



# 2025 年度山西证券股份有限公司信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号:CCXI-20254173M-01

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2025 年 10 月 31 日至 2026 年 10 月 31 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 10 月 31 日

<b>受评主体及评级结果</b>	山西证券股份有限公司	AAA/稳定
<b>评级观点</b>	中诚信国际肯定了山西证券股份有限公司（以下简称“山西证券”或“公司”）较强的股东实力、区域竞争优势、畅通的融资渠道等正面因素对公司业务发展及信用水平的良好支撑作用；同时，中诚信国际关注到，行业竞争日趋激烈、市场波动对盈利稳定性构成压力、未决诉讼的赔偿风险和预计负债计提、投行子公司合规经营情况对公司经营及信用状况形成的影响。	
<b>评级展望</b>	中诚信国际认为，山西证券股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
<b>调级因素</b>	<b>可能触发评级上调因素：</b> 不适用。 <b>可能触发评级下调因素：</b> 公司治理和内部控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况的恶化，如资产质量下降、资本金不足等；外部支持能力及意愿大幅弱化。	

### 正 面

- 公司控股股东为山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控”）综合实力较强，与公司业务协同度较高，实际控制人为山西省财政厅，公司在必要时可以获得山西金控和山西省财政厅的支持
- 公司持续深耕山西市场，山西省内机构和零售客户资源丰富，特别在经纪业务、投行业务具有区域与品牌优势
- 作为 A 股上市公司，公司融资渠道包括银行授信、债券发行、同业拆借和股票市场再融资等，备用流动性较充足

### 关 注

- 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
- 宏观经济和证券市场的波动性对公司经营稳定性及持续盈利水平构成一定压力，投资相关收益整体较弱，盈利水平仍有提升空间
- 子公司中德证券有限责任公司涉及重大未决诉讼、证监会行政处罚和警示函，未来需持续关注公司对未决诉讼的赔偿风险和预计负债计提，以及投行业务合规经营情况

项目负责人：盛雪宁 xnsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：张传玺 chxzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

山西证券	2022	2023	2024	2025.6/2025.1-6
资产总额（亿元）	829.09	775.90	806.61	781.29
股东权益（亿元）	178.43	181.53	182.93	186.03
净资本（母公司口径）（亿元）	106.89	121.67	116.73	121.80
营业收入（亿元）	41.61	34.71	31.52	16.41
净利润（亿元）	5.67	5.92	6.91	5.09
综合收益总额（亿元）	5.75	6.12	7.05	4.89
平均资本回报率（%）	3.19	3.29	3.79	—
营业费用率（%）	45.99	59.03	65.95	61.86
风险覆盖率（%）	160.32	216.38	208.75	238.74
资本杠杆率（%）	13.80	14.58	15.99	17.78
流动性覆盖率（%）	134.65	157.08	149.56	146.00
净稳定资金率（%）	176.65	143.76	172.78	205.75

注：1、以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2022 年、2023 年和 2024 年财务报告以及未经审计的 2025 年半年度财务报告，其中 2022 年财务数据为 2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据为 2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据为 2024 年审计报告期末数，已审计的财务报告审计意见类型均为标准无保留意见；2、报告中对净资产、净资本、净资本/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，2024 年末及 2025 年 6 月末的净资本及相关数据已根据 2025 年 1 月 1 日起施行的《证券公司风险控制指标计算标准规定》进行计算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“—”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2024 年数据）

公司名称	总资产（亿元）	净资本（母公司口径）（亿元）	净利润（亿元）	平均资本回报率（%）	风险覆盖率（%）
山西证券	806.61	116.73	6.91	3.79	208.75
华福证券	915.17	147.13	7.15	4.42	369.59
国海证券	595.91	162.25	5.11	2.24	411.42

注：1、“华福证券”为“华福证券有限责任公司”简称；“国海证券”为“国海证券股份有限公司”简称。2、山西证券 2024 年末的净资本及相关数据已根据 2025 年 1 月 1 日起施行的《证券公司风险控制指标计算标准规定》进行计算。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## ● 评级模型

山西证券股份有限公司评级模型打分  
(C230400\_2024\_04\_2025\_2)

BCA 级别	aa <sup>+</sup>
外部支持提升	1
模型级别	AAA

**注：**

**外部支持：**山西证券控股股东为山西金控，实际控制人为山西省财政厅。公司作为山西金控旗下控股的唯一证券业务平台，在资本补充、业务开展等方面可以得到山西金控以及山西省财政厅的支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论：**中诚信国际证券与期货行业评级方法与模型 C230400\_2024\_04

## 评级对象概况

山西证券股份有限公司(以下简称“山西证券”或“公司”)前身为山西省证券公司,成立于 1988 年 7 月。1998 年 12 月,山西国信投资集团有限公司(原山西省信托投资公司,以下简称“山西国信”)联合其他五家股东将山西省证券公司改制为山西证券有限责任公司,注册资本 2.00 亿元。2001 年 2 月,山西证券有限责任公司与省内五家信托公司的证券类资产合并重组,并实施增资扩股,注册资本 10.25 亿元。后经历多次股权变更与增资扩股,2008 年 1 月公司整体变更为股份有限公司,注册资本 20 亿元。2010 年 11 月,公司在深圳证券交易所上市(股票代码为 002500),注册资本增至 23.998 亿元。2016 年 9 月,公司原控股股东山西国信向山西金控无偿划转所持全部公司股份,直接持股占比 30.42%,并通过其子公司间接持股占比 0.42%,合计持股占比 30.84%。自此山西国信不再持有公司股份,公司控股股东由山西国信变更为山西金控,公司实际控制人仍为山西省财政厅。2020 年 7 月,公司完成配股发行,注册资本增至 35.90 亿元。截至 2025 年 9 月末,公司注册资本仍为 35.90 亿元;山西金控直接持股比例为 31.77%,为公司控股股东;山西省财政厅持有公司控股股东山西金控 100%的股权,为公司实际控制人。

截至 2025 年 6 月末,公司拥有 7 家一级控股子公司,业务范围涵盖股票和债券的承销与保荐、期货经纪、证券资产管理和公募基金管理业务、国际业务、投资与资产管理等。

表 1: 截至 2025 年 6 月末公司主要子公司情况(金额单位: 亿元)

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
中德证券有限责任公司	中德证券	10 亿元人民币	66.70%	12.37	9.25	0.83	(0.51)
格林大华期货有限公司	格林大华	13 亿元人民币	100.00%	88.76	13.67	0.98	0.11
山证投资有限责任公司	山证投资	8 亿元人民币	100.00%	10.53	8.74	0.19	0.01
山证国际金融控股有限公司	山证国际	10 亿元港币	100.00%	14.38	7.93	0.76	0.47
山证创新投资有限公司	山证创新	17 亿元人民币	100.00%	19.33	18.87	1.45	1.09
山证科技(深圳)有限公司	山证科技	2 亿元人民币	100.00%	1.97	1.95	0.02	(0.08)
山证(上海)资产管理有限公司	山证资管	5 亿元人民币	100.00%	7.06	6.18	1.12	0.49

注: 1、上表中子公司注册资本、总资产、净资产为 2025 年 6 月末数据,营业收入、净利润为 2025 年上半年数据。2、2009 年公司与德意志银行在中国合资设立中德证券有限责任公司,其中山西证券持股比例为 66.7%,德意志银行持股比例为 33.3%。3、2011 年公司拍卖竞得大华期货有限公司 7.69%股权后,持有大华期货 100%股权。2013 年公司通过现金和发行股份购买资产的方式购买格林期货全部股权,同时以格林期货作为存续公司,吸收合并大华期货,正式更名为“格林大华期货有限公司”,为山西证券全资持有。

资料来源:山西证券,中诚信国际整理

截至 2025 年 9 月末,山西证券合并口径总资产 815.22 亿元,净资产 186.06 亿元。2025 年 1-9 月,山西证券实现营业收入 24.59 亿元,净利润 7.06 亿元,综合收益总额 6.71 亿元。

## 业务风险

### 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为,2025 年三季度受政策效应边际递减、关税预期扰动以及“抢出口”放缓、“反内卷”治理短期阵痛等影响,中国经济基本面走弱,增长压力显现,四季度或延续供强需弱的局面,高基数下增速或进一步放缓,但伴随“两新”“两重”政策加力扩围,扩大内需、活跃资本市场、整治“内卷”等一系列政策发力显效,全年实现 5%的经济增长目标仍有支撑。

2025 年 7 月以来，内外需扰动加剧，生产、消费、投资、出口等数据全面下滑，经济增长压力逐渐显现，三季度实际 GDP 同比增长 4.8%，较二季度回落 0.4 个百分点，前三季度实际 GDP 同比增长 5.2%，仍高于全年经济增长目标。经济数据下滑背后存在多重因素制约：一是“以旧换新”政策效应边际递减，家电家具、汽车等置换需求逐步见顶，叠加居民可支配收入增速持续放缓，社零额增速已连续 4 个月回落；二是“反内卷”推进下，上游原材料价格企稳迹象显现，但也伴随着部分行业生产放缓、投资下滑；三是房地产尚未止跌，投资增速再创新低，叠加专项债投资效率和空间不足，基建投资大幅下滑拖累固定资产投资增速转负。但也要看到，生产端韧性较强，高技术制造业生产和投资表现亮眼，外需在短暂回落后再度反弹，特别是对非美地区出口增速再创新高，对经济增长形成有力支撑。

中诚信国际认为，四季度中美关税博弈再遇新变数，出口边际承压但影响或有限，叠加内生性消费和投资需求仍有待改善、房地产企稳回升动能减弱、价格水平整体低迷等问题尚存，中国经济或延续供强需弱的格局，高基数影响下经济增速或进一步放缓。但也要看到中国经济的韧性，实现全年 5% 的经济增长目标有多重支撑：一是“国补”剩余限额资金下达叠加传统消费旺季来临，消费仍将延续结构性修复；二是“反内卷”推进下产能治理显效，部分领域价格水平有所企稳，企业利润改善对内需形成结构性支撑；三是财政增量政策已陆续出台，目前 5000 亿元新型政策性金融工具已启动投放，5000 亿结存限额较去年加量升级，相当于为地方提供了万亿增量财政资金，有望带动配套融资需求释放，基建投资回升或带动整体投资改善；四是新动能持续蓄势为经济增长打开空间，今年以来中国在人工智能、量子计算、生物医药等科技前沿领域取得重要突破，同时低空经济、深海科技、人形机器人等新兴行业布局持续深化，创新驱动的新格局正在形成。四季度将召开二十届四中全会，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划，可能会有配套新政策出台。伴随宏观政策连续性与稳定性加强，中国经济将延续企稳回升态势，预计全年实现 5% 左右的增长目标压力不大。

综合以上因素，中诚信国际预计 2025 年四季度中国 GDP 增速将在 4.6% 左右。从中长期来看，稳增长政策效应持续释放加之改革措施持续深化落地，中国经济持续回升向好的基本面未变。

详见《供强需弱的格局再强化，年内完成增速目标压力不大》，报告链接：

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12184?type=1>

## 行业概况

中诚信国际认为，2024 年证券行业发展整体呈现先抑后扬趋势，主要指标均实现正增长。以“新国九条”为核心的“1+N”政策体系加速构建，强监管、严监管仍为未来的主基调；未来证券公司仍将延续目前股权收购、兼并整合浪潮，头部券商与中小券商分化加剧。同时不同证券公司对新技术的理解和运用能力或将成为行业竞争格局演化的重要因素。

2024 年资本市场在一系列利好政策的推动下呈现积极变化，主要指数均较上年末有所上涨，证券行业发展整体呈现先抑后扬趋势。同时以“新国九条”为核心的“1+N”政策体系加速构建，强监管、严监管仍为未来的主基调，合规稳健经营始终是证券公司行稳致远、可持续发展的生命线。

证券行业集中度高，业务同质化严重，证券公司之间发展较不平衡，有较大的整合空间，预计未来证券公司将延续目前股权收购、兼并整合浪潮，行业集中度或将进一步提升，同时政策红利向头部券商倾斜，头部效应将更加凸显，而中小券商特色化经营转型有望进一步加速，行业分化加剧。受益于一系列利好政策，2024 年证券行业资产规模、资本实力、营业收入及净利润均实现增长，其中经纪业务、资管业务、自营业务收入均实现不同程度增长，投行及信用业务收入有所下降。国际化战略纵深推进，或成为证券公司利润增长的重要突破点，但复杂的国际政治经济局势对其风险管理能力提出更高要求。数字化转型及 AI 技术的迅猛发展正在改变证券公司的业务逻辑，未来将深入渗透至客户服务、风险管理、合规管理等场景，预计不同证券公司对新技术的理解和运用能力或将成为行业竞争格局演化的重要因素。

详见《中国证券行业展望，2025 年 4 月》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11816?type=1>

## 运营实力

中诚信国际认为，山西证券业务资质齐全，多项业务均衡发展，综合金融服务能力较强；同时，公司持续深耕山西市场，客户基础较好，在经纪业务、投行业务等方面具有区域与品牌优势。2024 年受仓单业务规模持续收缩影响，公司实现营业收入同比减少，但经调整的营业收入同比增长。2025 年上半年，公司财富管理业务收入和自营业务收入同比大幅增长，投资银行业务收入亦实现较好增长，营业收入增速较高。

公司各项业务全面深入布局，多项业务均衡发展，综合金融服务能力较强。

表 2：近年来公司营业收入构成（单位：亿元、%）

营业收入	2022		2023		2024		2025.1-6	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财富管理业务	9.17	22.04	8.57	24.70	10.41	33.03	6.48	39.46
自营业务	7.80	18.76	12.83	36.98	10.83	34.37	9.42	57.43
资产管理业务	2.35	5.64	2.70	7.79	2.86	9.06	1.31	7.98
投资银行业务	3.21	7.71	2.51	7.22	2.90	9.21	0.96	5.83
期货经纪业务	2.78	6.69	2.04	5.87	1.71	5.42	0.86	5.26
大宗商品交易及风险管理业务	15.17	36.47	6.91	19.91	2.49	7.91	0.43	2.64
其他	1.12	2.69	(0.86)	(2.47)	0.32	1.00	(3.05)	(18.60)
<b>营业收入</b>	<b>41.61</b>	<b>100.00</b>	<b>34.71</b>	<b>100.00</b>	<b>31.52</b>	<b>100.00</b>	<b>16.41</b>	<b>100.00</b>
其他业务成本	(14.66)		(5.69)		(2.02)		(0.02)	
<b>经调整的营业收入</b>	<b>26.94</b>		<b>29.01</b>		<b>29.51</b>		<b>16.39</b>	

注：上表加总数如与合计数不一致，均系四舍五入所致。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

## 财富管理板块

公司持续深化财富管理转型，2024 年四季度市场交投活跃度显著上升，板块收入同比增长；2025 年上半年代理买卖证券业务收入增速较快，推动财富管理业务收入同比大幅增长。

财富管理业务是公司的核心基础业务，是公司重要的收入来源之一。截至 2025 年 6 月末，公司拥

有证券营业部 97 家，其中山西省内 54 家，山西省外 43 家，主要分布于北京、上海、广东、河南、福建、浙江、重庆、辽宁、河北、山东、江苏等省份及直辖市，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。2024 年财富管理业务板块以产品化、机构化、数字化“三个转型”为抓手，优化组织机制和网点布局，持续发力买方投顾与机构业务，推动客群精细化服务和运营，年末客户总数及客户总资产均较年初有所增长，全年财富管理业务收入同比增长 21.43%，在营业收入中的占比逐年上升。2025 年上半年市场活跃度显著提升，公司财富管理业务收入同比大幅增长，在营业收入中的占比较上年全年进一步上升。

证券经纪业务方面，2024 年公司聚焦股票和基金投顾业务，优化服务体系，丰富产品货架，构建数字化运营服务体系；持续优化机构服务机制，债券经纪规模达 2,275 亿元，同比增长 27%。量化经纪业务规模达 146.8 亿元，落地 11 只券结产品；加快推进数字化转型，提升互联网渠道获客能力，汇通启富 APP 月活峰值行业排名提升至 28 位；优化总部组织架构，构建客户服务矩阵，持续优化网点布局，提升运营效能。公司 2024 年代理买卖股票交易额同比增长；平均佣金率为 0.31‰，较上年小幅下降。2025 年上半年，公司多渠道开发客户资源，有效客户数及新开有效户数大幅提升，同时以组合配置为抓手提升投资顾问能力，平均佣金率仍保持较好水平。随着交易活跃度提升，2025 年上半年代理买卖证券业务收入同比增长且增速较快。

表 3：近年来公司代理买卖证券交易金额（单位：亿元）

	2022	2023	2024	2025.1-6
股票（含两融）	12,503.82	11,939.49	15,946.19	9,937.95
基金	312.73	402.99	788.86	594.99
债券	2,424.29	3,735.54	5,211.31	3,239.72

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

**2024 年两融业务规模平稳增长，但受利率下行影响收入有所下滑；2025 年 6 月末两融业务规模较年初有所减少，上半年利息收入同比增长；近年来股票质押业务呈现收缩态势。**

信用业务方面，2024 年公司境内融资融券业务保持平稳发展，年末融资融券余额（不含孖展业务）较上年末增长至 70.84 亿元；存量负债客户平均维持担保比例为 275.52%，较上年末有所上升；融资融券业务的担保物公允价值合计 236.87 亿元，较上年末增长 19.44%，担保物整体相对充足；2024 年公司计提融出资金减值损失 0.15 亿元，截至 2024 年末融出资金减值准备余额（含境内和境外业务）2.24 亿元，较上年末有所增长；受两融利率下行等因素影响，全年利息收入同比下降。其中，境外融出资金余额 1.74 亿元，已计提资产减值准备 1.64 亿元。2025 年 4 月市场剧烈波动导致客户融资融券需求收缩，而后在主要指数上行情下融资融券业务的同业竞争日趋激烈，受此影响截至 2025 年 6 月末公司境内融资融券余额较上年末有所减少，境内融资融券业务平均维持担保比例较上年有所上升。随着业务规模减少及市值上升，2025 年上半年融出资金减值损失呈现转回，截至 2025 年 6 月末融出资金减值准备余额较年初减少至 2.19 亿元，其中境外业务减值准备余额为 1.61 亿元，境外业务减值计提比例高。2025 年上半年，公司融资融券业务规模较上年同期增加，融资融券利息收入同比增长。

股票质押式回购业务方面，在监管政策导向趋严及市场风险加大的背景下，2024 年公司股票质押业务规模有所收缩，截至 2024 年末，股票质押业务待购回金额较上年末大幅下降，整体履约保障

比例较上年末略有上升；同期末，公司买入返售金融资产的担保物公允价值合计 38.32 亿元，担保物较为充足，风险相对可控；截至 2024 年末股票质押业务减值准备余额 879.71 万元，较上年末有所减少；全年利息收入同比减少至 0.52 亿元。2025 上半年，公司股票质押业务规模延续收缩态势，股权质押回购利息收入同比减少；担保物公允价值和整体履约保障比例较为充足，减值准备余额较年初减少至 695.00 万元。

**表 4：近年来公司资本中介业务情况（单位：亿元、%）**

	2022	2023	2024	2025.6/2025.1-6
<b>融资融券业务</b>				
融资融券余额（不含孖展业务）	60.11	63.82	70.84	66.83
存量负债客户平均维持担保比例	269.25	254.17	275.52	289.04
融资融券利息收入	4.59	4.37	4.04	2.19
<b>股票质押式回购业务</b>				
待回购金额	14.29	11.50	6.78	4.93
整体履约保障比例	310.85	283.24	289.80	274.96
股票质押式回购利息收入	0.70	0.73	0.52	0.14

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

## 投资银行板块

**2024 年债券承销业务保持增长，投资银行分部收入同比增长；2025 年上半年，股权承销金额排名和债券承销金额排名均同比上升，投资银行分部收入同比增长；在严监管背景下，未来需持续关注相关业务合规风控体系的运作情况。**

公司的投资银行分部收入包含子公司中德证券的全部收入，得益于 2024 年中德证券的债券业务收入同比增加，投资银行分部收入同比增长。2025 年上半年，公司企业金融业务积极应对政策形势变化，大力拓展债券、财务顾问等业务，在深耕山西的同时持续布局重点区域，股权承销金额同比增长，投资银行分部收入同比增长。

股票主承销业务方面，中德证券持续巩固山西区域优势地位，加快重点地区业务布局，聚焦重点战略客户，拓展市值管理、战略咨询、ESG 管理等业务，2024 年中德证券完成主承销家数 4 家，均为再融资项目，总承销金额较上年有所下降。2024 年中德证券股权承销金额排名提升 36 位至第 27 名，定增承销金额排名提升 28 位至第 15 名，股权承销收入排名提升 34 位至第 26 名。2025 年上半年，中德证券完成 A 股再融资项目 2 单；根据 Wind 数据，截至 6 月末，中德证券的股权承销金额排名第 23 名，同比上升 5 个位次；股权承销家数排名第 21 名，同比下降 1 个位次。

债券主承销业务方面，公司坚持深耕山西，同时持续布局长三角、珠三角、西南、山东、河南等重点区域，扩充和优化属地团队，加大客户覆盖及项目储备力度，2024 年主承销家数和金额较上年保持增长；当期全部债券承销规模排名提升 2 位至第 24 名，地方政府债承销金额排名提升 1 位至第 12 名。2025 年上半年，中德证券全部债券承销金额排名第 26 名，同比上升 3 名；公司债券承销金额排名第 35 名，同比上升 5 名，同时山西省内公司债券承销金额排名券商第 1；政府债承销金额排名第 12 名，同比上升 1 名。此外，公司聚焦重点区域，大力拓展 ABS 及公募 REITs 业务，2024 年资产证券化项目发行单数、申报单数、立项单数以及收入均实现增长，2025 年上半年

山西首单基础设施公募 REITs 项目通过国家发改委审核。

财务顾问业务方面，2024 年公司财务顾问业务量同比大幅增长，净收入同比有所增长。中小企业金融业务方面，公司加强核心能力建设，深耕重点区域，强化内外部协同，多元化开拓业务领域。2024 年公司完成推荐新三板企业挂牌 1 家、新三板定向增发 6 单，持续督导新三板企业 112 家，助力 35 家中小企业挂牌晋兴板。2025 年上半年，公司完成新三板挂牌项目 1 单、新三板定增项目 3 单、财务顾问项目 55 单，助力 65 家中小企业挂牌山西股权交易中心专精特新专板。

表 5：近年来中德证券投资银行业务情况（单位：家、期、亿元）

		2022	2023	2024	2025.1-6
股票承销保荐	主承销家数	5	3	4	2
	主承销金额	26.40	31.23	17.72	11.55
债券承销	主承销期数	46	65	82	46
	主承销金额	203.90	285.68	313.19	177.35
财务顾问	项目家数	43	42	85	49
	业务净收入	0.39	0.31	0.40	0.20

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

近年来中德证券多次被中国证监会及其属地监管局出具警示函，投行业务合规经营情况有待加强。2023 年 6 月 2 日，中德证券收到中国证监会北京监管局出具的《关于对中德证券有限责任公司采取警示函行政监管措施的决定》（[2023]90 号），主要涉及中德证券投资银行类业务内控制度不健全、未完成廉洁从业风险点的梳理与评估等事项。2023 年 9 月 11 日，中德证券收到中国证监会出具的《关于对中德证券有限责任公司采取出具警示函措施的决定》（[2023]27 号），主要涉及中德证券投资银行类业务存在部分撤否项目内控意见未回复或未落实，质控部门负责人担任 IPO 项目保荐代表人，保荐工作报告未完整披露内核意见，部分项目申报文件修改后未重新履行审批程序，且部分投行项目聘请第三方未严格履行合规审查等问题。2024 年 1 月，中德证券收到中国证监会《关于对中德证券有限责任公司采取出具警示函措施的决定》（[2024]5 号），主要涉及中德证券保荐的山西永东化工股份有限公司可转债项目，证券发行上市当年营业利润比上年下滑 50% 以上。

## 资产管理及基金管理板块

*公司持续推进投研体系建设、不断丰富产品序列和加强渠道建设，2024 年资产管理和公募基金的日均在管规模增加推动资管业务收入有所增长，但年末规模时点数较年初有所下降。2025 年上半年，资产管理规模实现较好增长，但资产管理业务收入受到超额业绩报酬减少的影响同比下降。*

公司资产管理子公司山证资管于 2021 年 5 月获批设立，于 2021 年 11 月取得工商营业执照，注册资本为人民币 5 亿元，2023 年山证资管正式展业。近年来公司以多资产配置业务转型为目标，加快多资产、多策略、多工具布局，调整完善产品及投研团队结构，整体提升“固收+”战略定位，持续强化稳定固收和“固收+”模式；重点推进机构和三方销售业务，提升管理和销售规模，同时精细化负债管理，优化完善产品创设、营销渠道、投研和服务体系建设，持续推动差异化高质量发展。2024 年资产管理和公募基金的日均在管规模有所增加，推动公司资管业务收入同比增长，在营业收入中的占比同比也有所上升；但受到年底资金波动影响，年末公司资产管理和公募基金

产品规模的时点数较年初有所减少。截至 2025 年 6 月末，公司集合资产管理计划规模稳中有增，公募基金管理规模增幅较大，但由于市场波动加剧导致资产管理产品的超额业绩报酬减少，2025 年上半年资产管理业务收入同比下降。

表 6：近年来公司资产管理业务情况（单位：亿元）

项目	2022		2023		2024		2025.6/2025.1-6	
	规模	净收入	规模	净收入	规模	净收入	规模	净收入
集合资产管理	137.63	1.10	200.49	1.19	181.35	1.18	185.79	0.36
单一资产管理	108.81	0.11	112.52	0.11	91.78	0.12	82.55	0.05
专项资产管理	49.90	0.07	44.84	0.05	44.18	0.05	58.87	0.02
资产管理产品合计	296.34	1.28	357.85	1.35	317.31	1.35	327.22	0.43
公募基金管理合计	176.47	0.77	299.63	0.97	248.81	1.11	274.77	0.62

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。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

## 自营投资板块

*自营投资业务以债券类资产配置为主，2024 年增持债券，减持基金和权益类资产，金融投资资产规模有所减少，自营投资收入同比减少。2025 年上半年，在债券市场波动加大的环境下减持债券，在权益市场行情回暖的背景下增持基金和股票，金融投资资产规模稳中有升，自营投资收入同比增长。*

公司自营业务涵盖 FICC 业务、权益类业务和金融衍生品类业务三大领域，其中 FICC 类包括固定收益类投资和商品货币投资。截至 2024 年末，公司金融投资规模较上年末有所减少，其中第一层次和第二层次公允价值计量的金融投资占比分别为 22.33% 和 72.08%；公司 2024 年自营业务收入同比减少，全年实现投资总收益<sup>1</sup>为 16.25 亿元，同比减少 6.66%。

固定收益类投资方面，2024 年，公司固定收益业务在持续强化风险管控能力基础上，加快多领域、多策略、多资产布局，较好把握债券市场收益率下行的机遇，取得了良好的收益；公司商品投资业务取得境内的场外衍生品授权，持续优化内部投资组合策略的仓位管理模型，实施涵盖境内外多资产的组合策略。2024 年公司继续加大债券投资规模，截至 2024 年末，公司持有的债券余额较年初增长至 270.64 亿元，在金融投资资产中占比进一步上升；全年固定收益类投资业务实现收入 12.02 亿元，同比增长 38.22%。

权益类投资方面，公司权益自营业务坚定执行非方向性投资策略，全面压降方向性风险敞口。2024 年受市场行情影响，权益类投资整体收入下滑，全年实现业务收入-1.28 亿元，同比大幅减少。其他金融资产投资方面，公司通过自有资金购买券商资管产品、银行理财产品及信托产品，截至 2024 年末，上述投资余额合计 16.46 亿元，较上年末小幅增长，在金融投资资产中的占比有所增长。

<sup>1</sup> 含公允价值变动损益、其他债权投资利息收入、债权投资利息收入、其他按实际利率法计算的金融资产产生的利息收入、其他综合收益中的其他权益工具投资公允价值变动及其他债权投资公允价值变动，不含对联营及合营企业投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益。

表 7：近年来公司金融投资组合情况（单位：亿元、%）

	2022		2023		2024		2025.6	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
债券/债权	203.70	59.45	249.89	66.73	270.64	74.29	250.59	68.40
基金	86.73	25.31	78.56	20.98	52.49	14.41	64.17	17.52
股票/股权	28.40	8.29	32.76	8.75	23.48	6.44	25.47	6.95
理财产品	8.12	2.37	7.07	1.89	12.78	3.51	21.41	5.84
资产管理计划	1.22	0.36	1.64	0.44	2.22	0.61	2.14	0.58
信托计划	1.83	0.54	2.76	0.74	1.47	0.40	2.34	0.64
衍生金融资产	1.46	0.43	1.72	0.46	1.22	0.34	0.23	0.06
票据	7.86	2.29	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.32	0.97	0.09	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>342.62</b>	<b>100.00</b>	<b>374.48</b>	<b>100.00</b>	<b>364.29</b>	<b>100.00</b>	<b>366.36</b>	<b>100.00</b>

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。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

2025 年上半年，在债券市场波动加大的背景下，公司及时调整投资结构、拓展投资渠道，债券投资规模有所减少，有效控制了业绩回撤。与此同时，公司持续推进由方向性投资向非方向性投资转型，上半年增加配置以中性策略为主的基金，辅以运行多年策略成熟的量化投资基金，并启动侧重于高股息红利策略的股票投资。此外，用以流动性管理的银行理财规模有所增长。截至 2025 年 6 月末，公司金融投资规模较上年末基本稳定，以第二层次公允价值计量的金融投资为主。2025 年上半年，受市场利率波动加大影响，公司固定收益类投资收益同比减少；同时受权益市场行情回暖影响，权益类投资收益同比增幅较大，推动投资总收益实现较好增长。

投资资产质量方面，在宏观经济下行、信用风险持续暴露的环境下，公司投资的部分债券出现逾期或违约风险。2025 年上半年未新增违约债券，截至 2025 年 6 月末，存量风险项目账面价值合计 0.31 亿元，已累计计提减值 1.38 亿元。中诚信国际将持续关注上述项目资产质量的后续变化情况。

## 期货及其他业务板块

**2024 年和 2025 年上半年，期货业务盈利贡献同比减少，另类投资业务盈利水平有所下滑，私募股权投资业务盈利贡献不大，国际业务盈利水平持续提升。**

公司的期货业务主要通过其全资子公司格林大华开展，主要业务包括期货经纪和仓单业务，近年来整体呈现收缩态势。期货经纪业务方面，2024 年受客户需求减弱影响，格林大华经纪业务规模整体有所收缩，年内实现代理成交量和代理成交额同比减少，全年实现手续费净收入同比下降。仓单业务方面，2024 年公司缩减仓单业务交易规模，年内实现仓单业务销售收入同比显著减少，仓单保值产生净收益为负，使得仓单业务实现净利润同比有所减少。此外，公司仓单业务出现部分风险项目，减值准备计提较为充分。受上述因素共同影响，格林大华 2024 年实现营业收入 4.01 亿元，净利润 0.18 亿元，同比降幅较大。2025 年上半年，格林大华期货经纪业务收入同比减少，未开展仓单业务，实现净利润同比下降至 0.11 亿元。

另类投资业务主要通过全资子公司山证创新开展。2024 年，山证创新围绕 AI 算力芯片、第三代

半导体、低轨卫星通信三大重点领域持续挖掘优质项目，完成 3 个项目投资。截至 2024 年末，山证创新总资产为 22.86 亿元，净资产 20.78 亿元；全年实现营业收入 1.85 亿元，实现净利润 1.26 亿元，同比有所减少。2025 年上半年，山证创新聚焦硬科技类战略性新兴产业赛道，达成营业收入 1.45 亿元，实现净利润 1.09 亿元，同比有所减少。

私募股权投资主要通过全资子公司山证投资开展。2024 年山证投资持续推进项目储备及市场化基金募集，聚焦无机非金属材料、人工智能、电子材料、半导体等四个行业进行投资，积极参与省内优质项目挖掘和政府引导基金的设立筹备。年内新设立基金 3 只，实现募资 6.1 亿元，其中包括 2 只聚合四级政府引导基金和产业资源方的市场化基金；新增完成投资项目 5 个，投资规模 1.6 亿元。截至 2024 年末，山证投资总资产为 10.51 亿元，净资产 8.73 亿元；全年实现营业收入 0.26 亿元，实现净利润 9.06 万元，同比有所减少。2025 年上半年，山证投资经遴选成为山西天使母基金管理人，成功设立晋创天使子基金，聚焦山西省新能源、新材料、新一代信息技术、装备制造等战略新兴领域，大力扶持种子期、初创期科技创新型企业，上半年实现净利润 103.05 万元，盈利贡献不大。

国际业务主要通过境外全资子公司山证国际开展。2024 年山证国际加强投资业务布局，推进 FICC 业务开展，在 TRS、美元债、债券通业务的基础上，开展美债期货、股指 T+0 业务、场外衍生品客需业务、程序化交易等业务，打造跨境、多策略的交易投资模式；加强跨境与母子公司协同，启动跨境收益互换，实现境外衍生品业务突破，拓展境外投顾业务，开展美元债承销项目。截至 2024 年末，山证国际总资产为 11.29 亿元，净资产 7.58 亿元；全年实现净利润 0.15 亿元，同比有所增长。2025 年上半年，山证国际推进多个保荐上市项目，担任联席全球协调人完成债券发行项目 8 单；不断丰富境外产品货架，资产管理规模较上年大幅增长；同时积极探索业务发展新路径，有序推进商品类私募基金、QFII 专户等新产品创设。在母子公司一体化战略协同合力的推动下，山证国际 2025 年上半年实现净利润 0.47 亿元，盈利能力明显提升。

## 财务风险

**中诚信国际认为，2024 年山西证券净利润和综合收益总额同比增长，盈利水平和盈利稳定性有所上升；各项风险控制指标均高于监管标准；2025 年上半年，公司净利润同比大幅增长，资产质量保持稳定；公司可以凭借其较好的资产流动性、多重的外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务续接。**

## 盈利能力及盈利稳定性

*2024 年公司手续费及佣金净收入同比增长，投资收益及公允价值变动损益合计同比减少，利息净收入虽仍为负值但幅度收窄，全年经调整的营业收入同比增长；但由于仓单业务规模减少，公司实现营业收入呈现下降趋势。2024 年净利润和综合收益总额同比增长，盈利水平和盈利稳定性有所上升。2025 年上半年，手续费及佣金净收入、投资收益同比增速较快，推动公司净利润和综合收益总额同比大幅增长。*

公司整体的盈利状况变化趋势和证券市场的走势具有较大的相关性，并且由于子公司仓单业务采用商品贸易模式核算，营业收入变动幅度较大。近年来受仓单业务规模减少导致相关收入大幅下

降影响，公司实现营业收入持续呈现下降趋势且降幅较大，2024 年实现营业收入同比减少 9.18%。扣减主要由仓单业务产生的其他业务成本之后，近年来公司经调整的营业收入持续增长，2024 年经调整的营业收入同比增长 1.69%。

从营业收入构成来看，公司收入主要来自手续费及佣金净收入、投资净收益和其他业务收入。2024 年公司实现手续费及佣金净收入同比增长 9.01%。具体来看，经纪业务方面，2024 年证券经纪业务规模增加，推动证券经纪业务手续费净收入同比增长 31.88%；期货经纪业务规模减少，使得期货经纪业务手续费净收入同比减少 31.45%；全年实现经纪业务手续费净收入同比增长 17.69%。投行业务方面，2024 年公司合并口径投资银行业务手续费净收入同比减少 12.15%。资产管理和基金管理业务方面，2024 年公司受托管理资产的日均规模有所增长，全年资产管理业务净收入同比略增，基金管理业务净收入同比增长 14.50%。

投资收益方面，2024 年公司金融工具投资收益同比下降，全年投资收益及公允价值变动损益合计同比减少 7.46%。利息净收入方面，2024 年公司货币资金及结算备付金规模增长，但两融业务规模收缩叠加对客利率下行使得融资融券业务利息收入同比减少，同时债券逆回购规模减少导致买入返售金融资产产生的利息收入同比减少。受上述因素共同影响，2024 年公司利息收入同比减少 9.44%。与此同时，2024 年公司债务规模变化不大，主要在融资成本快速下行的作用下，全年公司发生利息支出同比减少 15.10%。综合上述因素影响，公司 2024 年实现利息净收入虽然仍为负值但幅度有所收窄。

其他业务方面，受子公司开展的仓单业务规模减少影响，2024 年公司实现其他业务收入同比大幅下滑，同时其他业务成本随之减少。扣减其他业务成本之后，2024 年公司实现其他业务净收入下降至 0.19 亿元，在营业收入中占比不大。

表 8：近年来公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2022		2023		2024		2025.1-6	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	1,266.52	30.44	1,251.13	36.05	1,363.89	43.27	691.07	42.11
其中：经纪业务净收入	623.00	14.97	582.80	16.79	685.87	21.76	371.70	22.65
投资银行业务净收入	418.27	10.05	394.08	11.35	346.20	10.98	168.52	10.27
资产管理业务净收入	127.68	3.07	147.97	4.26	150.29	4.77	43.60	2.66
基金管理业务净收入	76.89	1.85	97.18	2.80	111.27	3.53	70.32	4.29
投资收益及公允价值变动损益	1,446.99	34.78	1,747.84	50.36	1,617.51	51.32	841.92	51.31
利息净收入/（利息净支出）	62.30	1.50	(137.57)	(3.96)	(55.64)	(1.77)	38.07	2.32
其他业务收入	1,444.98	34.73	598.50	17.24	220.92	7.01	10.20	0.62
其他	(60.23)	(1.45)	10.80	0.31	5.39	0.17	59.71	3.64
<b>营业收入合计</b>	<b>4,160.56</b>	<b>100.00</b>	<b>3,470.70</b>	<b>100.00</b>	<b>3,152.08</b>	<b>100.00</b>	<b>1,640.96</b>	<b>100.00</b>
其他业务成本	(1,466.17)	--	(569.28)	--	(201.55)	--	(1.62)	--
<b>经调整的营业收入</b>	<b>2,694.38</b>	<b>--</b>	<b>2,901.42</b>	<b>--</b>	<b>2,950.52</b>	<b>--</b>	<b>1,639.34</b>	<b>--</b>

注：由于四舍五入，可能存在分项数加和与总数有尾差。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

营业成本方面，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，且具有一定的刚性。2024 年主要由于职工薪酬支出增加，业务及管理费同比增长 1.47%，营业费用率同比上升至 65.95%。此外，2024 年公司合计计提信用减值损失 0.25 亿元，主要为融资资金减值损失、其他债权投资减值损失和其他应收款减值损失，同比减少 0.36 亿元主要系计提其他应收款（格林大华资本管理有限公司应收客户款项金额）减值损失和计提融出资金减值损失同比减少。

受上述因素综合影响，2024 年公司实现利润总额 8.25 亿元，同比增长 7.46%。同时由于非应税收入减少，2024 年所得税费用为 1.34 亿元，同比减少 23.55%。受此影响，2024 年公司实现净利润 6.91 亿元，同比增长 16.67%；平均资本回报率和平均资产回报率同比上升，但仍有提升空间。同时主要受其他权益工具投资公允价值下跌影响，公司其他综合收益同比略降至 0.14 亿元，全年实现综合收益 7.05 亿元，同比增长 15.12%。盈利稳定性方面，2024 年公司利润总额变动系数有所下降，盈利稳定性有所上升。

2025 年上半年，公司手续费及佣金净收入同比增长 13.82%，其中经纪业务和投资银行业务手续费及净收入同比增幅较大。同期，市场利率波动使得公司公允价值变动损益为负，同时处置金融工具取得的收益同比大幅增长，上半年投资收益及公允价值变动损益合计数同比增长 14.11%。此外生息资产规模减少叠加利率较上年同期显著下行使得上半年利息收入同比减少，但由于债务规模减少与利率下行带动利息支出下降，利息净收入同比由负转正。受仓单业务规模减少影响，公司其他业务收入同比大幅下降。受上述因素综合影响，公司 2025 年上半年营业收入同比增长 17.22%，经调整的营业收入同比增长 27.04%。同期，职工薪酬增长推动公司业务及管理费同比增长，但整体费用管控较好，2025 年上半年营业费用率较上年同期有所下降。受上述因素综合影响，公司 2025 年上半年净利润同比大幅增长 69.30%。同期受其他权益工具投资公允价值下跌幅度减弱影响，公司其他综合收益的税后净额同比减亏。受此影响，公司 2025 年上半年实现综合收益总额同比大幅增长 84.47%。

表 9：近年来公司主要盈利指标（单位：亿元、%）

	2022	2023	2024	2025.1-6
经调整的营业收入	26.94	29.01	29.51	16.39
业务及管理费	(19.14)	(20.49)	(20.79)	(10.15)
营业利润	6.69	7.69	8.29	6.15
净利润	5.67	5.92	6.91	5.09
其他综合收益的税后净额	0.08	0.20	0.14	(0.19)
综合收益总额	5.75	6.12	7.05	4.89
营业费用率	45.99	59.03	65.95	61.86
平均资产回报率	0.91	0.93	1.10	—
平均资本回报率	3.19	3.29	3.79	—
利润总额变动系数	17.67	17.06	8.59	—

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

## 风险管理能力、杠杆及资本充足性

山西证券 2024 年母公司口径净资本有所减少，风险覆盖率有所下降；2025 年上半年，较好的盈利水平推动净资本和风险覆盖率较年初上升，各项风险控制指标均高于监管标准。

近年来公司净资本等各项风险控制指标均持续符合监管标准，进一步反映出公司较高的资产安全性和资本充足性。

2024 年随着利润积累，年末公司核心净资本较上年末增长 6.50%，母公司口径净资产较上年末略增，各项风险资本准备之和亦较上年末略增。但由于 2024 年末新发次级债、此前年度发行次级债计入附属净资本比例下降，年末附属净资本较上年末减少 38.60%，导致母公司口径净资本较上年末有所减少，净资本/净资产比率较上年末有所下降，风险覆盖率较上年末下降 7.63 个百分点，同时净资本/负债有所下降。同期，由于资本占用较高的两融、权益等业务规模持续收缩，2024 年公司表内外资产总额有所减少，年末资本杠杆率较上年末有所上升。

2025 年上半年，较好的盈利水平推动资本充足性和风险控制指标向好发展。截至 2025 年 6 月末，母公司口径净资产和净资本较上年末均有所增长，净资本/净资产指标较上年末略有上升；公司风险覆盖率较上年末上升 29.99 个百分点；资本杠杆率较上年末略有上升，杠杆水平总体保持稳定。总体看来，公司各项风险控制指标均高于监管标准，但随着未来业务的开展仍可能对资本补充形成一定压力。

从公司资产减值准备情况看，截至 2025 年 6 月末，公司资产减值准备余额为 9.09 亿元，较上年末略有减少，包括其他应收款坏账准备 4.17 亿元，融出资金减值准备 2.19 亿元，其他债权投资减值准备 1.42 亿元，应收账款减值准备 0.87 亿元，债权投资减值准备 0.36 亿元和买入返售金融资产减值准备 0.07 亿元。上述减值准备主要为整个存续期预期信用损失（已发生减值），金额为 8.60 亿元。

表 10：近年来公司风险控制指标情况（母公司口径）（单位：亿元、%）

指标名称	标准	2022	2023	2024	2025.6
净资本	--	106.89	121.67	116.73	121.80
净资产	--	171.88	174.28	175.42	180.09
风险覆盖率	≥100	160.32	216.38	208.75	238.74
资本杠杆率	≥8	13.80	14.58	15.99	17.78
流动性覆盖率	≥100	134.65	157.08	149.56	146.00
净稳定资金率	≥100	176.65	143.76	172.78	205.75
净资本/净资产	≥20	62.19	69.81	66.54	67.63
净资本/负债	≥8	24.35	27.83	27.18	31.62
净资产/负债	≥10	39.15	39.86	40.84	46.75
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	≤100	17.03	15.68	6.82	5.38
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	≤500	289.22	215.02	244.41	207.04

注：2024 年末及 2025 年 6 月末的净资本及相关数据已根据 2025 年 1 月 1 日起施行的《证券公司风险控制指标计算标准规定》进行计算。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

## 偿债能力

近年来公司资产负债率呈现下降趋势，2024 年公司债务规模和债务结构基本稳定，2025 年 6 月末债务规模有所减少，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所提升，未来需持续关注整体偿债能力的变化情况。

作为 A 股上市公司，公司融资渠道包括银行授信、债券发行、同业拆借和股票市场再融资等。从债务构成来看，公司目前探索并建立了公司债、次级债、短期融资券、收益凭证等融资工具在内的长、中、短期相结合的融资平台，对公司业务稳健、快速发展起到重要支撑。截至 2024 年末，公司总债务规模为 417.68 亿元，较上年末略增 0.88%，其中短期债务占比为 77.07%，较上年末略有下降，债务规模和债务结构基本稳定，债务期限结构有待进一步优化。从资产负债率来看，近年来公司资产负债率呈现下降趋势。2025 年上半年，交易性金融负债规模降幅较大，同时新债发行使得债务期限结构有所拉长。截至 2025 年 6 月末，公司总债务规模为 373.91 亿元，较上年末减少 10.48%，其中短期债务占比 67.46%，较上年末下降 9.60 个百分点。

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要包括利润总额和利息支出，2024 年利润总额同比增长但债务利息支出同比下降，EBITDA 略有下降，总债务/EBITDA 同比上升；受债务利息支出同比下降影响，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所提升。2025 年上半年由于利息支出同比下降，公司 EBITDA 利息覆盖倍数较上年全年进一步上升。

从经营活动净现金流方面看，2024 年公司经营活动净现金流量同比大幅增加，主要系代理买卖证券款规模增长、交易性金融负债规模增长导致现金净流入。2025 年上半年，公司经营活动净现金流量为负数，主要系公司为交易目的而持有的金融负债和拆入资金同比大幅降低，导致现金净流出。

表 11：近年来公司偿债能力指标

指标	2022	2023	2024	2025.6/2025.1-6
资产负债率(%)	72.24	71.13	70.57	68.15
经营活动净现金流（亿元）	12.26	9.26	80.66	(4.70)
EBITDA（亿元）	21.18	22.52	21.34	11.70
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.80	1.87	2.09	2.86
总债务/EBITDA(X)	20.38	18.39	19.57	—

注：EBITDA 相关指标为中诚信国际计算口径。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

## 其他事项

资产受限情况方面，截至 2025 年 6 月末，公司受限资产账面价值合计 139.97 亿元，占同期末资产总额的比例为 17.92%。上述权属受到限制的资产包括交易性金融资产（用于卖出回购、债券借贷业务设定质押；已融出证券）、货币资金（公募基金业务风险准备金存款）、其他权益工具投资（流通受限的股票）。

对外担保方面，截至 2025 年 6 月末，公司无对外担保。

重大诉讼、仲裁事项方面，子公司中德证券存在由证券虚假陈述责任纠纷引起的未决诉讼。2022 年 1 月，上海君盈资产管理合伙企业（有限合伙）等两千名原告对乐视网等二十一名被告提起民事诉讼，中德证券作为被告之一，被诉因未勤勉尽责、未能发现乐视网财务造假，被要求承担连带赔偿责任，涉案金额共计 45.71 亿元。2023 年 9 月，北京金融法院判决驳回原告投资者对中德证券的诉讼请求。2023 年 10 月，上诉人请求改判被上诉人（一审被告中除乐视网及贾跃亭外的

二十二名被告）对一审被告一乐视网应支付给全体上诉人（一审原告）的虚假陈述侵权赔偿款项承担全额连带赔偿责任并共同承担本案全部的上诉费用。截至 2025 年 6 月 30 日，本案二审尚未开庭审理，一审判决尚未生效。本次诉讼尚未开庭审理，其对公司本期利润或期后利润的影响存在不确定性。因无法合理预计该案件的最终判决结果，公司未就此事项确认相关预计负债，中诚信国际将对相关诉讼事项的进展及公司预计负债计提情况保持持续关注。

处罚情况方面，2022 年 1 月，中德证券收到中国证监会《立案告知书》（证监立案字 03720220003 号）。中德证券因在乐视网 2016 年非公开发行股票项目中，保荐业务涉嫌违法违规，根据《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国行政处罚法》等法律法规，中国证监会决定对中德证券立案。2022 年 6 月，中德证券收到中国证监会《行政处罚决定书》（〔2022〕30 号），因中德证券在乐视网 2016 年非公开发行股票保荐业务中未勤勉尽责，中国证监会决定对中德证券责令改正，给予警告，没收业务收入，并处以罚款。

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

从资产流动性来看，截至 2025 年 6 月末，公司自有资金及结算备付金余额为 87.22 亿元，较上年末减少 12.63%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 14.93%。从流动性风险管理指标来看，截至 2025 年 6 月末，公司流动性覆盖率为 146.00%，较上年末下降 3.56 个百分点，主要系货币资金和高等级债券等优质流动性资产规模下降；净稳定资金率为 205.75%，较上年末上升 32.97 个百分点，主要系债券发行有效补充可用稳定资金。整体来看，公司长短期流动性风险管理指标均高于监管标准。

财务弹性方面，公司在各大银行等金融机构的资信情况良好，截至 2025 年 6 月末，公司获得银行授信额度为 900.07 亿元，已使用额度为 133.13 亿元，未使用额度为 766.94 亿元，备用流动性充足。

综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

## 外部支持

**山西证券为山西金控的唯一证券平台、山西省唯一上市证券公司，实际控制人为山西省财政厅，在必要时可以获得山西金控和山西省财政厅的支持。**

公司控股股东为山西金控，截至 2025 年 9 月末，山西金控持有公司 31.77% 股份。山西省财政厅持有山西金控 100% 的股权，对山西金控履行出资人职责，故公司实际控制人为山西省财政厅。

山西金控成立于 2015 年 12 月，是由山西省人民政府授权山西省财政厅履行出资人职责，投资设立的国有金融资本投资运营公司。山西金控成立初始注册资本为 106.47 亿元，是集银行、证券、保险、信托、金融租赁、担保、要素市场、基金等多种金融业态于一体的省属地方金融控股集团。

现有控股一级子公司及直接控制的结构化主体包括山西证券、山西信托股份有限公司、山西省融资再担保集团有限公司、中煤财产保险股份有限公司、山西金融租赁有限公司、山西国信投资集团有限公司等。截至 2024 年末，山西金控总资产为 1,176.97 亿元，所有者权益为 352.57 亿元，2024 年实现净利润 7.80 亿元。

公司作为山西金控旗下唯一证券平台，在集团统筹下能够与其他子公司开展高效的协同工作，进一步打开公司业务的发展空间。作为山西省唯一上市证券公司，公司证券分支机构主要分布于山西省境内，对区域市场较为熟悉，通过多年的经营积累，公司与省内客户保持了良好的合作关系，在项目竞争上相对于非本地券商更具优势。总体来看，山西证券为山西金控的唯一证券平台、山西省唯一上市证券公司，能够在资本补充、业务发展等方面得到山西金控以及山西省财政厅较强的支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定山西证券股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。



## 附二：山西证券股份有限公司主要财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2022	2023	2024	2025.6/2025.1-6
货币资金及结算备付金	27,743.86	24,854.77	29,422.11	28,179.58
其中：自有货币资金及结算备付金	10,163.17	10,208.12	9,983.03	8,722.42
买入返售金融资产	5,299.69	1,916.24	1,977.53	532.70
交易性金融资产	33,736.07	36,922.11	36,008.04	36,332.01
债权投资	38.04	29.14	27.43	26.23
其他债权投资	99.41	89.87	57.44	50.80
其他权益工具投资	243.19	235.32	214.10	204.49
长期股权投资	284.56	324.17	389.45	388.61
融出资金	6,414.66	6,764.36	7,329.49	6,998.41
总资产	82,909.23	77,590.23	80,661.34	78,129.21
代理买卖证券款	18,643.89	14,586.62	18,504.76	19,713.45
短期债务	30,915.63	32,281.45	32,189.52	25,225.33
长期债务	12,247.39	9,121.14	9,578.62	12,165.92
总债务	43,163.03	41,402.58	41,768.13	37,391.25
总负债	65,066.19	59,437.11	62,367.87	59,525.79
股东权益	17,843.04	18,153.12	18,293.47	18,603.42
净资本（母公司口径）	10,689.30	12,166.86	11,672.80	12,180.17
手续费及佣金净收入	1,266.52	1,251.13	1,363.89	691.07
其中：经纪业务净收入	623.00	582.80	685.87	371.70
投资银行业务净收入	418.27	394.08	346.20	168.52
资产管理及基金管理业务净收入	204.56	245.15	261.56	113.92
利息净收入	62.30	(137.57)	(55.64)	38.07
投资收益及公允价值变动收益	1,446.99	1,747.84	1,617.51	841.92
营业收入	4,160.56	3,470.70	3,152.08	1,640.96
业务及管理费	(1,913.60)	(2,048.66)	(2,078.80)	(1,015.09)
营业利润	669.03	769.19	828.55	614.87
净利润	566.92	592.02	690.73	508.73
综合收益总额	574.80	612.19	704.75	489.44
EBITDA	2,117.67	2,251.93	2,134.13	1,170.38
<b>财务指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025.6/2025.1-6</b>
<b>盈利能力及营运效率</b>				
平均资产回报率(%)	0.91	0.93	1.10	—
平均资本回报率(%)	3.19	3.29	3.79	—
营业费用率(%)	45.99	59.03	65.95	61.86
<b>流动性及资本充足性（母公司口径）</b>				
风险覆盖率(%)	160.32	216.38	208.75	238.74
资本杠杆率(%)	13.80	14.58	15.99	17.78
流动性覆盖率(%)	134.65	157.08	149.56	146.00
净稳定资金率(%)	176.65	143.76	172.78	205.75
净资本/净资产(%)	62.19	69.81	66.54	67.63
净资本/负债(%)	24.35	27.83	27.18	31.62

净资产/负债(%)	39.15	39.86	40.84	46.75
自营权益类证券及其衍生品/净资本(%)	17.03	15.68	6.82	5.38
自营非权益类证券及其衍生品/净资本(%)	289.22	215.02	244.41	207.04
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	72.24	71.13	70.57	68.15
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.80	1.87	2.09	2.86
总债务/EBITDA(X)	20.38	18.39	19.57	—

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本充足性及流动性	风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和
	资本杠杆率	核心净资本/表内外资产总额
	流动性覆盖率	优质流动性资产/未来 30 天现金净流出量
	净稳定资金率	可用稳定资金/所需稳定资金
盈利能力	经调整的营业收入	营业收入-其他业务成本
	平均资产回报率	净利润/[(当期末总资产-当期末代理买卖证券款-代理承销证券款+上期末总资产-上期末代理买卖证券款-代理承销证券款)/2]
	平均资本回报率	净利润/[(当期末所有者权益+上期末所有者权益)/2]
	营业费用率	业务及管理费/营业收入
	投资总收益	投资收益-对联营及合营企业投资收益-处置长期股权投资产生的投资收益+公允价值变动损益+其他债权投资利息收入+债权投资利息收入+其他权益工具投资公允价值变动+其他债权投资公允价值变动
	利润总额变动系数	近三年利润总额标准差/近三年利润总额算数平均数
偿债能力	EBITDA	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+折旧+无形资产摊销+使用权资产折旧+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息覆盖倍数	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）
	短期债务	短期借款+拆入资金+卖出回购金融资产+交易性金融负债+应付短期融资款+一年以内到期应付债券+一年内到期长期借款
	长期债务	一年以上到期的应付债券+一年以上到期的长期借款
	总债务	短期借款+拆入资金+卖出回购金融资产+交易性金融负债+应付债券+应付短期融资款+长期借款+租赁负债
	资产负债率	(总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款)/(总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款)

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
A	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响很小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn