬收入比	0.42	0.37	0.46
营业利润率	42.41	30.89	32.67
平均自有资产收益率	2.92	1.91	0.39
平均净资产收益率	9.02	5.01	0.92

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

注：2018年一季度数据未审计，相关指标未年化。

从盈利指标来看，2017 年公司盈利能力较 2016 年下降明显，营业利润率 30.89%、平均自有资产收益率 1.91%和平均净资产收益率 5.01%，较上年度分别下降 11.52 个百分点、1.01 个百分点和 4.01 个百分点，公司平均净资产收益率低于行业平均（6.48%）水平，盈利能力有待提高。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.63 亿元，同比下降 15.08%，主要系受证券市场行情影响，公司经纪业务、投资银行业务和资产管理业务收入均有下降所致；其中手续费及佣金收入为 2.81 亿元，占营业收入的比重为 49.89%，投资收益为 2.90 亿元，占营业收入比重为 51.41%。受营业收入下降影响，公司实现净利润 1.63 亿元，同比下降 10.20%。

总体看，2017 年，受证券市场低迷、股票质押业务违约的影响，公司营业收入减少，利润规模明显下降，盈利能力有所下降，盈利能力尚待提升。

7. 偿债能力

2017 年，受公司利润总额减少的影响，公司 EBITDA 指标有所减少。2017 年，公司 EBITDA 为 18.92 亿元，同比减少 16.70%；EBITDA 全部债务比为 0.10 倍，与上年度相比保持不变，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱；EBITDA 利息倍数为 2.29 倍，较上年度下降 0.81 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 2017 年底，公司可快速变现资产/自有负债为 1.54 倍，该类资产可对债务形成良好保障。

表 14 公司偿债能力指标表（单位：亿元，倍）

项目	2016 年末	2017 年末
总债务	232.80	198.51
自有资产负债率	67.41	56.61
可快速变现资产/自有负债	1.29	1.54
EBITDA	22.71	18.92
EBITDA 利息倍数	3.10	2.29
EBITDA 全部债务比	0.10	0.10

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年 3 月底，公司银行授信额度 668.46 亿元，已使用额度 55.74 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保情况。截至 2018 年 3 月底，公司涉及“乐视网”四起诉讼账面本金总额 10.19 亿元，2017 年度计提该项资产减值损失 4.39 亿元，对应减少公司 2017 年利润总额 4.39 亿元，减少公司净利润 3.30 亿元。

根据人民银行征信报告，截至 2018 年 5 月 14 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，2017 年，公司资产对负债的保障程度有所增加，盈利对利息保障程度较好，但盈利对债务的覆盖程度较低且有所下降；其直接融资和间接融资能力强，整体偿债能力仍属很强。

七、跟踪债券偿债能力分析

资产情况来看，截至 2017 年底，公司可快速变现资产为 355.26 亿元，为公司债“15 西部 01”和“15 西部 02”待偿本金合计（40.00 亿元）的 8.88 倍，较 2016 年提升 0.49 倍，公司可快速变现资产对公司债本金的覆盖度较好；净资产（母公司口径）156.38 亿元，为公司债“15 西部 01”和“15 西部 02”待偿本金合计（40.00 亿元）的 3.91 倍，公司较大规模的可快速变现资产和净资产能够对“15 西部 01”和“15 西部 02”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 18.92 亿元，为待偿本金合计（40.00 亿元）的 0.47 倍，公司 EBITDA 对“15 西部 01”和“15 西部 02”本金的覆盖程度一般。从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流净额为-44.55 亿元，无法覆盖“15 西部 01”和“15 西部 02”的本金。

综合以上分析，考虑到公司作为全国性综合类 A 股上市证券公司之一，具有较强的直接和间接融资能力，在资本实力、业务规模和业务创新等方面具有优势，随着 2017 年配股再融资完成，公司资本实力大幅提升，公司对“15 西部 01”和“15 西部 02”的偿还能力极强。

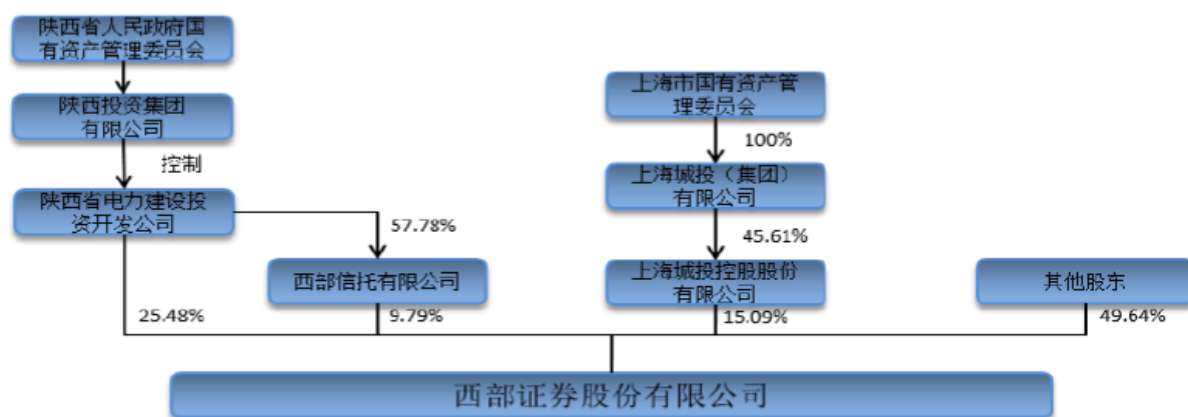
八、综合评价

西部证券作为全国性综合类 A 股上市证券公司，资本实力雄厚，在陕西省内保持明显区域优势。2017 年，公司收入结构更为均衡，自营业务发展较好，已成为公司第一大收入来源。截至 2017 年末，公司资产中可快速变现资产占比较高，流动性好，资本充足性较好。

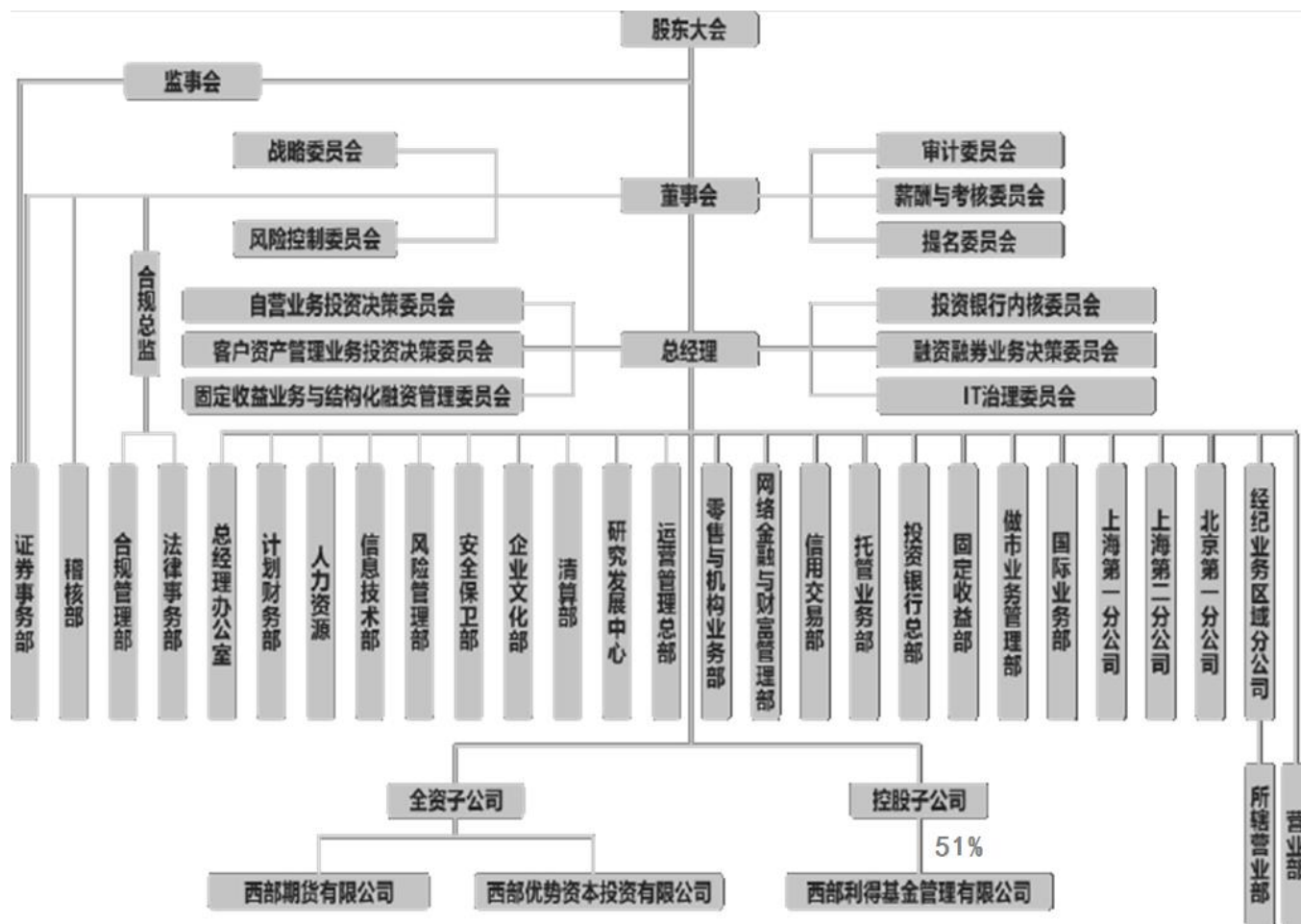
同时，联合评级也关注到经济周期波动、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能会对公司经营带来的不利影响。此外，“乐视网”股票质押回购业务违约涉及金额较大，且违约业务后续资金回收难度较大，若后期融出本金无法收回或损失扩大，将对公司未来财务状况产生不利影响。此外，2018 年 6 月，公司因存在违规行为被陕西证监局下发行政监管措施决定书，内控管理水平需进一步完善提高；其中公司被暂停股票质押式回购交易业务 6 个月，将对公司信用业务开展和利润增长造成不利影响。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“15 西部 01”、“15 西部 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 截至 2017 年末西部证券股份有限公司股权结构图



附件 2 西部证券股份有限公司组织结构图



附件 3 西部证券股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	541.84	512.44	525.77
所有者权益（亿元）	124.76	176.57	177.31
负债总额（亿元）	417.08	335.87	348.46
短期债务（亿元）	173.08	138.70	157.20
长期债务（亿元）	59.72	59.81	59.84
全部债务（亿元）	232.80	198.51	217.04
自有资产（亿元）	382.80	406.95	417.12
自有负债（亿元）	258.04	230.38	239.81
自有资产负债率（%）	67.41	56.61	57.49
可快速变现资产	332.84	355.26	360.99
净资本（亿元）	118.27	156.38	158.14
净资产（亿元）	124.11	175.36	176.41
净资本/各项风险准备之和（%）	256.15	290.12	269.22
净资本/净资产（%）	95.29	89.17	89.65
净资本/负债（%）	51.86	76.33	73.15
净资产/负债（%）	54.42	85.60	81.59
营业费用率（%）	54.26	52.20	67.54
平均净资产收益率（%）	9.02	5.01	0.92
EBITDA（亿元）	22.71	18.92	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.10	2.29	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.10	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.57	0.47	--

注 1：表格中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径

注 2：表格中 2018 年第一季度财务数据未经审计，相关指标均未年化。

附件 4 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
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款
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 $\times 100\%$
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益 $\times 100\%$
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 5 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。

长期债券信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。