

山西证券股份有限公司公开发行公司债券 2022 年 度跟踪评级报告

项目负责人：赵婷婷 ttzhao@ccxi.com.cn

项目组成员：郑凯迪 kdzheng@ccxi.com.cn

许安琪 aqxu@ccxi.com.cn

评级总监：



电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 24 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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）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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1143 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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 山证 01”、“21 山证 01”和“21 山证 02”的信用等级为 **AAA**；

维持“20 山证 C1”、“21 山证 C1”、“21 山证 C2”、“21 山证 C3”和“22 山证 C1”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十四日

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“20 山证 01”、“21 山证 01”和“21 山证 02”的信用等级为 **AAA**；维持“20 山证 C1”、“21 山证 C1”、“21 山证 C2”、“21 山证 C3”和“22 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、较强的综合金融服务能力以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、债务规模增速较快、杠杆水平较高以及行政处罚后相关业务合规风控体系的运作情况对公司经营及信用状况形成的影响。

概况数据

山西证券	2019	2020	2021	2022.3
资产总额（亿元）	556.96	624.52	763.02	810.81
股东权益（亿元）	132.16	174.51	177.06	177.57
净资本（亿元）	89.76	123.31	121.46	--
营业收入（亿元）	51.02	33.42	39.94	4.74
净利润（亿元）	5.20	7.62	8.12	0.59
平均资本回报率（%）	3.97	4.97	4.62	--
营业费用率（%）	30.72	54.49	48.00	84.27
风险覆盖率（%）	215.66	307.05	226.95	--
资本杠杆率（%）	16.56	21.58	15.59	--
流动性覆盖率（%）	234.71	213.75	146.89	--
净稳定资金率（%）	176.40	192.22	177.78	--
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.63	2.10	2.00	--
总债务/EBITDA（X）	15.58	14.55	16.27	--

注：[1]数据来源为公司公开披露的 2019 年、2020 年、2021 年审计报告及 2022 年一季度报表；[2]公司净资本及风险控制指标按照母公司口径；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。[3]本报告中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

同行业比较

2021 年主要指标	山西证券	华福证券	国海证券	渤海证券
总资产（亿元）	763.02	775.61	758.68	636.56
净资本（亿元）	121.46	90.89	140.57	161.58
净利润（亿元）	8.12	21.31	9.07	18.00
平均资本回报率（%）	4.62	15.39	4.74	8.50
风险覆盖率（%）	226.95	201.54	262.59	331.57

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；“渤海证券”为“渤海证券股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

控股集团，综合实力较强，同时与公司业务协同度较高。

■ **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，特别在经纪业务等方面拥有地域与品牌优势。

■ **综合金融服务能力较强。**各项业务全面深入布局，多项业务均衡发展，业绩排名整体趋势较为稳定，综合金融服务能力较强。

■ **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。

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激烈竞争。

■ **债务规模增速较快，杠杆水平较高。**2021 年以来公司债务规模增速较快，部分风险控制指标同比有所下滑，杠杆水平较高。

■ **行政处罚后需关注相关业务合规风控体系的运作情况。**子公司中德证券有限责任公司（以下简称“中德证券”）涉及诉讼，并于 2022 年 6 月收到中国证券监督管理委员会《行政处罚决定书》，未来将持续关注公司相关业务合规风控体系的运作情况。

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	起息日期	特殊条款
20 山证 01	AAA	AAA	2021-06-16	15.00	15.00	3 年	2020-09-01	--
21 山证 01	AAA	AAA	2021-09-29	10.00	10.00	3 年	2021-10-22	--
21 山证 02	AAA	AAA	2021-11-09	15.00	15.00	3 年	2021-11-19	--
20 山证 C1	AA ⁺	AA ⁺	2021-06-16	15.00	15.00	3 年	2020-12-14	偿付顺序
21 山证 C1	AA ⁺	AA ⁺	2021-06-16	10.00	10.00	3 年	2021-02-09	偿付顺序
21 山证 C2	AA ⁺	AA ⁺	2021-05-13	7.00	7.00	3 年	2021-08-30	偿付顺序
21 山证 C3	AA ⁺	AA ⁺	2021-12-15	10.00	10.00	3 年	2021-12-24	偿付顺序
22 山证 C1	AA ⁺	AA ⁺	2022-02-15	8.00	8.00	3 年	2022-03-21	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：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非正规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

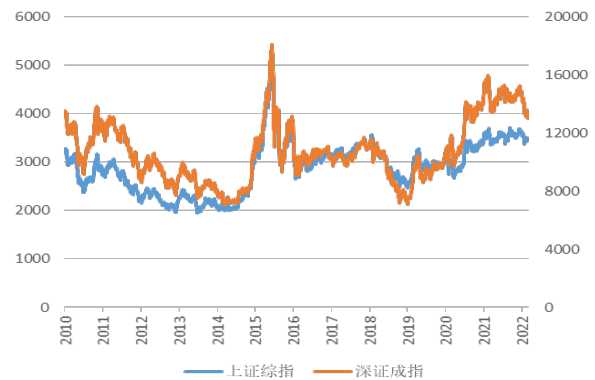
中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年以来资本市场改革利好持续释放，交投活跃度提升；北交所的设立，推动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，行业杠杆率水平有所提升，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。2021年，国内资本市场深化改革进程提速，改革利好持续释放，市场交投活跃度提升，两市股票、基金交易量以及直接融资规模同比有所增长，截至2021年末，上证综指收于3,639.78点，较上年末上涨4.80%，深证成指收于14,857.35点，较上年末上涨2.67%，涨幅均较上年有所回落。上市公司数量及市值方面，2021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2021年末，我国境内上市公司数（A、B股）4,615家，较上年末增加461家，总市值较上年末增加14.91%至91.61万亿元。交易量方面，2021年在科创板及创业板交易机制革新的带动下，叠加财富管理转型初见成效，交投活跃度显著抬升，2021年两市股基成交额为276.30万亿元，同比增加25.33%。融资融券方面，截至2021年末，两市融资融券余额为1.83万亿元，同比增加13.17%。

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1：2019-2021年资本市场主要指标

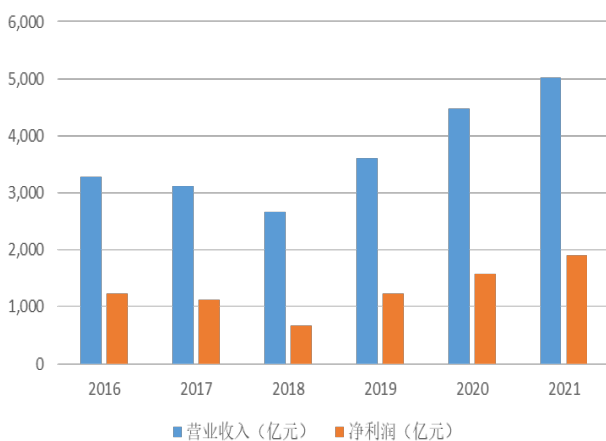
指标	2019	2020	2021
上市公司总数（家）	3,777	4,154	4,615
总市值（万亿元）	59.29	79.72	91.61
股基交易金额（万亿元）	136.58	220.45	276.30
两融余额（万亿元）	1.02	1.62	1.83

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。为加快完善中小企业金融支持体系，推动创新驱动发展和经济转型升级，2021年9月，我国推动成立北京证券交易所（以下简称“北交所”），北交所的成立加快了资本市场金融供给侧结构性改革，进一步完善多层次资本市场体系。同时，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。2021年证券公司共服务481家企业完成境内首发上市，融资金额达到5,351.46亿元，分别同比增加87家、增长13.87%。2021年证券公司服务527家境内上市公司实现再融资，融资金额达到9,575.93亿元，分别同比增加132家、增长8.10%。证券公司承销债券15.23万亿元，同比增长12.53%。证券行业服务实体经济成效显著。

从证券公司的营业收入来看，2021 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。2021 年，证券行业实现营业收入 5,024.10 亿元，同比增长 12.03%；实现净利润 1,911.19 亿元，同比增长 21.32%。截至 2021 年末，证券行业总资产为 10.59 万亿元，净资产为 2.57 万亿元，分别同比增加 19.07%、11.34%。客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.90 万亿元，受托管理资金本金总额 10.88 万亿元，同比增长 3.53%。

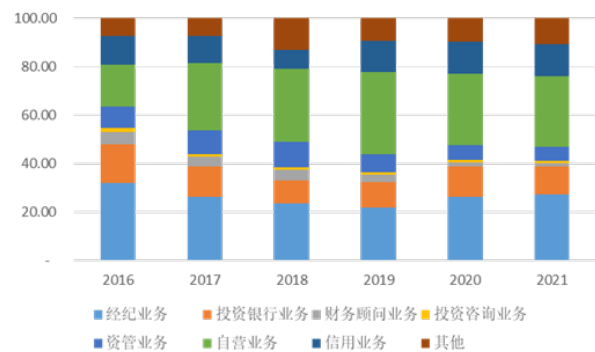
图 2：2016-2021 年证券公司营业收入和净利润情况



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，目前我国证券公司仍较大程度的依赖于传统的经纪业务和自营业务，整体的经营状况与宏观经济及证券场景气度息息相关。2021 年前三季度，证券公司经纪业务收入在营业收入中的占比为 27.32%，较上年同期增加 1.03 个百分点。

图 3：2016-2021 年证券公司营业收入构成情况



注：基于数据获取的便利性考虑，2020 年及 2021 年营业收入构成均采用当年三季度数据。

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 2021 年分类评价中，有 103 家证券公司参评，其中 A 类有 50 家、B 类有 39 家、C 类有 13 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级维持 15 家；与 2020 年相比，有 26 家评级上调，25 家评级下滑，45 家评级持平，7 家首次参与评级。主要风险指标方面，截至 2021 年末，证券行业净资本 2.00 万亿元，其中核心净资本 1.72 万亿元。截至 2021 年末，行业平均风险覆盖率 249.87%（监管标准 $\geq 100\%$ ），平均资本杠杆率 20.90%（监管标准 $\geq 8\%$ ），平均流动性覆盖率 233.95%（监管标准 $\geq 100\%$ ），平均净稳定资金率 149.64%（监管标准 $\geq 100\%$ ），行业整体风控指标优于监管标准，合规风控水平整体稳定。在业务发展持续扩张的压力下，证券行业整体杠杆水平有所上升。

总体来看，受市场环境及政策利好等因素影响，近年来证券行业营业收入和净利润整体保持增长，但目前对传统的经纪业务及自营业务依赖仍较大。

随着资本市场改革的进一步推进以及证券公司财富管理转型，行业仍有较大的发展空间，且逐渐形成差异化的发展格局，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；中小型证券公司竞争将更为激烈，逐渐形成部分有特色的精品券商，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。
2021 年 10 月	《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）》、《北京证券交易所上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行）》	出台并完善北京证券交易所相关配套规则，支持创新性中小企业融资发展，保护投资者合法权益和社会公众利益，建立和完善契合创新型中小企业特点的股票发行上市制度。

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，股基交易额有所增加，推动板块收入稳步提升；融资融券业务规模稳步增长；随着存量股票质押业务的风险出清，2021年以来适度增加股票质押业务规模

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，为各类私募产品等提供托管、运营外包等服务。

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2022年3月末，公司在国内设立116家证券营业部，其中，在山西省内有58家，山西省外58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，2021年以来，随着A股市场行情上涨，公司财富管理收入有所增

加，财富转型初见成效。2021年公司财富管理业务实现营业收入10.23亿元，同比增长10.72%；占营业收入的比重较上年下降2.03个百分点至25.60%，是公司利润的重要来源。

证券经纪业务方面，2021年以来，公司围绕客户分层管理，精细化运营引流渠道，持续提升AUM资产规模，优化收入结构，年内新开客户数量同比增长63%，AUM资产增长30.5%。年内公司聚焦买方投顾能力建设，继续深化产品体系、服务体系和财富管理专家体系建设，2021代销金融产品净收入同比增长74.8%。同时，持续优化汇通启富APP、数字化投顾平台和财富管理中台三大平台，线上线下联动，增强内生增长动力；并坚持为机构客户提供专业化服务，加大机构经纪业务拓展力度。2021年，公司代理买卖股基交易额1.68万亿元，同比增长8.18%，其中股票交易市场份额较上年小幅下降0.05个百分点至0.32%；平均佣金率为0.31‰，与上年持平。

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	2019		2020		2021	
	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）	10,453.54	0.41	15,209.38	0.37	16,495.54	0.32
基金	218.96	0.12	309.22	0.11	292.23	0.08
债券	60.65	--	384.91	0.10	966.08	0.17

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

融资融券业务方面，2021年以来，得益于A股市场成交维持高位，截至2021年末，公司融资融券余额为71.37亿元，同比增长5.08%，整体维持担保比例为315.95%；全年实现利息收入5.03亿元，同比增加15.90%。

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了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，2018年以来公司业务规模持续压缩。2021年以来，公司积极处置股质押业务中的风险项目，截至2021年末，风险项目已处置完毕，年内公司适度增加股

票质押业务规模，截至2021年末，股票质押业务待购回金额10.55亿元，较上年末增加27.26%，整体履约保障比例为576.48%；全年实现利息收入0.54亿元，较上年微降1.82%。

表4：近年来公司信用业务开展情况（单位：亿元、个、户、%）

	2019	2020	2021
融资融券业务			
开户营业部数量	114	121	116
信用账户数量	48,571	49,916	50,750
融资融券余额	49.96	67.92	71.37
利息收入	3.73	4.34	5.03

股票质押式回购业务			
待回购金额	8.79	8.29	10.55
利息收入	0.98	0.55	0.54

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

机构业务方面，2021年以来，公司持续为机构客户提供专业化的服务，深入推进机构客户服务体系建设，全面提升机构客户服务能力，私募PB、公募券结等业务取得较大突破。截至2021年末，PB系统存量产品205只，资产规模152.93亿元，较上年大幅增加；机构柜台存量客户176户，资产规模149.89亿元。

受IPO项目数量较少及债券承销规模下滑影响，2021年投行业务营收有所减少；新三板业务稳步发展，围绕省内项目资源，重点服务中小企业；保荐业务受行政处罚后，未来将持续关注相关业务合规风控体系的运作情况

公司投资银行业务主要由控股子公司中德证券运营，2021年以来，中德证券坚持防控风险、差异化展业、建设特色精品投行的方针，持续加强内控管理力度、优化团队结构、完善管理机制；聚焦重点区域、重点客户，强化业务协同。2021年受IPO项目数量较少及债券承销规模下滑影响，年内公司投资银行业务实现营业收入4.00亿元，同比减少17.75%，在营业收入中的占比较上年下降4.54个百分点至10.01%。

股票主承销业务方面，2021年公司完成主承销家数15家，其中2单IPO、10单定向增发，3单可转债；总承销金额较上年增加6.61%至79.86亿元。其中，IPO承销数量较上年减少4单，主要受市场IPO发行节奏整体放缓影响。中德证券执行的定向增发承销金额市场排名第16名，较2020年上升3名。债券主承销方面，受传统公司债及企业债的重点发展区域受到监管限制影响，公司积极拓展地方政府债承销业务，但2021年公司完成债券主承销项目32家，较上年减少10家，承销金额同比大幅减少63.08%至169.70亿元。财务顾问业务方面，2021年公司完成财务顾问业务39笔，实现净收入

0.77亿元，较上年增加0.60亿元，主要系2021年公司定增及并购重组业务收入增多所致。

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。2021年，公司新增新三板挂牌企业3家及1家退市挂牌企业，辅导14家挂牌企业实施17次定向增发，合计募集资金3.23亿元。

2022年1月18日，中德证券收到中国证券监督管理委员会《立案告知书》（证监立案字03720220003号）。中德证券因在乐视网信息技术（北京）股份有限公司（以下简称“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。2022年6月16日，中德证券及乐视网2016年非公开发行项目签字保荐代表人杨丽君、王鑫收到中国证监会《行政处罚决定书》，中国证监会拟决定对中德证券责令改正，给予警告，没收业务收入5,660,377元，并处以11,320,754元罚款；同时，对杨丽君、王鑫给予警告，并分别处以15万元罚款。此次事项反映出中德证券在开展保荐业务过程中未勤勉尽责，未能有效控制和防控风险，合规管理和风险管控水平有待提升，后续将重点关注公司相关业务合规风控体系的运作情况。

表5：近年来公司投资银行业务情况
(单位：家、期、亿元)

		2019	2020	2021
股票承销 保荐	主承销家数	4	14	15
	主承销金额	20.69	74.91	79.86
债券 承销	主承销期数	29	42	32
	主承销金额	302.68	459.63	169.70
财务顾问	项目家数	40	43	39
	业务净收入	0.70	0.17	0.77

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

受“资管新规”影响，2021年以来资产管理规模持续下降，但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。2021 年公司资产管理业务实现营业收入 1.73 亿元，同比增加 9.47%；在营业收入中的占比较上年微降 0.40 个百分点至 4.33%。

2021 年以来，公司抓住财富管理转型机会，打造了多资产、多策略的“固收+”业务体系，并依托服务实体经济布局多市场全链条 ABS 业务，拓展公募 REITS 业务。同时，公司持续完善市场营销体系建设，积极拓展互联网销售渠道，推动资产管理品牌建设。但受“资管新规”影响，近年来公司资产管理规模持续下降，但其中公募资产管理规模持续增加。截至 2021 年末，公司存续资产管理产品

119 只，管理规模 395.70 亿元，同比减少 2.74%；其中，私募资产管理产品 108 只，管理规模 271.53 亿元，同比减少 14.65%，公募基金产品 11 只，存续规模 124.17 亿元，同比增加 39.99%。近年来公司专注提升主动管理能力，加快产品创设步伐，截至 2021 年末，主动管理产品规模为 365.18 亿元，较上年增加 3.03%。按产品类型划分，2021 年以来公司继续压缩通道类业务规模，截至 2021 年末，公司集合类产品存续规模 124.21 亿元，单一类产品存续规模 84.35 亿元，专项类产品存续规模 60.96 亿元。此外，公司于 2021 年 5 月获批设立资产管理子公司，2022 年公司将以资产管理子公司开业展业为契机，以精细化战略实施为抓手，聚焦核心能力建设，实现差异化发展。

表 6：近年来公司资产管理业务情况（单位：个、亿元）

项目	产品数量	2019		2020		2021			
		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	69	102.02	0.81	67	121.47	0.56	83	124.21	0.70
单一资产管理	35	183.56	0.19	24	102.90	0.24	18	86.35	0.12
专项资产管理	4	92.41	0.05	8	93.77	0.06	7	60.96	0.06
合计	108	377.99	1.05	99	318.14	0.86	108	271.53	0.88
公募基金管理	7	70.83	0.63	10	88.70	0.61	11	124.17	0.69
主动管理	96	317.16	--	98	354.43	--	112	365.18	--

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

自营投资业务以债券类资产配置为主，但 2021 年受市场震荡影响，公司固定收益类投资收入同比减少，导致自营业务收入有所下滑；权益业务坚持价值投资，同时加大基金投资规模；持续拓展另类投资业务及私募股权投资业务

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。2021 年，受债券市场震荡行情影响，公司固定收益等相关业务收入同比有所下降，导致公司自营业务实现营业收入 10.92 亿元，同比减少 13.14%，在营业收入中的占比较上年下降 10.28 个百分点至 27.34%。

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，2021 年以来投资规模有所增加，截至 2021 年末，公司股票/股权投资余额为 30.82 亿元，较上年末增加 12.76%，在金融投资资产中占比同比微降 0.50 个百分点至 10.66%。2021 年公司权益类投资业务实现收入 3.18 亿元，同比大幅增加 168.40%，同时，年内公司加大基金投资规模，其中以货币基金为主，截至 2021 年末，基金投资余额为 44.30 亿元，较上年末增加 35.02 亿元，在金融投资资产中占比同比提升 11.53 个百分点至 15.32%。

固定收益类投资方面，2021 年以来，公司积极开拓新业务，获批非金融企业债务融资工具承销业

务资格，持续丰富业务品种；加快推进金融科技应用，构建 FICC 行业同业私域流量，多点布局数字化时代的固定收益场景，以科技赋能助推业务生态发展。2021 年以来公司加大债券投资规模，截至 2021 年末，公司持有的债券余额为 198.86 亿元，较上年增加 13.82%，在金融投资资产中占比同比下降 2.61 个百分点至 68.75%；但受债券市场震荡行情影响，全年固定收益类投资业务实现收入 7.68 亿元，同比减少 25.58%。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 2022 年 3 月末，该部分投资资产账面价值合计 1.69 亿元，已累计计

提减值 1.27 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。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，2021 年末票据总持仓降至零元。此外，其他金融资产投资方面，截至 2021 年末，公司自有资金购买券商资管产品和银行理财产品共 15.18 亿元，较上年末增加 3.03%，在金融投资资产中占比同比微降 0.77 个百分点至 5.25%。

表 7：近年来公司金融投资资产余额分布情况（金额单位：亿元、%）

	2019		2020		2021	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
债券	113.70	48.01	174.71	71.36	198.86	68.75
基金	7.20	3.04	9.29	3.79	44.30	15.32
股票/股权	27.44	11.59	27.33	11.16	30.82	10.66
银行理财产品	1.50	0.63	7.37	3.01	8.61	2.98
券商资管	7.93	3.35	7.36	3.01	6.57	2.27
票据	79.07	33.39	17.77	7.26	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	1.00	0.41	0.07	0.03
合计	236.85	100.00	244.83	100.00	289.23	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

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（以下简称“山证创新”），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，2021 年以来深耕长三角、京津冀、大湾区等重点区域和 TMT、医药健康、新材料、高端制造等重点产业，并加大清洁降碳、科技创新等领域投资力度。2021 年，受项目储备、资金运用规划以及市场情况等因素综合影响，山证创新新增项目投资有所减少，增投资类项目 5 个，新增投资规模 3.27 亿元，同比减少 122.94%。同时，随着部分优质项目顺利退出，年内山证创新实现较好盈利，2021 年山证创新实现营业收入 3.42 亿元，净利润由上年的-0.12 亿元增至 2.29 亿元。2022 年 4 月，山西证券发布公告称，为优化山证创新和山证投资有限责任公司（以下简称“山证投资”）两个子公司的展业能力，进一步提升资本金使

用效率，拟减少山证投资注册资本 2 亿元、增加山证创新注册资本 2 亿元，目前该增资及减资事项暂未完成工商变更。

私募股权投资方面，山证投资作为公司从事私募股权投资的全资子公司，聚焦长三角、珠三角、京津冀及山西区域，加快推进基金产品募集，提升优质资产抓取能力。同时，协同发挥综合金融服务优势，专注服务于新能源、节能环保等山西省重点扶持的新兴产业培育和传统产业升级。2021 年完成 5 个项目投资，投资总额 1.8 亿元。截至 2021 年末，累计募集设立 19 支基金，累计实缴规模 35 亿元，存续 13 只基金，存续规模 14 亿元。2021 年山证投资实现营业收入 0.52 亿元，净利润由上年的-0.24 亿元增至 0.07 亿元。

期货经纪业务稳步发展；2021 年以来格林大华增加

仓单业务规模，盈利扭亏为盈

公司的期货业务主要通过其全资子公司格林大华期货有限公司（以下简称“格林大华”）开展。截至 2021 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。2021 年以来，山西证券在期货经纪业务和大宗商品交易及风险管理业务均实现较好发展，2021 年两类业务实现营业收入合计 12.96 亿元，同比增加 95.93%，在营业收入中的占比较上年上升 12.66 个百分点至 32.45%。

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。期货经纪业务方面，2021 年，格林大华经纪业务保持稳步发展，年内实现代理成交量 5,425.69 万手，代理成交额 50,956.96 亿元，同比增长 22.77%，实现手续费净收入 1.54 亿元，同比增加 22.83%。2021 年格林大华实现营业收入 11.63 亿元，同比增加 110.34%，净利润由上年的-0.32 亿元增至 0.31 亿元。大宗商品交易及风险管理业务方面，格林大华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，在山西证券营业收入中占比较大，但利润贡献相对较小。近年来受仓单风险事件影响，格林大华主动收缩仓单业务规模，业务收入下滑明显，同时，公司积极推进相关业务风险化解。2021 年以来，随着仓单业务的交易品种增加，格林大华加大仓单业务开展力度，年内实现仓单业务销售收入 8.33 亿元，采购成本 8.29 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-0.06 亿元，仓单业务利润-0.02 亿元。此外，公司仓单业务出现部分风险项目，截至 2021 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，截至 2021 年末，已累计计提减值准备 2.99 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 2019 年度、2020 年度、2021 年度审计报告以及未经审计的 2022 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 2019 年财务数据为 2020 年审计报告期初数；2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数；2021 年财务数据为 2021 年审计报告期末数。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。

盈利能力

2021 年资本市场改革利好持续释放，交投活跃度上升，公司经纪、资管等业务业绩增长，推动全年净利润稳步提升；2022 年一季度公司投行、自营业务业绩下滑导致净利润收缩

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。2021 年国内资本市场进一步深化改革，改革利好持续释放，交投活跃度上升，公司经纪、资管等业务均有不同幅度提升，2021 年全年公司实现营业收入 39.94 亿元，同比增长 19.51%。

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、利息净收入、投资净收益、其他业务收入等。2021 年公司实现手续费及佣金净收入 13.77 亿元，同比减少 5.72%，在营业收入中的占比较上年下降 9.23 个百分点至 34.47%。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。2021 年证券市场交投活跃度进一步提升，公司实现经纪业务净收入 7.30 亿元，同比增长 12.48%，在总营业收入中的占比下降 1.14 个百分点至 18.27%。2021 年公司实现投资银行业务净收入 4.67 亿元，同比减少 28.30%，在总营业收入中的占比下降 7.80 个百分点至 11.70%，主要系 IPO 数量及债券承销规模减少。资产管理业务方面，公司抓住财富管理转型机会，提升主动管理能力，丰富产品种类，全年实现资产管理业务净收入 0.88 亿元，同比增长 11.71%，在营业收入中

的占比下降 0.15 个百分点至 2.19%。

投资收益及公允价值变动收益方面，2021 年公司投资收益同比减少 4.86% 至 16.13 亿元；同时，由于二级市场波动，公司交易性金融资产公允价值变动较大，年内公允价值变动收益由上年的 -2.27 亿元增加至 1.55 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）17.69 亿元，同比增长 20.39%；在营业收入中的占比同比上升 0.32 个百分点至 44.28%。

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。2021 年公司实现利息收入 12.34 亿元，同比增长 17.65%，同时受应付债券、拆入资金利息支出增加影响，2021 年发生利息支出 12.61 亿元，同比增加 21.04%，综合上述因素影响，公司净利息收入由 2020 年的 0.07 亿元减少至 2021 年的 -0.27 亿元。

其他业务方面，受子公司开展的仓单业务规模回升影响，公司实现其他业务收入 8.50 亿元，同比大幅增长 128.50%，在营业收入中的占比较上年上升 10.15 个百分点至 21.28%。

表 8：近年来公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2019		2020		2021		2022.1-3	
	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	1,173.92	23.01	1,460.54	43.70	1,376.52	34.47	301.71	63.66
其中：经纪业务净收入	431.49	8.46	648.69	19.41	729.66	18.27	159.30	33.61
投资银行业务净收入	572.46	11.22	651.76	19.50	467.28	11.70	93.45	19.72
资产管理业务净收入	91.09	1.79	78.34	2.34	87.52	2.19	20.08	4.24
基金管理业务净收入	62.92	1.23	63.43	1.90	70.80	1.77	23.05	4.86
投资收益及公允价值变动损益	1,320.51	25.88	1,468.97	43.96	1,768.55	44.28	173.10	36.53
利息净收入	(142.57)	(2.79)	6.71	0.20	(27.43)	(0.69)	(7.84)	(1.65)
其他业务收入	2,725.97	53.43	371.94	11.13	849.89	21.28	1.24	0.26
汇兑损益	(9.87)	(0.19)	1.30	0.04	11.43	0.29	2.03	0.43
其他收益	30.35	0.59	32.73	0.98	15.14	0.38	3.71	0.78
资产处置收益	3.88	0.08	(0.22)	(0.01)	(0.15)	(0.00)	(0.03)	(0.01)
营业收入合计	5,102.18	100.00	3,341.97	100.00	3,993.94	100.00	473.92	100.00

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，2021 年公司业务及管理费同比增长 5.29% 至 19.17 亿元。得益于营业收入的增加，公司营业费用率较上年下降 6.49 个百分点至 48.00%。公司 2021 年计提信用减值损失 1.96 亿元，同比增长 86.50%，主要系 2021 年计提应收款项、其他债权投资、其他应收款减值损失增加所致。此外，2021 年其他业务成本同比大幅增长 118.15% 至 8.33 亿元，主要系子公司仓单业务规模增加所致。

受以上因素共同影响，2021 年公司盈利水平稳步增长，全年实现净利润 8.12 亿元，同比增加 6.54%。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，2021 年公司实现综合收益 7.38 亿元，同比减少 5.12%。2021 年平均资产回报率和平均资本回报率分别为 1.47% 和 4.62%，分别较上年下降 0.13 和 0.35 个百分点。

2022 年一季度，公司实现手续费及佣金净收入 3.02 亿元，相当于 2021 年全年手续费及佣金净收入的 21.92%，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 1.59 亿元、

0.93 亿元以及 0.20 亿元，由于子公司中德证券涉及监管调查，公司投资银行业务净收入有所下滑，仅为上年全年的 20.00%。2022 年一季度由于市场明显回调，公司实现投资收益（含公允价值变动损益）1.73 亿元，仅相当于 2021 年全年的 9.79%。2022 年 1-3 月，公司利息净收入为-0.08 亿元，主要系融资利息支出增加所致。同期，受子公司开展的仓单业务规模下滑影响，公司其他业务收入和其他业务成本大幅减少，分别为 123.64 万元和 49.50 万元。2022 年一季度，公司发生业务及管理费 3.99 亿元，相当于 2021 年的 20.83%。2022 年一季度公司转回信用减值损失 101.90 万元，主要系收回部分违约债券的应收利息所致。受上述因素共同影响，2022 年一季度公司实现净利润 0.59 亿元，仅相当于 2021 年全年净利润的 7.22%。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 0.50 亿元，相当于 2021 年综合收益总额的 6.84%。

表 9：近年来公司主要盈利指标
 （单位：亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1-3
经调整后的营业收入	24.16	29.60	31.61	4.73
业务及管理费	(15.67)	(18.21)	(19.17)	(3.99)
营业利润	6.68	10.09	10.25	0.72
净利润	5.20	7.62	8.12	0.59
综合收益	4.11	7.77	7.38	0.50
平均资产回报率	1.10	1.60	1.47	--
平均资本回报率	3.97	4.97	4.62	--
营业费用率	30.72	54.49	48.00	84.27

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

2021 年资产规模有所增加，金融资产以债券和基金投资为主，公司已针对各类资产风险情况计提减值准备，未来仍需关注资产质量变化情况

2021 年以来，公司各项业务保持稳定发展，资产规模整体有所增加。截至 2022 年 3 月末，公司资产总额为 810.81 亿元，较上年末增长 6.26%，剔除代理买卖证券款后的资产总额为 646.92 亿元，

较上年末增长 6.17%；期末所有者权益为 177.57 亿元，较上年末微增 0.28%。

从公司所持有金融资产的结构来看，公司金融资产以债券、基金、股票为主，流动性相对较好。其中又以债券投资规模最大，截至 2021 年末，公司金融投资规模 289.23 亿元，其中债券和基金投资额分别为 198.86 亿元和 44.30 亿元，分别同比增长 13.82%和 376.99%。截至 2021 年末，公司债权投资与其他债权投资减值准备分别为 0.24 亿元和 1.27 亿元，分别同比增长 39.49%和 58.51%，主要系公司对持有的债券计提减值准备。2021 年公司公允价值变动收益为 1.55 亿元，同比大幅增加 3.82 亿元，主要系市场波动导致交易性金融资产的公允价值上升；其他综合收益税后净额为-0.75 亿元，同比大幅减少 0.90 亿元，主要系市场波动导致持仓的其他债权投资的价格波动。截至 2021 年末，公司以公允价值计量的金融资产合计为 287.26 亿元，其中第一层次和第二层次公允价值计量的金融资产合计分别为 67.78 亿元和 203.69 亿元，在公司以公允价值计量的金融资产总额中的占比分别为 23.60%和 70.92%。

截至 2021 年末，公司融出资金余额为 76.69 亿元，同比增长 5.96%，减值准备余额为 1.42 亿元，担保物公允价值为 276.44 亿元；期末公司买入返售金融资产余额为 48.29 亿元，同比增长 65.95%，主要系债券逆回购业务规模增加，减值准备余额为 0.11 亿元，担保物公允价值为 127.78 亿元。

各项风险指标均高于监管标准，2021 年以来随业务规模的扩大，部分风险控制指标同比有所下滑，杠杆水平有所上升

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，截至 2021 年末，公司注册资本增至 35.90 亿元，母公司口径净资产为 170.81 亿元，同比增长 0.38%；母公司口径净资本为 121.46 亿元，同比减

少 1.50%；净资本/净资产比率同比下降 1.35 个百分点至 71.11%；风险覆盖率同比下降 80.10 个百分点至 226.95%；资本杠杆率较同比下降 5.99 个百分点

至 15.59%。总体看来，公司各项指标均高于监管要求的最低标准。

表 10：近年来公司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	2019	2020	2021
净资本	--	--	89.76	123.31	121.46
净资产	--	--	125.44	170.17	170.81
风险覆盖率	≥120	≥100	215.66	307.05	226.95
资本杠杆率	≥9.6	≥8	16.56	21.58	15.59
流动性覆盖率	≥120	≥100	234.71	213.75	146.89
净稳定资金率	≥120	≥100	176.40	192.22	177.78
净资本/净资产	≥24	≥20	71.55	72.46	71.11
净资本/负债	≥9.6	≥8	29.22	39.60	29.49
净资产/负债	≥12	≥10	40.84	54.65	41.48
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	≤80	≤100	22.08	11.44	20.78
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	≤400	≤500	198.84	135.48	156.72

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

从杠杆水平来看，截至 2021 年末，母公司口径净资本/负债较 2020 年末下降 10.11 个百分点至 29.49%，母公司口径净资产/负债较 2020 年末下降 13.17 个百分点至 41.48%，杠杆水平有所上升。

总体来看，公司以净资本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，但随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

流动性覆盖率持续下降，净稳定资金率有所波动，公司流动性管理面临一定压力

从公司资产流动性来看，得益于银行存款增加，截至 2022 年 3 月末，公司自有资金及结算备付金余额为 117.04 亿元，较上年末减少 8.94%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 18.09%。

从流动性风险管理指标来看，截至 2021 年末，公司流动性覆盖率为 146.89%，同比下降 66.86 个百分点；净稳定资金率为 177.78%，同比下降 14.44

个百分点，公司长短期流动性风险管理指标均高于监管标准，但同比均有所下降，未来需关注潜在的流动性风险。

总体债务规模持续扩大，长期债务占比有所提升，但期限结构仍有待优化；偿债能力指标有所波动，未来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 2021 年末，公司总债务规模为 401.29 亿元，同比增长 29.65%，主要由于 2021 年公司新发行 27 亿元次级债、25 亿元公司债和 2 亿美元的美元债，同时交易性金融负债和银行间市场拆入资金规模也有所增加。其中短期债务规模 305.69 亿元，同比增长 20.80%；长期债务规模 95.61 亿元，同比增长 69.31%，长期债务占比同比上升 5.58 个百分点至 23.82%。截至 2022 年 3 月末，公司总债务规模为 430.56 亿元，较上年末增长 7.29%。

从资产负债率来看，近年来公司该指标有所波

动，但总体有所增长，截至 2022 年 3 月末，山西证券的资产负债率为 72.55%，较上年末上升 1.61 个百分点，主要由于公司债务规模持续扩大所致。

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要包括利润总额和利息支出，2021 年受利息支出及使用权资产折旧增加影响，全年 EBITDA 同比增长 15.96% 至 24.67 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 2020 年的 2.10 倍下降至 2.00 倍，总债务/EBITDA 由 2020 年的 14.55 倍上升至 16.27 倍，公司盈利水平对利息的覆盖能力有所减弱。未来随着债务规模的继续扩大，需持续关注公司整体偿债能力的变化情况。

表 11：近年来公司偿债能力指标

指标	2019	2020	2021	2022.3
EBITDA (亿元)	19.64	21.28	24.67	--
资产负债率(%)	70.98	64.84	70.94	72.55
经营活动净现金流 (亿元)	39.58	(14.59)	14.34	7.96
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.63	2.10	2.00	--
总债务/EBITDA(X)	15.58	14.55	16.27	--

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 2022 年 3 月末，公司获得银行授信额度为 767.50 亿元，已使用额度为 161.29 亿元，未使用额度为 606.21 亿元。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保。诉讼、仲裁事项方面，截至 2022 年 3 月末，子公司中德证券存在一起由证券虚假陈述责任纠纷引起的未决诉讼。2022 年 1 月 13 日，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，目前案件尚未开庭审理，其对公司当期利润或期后利润的影响存在不确定性，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 2022 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。现有控股一级子公司及直接控制的结构化主体共 19 家，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 2021 年末，山西金控总资产为 1,122.89 亿元，所有者权益为 317.42 亿元，2021 年实现净利润 7.63 亿元。

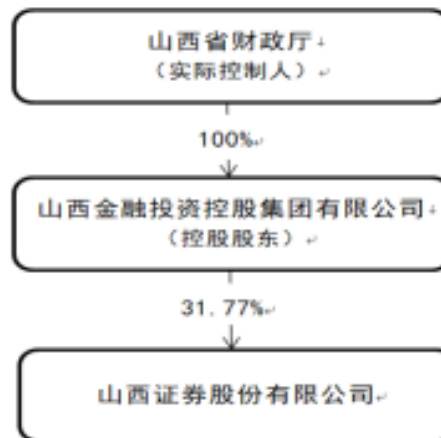
公司作为山西金控旗下子公司之一，在集团统筹下能够与其他子公司开展高效的协同工作，进一步打开公司业务的发展空间。公司证券分支机构主要分布于山西省境内，对区域市场较为熟悉，通过多年的经营积累，公司与省内客户保持了良好的合作关系，在项目竞争上相对于非本地券商更具优势。总体来看，作为山西金控控股的唯一证券业务平台，公司能够在资本、业务等方面得到山西金控以及山西省财政厅较强的支持。

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的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 山证 01”、“21 山证 01”和“21 山证 02”的信用等级为 **AAA**；维持“20 山证 C1”、“21 山证

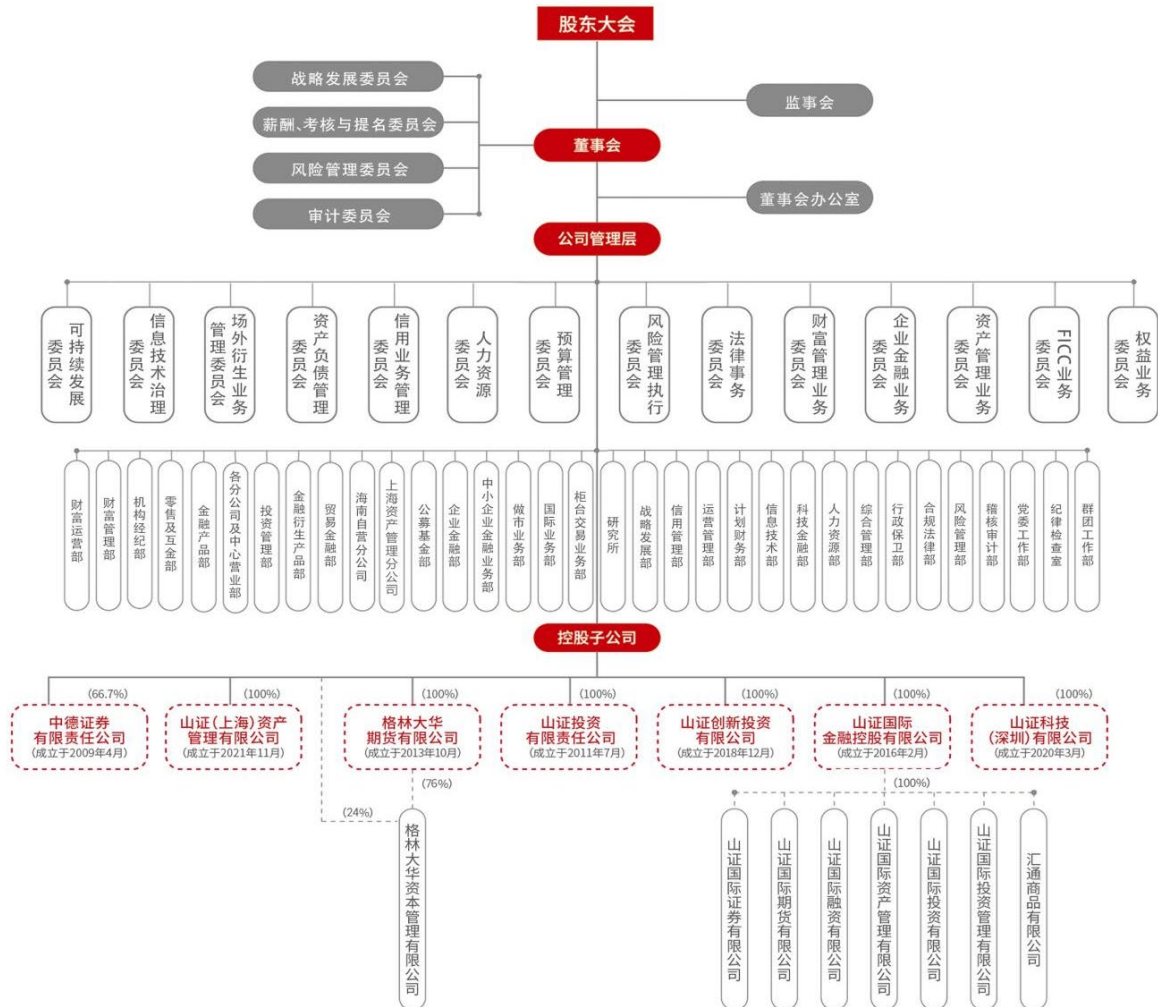
C1”、“21 山证 C2”、“21 山证 C3”和“22 山证 C1”
的信用等级为 **AA⁺**。

附一：山西证券股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



主要控股子公司名称	简称	持股比例 (%)
中德证券有限责任公司	中德证券	66.70
格林大华期货有限公司	格林大华	100.00
山证国际金融控股有限公司	山证国际	100.00
山证投资有限责任公司	山证投资	100.00
山证创新投资有限公司	山证创新	100.00
山证科技（深圳）有限公司	山证科技	100.00
山证（上海）资产管理有限公司	山证资管	100.00

山西证券股份有限公司组织架构图



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（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金及结算备付金	18,354.37	22,433.88	27,977.09	27,489.93
买入返售金融资产	2,742.43	2,909.89	4,828.83	4,419.98
金融投资：交易性金融资产	22,247.49	22,521.23	28,261.36	33,030.37
金融投资：债权投资	32.52	50.14	245.56	247.36
金融投资：其他债权投资	1,165.75	1,693.44	168.46	130.36
金融投资：其他权益工具投资	239.37	218.10	247.61	249.06
长期股权投资净额	421.75	295.21	150.69	254.09
融出资金	5,468.41	7,237.80	7,669.49	7,204.62
总资产	55,695.78	62,452.05	76,302.38	81,081.43
代理买卖证券款	10,149.09	12,817.08	15,368.71	16,389.41
短期债务	25,908.76	23,297.62	30,568.63	--
长期债务	4,695.04	7,654.29	9,560.56	--
总债务	30,603.80	30,951.91	40,129.18	43,055.72
总负债	42,480.04	45,000.61	58,596.20	63,324.83
股东权益	13,215.74	17,451.44	17,706.18	17,756.60
净资本（母公司口径）	8,975.61	12,330.60	12,145.72	--
手续费及佣金净收入	1,173.92	1,460.54	1,376.52	301.71
其中：经纪业务手续费及佣金净收入	431.49	648.69	729.66	159.30
投资银行业务手续费及佣金净收入	572.46	651.76	467.28	93.45
资产管理业务手续费及佣金净收入	91.09	78.34	87.52	20.08
利息净收入	(142.57)	6.71	(27.43)	(7.84)
投资收益及公允价值变动收益	1,320.51	1,468.97	1,768.55	173.10
营业收入	5,102.18	3,341.97	3,993.94	473.92
业务及管理费	(1,567.39)	(1,820.97)	(1,917.28)	(399.38)
营业利润	667.61	1,009.43	1,024.60	72.23
净利润	519.92	762.30	812.15	58.64
综合收益	411.24	777.41	737.60	50.42
EBITDA	1,964.37	2,127.54	2,467.04	--

附三：山西证券股份有限公司主要财务指标

财务指标	2019	2020	2021	2022.3
盈利能力及营运效率				
平均资产回报率(%)	1.10	1.60	1.47	--
平均资本回报率(%)	3.97	4.97	4.62	--
营业费用率(%)	30.72	54.49	48.00	84.27
流动性及资本充足性（母公司口径）				
风险覆盖率(%)	215.66	307.05	226.95	--
资本杠杆率(%)	16.56	21.58	15.59	--
流动性覆盖率(%)	234.71	213.75	146.89	--
净稳定资金率(%)	176.40	192.22	177.78	--
净资本/净资产(%)	71.55	72.46	71.11	--
净资本/负债(%)	29.22	39.60	29.49	--
净资产/负债(%)	40.84	54.65	41.48	--
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	22.08	11.44	20.78	--
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	198.84	135.48	156.72	--
偿债能力				
资产负债率(%)	70.98	64.84	70.94	72.55
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.63	2.10	2.00	--
总债务/EBITDA(X)	15.58	14.55	16.27	--

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-当期末代理承销证券款+上期末总资产-上期末代理买卖证券款-上期末代理承销证券款)/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×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-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。