2026 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-20264176M-01

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD.

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 2026 年 10 月 30 日至 2027 年 10 月 30 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

2026 年 10 月 30 日

受评主体及评级结果	山西证券股份有限公司	AAA/稳定
评级观点	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。	
评级展望	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。	
调级因素	**可能触发评级上调因素：**不适用。 **可能触发评级下调因素：**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”），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以及越来越多的券商通过上市、并购重组等方式增强自身实力，公司面临的竞争压力日趋激烈
- 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，自营业务收入占比较高，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：王雅方

电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

山西证券	2023	2024	2025	2026.6/2026.1-6
资产总额（亿元）	775.90	806.61	817.84	945.96
股东权益（亿元）	181.53	182.93	187.84	189.74
净资本（母公司口径）（亿元）	121.67	116.73	120.73	119.32
营业收入（亿元）	34.71	29.97	33.51	17.73
净利润（亿元）	5.92	6.91	8.89	6.06
综合收益总额（亿元）	6.12	7.05	8.62	4.77
平均资本回报率（%）	3.29	3.79	4.80	--
营业费用率（%）	59.03	70.51	65.07	57.80
风险覆盖率（%）	216.38	208.90	233.51	233.10
资本杠杆率（%）	14.58	15.99	17.14	15.35
流动性覆盖率（%）	157.08	149.57	135.90	135.59
净稳定资金率（%）	143.76	172.79	195.89	193.08

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 2023 年、2024 年和 2025 年财务报告，以及未经审计的 2026 年半年度财务报告，其中 2023 年财务数据为 2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据为 2025 年审计报告期初数，2025 年财务数据为 2025 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 年末和 2025 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；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（2025 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	817.84	120.73	8.89	4.80	233.51
华福证券	1,114.67	155.86	10.01	5.19	384.47
国海证券	688.89	161.36	8.50	3.67	335.07

注：“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。
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 (C230300_2026_05_2026_1)	
BCA 级别	aa^+
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：中诚信国际证券行业评级方法与模型 C230300_2026_05

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 2026 年 6 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 2026 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 2026 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%	10.20	8.88	1.39	0.06
格林大华期货有限公司	格林大华	13 亿元人民币	100.00%	107.15	14.15	1.21	0.28
山证投资有限责任公司	山证投资	8 亿元人民币	100.00%	13.20	9.53	0.49	0.33
山证国际金融控股有限公司	山证国际	10 亿元港币	100.00%	32.38	7.91	0.63	0.33
山证创新投资有限公司	山证创新	17 亿元人民币	100.00%	20.97	19.93	0.47	0.33
山证科技（深圳）有限公司	山证科技	2 亿元人民币	100.00%	2.12	2.06	0.08	33 万元
山证（上海）资产管理有限公司	山证资管	7 亿元人民币	100.00%	9.90	9.57	1.57	0.69

注：1、上表中子公司注册资本、总资产、净资产为 2026 年 6 月末数据，营业收入、净利润为 2026 年 1-6 月数据。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。4、2025 年 10 月，为推动公司跨境一体化发展，充实香港子公司山证国际资本实力，降低融资成本，增强国际化经营能力，公司拟向子公司山证国际增资 10 亿港元；2026 年 7 月，证监会对公司向山证国际增资 10 亿港元无异议。5、2026 年 3 月，为提升子公司山证资管跨境投资和客户服务实力，公司拟对山证资管增资 2 亿元人民币。2026 年 4 月，山证资管完成工商变更登记并换领营业执照，注册资本增至 7 亿元人民币。6、2026 年 8 月，公司决定对子公司山证科技减少注册资本人民币 1 亿元。
资料来源：山西证券，中诚信国际整理

截至 2026 年 9 月末，山西证券合并口径总资产 916.77 亿元，净资产 190.75 亿元。2026 年 1-9 月，山西证券实现营业收入 25.10 亿元，净利润 7.77 亿元，综合收益总额 7.57 亿元。

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2026 年三季度中国经济延续弱修复、强分化态势，生产维持韧性，出口超预期增长，新动

能贡献增强，但同时，内需延续疲弱，消费趋缓、投资下行至历史低位，经济修复内生动能不足。整体来看，中国经济顶住压力保持平稳运行，实现年度经济增长目标仍有支撑。

2026 年三季度，中国经济实际 GDP 同比增长 4.5%，较二季度回升 0.2 个百分点，名义 GDP 同比增长 6%，价格对名义经济增长的支撑有所增强。前三季度实际同比增长 4.6%，仍保持在全年增长目标区间内。从增长结构看，分化进一步加剧：其一，出口增速维持两位数，机电产品占比超 65%，而内需依然疲软，投资增速持续下探至历史低位（-7.2%），消费边际回暖但整体低迷；其二，以高端制造、数字制造为代表的新动能对规模以上工业增加值增长的贡献率超过五成，房地产、传统基建等旧动能仍处于深度调整中；其三，价格水平结构性回升加剧行业利润分化，本轮利润回升集中在能源、有色金属等资源品和部分高新技术行业，下游及传统行业利润仍低迷。

中诚信国际认为，伴随存量政策加快落地、增量政策适时出台，四季度经济增速有望延续改善，实现年初经济增长目标仍有多重支撑：一是伴随政策性金融工具大规模投放、新增专项债发行节奏加快以及超长期特别国债进入集中发行阶段，叠加部分“六张网”等重点项目进入前期建设阶段，四季度基建投资增速有望回升。二是在全球制造业周期上行、AI 需求依然强劲、新兴国家工业化进程加快支撑下，出口仍将保持高速增长，增强相关行业生产韧性。三是新动能对经济增长的带动作用逐步增强，高技术产业相关投资、生产仍是支撑经济增长的重要力量。同时，制约经济修复的“老问题”仍存：一是市场信心偏弱下民间投资内生动力疲软，叠加“反内卷”相关行业的资本开支已大幅收窄，民间投资短期内难以快速反弹。二是房地产尚未迎来周期拐点，房价整体仍处于下行通道，地产链的拖累仍将持续一段时间。三是宏观债务问题仍制约经济有效循环，微观主体加杠杆意愿不足，地方化债虽取得初步成效但存量付息压力、城投经营性债务、政府拖欠款等问题仍存，财政趋缓与债务约束下地方经济活力受限。

政策层面，9 月底以来居民购房贷款贴息、PSL 降息扩围、再贷款增额、盘活地方债结存限额等政策接踵出台，四季度经济冲刺收官阶段，宏观政策逆周期调节力度有望加大。一方面，财政与货币政策需协同发力，在促消费、稳投资、稳就业、稳民生上加大力度；另一方面，宏观政策发力需与改革同步推进，打通制约经济循环的卡点、堵点。

综合以上因素，中诚信国际预计 2026 年四季度中国 GDP 增速将在 4.9%左右，全年经济增速或在 4.7%左右。从中长期来看，宏观政策效能持续释放加之改革持续深化落地，中国经济回升向好的态势不变。

详见《如何看待三季度经济修复成色？》，报告链接：

https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12789?type=1

行业概况

中诚信国际认为，2025 年，以“新国九条”为核心的“1+N”体系持续完善，引领证券行业高质量发展，业绩高增长为行业主基调；未来证券公司并购整合与国际化进展有望提速，头部券商集中趋势加剧，中小券商差异化发展加速。预计良好的资本市场环境将继续推动证券行业向好发展，整体信用水平维持稳定。

2025 年，以“新国九条”为核心的“1+N”政策体系加速落地，从服务新质生产力、加强投资者

保护、完善证券公司监管等方面重塑市场生态，中长期资金入市、科创板改革、分类评价新规等政策引领行业规范发展。行业“强监管”底色不变，头部券商集中趋势加剧、中小券商差异化发展加速，并购重组浪潮延续，国际化步伐加快，发展态势整体向好。经纪业务量质齐升，“两融”业务爆发，权益投资驱动自营业绩提升，投行业务回暖，资管业务规范化增长但费率改革短期承压，行业竞争逻辑由规模扩张向资本效率、风控能力与综合服务能力转变。展望 2026 年，良好的市场环境将继续推动证券行业向高质量发展迈进，预计证券行业经纪业务、信用业务、自营业务及投行业务将实现温和增长，同时需警惕市场波动对各项业务稳健运行形成的潜在扰动；资管业务增长或将承压，行业转型阵痛仍将持续。在政策完善、市场向好与转型深化的共同作用下，2026 年证券行业有望实现稳健发展，整体信用水平维持稳定。

详见《中国证券行业展望，2026 年 3 月》，报告链接 https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12447?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。2025 年公司财富管理业务收入和自营业务收入同比大幅增长，营业收入增速较高。2026 年上半年，公司财富管理业务、资产管理业务、投资银行业务和期货经纪业务收入同比实现较好增长，自营业务收入同比有所下降。

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	2023		2024		2025		2026.1-6	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财富管理业务	8.44	24.31	10.40	34.68	13.50	40.28	7.30	41.14
自营业务	11.34	32.68	10.75	35.85	13.05	38.94	5.67	31.95
资产管理业务	2.70	7.77	3.04	10.16	2.46	7.34	1.57	8.85
投资银行业务	2.43	7.01	2.77	9.23	1.85	5.53	1.50	8.44
期货经纪业务	2.04	5.87	1.75	5.85	1.78	5.31	1.15	6.51
大宗商品交易及风险管理业务	6.91	19.91	0.55	1.85	0.44	1.33	0.43	2.41
其他	0.85	2.45	0.71	2.38	0.43	1.27	0.12	0.69
营业收入	**34.71**	**100.00**	**29.97**	**100.00**	**33.51**	**100.00**	**17.73**	**100.00**
其他业务成本	(5.69)		(0.12)		(0.09)		(0.01)	
经调整的营业收入	**29.01**		**29.85**		**33.41**		**17.72**	

注：1、上表主营业务分业务情况仅包含对外交易收入，不含分部间交易收入。2、2025 年 7 月 8 日，财政部发布了标准仓单交易相关会计处理实施问答，关于企业在期货交易场所通过频繁签订买卖标准仓单的合同以赚取差价、不提取标准仓单对应的商品实物的，企业应当将其签订的买卖标准仓单的合同视同金融工具，并按照《企业会计准则第 22 号--金融工具确认和计量》的规定进行会计处理。企业按照前述合同约定取得标准仓单后短期内再将其出售的，不应确认销售收入，而应将收取的对价与所出售标准仓单的账面价值的差额计入投资收益；企业期末持有尚未出售的标准仓单的，应将其列报为其他流动资产。公司自 2025 年 1 月 1 日起执行上述企业会计准则实施问答的有关规定，并对可比期间财务报表数据进行追溯调整。3、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，2025 年市场交投活跃度显著上升，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增长。2026 年上半年，公司财富管理业务收入及占比进一步提升。

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 2026 年 6 月末，公司拥有证券营业部 94 家，其中山西省内 54 家，山西省外 40 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。近年来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，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。2025 年市场交易活跃度显著提升，公司全年财富管理业务收入同比增长 29.84%，在营业收入中的占比进一步上升至 40%以上。2026 年上半年，财富管理业务收入同比增长 12.67%，在营业收入中的占比进一步提升。

证券经纪业务方面，公司在山西省内网点密度大、区域内市场份额高，客户基础较好且较为稳定；此前省内客户综合佣金率显著高于行业佣金率水平，但近年来随着费率逐步调整，当前佣金率与行业平均水平相当。公司 2025 年代理买卖股票交易额和代理买卖基金交易额同比大幅增长，但市场份额有所下降，主要原因在于高频交易的机构客户集中于头部券商；平均佣金率为 0.26‰，延续下降趋势。得益于交易活跃度提升，2025 年公司代理买卖证券业务净收入同比增长 37.42%。此外，受到费率改革影响，2023 年至 2025 年公司交易单元席位租赁收入和代销金融产品业务收入呈现下降趋势，两者的收入贡献度较小。

2026 年上半年，公司多渠道开发客户资源，新增有效客户数同比增长 87%，代理买卖股票交易额和代理买卖基金交易额同比大幅增长，但市场份额仍呈现下降态势；平均佣金率为 0.23‰，佣金率下行幅度趋缓。综合影响下，2026 年上半年公司代理买卖证券业务净收入同比增长 32.83%。为应对后续交易额提升空间有限、佣金率下行趋势不改的市场环境，公司以买方投顾战略转型为主线，细化业务举措及落地实施路径，财富管理转型进度有望加速。

表 3：近年来公司代理买卖证券交易金额（单位：亿元）

证券种类	2023		2024		2025		2026.1-6	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票（含两融）	11,939.49	0.28	15,946.19	0.31	25,540.47	0.30	17,274.70	0.27
基金	402.99	0.07	788.86	0.10	1,600.37	0.09	979.47	0.08
债券	3,735.54	0.40	5,211.31	0.62	6,868.66	0.78	2,262.91	0.39

注：上表中山西证券交易额和市场份额均为双边口径。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

表 4：近年来公司经纪业务情况（金额单位：亿元）

	2023	2024	2025	2026.1-6
代理买卖证券业务净收入	3.42	4.96	6.81	4.00
交易单元席位租赁收入	0.51	0.44	0.35	0.18
代销金融产品业务收入	0.59	0.57	0.47	0.30

注：代理买卖证券业务净收入、交易单元席位租赁收入、代销金融产品业务收入数据来源于审计报告或半年度报告附注，其中代理买卖证券业务净收入=代理买卖证券业务收入-代理买卖证券业务支出。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

2025 年和 2026 年上半年两融业务规模增加推动融资融券利息收入同比增长；此前股票质押业务规模持续收缩，2026 年上半年业务重启，但目前规模及收入贡献不大。

信用业务方面，2025 年公司融资融券业务规模增长较快，年末融资融券余额较上年末增长 19.04%，融资融券业务的担保物公允价值较上年末显著增长，担保物整体相对充足，存量负债客户平均维持担保比例较上年末有所上升。2025 年公司计提融出资金减值损失 0.09 亿元，截至年末融出资金减值准备余额为 2.36 亿元，较上年末有所增长；其中，境外融出资金余额 1.65 亿元，已计提资产减值准备 1.63 亿元。2025 年主要在融出资金规模增加的推动下，融资融券利息收入同比增长 8.17%。截至 2026 年 6 月末，融资融券余额较年初增长 14.20%，担保物公允价值较年初略降至 297.01 亿元，平均维持担保比例较年初有所上升；主要在规模增长的推动下，上半年实现融资融券利息收入同比增长 9.66%。随着规模增长，上半年计提融出资金减值损失同比增加，截至 2026 年 6 月末融出资金减值准备余额为 2.38 亿元，其中已发生信用减值的部分主要系境外融出资金减值准备。

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，2023 年至 2025 年公司股票质押业务规模持续收缩，截至 2025 年末，股票质押业务待购回金额较上年末大幅下降，整体履约保障比例虽有下降但仍处于安全水平。同期末，股票质押业务减值准备余额 312.04 万元，较上年末有所减少。随着业务规模收缩，2025 年股票质押式回购利息收入同比减少至 0.27 亿元。随着历史风险项目处置完成，公司 2026 年重启股票质押业务，2026 年 6 月末待回购金额有所上升，整体履约保障比例处于安全水平，上半年达成股票质押式回购利息收入仍较低。

表 5：近年来公司资本中介业务情况（单位：亿元、%）

	2023	2024	2025	2026.6/2026.1-6
融资融券业务				
融资融券余额	69.70	75.54	89.92	102.68
存量负债客户平均维持担保比例	254.17	275.52	283.04	294.22
融资融券利息收入	4.49	4.16	4.50	2.41
股票质押式回购业务				
待回购金额	11.52	6.79	3.12	4.77
整体履约保障比例	283.24	289.80	234.53	347.79
股票质押式回购利息收入	0.73	0.52	0.27	0.06

注：上表中融资融券余额取自财务报表附注中融出资金扣除减值准备前的余额，包括融资融券业务融出资金、孖展业务融资。
资料来源：山西证券，中诚信国际整理

投资银行板块

由于市场竞争激烈叠加费率下行，2025 年中德证券债券承销业务、股权承销业务规模及收入均同比减少，投资银行分部收入同比下降；2026 年上半年，投资银行分部收入同比增长，中德证券实现扭亏为盈；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，2025 年中德证券债券承销业务、股权承销业务规模及收入均同比减少，投资银行分部收入同比减少 33.06%，在营业收入中的占比下降至 5.53%。2026 年上半年，中德证券债券承销业务、股权承销业务收入均有所增长，投资银行分部收入同比增长 63.06%，在营业收入中的占比上升至 8.44%；上半年中德证券实现扭亏为盈，但未来仍需关注其业务开展及盈利情况。

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。2025 年中德证券完成 4 单 A 股再融资项目，股权承销业务总承销金额和承销收入较上年有所下降。据 Wind 数据，2025 年中德证券定向增发承销家数排名第 12 位。2026 年上半年，中德证券完成 3 单 A 股再融资项目、1 单重大资产重组、1 单破产重整项目；据 Wind 数据，定向增发项目承销家数排名第 10 位。

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。根据 Wind 数据，2025 年中德证券全部债券承销金额排名第 26 位，地方政府债承销金额排名第 11 位。此外，公司聚焦重点区域，大力拓展 ABS 及公募 REITs 业务，并于 2025 年获批中国银行间市场交易商协会非金融企业债务融资工具一般主承销商资格，综合金融服务能力进一步提升。受到监管、市场等多重因素影响，2025 年中德证券债券承销规模和收入均同比减少。2026 年上半年，据 Wind 数据，中德证券全部债券承销金额排名第 24 位，地方政府债承销金额排名第 11 位，并且山西地区债券项目单数和承销规模持续保持领先。随着承销规模同比增加，2026 年上半年中德证券债券承销收入同比增长。

财务顾问业务方面，近年来公司财务顾问业务量保持较高增速，净收入持续增长。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。2025 年公司完成推荐新三板企业挂牌 3 家、新三板定向增发 6 单、四板挂牌 89 单以及财务顾问项目 150 余单。据 Wind 数据，2025 年公司持续督导新三板家数排名 15 位。2026 年上半年，据 Choice 数据，公司持续督导新三板家数排名第 15 位。

表 6：近年来中德证券投资银行业务情况（单位：家、期、亿元）

		2023	2024	2025	2026.1-6
股票承销保荐	主承销家数	3	4	4	3
	主承销金额	31.23	17.72	15.19	13.67
债券承销	主承销期数	65	82	92	59
	主承销金额	285.68	313.19	307.08	221.33
财务顾问	项目家数	42	85	128	22
	业务净收入	0.31	0.40	0.63	0.07

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派出机构出具警示函，投行业务合规经营情况有待加强。2023 年 6 月，中国证监会北京监管局对中德证券出具警示函[1]；2023 年 9 月，中国证监会对中德证券出具警示函[2]；2024 年 1 月，中国证监会对中德证券出具警示函[3]；2026 年 3 月，中国证监会上海监管局对中德证券出具警示函[4]。

[1] 《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》（北京证监局[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。

[2] 《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。

[3] 《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。

[4] 《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》（沪证监决[2026]71 号）主要涉及中德证券保荐的太原重工股份有限公司（以下简称“太原重工”）2020 年非公开发行股票并上市项目，对太原重工大额应收账款、大额预付账款、财务费用等事项的尽职调查不充分，部分

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，2025 年末资产管理和公募基金在管规模较上年末大幅增长。但由于规模增长主要发生在第四季度，叠加超额业绩报酬大幅减少，2025 年资产管理业务收入同比下降。2026 年上半年，公司资产管理和公募基金日均规模增长较好，叠加超额业绩报酬同比大幅增长，资产管理业务收入同比增长。

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，2026 年 4 月注册资本增至 7 亿元。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。

2025 年公司资产管理业务持续深化客群覆盖，优化产品发行节奏，实现业务规模阶梯式逐季增长。截至 2025 年末，公司资产管理计划和公募基金规模合计较上年末增长 30.47%，其中集合资产管理计划和公募基金产品为主要构成，两者规模均实现较好增长。但由于 2025 年规模增长主要发生在第四季度（增长的规模对管理费收入的贡献大部分将在 2026 年收入中体现），叠加债市波动加剧导致固定收益类资产管理产品的超额业绩报酬大幅减少，2025 年资产管理业务收入同比减少 19.26%，在营业收入中的占比下降至 7.34%。

2026 年上半年，虽然 6 月末资产管理业务规模较年初时点数有所下降，但是日均规模较上年同期有所增长，带动固定管理费收入增加；同时固收市场行情较好，超额业绩报酬同比大幅增长。综合影响下，2026 年上半年资产管理业务收入同比增长 45%左右。同期公募基金日均规模平稳增长，主要系固定收益类产品规模增加，上半年公募基金业务净收入同比增长 5%左右。按照分部报告口径，2026 年上半年，资产管理业务收入同比增长 19.71%，在营业收入中的占比上升至 8.85%。

表 7：近年来公司资产管理业务情况（单位：亿元）

项目	2023		2024		2025		2026.6/2026.1-6	
	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	200.49	1.19	181.35	1.18	209.81	0.74	224.28	0.54
单一资产管理	112.52	0.11	91.78	0.12	91.26	0.09	56.72	0.04
专项资产管理	44.84	0.05	44.18	0.05	66.73	0.05	66.62	0.04
资产管理产品合计	**357.85**	**1.35**	**317.31**	**1.35**	**367.80**	**0.88**	**347.62**	**0.64**
公募基金管理合计	**299.63**	**0.97**	**248.81**	**1.11**	**370.83**	**1.05**	**430.34**	**0.72**

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

自营投资板块

自营投资业务以债券类资产配置为主，2025 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。2026

尽职调查和持续督导工作底稿归档不及时；以及作为太原重工 2022 年非公开发行公司债券项目的联席主承销商，对太原重工重要子公司、主要客户和供应商等事项的尽职调查不充分，部分尽职调查工作底稿归档不及时。

年上半年，公司增加投资债券类资产和高股息股票，金融投资规模有所增长；受权益市场波动影响，上半年自营投资收入同比下降。

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 2025 年末，公司金融投资规模较上年末有所增长，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 23.24%和 70.50%。2025 年公司增配高股息红利策略的股票投资叠加权益类资产估值上升，证券自营业务实现营业收入 13.05 亿元，同比增长 21.44%，在营业收入中的占比为 38.94%；全年实现投资总收益[5]为 16.87 亿元，同比增长 2.89%。

截至 2026 年 6 月末，公司金融投资规模较上年末有所增长，主要系债券类资产有所增加。2026 年上半年，证券自营业务实现营业收入 5.67 亿元，同比减少 11.78%，在营业收入中的占比下降至 31.95%；上半年实现投资总收益 7.22 亿元，同比减少主要系权益类资产收益下降。

固定收益类投资方面，2025 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。截至 2025 年末，公司持有的债券及债权余额较年初减少 11.42%，在金融投资资产中占比有所下降；受债市波动加大影响，全年固定收益类投资业务实现收入 7.68 亿元，同比减少 36.08%。2026 年上半年，债券市场延续低利率、窄幅震荡格局，公司深化多领域、多策略、多资产布局，债券类资产投资规模及占比有所增加，主要系利率债时点规模增加、信用债投资规模变化不大；上半年固定收益类投资业务实现收入 4.92 亿元，同比增长 8.60%。

权益类投资方面，2025 年公司持续推进由方向性投资向非方向性投资转型，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，基金投资规模同比增长；并启动侧重于高股息红利策略的股票投资，股票及股权投资规模同比大幅增长。投资规模增加叠加权益市场行情上涨，2025 年股票等其他自营投资业务实现收入 5.36 亿元，同比扭亏为盈并大幅增长。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 2025 年末，上述投资余额合计 30.71 亿元，较上年末增长主要系用以流动性管理的银行理财规模有所增加。2026 年上半年，公司根据市场情况择机增加高股息红利策略的股票投资，此外基金投资和资产管理计划投资规模亦有所增加；受权益市场波动影响，上半年股票等其他自营投资业务实现收入 0.75 亿元，较上年同期的 1.90 亿元有所下降。

表 8：近年来公司金融投资组合情况（单位：亿元、%）

	2023		2024		2025		2026.6	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	金额	占比
债券/债权	249.89	66.73	270.64	74.29	239.74	64.22	282.18	64.54
基金	78.56	20.98	52.49	14.41	62.93	16.86	72.19	16.51
股票/股权	32.76	8.75	23.48	6.44	39.21	10.50	45.08	10.31
其中：其他权益工具投资	2.35	0.63	2.14	0.59	5.88	1.58	12.39	2.83
理财产品	7.07	1.89	12.78	3.51	29.06	7.78	22.57	5.16
资产管理计划	1.64	0.44	2.22	0.61	1.52	0.41	13.57	3.10

[5] 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。

衍生金融资产	1.72	0.46	1.22	0.34	0.70	0.19	0.03	0.01
信托计划	2.76	0.74	1.47	0.40	0.14	0.04	1.16	0.27
其他	0.09	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.44	0.10
合计	**374.48**	**100.00**	**364.29**	**100.00**	**373.29**	**100.00**	**437.22**	**100.00**

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

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 年以来未新增违约债券，截至 2026 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 1.49 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

2025 年和 2026 年上半年期货业务盈利水平有所恢复，另类投资业务和私募股权投资业务持续深耕硬科技赛道，国际业务版图持续扩张。

公司的期货业务主要通过其全资子公司格林大华开展，业务范围包括期货经纪、资产管理和风险管理业务。截至 2025 年末，格林大华共设立 20 家分支机构。期货经纪业务方面，2025 年格林大华期货经纪业务客户数量和客户资产余额有所增加，年内实现代理成交量和代理成交额同比增长，全年实现手续费净收入同比增长。此外，格林大华资产管理业务平稳起步，子公司风险管理业务逐步形成稳定的收入来源。截至 2025 年末，格林大华总资产为 92.53 亿元，净资产 13.86 亿元，均较年初有所增长；全年实现营业收入 1.89 亿元，净利润 0.30 亿元，盈利水平有所恢复。2026 年上半年，格林大华主要经营指标较上年同期大幅提升，实现营业收入 1.21 亿元，净利润 0.28 亿元。

另类投资业务主要通过全资子公司山证创新开展。2025 年山证创新持续深耕硬科技赛道，重点布局半导体、人工智能、高端制造、新能源等前沿领域，全年新增投资项目 9 个，投资金额 3.49 亿元，并与多家股权投资头部机构建立常态化合作，持续构建投资生态圈。截至 2025 年末，山证创新总资产为 20.06 亿元，净资产 19.59 亿元；全年实现营业收入 2.49 亿元，实现净利润 1.81 亿元，同比有所减少。2026 年上半年，山证创新新增投资项目 6 个，投资金额 1.72 亿元；所投企业天辰生物实现港股 IPO 上市。截至 2026 年 6 月末，山证创新总资产为 20.97 亿元，净资产 19.93 亿元；上半年实现营业收入 0.47 亿元，净利润 0.33 亿元，同比有所下降。

私募股权投资主要通过全资子公司山证投资开展。2025 年山证投资持续推进项目储备及市场化基金募集，积极参与省内优质项目挖掘和政府引导基金的设立筹备，并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，打造天使基金矩阵，全年新增投资项目 14 个，投资金额 3.73 亿元。截至 2025 年末，山证投资总资产为 12.03 亿元，净资产 9.20 亿元；全年实现营业收入 1.25 亿元，实现净利润 0.61 亿元，均同比有所增长。2026 年上半年，山证投资新增投资项目 8 个，投资金额 4.22 亿元。截至 2026 年 6 月末，山证投资总资产为 13.20 亿元，净资产 9.53 亿元；上半年实现营业收入 0.49 亿元，净利润 0.33 亿元。

国际业务主要通过境外全资子公司山证国际开展。2025 年山证国际聚焦“FICC、跨境投行、特色

资管”三大领域，持续打造具有自身特点的竞争优势。FICC 业务稳步推进债券通、美元债投资、跨境收益互换等业务，完成境外首单挂钩 SOFR 的 IRS 交易及挂钩 HKDUSD 的远期交易。担任联席全球协调人完成 15 单债券承销项目，担任联席账簿管理人完成 2 单股票承销项目及 57 单债券承销项目。资产管理业务新增境外债券全权委托投资管理专户等产品，累计受托管理资产较上年末大幅增长。截至 2025 年末，山证国际总资产为 20.72 亿元，净资产 7.90 亿元；全年实现营业收入 1.21 亿元，实现净利润 0.51 亿元，同比有所增长。2026 年上半年，山证国际担任整体协调人、联席全球协调人完成 2 个项目股票发行，担任联席账簿管理人完成 3 个股票承销项目及 17 个债券承销项目。截至 2026 年 6 月末，山证国际总资产为 32.38 亿元，净资产 7.91 亿元；上半年实现营业收入 0.63 亿元，净利润 0.33 亿元，同比有所下降。

财务风险

中诚信国际认为，2025 年山西证券净利润和综合收益总额同比增长，盈利水平有所上升，盈利波动性有所上升但仍维持较稳定水平；2026 年上半年，公司营业收入和净利润同比增长，综合收益总额同比略有下降；各项风险控制指标均高于监管标准；截至 2026 年 6 月末，资产负债率较年初有所上升，债务规模有所增加，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

2025 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增加，利息净收入由负转正，全年营业收入、净利润和综合收益总额均实现较好增长，盈利水平有所上升，盈利波动性有所上升但仍维持较稳定水平。2026 年上半年，公司手续费及佣金净收入同比增长带动营业收入和净利润同比增长；受其他综合收益亏损同比增加影响，综合收益总额同比略有下降。

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。2025 年，受资本市场活跃度进一步提升影响，公司营业收入同比增长 11.80%。

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和投资净收益。2025 年公司手续费及佣金净收入同比增长 9.25%。具体来看，经纪业务方面，2025 年代理买卖证券业务收入增速较快，推动证券经纪业务手续费净收入同比增长 27.84%；期货经纪业务代理成交额同比增长，使得期货经纪业务手续费净收入同比增长 5.70%；全年实现经纪业务手续费净收入同比增长 24.95%。投行业务方面，2025 年子公司中德证券债券承销业务、股权承销业务规模及收入均同比减少，本部银行间市场承销收入[6]同比增长，推动公司合并口径投资银行业务手续费净收入同比增长 2.76%。资产管理和基金管理业务方面，2025 年末公司受托管理资产规模较年初有所增长，但由于规模增长主要发生在第四季度，叠加超额业绩报酬减少，全年资产管理业务净收入同比降低 35.35%，同期基金管理业务净收入同比变动幅度不大。

投资收益方面，2025 年主要得益于处置金融工具取得的收益增加，全年投资收益及公允价值变动损益合计同比增长 4.40%。利息净收入方面，因公司拆入资金、卖出回购金融资产款及应付债券

[6] 除了子公司中德证券开展的投资银行业务以外，公司自营业务部门取得的银行间市场债券承销业务收入在分部报告中归属于自营业务分部，在财务报表中计入母公司口径投资银行业务手续费净收入，列示口径不同。

利息支出减少，公司 2025 年实现利息净收入由负转正。

表 9：近年来公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2023		2024		2025		2026.1-6	
	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	1,251.13	36.05	1,398.46	46.66	1,527.84	45.60	853.75	48.14
其中：经纪业务净收入	582.80	16.79	685.87	22.88	856.96	25.57	506.76	28.57
投资银行业务净收入	394.08	11.35	346.20	11.55	355.76	10.62	167.45	9.44
资产管理业务净收入	147.97	4.26	165.58	5.52	107.04	3.19	63.71	3.59
基金管理业务净收入	97.18	2.80	130.55	4.36	125.97	3.76	72.08	4.06
投资收益及公允价值变动损益	1,747.84	50.36	1,631.66	54.44	1,703.38	50.83	823.88	46.46
利息净收入/（利息净支出）	(137.57)	(3.96)	(55.64)	(1.86)	42.20	1.26	37.52	2.12
其他业务收入	598.50	17.24	17.41	0.58	19.02	0.57	6.59	0.37
其他	10.80	0.31	5.39	0.18	58.39	1.74	51.71	2.92
营业收入合计	**3,470.70**	**100.00**	**2,997.29**	**100.00**	**3,350.83**	**100.00**	**1,773.45**	**100.00**
其他业务成本	(569.28)	--	(12.20)	--	(9.46)	--	(1.36)	—
经调整的营业收入	**2,901.42**	**--**	**2,985.09**	**--**	**3,341.37**	**--**	**1,772.09**	—

注：1、2025 年 7 月 8 日，财政部发布了标准仓单交易相关会计处理实施问答，关于企业在期货交易场所通过频繁签订买卖标准仓单的合同以赚取差价、不提取标准仓单对应的商品实物的，企业应当将其签订的买卖标准仓单的合同视同金融工具，并按照《企业会计准则第 22 号--金融工具确认和计量》的规定进行会计处理。企业按照前述合同约定取得标准仓单后短期内再将其出售的，不应确认销售收入，而应将收取的对价与所出售标准仓单的账面价值的差额计入投资收益；企业期末持有尚未出售的标准仓单的，应将其列报为其他流动资产。公司自 2025 年 1 月 1 日起执行上述企业会计准则实施问答的有关规定，并对可比期间财务报表数据进行追溯调整。2、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。2025 年主要由于资讯信息费及专业服务费和职工薪酬支出增加，业务及管理费同比增长 3.16%，营业费用率同比降低 5.44 个百分点至 65.07%。此外，2025 年公司合计计提信用减值损失 0.17 亿元，主要为计提其他债权投资减值损失、融资资金减值损失和应收款项减值损失，同比减少 0.09 亿元主要系计提融出资金减值损失同比减少和转回其他应收款减值损失所致。

受上述因素综合影响，2025 年公司实现利润总额 11.30 亿元，同比增长 36.90%；全年实现净利润 8.89 亿元，同比增长 28.70%；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和外币财务报表折算差额由正转负影响，公司其他综合收益由上年 0.14 亿元降低为-0.27 亿元，全年实现综合收益总额 8.62 亿元，同比增长 22.30%。盈利稳定性方面，2025 年公司利润总额变动系数有所上升，盈利波动性有所上升，但仍维持较稳定水平。

2026 年上半年，公司手续费及佣金净收入同比增长 23.54%，其中经纪业务手续费净收入同比增长 36.34%，主要系资本市场交投活跃度提升所致；资产管理业务手续费净收入同比增长 46.14%，基金管理业务手续费净收入同比增长 4.98%；投资银行业务手续费净收入同比基本持平，其中中德证券业务收入同比增长，山证国际及本部投资银行业务手续费净收入同比下降。投资收益方面，上半年公允价值变动损益较上年同期由负转正，投资收益同比降低，投资收益及公允价值变动损

益合计同比略降 2.14%。利息净收入方面，融出资金和货币资金及结算备付金规模增长带动利息收入同比增长 8.94%，债务规模增长使得利息支出同比增长 9.86%，利息净收入同比基本持平。受上述因素综合影响，2026 年上半年，公司实现营业收入同比增长 8.07%，经调整的营业收入同比增长 8.10%；同期业务及管理费同比增长 0.97%，整体费用管控较好，营业费用率较上年同期有所下降。综合上述因素，2026 年上半年，公司实现净利润 6.06 亿元，同比增长 19.12%。同期主要受其他权益工具投资公允价值下跌及外币财务报表折算差额为负影响，公司其他综合收益的税后净额为-1.29 亿元，较上年同期的-0.19 亿元大幅下降；受此影响，公司上半年达成综合收益总额 4.77 亿元，同比减少 2.60%。

表 10：近年来公司主要盈利指标（单位：亿元、%）

	2023	2024	2025	2026.1-6
经调整的营业收入	29.01	29.85	33.41	17.72
业务及管理费	(20.49)	(21.13)	(21.80)	(10.25)
营业利润	7.69	8.29	11.20	7.27
净利润	5.92	6.91	8.89	6.06
其他综合收益的税后净额	0.20	0.14	(0.27)	(1.29)
综合收益总额	6.12	7.05	8.62	4.77
营业费用率	59.03	70.51	65.07	57.80
平均资产回报率	0.93	1.10	1.45	--
平均资本回报率	3.29	3.79	4.80	--
利润总额变动系数	17.06	8.59	17.50	--

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 2025 年末母公司口径净资本较上年末有所增长，风险覆盖率和资本杠杆率有所上升；截至 2026 年 6 月末，公司净资本较上年末略有下降，风险覆盖率基本稳定，资本杠杆率有所下降，各项风险控制指标仍均高于监管标准。

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。

2025 年随着利润积累，年末母公司口径净资本较上年末增长 3.43%，母公司口径净资产较上年末增长 3.00%，净资本/净资产比率保持稳定，净资本/负债、净资产/负债指标均较上年末有所上升。受到公司业务结构调整的影响，2025 年末各项风险资本准备之和较上年末减少 7.48%，风险覆盖率较上年末上升 24.61 个百分点；表内外资产总额较上年末减少 2.89%，资本杠杆率均较上年末上升 1.15 个百分点。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。

2026 年上半年，公司母公司口径净资本较上年末略有下降，净资产较上年末基本持平，净资本/净资产指标基本稳定，风险覆盖率较上年末略降 0.41 个百分点。同期，受业务规模增长带动资产规模扩张影响，2026 年 6 月末资本杠杆率较上年末下降 1.79 个百分点至 15.35%，净资本/负债和净资产/负债指标较上年末有所下降，杠杆水平有所上升但仍处于合理区间。

从资产减值准备情况看，截至 2026 年 6 月末，公司资产减值准备余额为 9.27 亿元，较上年末略有增长，包括其他应收款坏账准备 4.16 亿元（主要为子公司格林大华资本管理有限公司应收客户款项，根据预期可收回金额低于账面价值的差额，累计计提减值准备 3.66 亿元），融出资金减值准备 2.38 亿元，其他债权投资减值准备 1.52 亿元，应收账款减值准备 0.81 亿元，债权投资减值准备 0.35 亿元和买入返售金融资产减值准备 0.05 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 3.68 亿元。

表 11：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	2023	2024	2025	2026.6
净资本	--	121.67	116.73	120.73	119.32
净资产	--	174.28	175.42	180.68	180.84
风险覆盖率	≥100	216.38	208.90	233.51	233.10
资本杠杆率	≥8	14.58	15.99	17.14	15.35
流动性覆盖率	≥100	157.08	149.57	135.90	135.59
净稳定资金率	≥100	143.76	172.79	195.89	193.08
净资本/净资产	≥20	69.81	66.54	66.82	65.98
净资本/负债	≥8	27.83	27.18	29.88	25.77
净资产/负债	≥10	39.86	40.84	44.72	39.06
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	≤100	15.68	6.82	14.70	19.25
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	≤500	215.02	244.41	214.59	241.03

注：2024 年末、2025 年末和 2026 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

2025 年债务规模有所减少，长期债务占比有所上升，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所提升；截至 2026 年 6 月末，公司债务规模较年初有所增长，资产负债率有所回升，但 EBITDA 对债务利息的覆盖能力继续提升。

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。从资产负债率来看，近年来公司资产负债率呈现下降趋势。截至 2025 年末，公司总债务规模为 397.30 亿元，较上年末减少 4.88%。2025 年卖出回购金融资产款降幅较大，同时新债发行使得债务期限结构有所拉长，截至年末短期债务占比较上年末下降至 69.56%，债务期限结构有所优化。2026 年上半年，公司债券发行及回购业务规模增加带动总债务有所增长，截至 2026 年 6 月末，公司总债务规模为 466.88 亿元，较年初增长 17.51%，其中短期债务占比较上年末上升至 72.50%，债务期限结构有所缩短。

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要包括利润总额和利息支出，2025 年利润总额同比增长，同时债务利息支出同比下降，EBITDA 同比增长 6.57%，总债务/EBITDA 同比下降，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所提升。2026 年上半年，公司利润总额同比增长，EBITDA 利息覆盖倍数较

上年全年有所上升。

经营活动净现金流方面，2025 年公司经营活动净现金流量同比大幅降低，主要系正回购业务规模减少和卖出为交易目的而持有的金融负债导致的现金流出。2026 年上半年，公司经营活动净现金流同比由负转正至净流入 21.51 亿元，主要系代理买卖证券款增加及回购业务资金净流入所致。

表 12：近年来公司偿债能力指标

指标	2023	2024	2025	2026.6/2026.1-6
资产负债率(%)	71.13	70.57	69.05	71.99
经营活动净现金流（亿元）	9.26	80.66	0.21	21.51
EBITDA（亿元）	22.52	21.34	22.74	13.08
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.87	2.09	2.66	2.99
总债务/EBITDA(X)	18.39	19.57	17.47	--

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 2026 年 6 月末，公司受限资产账面价值合计 168.22 亿元，占同期末资产总额的比例为 17.78%。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、债券借贷及冲抵保证金等用途；已融出证券；流通受限的股票）、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 2026 年 6 月末，公司无对外担保。

重大诉讼与仲裁事项方面，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 2026 年 6 月末，本案已开庭审理但尚未作出二审判决。基于此，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。此外，2026 年 3 月，中德证券因在太原重工股份有限公司 2020 年非公开发行股票及 2022 年非公开发行公司债券项目中尽职调查不充分、部分工作底稿归档不及时，收到中国证监会上海监管局出具的警示函；2026 年 6 月，子公司山证资管因未有效

执行内控制度、信息披露文件不够准确，收到中国证监会山西监管局责令改正的行政监管措施。上述监管措施涉及事项均已完成整改，中诚信国际将对公司及子公司合规内控情况保持持续关注。

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 2026 年 6 月末，公司自有资金及结算备付金余额为 81.74 亿元，较上年末变化不大，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 12.07%。从流动性风险管理指标来看，截至 2026 年 6 月末，公司流动性覆盖率为 135.59%，较上年末下降 0.31 个百分点；净稳定资金率为 193.08%，较上年末下降 2.81 个百分点。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 2026 年 6 月末，公司获得银行授信额度为 971.94 亿元，其中已使用额度为 122.72 亿元，未使用额度为 849.22 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 2026 年 6 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 2025 年末，山西金控总资产为 1,213.33 亿元，所有者权益为 358.18 亿元；2025 年实现营业总收入 71.53 亿元，实现净利润 7.82 亿元。

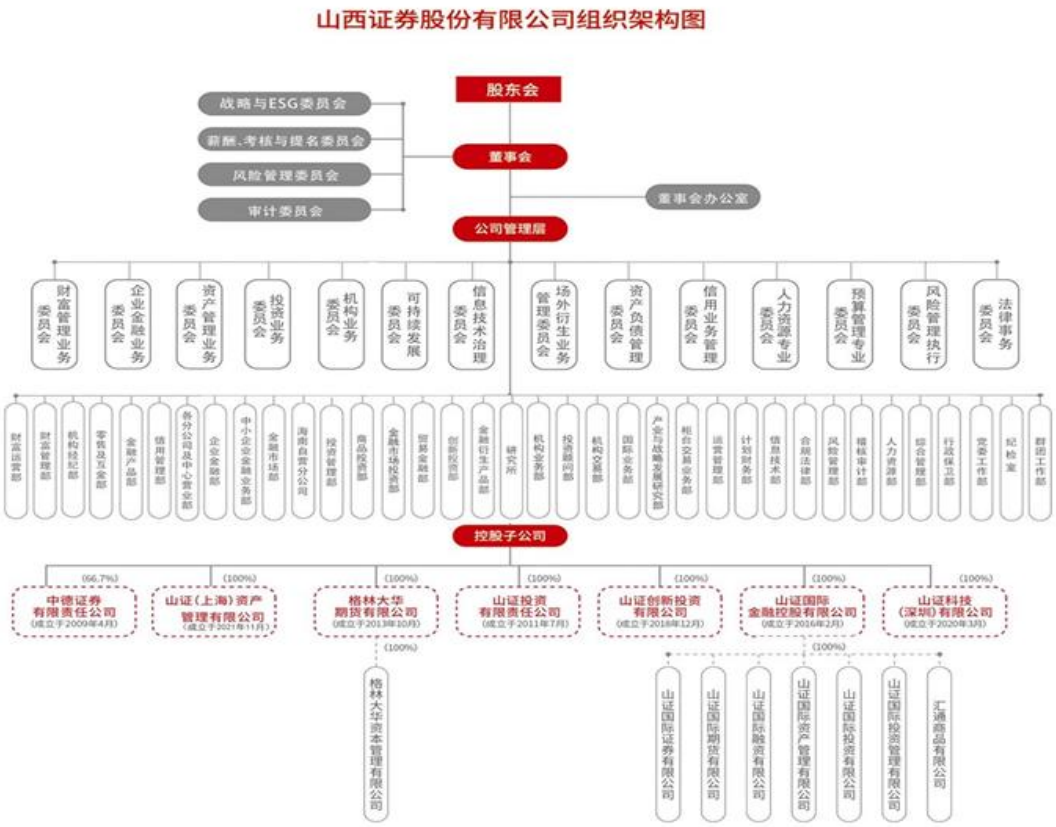
公司作为山西金控旗下唯一证券平台，在集团统筹下能够与其他子公司开展高效的协同工作，进一步打开公司业务的发展空间。作为山西省唯一上市证券公司，公司证券分支机构主要分布于山西省境内，对区域市场较为熟悉，通过多年的经营积累，公司与省内客户保持了良好的合作关系，在项目竞争上相对于非本地券商更具优势。总体来看，山西证券为山西金控的唯一证券平台、山西省唯一上市证券公司，能够在资本补充、业务发展等方面得到山西金控以及山西省财政厅较强的支持。

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。

附一：山西证券股份有限公司前十大股东及组织结构图（截至 2026 年 9 月末）

序号	股东名称	持股比例（%）
1	山西金融投资控股集团有限公司	31.77
2	太原钢铁（集团）有限公司	10.23
3	山西国际电力集团有限公司	5.55
4	香港中央结算有限公司	2.42
5	中国建设银行股份有限公司－国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	1.99
6	中国建设银行股份有限公司－华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	1.19
7	郑州热力集团有限公司	0.96
8	山西省科技基金发展有限公司	0.62
9	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	0.47
10	国泰海通证券股份有限公司－天弘中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.39
	合计	**55.59**



资料来源：山西证券，中诚信国际整理

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）	2023	2024	2025	2026.6/2026.1-6
货币资金及结算备付金	24,854.77	29,422.11	28,588.71	32,185.24
其中：自有货币资金及结算备付金	10,208.12	9,983.03	8,208.07	8,174.17
买入返售金融资产	1,916.24	1,977.53	628.11	824.11
交易性金融资产	36,922.11	36,008.04	36,594.50	42,411.15
债权投资	29.14	27.43	25.03	23.83
其他债权投资	89.87	57.44	51.31	44.54
其他权益工具投资	235.32	214.10	588.28	1,239.06
长期股权投资	324.17	389.45	399.66	399.29
融出资金	6,764.36	7,329.49	8,755.46	10,029.67
总资产	77,590.23	80,661.34	81,783.62	94,595.96
代理买卖证券款	14,586.62	18,504.76	21,096.71	26,854.58
短期债务	32,281.45	32,189.52	27,634.88	33,849.88
长期债务	9,121.14	9,578.62	12,095.26	12,837.75
总债务	41,402.58	41,768.13	39,730.14	46,687.63
总负债	59,437.11	62,367.87	62,999.21	75,622.04
股东权益	18,153.12	18,293.47	18,784.41	18,973.92
净资本（母公司口径）	12,166.86	11,672.80	12,072.69	11,931.74
手续费及佣金净收入	1,251.13	1,398.46	1,527.84	853.75
其中：经纪业务净收入	582.80	685.87	856.96	506.76
投资银行业务净收入	394.08	346.20	355.76	167.45
资产管理及基金管理业务净收入	245.15	296.13	233.01	135.80
利息净收入	(137.57)	(55.64)	42.20	37.52
投资收益及公允价值变动收益	1,747.84	1,631.66	1,703.38	823.88
营业收入	3,470.70	2,997.29	3,350.83	1,773.45
业务及管理费	(2,048.66)	(2,113.37)	(2,180.22)	(1,024.97)
营业利润	769.19	828.55	1,119.64	726.89
净利润	592.02	690.73	888.97	605.99
综合收益总额	612.19	704.75	861.92	476.69
EBITDA	2,251.93	2,134.13	2,274.24	1,308.13
财务指标	**2023**	**2024**	**2025**	**2026.6/2026.1-6**
盈利能力及营运效率				
平均资产回报率(%)	0.93	1.10	1.45	--
平均资本回报率(%)	3.29	3.79	4.80	--
营业费用率(%)	59.03	70.51	65.07	57.80
流动性及资本充足性（母公司口径）				
风险覆盖率(%)	216.38	208.90	233.51	233.10
资本杠杆率(%)	14.58	15.99	17.14	15.35
流动性覆盖率(%)	157.08	149.57	135.90	135.59
净稳定资金率(%)	143.76	172.79	195.89	193.08
净资本/净资产(%)	69.81	66.54	66.82	65.98
净资本/负债(%)	27.83	27.18	29.88	25.77

净资产/负债(%)	39.86	40.84	44.72	39.06
自营权益类证券及其衍生品/净资本(%)	15.68	6.82	14.70	19.25
自营非权益类证券及其衍生品/净资本(%)	215.02	244.41	214.59	241.03
偿债能力				
资产负债率(%)	71.13	70.57	69.05	71.99
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.87	2.09	2.66	2.99
总债务/EBITDA(X)	18.39	19.57	17.47	--

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/[(当期末自营总资产+上期末自营总资产)/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+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/近三年利润总额算术平均数
偿债能力	EBITDA	利润总额+利息支出合计+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出合计
	短期债务	短期借款+一年内到期的交易性金融负债+拆入资金+卖出回购金融资产+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+一年以上到期的交易性金融负债
	总债务	短期债务+长期债务
	自营总资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款
	自营总负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款
	资产负债率	自营总负债/自营总资产

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较小，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较小，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	为最高级短期债券，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，有很高违约风险。
C	还本付息能力极低，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 Hutong, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code：100010
Tel：+86（10）6642 8877
Fax：+86（10）6642 6100
Web: www.ccxi.com.cn