

# 山西证券股份有限公司公开发行公司债券

## 跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：郑耀宗 yzzheng@ccxi.com.cn

项目组成员：郑凯迪 kdzheng@ccxi.com.cn

评级总监：



电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年6月16日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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和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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0704 号

## 山西证券股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17 山证 02”、“19 山证 01”和“20 山证 01”的信用等级为 **AAA**；维持“20 山证 C1”和“21 山证 C1”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十六日

**评级观点：**中诚信国际维持山西证券股份有限公司（以下称“山西证券”或“公司”）主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“17山证02”、“19山证01”和“20山证01”的信用等级为**AAA**；维持“20山证C1”和“21山证C1”的信用等级为**AA+**。中诚信国际肯定了山西证券较强的股东实力、突出的区域竞争优势、多条线业务共同发展及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、经营稳定性存在一定压力及业务发展对风险管理提出更高要求对公司经营及信用状况形成的影响。

#### 概况数据

山西证券	2018	2019	2020	2021.03
资产总额（亿元）	572.45	556.96	624.52	751.60
股东权益（亿元）	129.97	132.16	174.51	175.57
净资本（亿元）	89.07	89.76	123.31	124.89
营业收入（亿元）	68.51	51.02	33.42	5.21
净利润（亿元）	2.19	5.20	7.62	1.26
平均资本回报率（%）	1.67	3.97	4.97	--
营业费用率（%）	20.54	30.72	54.49	69.03
风险覆盖率（%）	210.59	215.66	307.05	252.82
资本杠杆率（%）	16.08	16.56	21.58	17.26
流动性覆盖率（%）	181.25	234.71	213.75	200.94
净稳定资金率（%）	158.00	176.40	192.22	177.64
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.30	1.63	2.10	--
总债务/EBITDA（X）	20.75	15.58	14.55	--

注：[1]数据来源为公司公开披露的2018年、2019年、2020年审计报告及2021年一季度报表；[2]公司净资产及风险控制指标按照母公司口径；2019年末净资产等风险控制指标已根据《证券公司风险控制指标计算标准规定》（2020年修订）进行重述。[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、数据不可比或不披露，特此说明。资料来源：山西证券，中诚信国际整理

#### 正面

■ **股东实力较强。**控股股东山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控”）是集多个金融业态于一体的省属地方金融控股集团，综合实力较强，同时与公司业务形成较多协同。

#### 同行业比较

2020年主要指标	山西证券	国海证券	天风证券	渤海证券	浙商证券
总资产（亿元）	624.52	725.54	814.05	610.28	910.90
净资本（亿元）	174.51	149.64	98.41	152.45	183.15
净利润（亿元）	7.62	8.10	6.88	11.06	16.27
平均资本回报率（%）	4.97	4.83	3.46	5.40	9.51
风险覆盖率（%）	307.05	223.97	158.24	334.81	323.40

注：“国海证券”为“国海证券股份有限公司”简称；“天风证券”为“天风证券股份有限公司”简称；“渤海证券”为“渤海证券股份有限公司”简称；“浙商证券”为“浙商证券股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

■ **区域竞争优势突出。**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、投行业务等方面拥有地域与品牌优势。

■ **多条线业务共同发展。**近年来公司持续加大固定收益类投入，积极拓展子公司另类投资业务，证券自营业务业绩有所增长；持续深化财富管理转型及科技金融模式创新，推动板块收入稳步提升；资产管理业务加快转型创新，提升主动管理能力；同时投资银行业务受市场行情上涨表现较好，业务持续多元化发展。

■ **融资渠道畅通。**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。2020年7月完成配股发行，资本得到进一步补充。

#### 关注

■ **行业竞争日趋激烈。**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竞争。

■ **经营稳定性存在一定压力。**宏观经济和证券市场的持续波动，对公司经营稳定性及持续盈利能力构成一定压力。此外，公司部分子公司仍处于亏损状态，易对公司总体盈利水平造成影响。

■ **业务发展对风险管理提出更高要求。**2019年公司开展的仓单业务出现风险事件并产生亏损，创新业务及国际化的拓展对公司内部控制、风险管理水平和合规运营能力提出更高要求。

#### 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。

■ **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。

本次跟踪债券情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	债券期限	发行时间	特殊条款
17 山证 02	AAA	AAA	2020-06-11	5.00	5.00	5 年	2017-03-15	--
19 山证 01	AAA	AAA	2020-06-11	10.00	10.00	3 年	2019-01-22	--
20 山证 01	AAA	AAA	2020-06-19	15.00	15.00	3 年	2020-09-01	--
20 山证 C1	AA+	AA+	2020-07-21	15.00	15.00	3 年	2020-12-14	偿付顺序
21 山证 C1	AA+	AA+	2021-01-28	10.00	10.00	3 年	2021-02-09	偿付顺序

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期或不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

截至本评级报告出具日，公司各期债券募集资金已使用完毕，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济：**2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021年内外经济形势依然复杂。宏

观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在

持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

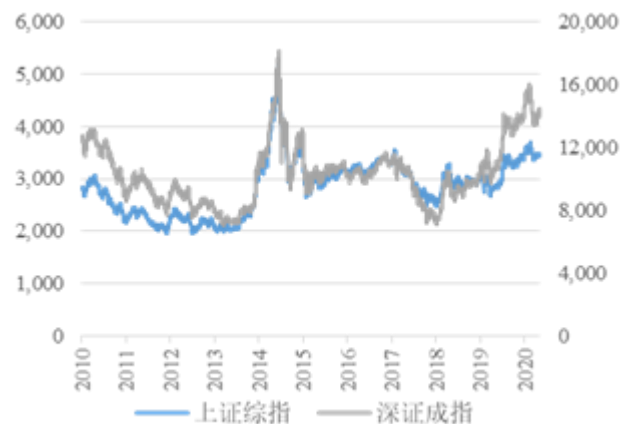
中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**2020 年以来资本市场改革利好持续释放，行业景气度高，交投活跃度提升；多层次资本市场体系建设逐步深入；证券公司收入结构有所优化但对传统经纪业务和自营业务的依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，行业整体风控指标仍优于监管标准，但部分证券公司风控指标同比下滑，未来仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响**

证券行业与宏观经济环境高度相关。2020 年，国内资本市场改革覆盖面持续扩大，改革利好持续释放，行业高景气度较高，截至 2020 年末，上证综指收于 3,473.07 点，较上年末上涨 13.87%，深证成指收于 14,470.68 点，较上年末上涨 38.73%。上市公司数量及市值方面，2020 年，受注册制改革持续深化等制度革新影响，IPO 过会企业数量大幅增加，截至 2020 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）4,154 家，较上年增加 377 家，总市值较上年末增加 34.46% 至 79.72 万亿元。交易量方面，2020 年在科创板及创业板交易机制革新的带动下，叠加资本市场走强，交投活跃度显著抬升，2020 年两市股基成交额为 220.45 万亿元，同比大幅增加 61.40%。融资融券方面，截至 2020 年末，两市融资融券余额为 1.62 万亿元，同比增加 58.84%。

图 1：2010 年以来上证综指和深证成指变化趋势图



资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

表 1：2018-2020 股票市场主要指标

指标	2018	2019	2020
上市公司总数（家）	3,584	3,777	4,154
总市值（万亿元）	43.49	59.29	79.72
股基交易金额（万亿元）	100.57	136.58	220.45
两融余额（万亿元）	0.76	1.02	1.62

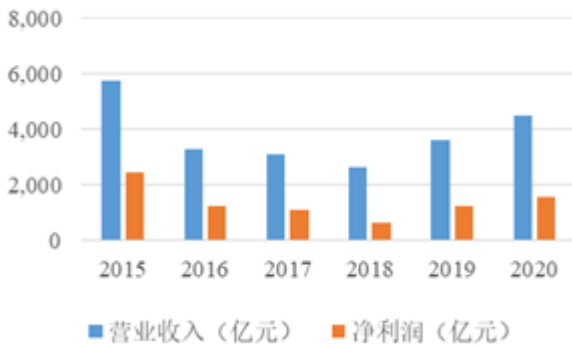
资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

多层次资本市场体系建设方面，我国已经形成了包括主板、科创板、创业板、新三板、区域股权市场、私募股权市场以及债券市场和期货市场在内的多层次资本市场体系。我国不断完善各市场板块的差异化定位和相关制度安排，促进各层次市场协调发展，有机互联；同时增强多层次资本市场对科技创新企业的包容性，突出不同市场板块的特色，丰富市场内涵。此外，充分发挥债券市场和期货市场服务实体经济的积极作用。2020 年，证券行业通过股票 IPO、再融资分别募集 5,260.31 亿元、7,315.02 亿元，同比增加 74.69%、41.67%；通过债券融资 13.54 万亿元，同比增加 28.02%，服务实体经济取得显著成效。

从证券公司的营业收入来看，2020 年围绕新证券法、提高上市公司质量、注册制、服务实体经济、扩大对外开放水平等领域推进全面深化改革落地，证券行业充分享有政策面红利，同时证监会又通过多项举措支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，对证券行业长期信用提升形成利好。2020 年，

证券行业 2020 年度实现营业收入 4,484.79 亿元，同比增长 24.41%；实现净利润 1,575.34 亿元，同比增长 27.98%，127 家证券公司实现盈利。截至 2020 年末，证券行业总资产为 8.90 万亿元，净资产为 2.31 万亿元，分别同比增加 22.50%、14.10%。客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.66 万亿元，受托管理资金本金总额 10.51 万亿元。

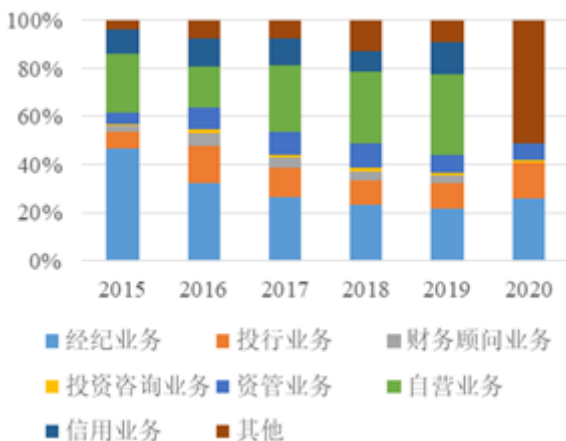
图 2：2015-2020 年证券公司营业收入和净利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从证券公司业务结构来看，目前国内证券公司已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看，虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势，收入结构得到优化，但从绝对占比看，仍较大程度的依赖于传统的经纪业务和自营业务，因而整体的经营状况与宏观经济及证券市场景气度息息相关。2020 年，证券公司经纪业务收入在营业收入中的占比为 25.89%，较上年增加 4.04 个百分点。

图 3：2015-2020 年证券公司营业收入构成情况



注：2020 年财务顾问、自营业务、信用业务的业务数据未披露，均归入其他。

资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，将证券公司分为 A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。在 2020 年分类评价中，有 98 家证券公司参评，其中 A 类有 47 家、B 类有 39 家、C 类有 11 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级增加至 15 家；与 2019 年相比，有 32 家评级上调，25 家评级下滑，39 家评级持平，2 家首次参与评价。主要风险指标方面，截至 2020 年末，证券行业净资本 1.82 万亿元，其中核心净资本 1.60 万亿元。截至 2020 年末，行业平均风险覆盖率 252.34% (监管标准  $\geq 100\%$ )，平均资本杠杆率 23.59% (监管标准  $\geq 8\%$ )，平均流动性风险覆盖率 235.89% (监管标准  $\geq 100\%$ )，平均净稳定资金率 153.66% (监管标准  $\geq 100\%$ )，行业整体风控指标优于监管标准，但在业务发展扩张的压力下，部分证券公司风险指标出现下滑。

总体来看，受市场环境及监管趋严等因素影响，近年来证券行业营业收入和净利润有所波动，行业竞争日趋激烈。大型综合类证券公司在业务布局、渠道建设、风控能力等方面拥有显著优势，市场集中度呈上升趋势。未来，中小型证券公司竞争将更为激烈，推动证券行业加快整合。



**表 2：2019 年以来证券业主要行业政策**

时间	文件	说明
2019 年 3 月	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共 2+6+1 个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定。
2019 年 7 月	《证券公司股权管理规定》	主要从股东资质及出资来源等方面进行了要求。第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股。
2019 年 8 月	修订《融资融券交易实施细则》	取消最低维持担保比例要求，完善维持担保比例计算公式，将融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1,600 只。
2019 年 8 月	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	对高分类评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。于 2020 年 1 月发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，并于 2020 年 6 月 1 日正式施行。
2019 年 12 月	修订《证券法》	推行证券发行注册制；进一步加强信息披露义务人的信息披露责任；增设投资者保护专章，加强投资者保护力度；加大对违反证券监督法律行为的处罚力度；优化债券公开发行条件；取消现行规定下的暂停上市制度，推行更加严格的退市制度。新证券法于 2020 年 3 月 1 日正式实施。
2020 年 2 月	发布上市公司《再融资规则》	精简发行条件，拓宽创业板再融资服务覆盖面；优化非公开制度安排，支持上市公司引入战略投资者；适当延长批文有效期，方便上市公司选择发行窗口。
2020 年 5 月	发布《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》	为落实新《证券法》有关要求，支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，更好服务实体经济，允许证券公司公开发行次级债券以及为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间。
2020 年 6 月	发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》、《证券发行上市保荐业务管理办法》	推动创业板改革并试点注册制
2020 年 7 月	发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	推动科创板试点注册制
2020 年 7 月	修订《证券投资基金托管业务管理办法》	允许外国银行在华分行申请证券投资基金；适当调整基金托管人净资产准入标准，强化基金托管业务集中统一管理；简化申请材料，优化审批程序，实行“先批后筹”；统一商业银行及其他金融机构的准入标准与监管要求
2020 年 9 月	发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》	降低准入门槛，便利投资运作；稳步有序扩大投资范围；加强持续监管。
2021 年 2 月	修订《公司债券发行与交易管理办法》	落实公开发行公司债券注册制，明确公开发行公司债券的发行条件、注册程序以及对证券交易场所审核工作的监督机制；加强事中事后监管，压实发行人及其控股股东、实际控制人，以及承销机构和证券服务机构责任，严禁逃废债等损害债券持有人权益的行为
2021 年 2 月	发布《证券市场资信评级业务管理办法》	取消证券评级业务行政许可，改为备案管理；取消公开发行公司债券强制评级，降低第三方评级依赖的基础上，完善证券评级业务规则，规范评级执业行为；增加独立性要求；提高证券评级业务违法违规成本。
2021 年 3 月	修订《证券公司股权管理规定》	证券公司主要股东定义进行调整；适当降低证券公司主要股东资质要求；调整证券公司变更注册资本、变更 5% 以上股权的实际控制人相关审批事项。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

**持续深化财富管理转型及科技金融模式创新，股基交易量大幅增长，推动板块收入稳步提升；融资融券业务规模快速增长，但受监管政策、风险排查等因素影响，股质业务规模仍呈下行趋势**

公司财富管理业务主要包括证券经纪、投资顾问、销售本公司及其他金融机构开发的金融产品、

融资融券、股权质押、约定式购回、互联网金融服务等。

证券经纪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 2021 年 3 月末，公司在国内设立 127 家证券营业部，其中，在山西省内有 62 家，山西省外 65 家，主要分布于北京、上海、

广东、浙江、重庆、辽宁、河北、山东、江苏、河南、湖南等省份及直辖市，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。公司财富管理业务聚焦买方投顾能力建设，内生增长动力不断增强，2020年以来，随着A股股市行情上涨，公司财富管理收入有所增加，财富转型初见成效。2020年公司财富管理业务实现营业收入9.24亿元，同比增长32.13%；占营业收入的比重较上年增加13.93个百分点至27.63%，是公司利润的重要来源。

证券经纪业务方面，公司聚焦买方投顾能力建

设，持续提升AUM资产规模和财富收入。公司围绕核心能力，继续深化产品体系、服务体系和财富管理专家体系建设；围绕客户分层管理，精细化运营引流渠道，打造引流激活服务闭环；推进平台精细化运营，科技赋能，线上线下联动，增强内生增长动力。公司在山西省内竞争优势明显，2020年证券经纪业务在山西省的市场占有率约为30%。2020年，公司代理买卖股基交易额1.54万亿元，同比增长47.33%，其中股票交易市场份额较上年增幅较大；平均佣金率较上年继续下降0.03个百分点至0.31%。

**表 3：2018-2020 年公司代理买卖证券交易金额（单位：亿元、%）**

证券种类	2018		2019		2020	
	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）	7,305.17	0.40	10,232.04	0.40	15,093.88	0.36
基金	1,109.43	0.54	218.89	0.12	303.88	0.11
债券	18.12	-	40.48	-	316.08	0.08

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

融资融券业务方面，2020年以来，得益于A股市场成交维持高位，截至2020年末，公司融资融券余额为67.92亿元，同比增长35.95%，整体维持担保比例为264.77%；全年实现利息收入4.34亿元，同比增加21.91%。

股票质押式回购业务方面，由于近年股票质押风险加剧，监管机构进一步加强对股票质押业务的规范管理，受业务新规、减持新规等持续影响。2020年以来公司业务规模持续压缩，截至2020年末，股票质押业务待回购金额8.29亿元，较上年末减少5.69%，整体履约保障比例为424.34%；全年实现利息收入0.55亿元，同比减少43.88%。

**表 4：2018-2020 年公司信用业务开展情况（单位：亿元、个、户、%）**

	2018	2019	2020
<b>融资融券业务</b>			
开户营业部数量	103	114	121
信用账户数量	47,336	48,571	49,916
融资融券余额	42.00	49.96	67.92

利息收入	3.63	3.73	4.34
<b>股票质押式回购业务</b>			
待回购金额	15.78	8.79	8.29
利息收入	1.64	0.98	0.55

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

机构业务方面，公司机构业务聚焦机构客户和专业投资者的需求，对内协调，对外统筹，债券经纪业务取得较大突破。截至2020年末，公司为25只私募基金提供综合服务，年末资产规模6.90亿元；PB系统存量产品77只，年末资产规模39.47亿元。

**投资银行业务积极拓展科创板项目，股权类承销项目数量及金额均大幅增加；债务融资方面深耕地方政府债承销，业绩显著提升；新三板业务围绕省内项目资源，重点服务中小企业**

公司投资银行业务主要由控股子公司中德证券运营，2020年中德证券继续坚持“防控风险、寻求提升竞争力突破口”的长期工作方针，积极响应国家战略目标，提高站位意识，服务实体经济，深

度参与山西省内国资国企改革；加快开拓重点区域，增加对大湾区、长三角及西南地区的业务布局，设立广东部和江浙部；大力调整团队结构，优化内部管理机制，推动创新产品的开发与执行；充分发挥平台优势，通过“投资+投行”业务模式促进股东业务协同。2020年公司投资银行业务实现营业收入4.86亿元，同比增长13.64%。

股票主承销业务方面，2020年公司完成主承销家数14家，其中6家IPO、1家配股、7家增发，IPO、配股和增发承销规模均有较大增加，总承销金额同比大幅增加262.06%至74.91亿元。债券主承销方面，2020年公司完成债券主承销项目42家，较上年增加13家，承销金额同比提升51.85%至459.63亿元。财务顾问业务方面，2020年公司完成财务顾问业务43笔，实现净收入0.17亿元，同比减少75.71%。

新三板业务方面，公司持续聚焦国内重点经济区域及山西省具有核心竞争力和良好商业模式的中小企业，提供综合化金融服务。特别是随着新三板市场改革政策的陆续出台，持续强化信息系统建设、合格投资者开发及管理、制度优化和精选层项目辅导等工作。2020年，公司新增新三板挂牌项目6家，辅导12家挂牌企业通过定向发行募集资金3.70亿元。同时完成山西省内四板股改挂牌项目61家。

**表 5：2018-2020 年公司投资银行业务情况**  
(单位：家、期、亿元)

		2018	2019	2020
股票承销 保荐	主承销家数	7	4	14
	主承销金额	65.81	20.69	74.91
债券 承销	主承销期数	19	29	42
	主承销金额	125.75	302.68	459.63
财务顾问	项目家数	44	40	43
	业务净收入	0.98	0.70	0.17

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

### 受“资管新规”影响，资产管理规模持续下降，公司持续提升主动管理、资产配置等核心能力；公募基金业务管理规模增长较快

公司资产管理业务继续坚持差异化、市场化、专业化原则，加快条线整合、产品创设，主动管理能力提升。2020年公司资产管理业务实现营业收入1.58亿元，同比下降8.96%。

2020年以来，公司相继推出“TOF”类集合产品、“固收+”产品、ETF等产品系列，并成功发行行业内第一只票据集合资产管理计划。但受“资管新规”影响，公司资产管理规模持续下降，截至2020年末，公司存续资产管理产品99只，管理规模318.14亿元，同比减少15.83%；主动管理产品规模354.43亿元，较上年增加11.75%。按产品类型划分，截至2020年末，公司集合类产品存续规模121.47亿元，定向类产品存续规模102.90亿元，专项类产品存续规模93.77亿元。

**表 6：2018-2020 年公司资产管理业务情况** (单位：个、亿元)

项目	产品数量	2018			2019			2020		
		规模	净收入	产品数量	规模	净收入	产品数量	规模	净收入	
集合资产管理	38	48.25	0.59	69	102.02	0.81	67	121.47	0.56	
定向资产管理	42	269.18	0.22	35	183.56	0.19	24	102.90	0.24	
专项资产管理	5	87.61	0.04	4	92.41	0.05	8	93.77	0.06	
<b>合计</b>	<b>85</b>	<b>405.04</b>	<b>0.85</b>	<b>108</b>	<b>377.99</b>	<b>1.05</b>	<b>99</b>	<b>318.14</b>	<b>0.86</b>	
公募基金管理	4	34.61	0.50	7	70.83	0.63	10	88.70	0.61	
主动管理	55	200.62	--	96	317.16	--	98	354.43	--	

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

2020年公司公募基金管理业务在精心运作存续产品的基础上，建立健全权益投研体系，权益类

产品业绩取得较大突破；同时，公司积极布局长周期摊余成本法估值纯债基金。截至2020年末，共管

理 10 只产品，存续规模 88.70 亿元。

### 权益业务坚持价值投资，投资规模小幅减少；随着公司加入政策性银行金融债承销团，固收业务大幅增加，取得了较好的投资业绩；持续拓展另类投资业务

公司自营业务涵盖权益类业务、FICC 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。2020 年，公司自营业务实现营业收入 12.57 亿元，同比大幅增长 39.70%，占营业收入的比重较上年上升 19.98 个百分点至 37.62%；证券自营业务营业利润率较高，对公司利润的贡献度继续保持第一位。

权益类投资方面，公司持续强化风险控制，优化投研模式和资产配置，积极关注定增和港股市场机会，2020 年以来投资规模有所减少，截至 2020 年末，公司股票/股权投资余额为 27.33 亿元，较上年微降 0.41%，在金融投资资产中占比 11.16%，较年初减少 0.43 个百分点。2020 年公司权益类投资业务实现收入 1.18 亿元，同比减少 16.13%。

固定收益类投资方面，公司坚持规范运作，深耕传统业务，不断开拓新业务新模式。特别是依托专业化分工，持续强化流动性管理能力和定价能力建设，交易效率显著提高；同时，公司取得银行间债券市场债券通做市商资格，加入了三大政策性银行金融债承销团，承分销业务取得较快增长。2020

年债券交易额达 108,898.52 亿元，同比增长 41.50%，在证券公司中债券交割量排行中位列第 5 位。2020 年以来公司加大债券投资规模，截至 2020 年末，公司持有的债券余额为 174.71 亿元，较上年增加 53.65%，在金融投资资产中占比较上年上升 23.35 个百分点至 71.36%；全年固定收益类投资业务实现收入 10.32 亿元，同比增加 45.56%。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，截至 2021 年 3 月末，该部分投资资产账面价值合计 1.20 亿元，已计提减值 0.79 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。

商品货币业务方面，公司拥有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。公司票据业务目前交易业务种类涉及上海票据交易所场内转贴现业务、质押式回购业务、买断式回购业务全种类，交易标的涉及银行承兑汇票及准银行承兑汇票全标的等，公司票据业务信用主体主要为商业银行，整体信用风险较为可控。但 2020 年以来，公司整合资源，聚焦商品货币市场主业，专注构建核心能力，同时，由于年末票据转贴现利率明显下行，公司把握市场机会，大幅减少票据业务投入，2020 年末票据总持仓 17.77 亿元，在金融投资资产中占比较上年大幅减少 26.13 个百分点至 7.26%。

表 7：2018-2020 年末公司金融投资资产余额分布情况（金额单位：亿元、%）

	2018		2019		2020	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
债券	156.37	55.06	113.70	48.01	174.71	71.36
股票/股权	20.13	7.09	27.44	11.59	27.33	11.16
基金	3.18	1.12	7.20	3.04	9.29	3.79
银行理财产品	2.54	0.90	1.50	0.63	7.37	3.01
信托计划	1.13	0.40	0.00	0.00	0.00	0.00
券商资管	3.62	1.28	7.93	3.35	7.36	3.01
票据	97.03	34.16	79.07	33.39	17.77	7.26
其他	4.75	0.25	0.00	0.00	1.00	0.41
<b>合计</b>	<b>284.00</b>	<b>100.00</b>	<b>236.85</b>	<b>100.00</b>	<b>244.83</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

另类投资业务方面，2020 年公司设立另类投资子公司山证创新投资有限公司，山证创新践行另类子公司以股权投资为主、其他非标权益为辅的业务定位，积极参与科创板试点工作，坚持聚焦发展，围绕 TMT、医药健康、新材料等产业进行投资。2020 年，山证创新按照既定策略稳步推进投资工作，累计完成权益投资 7.29 亿元。

### 受风险事件影响期货子公司发生经营亏损，仓单业务规模大幅下滑

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 2020 年末，格林大华在上海、北京、天津、郑州等地区设有 24 家营业部。近年来格林大华持续深耕传统期货经纪业务，加大营销培训，提升业务引导力度，同时深挖资产管理业务潜力，优化 IB 业务结构，持续优化风险管理体系。公司亦参与仓单的购买和转售业务，此类业务单笔交易量大，同时公司采用商品贸易模式核算，销售收入金额较大，在公司营业收入中占比较大，但利润贡献相对较小。受部分仓单业务出现风险影响，近年来公司仓单业务规模持续大幅减少，业务收入下滑明显，2020 年仓单业务销售收入 3.04 亿元，采购成本 3.32 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 0.47 亿元，仓单业务利润 0.19 亿元。此外，公司仓单业务出现部分风险项目，截至 2020 年末，仓单业务产生的应收客户款项余额为 3.94 亿元，根据预期可收回金额低于账面价值的差额，2020 年共计计提减值准备 0.74 亿元。期货经纪业务方面，2020 年格林大华实现代理成交量 5,847.94 万手，同比增加 56.65%，实现代理成交额 41,506.91 亿元，同比增长 47.37%，实现手续费净收入 1.27 亿元，同比增加 53.01%。2020 年格林大华实现营业收入 5.53 亿元，同比减少 78.08%，实现净利润-0.32 亿元。

### 财务分析

以下分析基于山西证券提供的毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2018 年度、

2019 年度、2020 年度审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，已审计财务报告的审计意见类型均为标准无保留；其中 2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数；2019 年财务数据为 2020 年审计报告期初数；2020 年财务数据为 2020 年审计报告期末数。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。

### 盈利能力

#### 2020 年市场行情整体回暖，公司经纪、投行等业务稳步发展；受仓单业务收入下滑影响，营业收入有所下降；2020 年以来受益于市场走强以及信用减值损失计提规模下降，盈利水平显著提升

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。2020 年市场呈现普涨态势，交投较为活跃，公司手续费及佣金净收入同比有所增长，但由于子公司开展的仓单业务收入、资产处置收益同比减少，2020 年全年公司实现营业收入 33.42 亿元，同比下降 34.50%。

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、其他业务收入和其他收益。2020 年公司实现手续费及佣金净收入 14.61 亿元，同比增加 24.42%，在营业收入中的占比较上年上升 20.69 个百分点至 43.70%。具体来看，公司的手续费及佣金净收入主要来源于经纪业务、投行业务以及资产管理业务。公司经纪业务净收入由证券经纪业务净收入和期货经纪业务净收入构成，受市场行情波动影响较大，2020 年证券市场较 2019 年成交量有所回暖，2020 年公司实现经纪业务净收入 6.49 亿元，同比增加 50.34%，在总营业收入中的占比增加 10.95 个百分点至 19.41%。2020 年公司实现投资银行业务净收入 6.52 亿元，同比增加 13.85%，在总营业收入中的占比增加 8.28 个百分点至 19.50%。资产管理业务方面，受资管新规影响公司受托资产管理规模持续下滑，使得资产管理业务收入有所下降，全年实现资产管理业务净收入

0.78 亿元，同比下滑 13.99%，在营业收入中的占比上升 0.56 个百分点至 2.34%。

投资收益及公允价值变动收益方面，受市场行情影响，处置交易性金融工具取得的收益增加，2020 年投资收益同比增加 59.42% 至 16.96 亿元；同时，由于二级市场波动影响，公司交易性金融资产公允价值变动亏损较大，年内公允价值变动收益由上年的 2.57 亿元减少至 -2.27 亿元。受上述因素共同影响，公司实现投资净收益（含公允价值变动损益）14.69 亿元，同比增加 11.24%；在营业收入中的占比较上年上升 18.07 个百分点至 43.96%。

利息净收入方面，公司利息收入主要为融出资金利息收入和货币资金及结算备付金利息收入，利

息支出主要为卖出回购金融资产款利息支出和应付债券利息支出。2020 年公司实现利息收入 10.49 亿元，同比减少 3.14%，同时受转融通利息支出、卖出回购金融资产款利息支出、应付债券利息支出和其他利息支出减少影响，2020 年实现利息支出为 10.42 亿元，同比减少 14.96%，综合上述因素影响，公司净利息收入由 2019 年的 -1.43 亿元增至 2020 年的 0.07 亿元。

其他业务方面，受子公司开展的仓单业务规模下滑影响，公司实现其他业务收入 3.72 亿元，同比减少 86.36%，在营业收入中的占比较上年下降 42.30 个百分点至 11.13%。

表 8：2018-2020 年及 2021 年 1-3 月公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2018		2019		2020		2021.1-3	
	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	827.73	12.08	1,173.92	23.01	1,460.54	43.70	258.08	49.49
其中：经纪业务净收入	381.18	5.56	431.49	8.46	648.69	19.41	155.14	29.75
投资银行业务净收入	308.06	4.50	572.46	11.22	651.76	19.50	59.94	11.49
资产管理业务净收入	84.46	1.23	91.09	1.79	78.34	2.34	22.24	4.27
投资收益及公允价值变动损益	1,361.55	19.87	1,320.51	25.88	1,468.97	43.96	260.49	49.95
利息净收入	(193.10)	(2.82)	(142.57)	(2.79)	6.71	0.20	0.03	0.01
其他业务收入	4,840.94	70.66	2,725.97	53.43	371.94	11.13	2.15	0.41
汇兑损益	0.46	0.01	(9.87)	(0.19)	1.30	0.04	(1.35)	(0.26)
其他收益	13.91	0.20	30.35	0.59	32.73	0.98	2.08	0.40
资产处置收益	(0.34)	(0.01)	3.88	0.08	(0.22)	(0.01)	(0.02)	(0.00)
<b>营业收入合计</b>	<b>6,851.14</b>	<b>100.00</b>	<b>5,102.18</b>	<b>100.00</b>	<b>3,341.97</b>	<b>100.00</b>	<b>521.46</b>	<b>100.00</b>

注：因四舍五入原因，分项加总与合计数存在差异

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，2020 年与营业收入相关的职工薪酬增加致使业务及管理费较上年增长 16.18% 至 18.21 亿元。同时受营业收入减少影响，公司营业费用率较上年增加 23.77 个百分点至 54.49%。公司 2020 年计提信用减值损失 1.05 亿元，转回其他资产减值损失 0.02 亿元。此外，2020 年其他业务成本减少 23.04 亿元至 3.82 亿元，主要系子公司仓单业务规模减少所致。

受以上因素共同影响，2020 年公司盈利水平显著提升，全年实现净利润 7.62 亿元，同比增加 46.62%。考虑到其他债权投资及其他权益工具投资公允价值变动等的影响，2020 年公司实现综合收益 7.77 亿元，同比增加 89.04%。2020 年平均资产回报率和平均资本回报率分别为 1.60% 和 4.97%，分别较上年上升 0.50 和 1.00 个百分点。

2021 年 1-3 月，公司实现手续费及佣金净收入 2.58 亿元，相当于 2020 年全年手续费及佣金净收入的 17.67%，其中经纪业务净收入、投资银行业务

净收入以及资产管理业务净收入分别为 1.55 亿元、0.60 亿元以及 0.22 亿元。2021 年 1-3 月，公司实现投资收益（含公允价值变动）2.60 亿元，相当于 2020 年全年的 17.73%。2021 年 1-3 月公司其他业务收入和其他业务成本均大幅减少，主要系子公司开展的仓单业务收入大幅减少所致。2021 年 1-3 月公司发生业务及管理费 3.60 亿元，相当于 2020 年的 19.77%。受仓单业务收入大幅减少影响，营业费用率较年初增长 14.54 个百分点至 69.03%。2021 年以来公司信用减值损失计提规模有所下降，1-3 月计提信用减值损失 0.05 亿元，相当于 2020 年全年的 5.09%，主要由于公司计提的其他债权投资减值损失有所下降，同时针对子公司开展仓单业务形成的其他应收款减值损失需根据事项进展情况再预估信用减值损失。受上述因素共同影响，2021 年 1-3 月公司实现净利润 1.26 亿元，相当于 2020 年全年净利润的 16.56%。此外，考虑到其他权益工具投资公允价值变动收益，公司同期实现综合收益 1.15 亿元，相当于 2020 年综合收益总额的 14.74%。

**表 9：2018-2020 年及 2021 年 1-3 月主要盈利指标**

（单位：亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1-3
经调整后的营业收入	18.07	24.16	29.60	5.21
业务及管理费	(14.07)	(15.67)	(18.21)	(3.60)
营业利润	2.86	6.68	10.09	1.52
净利润	2.19	5.20	7.62	1.26
综合收益	1.45	4.11	7.77	1.15
平均资产回报率	0.50	1.10	1.60	--
平均资本回报率	1.67	3.97	4.97	--
营业费用率	20.54	30.72	54.49	69.03

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

## 资产质量和资本充足性

### 资产规模有所增加，金融资产以债券和股票投资为主，未来仍需关注资产质量变化情况

2020 年，公司各项业务保持稳定发展，资产规模整体有所增加。截至 2020 年末，公司资产总额为 624.52 亿元，同比增加 12.13%；剔除代理买卖证券款后年末公司资产总额为 496.35 亿元，同比增加

8.98%；期末所有者权益为 174.51 亿元，同比增加 32.05%。截至 2021 年 3 月末，公司资产总额为 751.60 亿元，较年初增加 20.35%，剔除代理买卖证券款后的资产总额为 618.01 亿元，较年初增加 24.51%；期末所有者权益为 175.57 亿元，较年初小幅增长。

从公司所持有金融资产的结构来看，公司金融资产以债券、票据、股票、基金为主，流动性相对较好。其中又以债券投资规模最大，截至 2020 年末，公司债券投资余额为 174.71 亿元，较 2019 年增加 53.65%，在自营证券投资资产中占比 71.36%；由于公司减少票据类卖出回购金额资产款规模，截至 2020 年末，票据投资余额为 17.77 亿元，在自营证券投资资产中占比 7.26%；随着 2020 年资本市场波动，公司股票/股权和基金投资余额合计 36.62 亿元，较年初增加 5.69%，在自营证券投资资产中占比 14.96%。近年来市场信用风险暴露，债券违约事件频发，公司 2020 年计提债权投资信用减值损失 1,507.37 万元，较上年增加 1,381.91 万元。截至 2021 年 3 月末，公司融出资金余额为 71.50 亿元，较上年末减少 1.22%，主要系融资业务规模减少所致；期末公司买入返售金融资产余额为 28.86 亿元，较上年末减少 0.82%。

### 各项风险指标均高于监管标准，配股后公司资本实力进一步提升，反映出较强的资本充足性和资产安全性

公司于 2010 年在深交所挂牌上市，并通过股票增发等方式提升资本实力。2020 年 7 月公司完成配售 7.61 亿股人民币普通股，募集资金总额为 38.05 亿元，此次配股完成后，截至 2020 年末，公司注册资本增至 35.90 亿元，母公司口径净资产为 170.17 亿元，较上年末增长 35.66%；母公司口径净资本为 123.31 亿元，同比增长 37.38%；净资本/净资产比率同比上升 0.91 个百分点至 72.46%；风险覆盖率同比上升 91.39 个百分点至 307.05%。公司根据市场情况变化适度调整杠杆规模，截至 2020 年末，公

司资本杠杆率较年初上升 5.02 个百分点至 21.58%。 总体看来，公司各项风险控制指标均好于监管标准。

**表 10：2018-2020 年末以及 2021 年 3 月末各风险控制指标情况（母公司口径）（单位：亿元、%）**

指标名称	预警标准	监管标准	2018	2019	2020	2021.03
净资产	--	--	89.07	89.76	123.31	124.89
净资产	--	--	122.73	125.44	170.17	171.21
风险覆盖率	≥120	≥100	210.59	215.66	307.05	252.82
资本杠杆率	≥9.6	≥8	16.08	16.56	21.58	17.26
流动性覆盖率	≥120	≥100	181.25	234.71	213.75	200.94
净稳定资金率	≥120	≥100	158.00	176.40	192.22	177.64
净资产/净资产	≥24	≥20	72.58	71.55	72.46	72.95
净资产/负债	≥9.6	≥8	26.14	29.22	39.60	28.99
净资产/负债	≥12	≥10	36.02	40.84	54.65	39.74
自营权益类证券及证券衍生品/净资产	≤80	≤100	17.38	22.08	11.44	13.25
自营非权益类证券及其衍生品/净资产	≤400	≤500	282.11	198.84	135.48	188.35

注：净资产、净资产及风险控制指标均为母公司口径；2019 年末净资产等风险控制指标已根据《证券公司风险控制指标计算标准规定》（2020 年修订）进行重述。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

从杠杆水平来看，截至 2020 年末，母公司口径净资产/负债较 2019 年末上升 10.38 个百分点至 39.60%，母公司口径净资产/负债较 2019 年末上升 13.81 个百分点至 54.65%，杠杆水平略有下降。

总体来看，公司以净资产与流动性为核心的各项指标较好，均高于证监会制定的标准，反映出公司具有较高的资本充足性和资产安全性，但未来业务规模扩张和创新业务的开展仍会对其资本形成一定压力。

## 流动性和偿债能力

### 流动性覆盖率有所下降，净稳定资金率有所波动，流动性风险管理指标高于监管标准

从公司资产流动性来看，受配股完成影响，截至 2020 年末，公司自有资金及结算备付金余额为 103.04 亿元，同比增加 19.64%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 20.76%。截至 2021 年 3 月末，公司自有资金及结算备付金余额为 106.93 亿元，较年初增加 3.77%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 17.30%。

从流动性风险管理指标来看，截至 2020 年末，

公司流动性覆盖率为 213.75%，较上年末降低 20.96 个百分点；净稳定资金率为 192.22%，较上年末增加 15.82 个百分点。截至 2021 年 3 月末，公司流动性覆盖率下降至 200.94%，较年初下降 12.81 个百分点；净稳定资金率为 177.64%，较年初下降 14.58 个百分点，公司长短期流动性风险管理均处于较好水平，但仍需关注潜在的流动性风险。

### 总体债务规模持续扩大，债务期限结构有待优化；由于盈利改善，偿债能力有所提升，未来仍需持续关注整体偿债能力的变化情况

从债务构成来看，公司目前探索并建立了公司债、次级债、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 2020 年末，公司总债务规模为 309.52 亿元，较上年末增加 1.14%。其中短期债务规模 253.05 亿元，较 2019 年末减少 2.33%；长期债务规模 56.47 亿元，较 2019 年末增加 20.27%，长期债务占比较 2019 年末增加 2.90 个百分点至 18.24%。截至 2021 年 3 月末，公司总债务较年初增长 38.80% 至 429.60 亿元。

从资产负债率来看，近年来公司该指标有所波



动,但总体处于相对稳定水平,截至2020年末,山西证券的资产负债率为64.84%,较上年末下降6.14个百分点。2021年以来,由于公司资产规模和债务规模持续扩大,截至2021年3月末,公司资产负债率较年初上升6.75个百分点至71.59%。

现金获取能力方面,得益于2020年公司盈利水平整体回升,EBITDA同比增长8.31%至21.28亿元。

从公司EBITDA对债务本息的保障程度来看,EBITDA利息覆盖倍数由2019年的1.63倍升至2.10倍,总债务/EBITDA由2019年的15.58倍下降至14.55倍,公司盈利水平对利息的覆盖能力有所增强。未来随着债务规模的继续扩大,仍需关注公司整体偿债能力的变化情况。

表 11: 2018-2020 年末以及 2021 年 3 月末偿债能力指标

指标	2018	2019	2020	2021.03
EBITDA (亿元)	16.17	19.64	21.28	--
资产负债率(%)	73.40	70.98	64.84	71.59
经营活动净现金流 (亿元)	(37.85)	39.58	(14.59)	(1.35)
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.30	1.63	2.10	--
总债务/EBITDA(X)	20.75	15.58	14.55	--

资料来源:山西证券,中诚信国际整理

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2021年3月末,公司获得银行授信额度为720.67亿元,已使用额度为124.41亿元,未使用额度为596.26亿元。

对外担保方面,截至2020年末,公司无对外担保,无重大诉讼、仲裁事项。截至2020年末,子公司格林大华存在一项由于DF20191141号金融衍生品交易协议争议案引起的未决诉讼,案件标的金额共计人民币16,066,929元。该案件预计于2021年6月进行判决,中诚信国际将对相关诉讼事项的进展保持持续关注。

## 外部支持

**作为山西金控的唯一证券平台,具有重要的战略地位,山西金控和山西省财政厅具有较强的意愿和能**

## 力在必要时对公司予以支持

公司控股股东为山西金控,截至2021年3月末,山西金控持有公司31.77%股份。山西省财政厅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,是集证券、信托、保险、金融租赁、担保、要素市场、基金、金融科技等金融业态于一体的省属地方金融控股集团。现有全资、控股或参股企业共15家,包括山西证券、山西信托、山西再担保、中煤保险、山西金租等。截至2021年3月末,山西金控总资产为1,205.09亿元,所有者权益为349.47亿元,2021年一季度实现净利润1.27亿元。

公司作为山西金控旗下子公司之一,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。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,作为山西金控控股的唯一证券业务平台,公司能够在资本、业务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,中诚信国际维持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;维持“17山证02”、“19山证01”和“20山证01”的信用等级为**AAA**;维持“20山证C1”和“21山证C1”的信用等级为**AA+**。



## 附二：山西证券股份有限公司主要财务数据（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2018	2019	2020	2021.03
货币资金及结算备付金	15,005.31	18,354.37	22,433.88	23,413.00
买入返售金融资产	3,976.46	2,742.43	2,909.89	2,885.92
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	22,240.17	--	--	--
可供出售类金融资产	6,159.86	--	--	--
持有至到期投资	0.00	--	--	--
交易性金融资产	--	22,247.49	22,521.23	34,599.09
债权投资	--	32.52	50.14	50.31
其他债权投资	--	1,165.75	1,693.44	550.96
其他权益工具投资	--	239.37	218.10	238.65
长期股权投资净额	61.62	421.75	295.21	146.10
融出资金	4,435.57	5,468.41	7,237.80	7,149.66
总资产	57,244.61	55,695.78	62,452.05	75,159.82
代理买卖证券款	8,376.48	10,149.09	12,817.08	13,358.93
短期债务	29,483.01	25,908.76	23,297.62	--
长期债务	4,075.08	4,695.04	7,654.29	--
总债务	33,558.09	30,603.80	30,951.91	42,959.97
总负债	44,247.75	42,480.04	45,000.61	57,603.15
股东权益	12,996.86	13,215.74	17,451.44	17,556.67
净资本（母公司口径）	8,907.10	8,975.61	12,330.60	12,489.44
手续费及佣金净收入	827.73	1,173.92	1,460.54	258.08
其中：经纪业务手续费及佣金净收入	381.18	431.49	648.69	155.14
投资银行业务手续费及佣金净收入	308.06	572.46	651.76	59.94
资产管理业务手续费及佣金净收入	84.46	91.09	78.34	22.24
利息净收入	(193.10)	(142.57)	6.71	0.03
投资收益及公允价值变动收益	1,361.55	1,320.51	1,468.97	260.49
营业收入	6,851.14	5,102.18	3,341.97	521.46
业务及管理费	(1,406.95)	(1,567.39)	(1,820.97)	(359.95)
营业利润	285.87	667.61	1,009.43	152.45
净利润	219.24	519.92	762.30	126.20
综合收益	145.39	411.24	777.41	114.61
EBITDA	1,616.93	1,964.37	2,127.54	--

### 附三：山西证券股份有限公司主要财务指标

财务指标	2018	2019	2020	2021.03
<b>盈利能力及营运效率</b>				
平均资产回报率(%)	0.50	1.10	1.60	--
平均资本回报率(%)	1.67	3.97	4.97	--
营业费用率(%)	20.54	30.72	54.49	69.03
<b>流动性及资本充足性(母公司口径)</b>				
风险覆盖率(%)	210.59	215.66	307.05	252.82
资本杠杆率(%)	16.08	16.56	21.58	17.26
流动性覆盖率(%)	181.25	234.71	213.75	200.94
净稳定资金率(%)	158.00	176.40	192.22	177.64
净资本/净资产(%)	72.58	71.55	72.46	72.95
净资本/负债(%)	26.14	29.22	39.60	28.99
净资产/负债(%)	36.02	40.84	54.65	39.74
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	17.38	22.08	11.44	13.25
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	282.11	198.84	135.48	188.35
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	73.40	70.98	64.84	71.59
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.30	1.63	2.10	--
总债务/EBITDA(X)	20.75	15.58	14.55	--

注：净资产、净资本及风险控制指标均为母公司口径；2019 年末净资本等风险控制指标已根据《证券公司风险控制指标计算标准规定》（2020 年修订）进行重述。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

## 附四：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×100%；
	资本杠杆率	核心净资本/表内外资产总额×100%
	流动性覆盖率	优质流动性资产/未来30天现金净流出量×100%
	净稳定资金率	可用稳定资金/所需稳定资金×100%
盈利能力	经调整后的营业收入	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+上期末总资产-上期末代理买卖证券款）/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×100%
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+应付短期融资款+一年以内到期应付债券
	长期债务	一年以上到期的应付债券+长期借款
	总债务	短期借款+拆入资金+卖出回购金融资产+应付债券+应付短期融资款+长期借款
	资产负债率	（总负债-代理买卖证券款）/（总资产-代理买卖证券款）

## 附五：信用等级符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。