

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的西南证券股份有限公司 2013 年主体长期信用评级报告不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零一三年五月十日



信用等级公告

联合[2013] 448 号

联合资信评估有限公司通过对西南证券股份有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定

西南证券股份有限公司
主体长期信用等级为 AA⁺
评级展望为稳定

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年五月十日



西南证券股份有限公司

2013 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA⁺
评级展望: 稳定

评级时间

2013 年 5 月 10 日

主要数据

项 目	2013年3月末	2012年末	2011年末	2010年末
资产总额(亿元)	208.91	172.57	177.68	227.78
自有资产(亿元)	156.31	125.18	122.81	118.28
自有负债(亿元)	50.12	21.14	23.82	7.05
总债务(亿元)	46.80	17.70	19.00	0.50
股东权益(亿元)	106.19	104.05	98.99	111.23
净资本(亿元)	71.88	74.00	77.26	91.21
自有资产负债率(%)	32.06	16.88	19.40	5.96
净资本/净资产(%)	68.19	71.13	78.05	82.00
净资本/自有负债(%)	144.88	350.41	324.93	1294.4
净资本各项风险资本准备之和(%)	1098.30	1326.41	743.94	695.12
项 目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
营业收入(亿元)	4.11	12.68	10.40	19.36
净利润(亿元)	1.34	3.42	2.63	8.05
EBITDA(亿元)	-	5.09	4.65	11.43
营业费用率(%)	-	61.76	81.64	40.35
平均资产收益率(%)	-	1.96	1.30	4.27
平均净资产收益率(%)	-	3.37	2.50	10.19
总债务/EBITDA(倍)	-	3.48	4.08	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	-	8.09	7.10	26.94

注: 净资本、净资本/净资产、净资本/自有负债以及净资本/各项风险资本准备之和指标为母公司口径。

分析师

韩 夷 赖金昌 吕臻颢

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

西南证券股份有限公司(以下简称“公司”)建立了较为健全的公司治理、内部控制以及风险管理体系, 主营业务稳步发展, 创新业务发展和综合化经营平台建设逐步推进, 资本实力处于行业较好水平, 财务杠杆水平较低, 盈利波动较大。公司控股股东在资本补充、流动性等方面将给予公司有力支持。联合资信评估有限公司确定西南证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 该评级结论反映了公司偿还债务的能力很强。

优势

- 公司自有负债规模较小, 财务杠杆水平较低, 偿债压力较小;
- 公司经纪业务在重庆当地市场具有较强竞争优势, 再融资、并购业务行业竞争优势明显;
- 综合化经营平台建设稳步推进, 这有利于公司发挥业务协同效应, 扩大收入和盈利来源;
- 控股股东在资本补充、流动性等方面将给予公司有力支持。

关注

- 营业收入与盈利波动幅度较大, 盈利能力较弱;
- 主营业务行业排名一般, 综合竞争力有待进一步提升;
- 创新业务较快发展对公司内部控制、风险管理、资金补充等方面提出更高要求;
- 需关注经济周期波动、国内股票市场持续低迷及相关监管政策的变化等因素对证券公司经营带来的影响。

声 明

一、本报告引用的资料主要由西南证券股份有限公司(以下简称“委托人”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对以上资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与委托人构成委托关系外,联合资信、评级人员与委托人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因委托人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为一年(2013年5月10日至2014年5月9日),联合资信将对委托人进行定期和不定期跟踪评级,根据跟踪评级的结论,有效期内委托人的信用等级有可能发生变化。



一、主体概况

西南证券股份有限公司的前身是西南证券有限责任公司(以下简称“西南有限”)。1999 年 12 月,经中国证监会批准,西南有限在重庆国际信托投资有限公司证券部、重庆市证券公司、重庆有价证券公司和重庆证券登记有限责任公司的基础上成立。2009 年 2 月,经中国证监会批准,重庆长江水运股份有限公司实施重大资产重组,发行 16.59 亿股人民币普通股吸收合并西南有限,依法继承西南有限的各项证券业务资格,并将名称变更为西南证券股份有限公司(以下简称“公司”)。2010 年 8 月,公司定向增发普通股 4.19 亿股,注册资本增至 23.23 亿元。截至 2012 年末,公司前五大股东持股情况见表 1,控股股东为重庆渝富资产经营管理集团有限公司,实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会(股权结构图见附录 1)。

表1 公司前五大股东持股情况表 单位: %

股 东	持股比例
重庆渝富资产经营管理集团有限公司	40.45
中国建银投资有限责任公司	7.07
重庆国际信托有限公司	5.01
重庆市城市建设投资(集团)有限公司	4.44
重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司	4.31
合 计	61.28

公司主要经营范围:证券经纪;证券投资咨询;与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问;证券承销与保荐;证券自营;证券资产管理,融资融券;证券投资基金代销;代销金融产品。

公司在全国设有 41 家营业部,其中重庆市内 19 家,上海市、广东省和浙江省内各 3 家,并设有 1 家分公司——北京分公司,1 家全资子公司——西证股权投资有限公司,公司持有银华基金管理有限公司 49%的股权。2013 年上半年,公司通过增资扩股方式成为重庆股份转

让中心有限责任公司的控股股东,并设立全资子公司西证创新投资有限公司。截至 2012 年末,公司员工人数为 1970 人。

截至 2012 年末,公司资产总额 172.57 亿元,其中客户资金存款 40.53 亿元;负债总额 68.52 亿元,其中代理买卖证券款 47.38 亿元;所有者权益 104.05 亿元;母公司净资产 74.00 亿元。2012 年,公司实现营业收入 12.68 亿元,净利润 3.42 亿元。

截至 2013 年 3 月末,公司资产总额 208.91 亿元,其中客户资金存款 45.25 亿元;负债总额 102.72 亿元,其中代理买卖证券款 52.60 亿元;所有者权益 106.19 亿元;母公司净资产 71.88 亿元。2013 年 1~3 月,公司实现营业收入 4.11 亿元,净利润 1.34 亿元。

注册地址:重庆市江北区桥北苑 8 号

法定代表人:余维佳

二、营运环境

1. 营运环境分析

(1)国际经济环境

金融危机爆发以来,为尽早实现经济复苏,各国政府财政支出高速增长,发达经济体政府债务负担加重,金融危机已演变为主权债务危机。新兴市场国家在出台经济刺激政策后,经济恢复势头领先于欧美国家,新兴市场国家保持了一定经济增长水平,但面临着通货膨胀的压力。

欧债危机爆发以来,通过国际救助机构的帮助以及危机国家实施的一系列紧缩和改革措施,欧洲金融系统性风险已大幅下降,但仍未完全消除,欧洲国家仍面临内需疲软、就业形势恶化、公共和私营部门债务过高等问题,实体经济投资者和消费者信心不足,经济增长缺乏动力。金融危机以来,美国采取了四轮量化宽松货币政策,在一定程度上缓解了通货紧缩的压力,经济增长有所恢复,但其就业市场形势并未好转,并且受财政悬崖预期的影响,美

国未来经济形势存在一定的不确定性。

(2)国内经济环境

在金融危机期间，中国经济在以政府投资和宽松的货币政策为主的经济刺激政策推动下，经济增长率保持在9%以上，在应对外部市场冲击和恢复经济增长方面效果明显。然而经济刺激政策的实施导致了通货膨胀不断攀升和经济结构矛盾加剧。2011年，央行采取了较为紧缩的货币政策，六次上调存款准备金率、三次上调存贷款利率，CPI于7月至高点后平稳回落，但全年CPI仍在高位运行，2011年CPI增幅为5.4%，高于政府调控目标。2012年疲弱的外需环境及国内生产成本的上涨，导致我国外贸进出口总额增速下降明显，同时也极大地影响了国内实体经济的发展。2012年央行两次

下调存款准备金率和两次降息，以及持续的逆回购操作，保证了市场的流动性，全年货币供给保持平稳增长，社会融资总量达15.76万亿元，较2011年增加2.93万亿元，有力支持了实体经济的发展。据初步统计，2012年在固定资产投资增长的拉动下，全年GDP增长7.8%，较2011年下降1.4个百分点，增速放缓。

目前，国内经济面临的挑战是推进金融财税体制改革，调整经济结构，优化资源配置，以缓解经济结构矛盾，提升可持续发展的能力。2013年，中国经济正处在转换和寻求新平衡的关键时期，政府将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。尽管国际形势的不明朗对我国企业出口和投资造成一定的不利影响，但整体经济将保持平稳发展。

表2 宏观经济主要指标表

单位：%/亿美元

项 目	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
GDP 增长率	7.8	9.2	10.3	9.2	9.6
CPI 增长率	2.6	5.4	3.3	-0.7	5.9
PPI 增长率	-1.7	6.0	5.5	-5.4	6.9
M2 增长率	13.8	13.6	19.0	27.7	17.8
固定资产投资增长率	20.6	23.8	23.8	30.1	25.5
社会消费品零售总额增长率	14.3	17.1	18.3	15.5	22.7
进出口总额增长率	6.2	22.5	34.7	-13.9	17.8
进出口贸易差额	2311	1551	1831	1961	2955

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

(3)我国证券市场发展状况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。历经20多年的发展，我国证券市场初步形成以股票市场、债券

市场及衍生品市场为主的市场格局，证券市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。

表3 2008~2012年我国股票市场主要指标情况表

项 目	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
境内上市公司数(家)	2494	2342	2063	1718	1625
境内股票筹资额(亿元)	3127.54	5073.07	8954.90	3894.53	2619.71
股票市价总值(万亿元)	23.04	21.48	26.54	24.39	12.14
股票全年成交金额(万亿元)	31.47	42.16	54.56	53.60	26.71
上证综合指数(点)	2269.13	2199.42	2808.08	3277.14	1820.81
股票有效帐户数(亿户)	1.40	1.41	1.34	1.20	1.04
证券化率(%)	44.37	45.55	66.69	71.56	35.59

资料来源：中国证监会网站。

自 2005 年股权分置改革以来,我国股票市场制度建设逐步完善,股票市场日趋成熟。中小板、创业板的陆续建立、三板市场的升级扩容以及酝酿之中的国际版的后续推出,都将深入地推动证券市场多层次发展。截至 2012 年末,我国境内上市公司数量达 2494 家,股票有效账户超过 1.40 亿户,股票总市值达 23.04 万亿元,2012 年全年境内股票筹资金额 3127.54 亿元,全年股票成交金额 31.47 万亿元,证券化率(股票总市值/GDP 总值)为 44.37%(见表 3)。

近年来我国股票市场行情波动较大,与我国宏观经济平稳较快发展的趋势有较大偏离,股票市场在发行定价机制、信息披露机制、市场退出机制以及控制内幕交易、培育机构投资者等方面仍有较大的改革和提升空间。我国证券公司的主营业务对股票市场行情依赖度高,股票市场改革进程和行情波动将对证券公司的发展产生持续的影响。近年来,股指期货的推出和融资融券业务的开展一定程度上弥补了股票市场做空机制的缺失,长期来看这有利于股

票市场的价值回归,有利于丰富投资者的股票投资策略选择,但相关风险也会增加。

我国的债券市场主要由银行间债券市场和交易所市场组成。近年来,我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具,债券市场保持快速发展势头,债券市场投资者结构和债券品种不断丰富,债券发行量、成交量及托管余额均呈现较快增长的态势(见表 4)。与股票市场和债券市场相比,衍生品市场起步较晚,尚处于稳步推进发展之中。2012 年,全国债券发行总额为 8.10 万亿元,其中政府债券、政策性金融债和政府支持债券合计占比约为 49%,非金融企业债务融资工具占比约为 33%,之前占比较高的央行票据暂停了发行;债券市场现券成交量为 74.38 万亿元,较 2011 年增长 17.59%。2012 年末,债券托管量余额为 26.26 万亿元,其中政府债券、央行票据、政策性金融债和政府支持债券合计占比约为 68%,非金融企业债务融资工具占比约为 16%。

表 4 2008~2012 年我国债券市场发行额、成交额及托管余额

单位: 万亿元

项 目	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
债券发行总额(含央票)	8.10	7.82	9.35	8.70	7.31
债券发行总额(不含央票)	8.10	6.41	5.12	4.88	3.02
债券托管量余额	26.26	22.42	20.70	18.12	15.72
银行间债券市场现券成交量	74.38	63.26	63.65	46.89	37.03

资料来源: Wind 资讯。

证券市场的快速发展一定程度上推动了我国经济的增长,但与国外较为成熟的资本市场相比,我国证券市场仍存在市场化程度不高、结构不均衡、市场的深度和广度有待拓展、法制体系待健全等问题。未来随着证券市场的持续发展,证券场所肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。证券市场持续快速发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

2. 我国证券公司发展状况

(1) 市场主体及竞争格局

证券公司是证券市场重要的中介机构,与证券市场的发展相辅相成。证券公司提供证券市场投融资及投资管理等中介服务,证券公司作为机构投资者也是证券市场主要的机构参与者。证券业协会根据证券公司未经审计财务报表数据统计显示,截至 2012 年末,我国共有 114 家证券公司,全行业资产总额 1.72 万亿元,净资产 6943.46 亿元,净资本 4970.99 亿元,证券公司行业资产总额、净资产和净资本均较

2011 年末有所上升。2012 年，证券公司全行业实现营业收入 1294.71 亿元，净利润 329.30 亿元，受股票市场行情影响，全行业营业收入和净利润较 2011 年有所下降。

近年来，我国证券公司的对外开放稳步推进。外资参股证券公司包括两种方式，一是参与新设合资证券公司，二是战略入股证券公司。截至目前，共有十余家合资证券公司获准设立。此外，根据合格境外机构投资者(QFII)管理办法，外资还可以依法通过 QFII 购买上市公司股权。2012 年，证监会放宽了外方股东对合资证券公司的持股比例上限，缩短了合资证券公司扩大业务范围的经营年限，有利于合资证券公司业务发展。另一方面，部分证券公司也积极实施“走出去”策略。截至目前，共有二十余家证券公司经批准通过新设或收购方式在中国香港设立证券子公司，开展跨境证券业务，包括证券承销、经纪、自营、资产管理等业务。

由于业务种类和主要收入来源趋同，证券公司间的同质化竞争激烈。近年来，行业的加速整合使得部分行业领先的公司具备更强大市场竞争力。一批优质证券公司通过增资扩股、合资合作、购并重组、发行上市、发行次级债券等方式进一步扩大资本规模、提升竞争力，行业集中度整体提高。截至 2011 年末，资产总额、净资产、净资本、营业收入以及净利润排名前 10 家的证券公司合计占全行业的比重分别为 43.93%、47.22%、44.41%、45.29% 和 63.06%。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势，行业集中度可能进一步上升。

此外，尽管我国金融业实行分业经营体制，但随着各种创新业务品种和模式的推出，商业银行、保险公司和其他非银行金融机构也在向证券公司传统业务领域渗透，证券公司面临行业竞争加剧的风险。

(2) 主营业务

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业

务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构(见图 1)。证券经纪业务是我国证券公司目前最主要的业务组成部分，是收入的主要来源。近年来，投资银行业务和资产管理业务发展较快，收入持续增长，融资融券、股指期货、证券直投等创新性业务对证券公司的盈利贡献度也在不断增强。

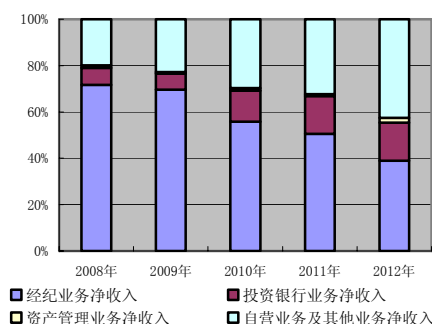


图 1 近几年我国证券行业业务收入结构图

资料来源：中国证券业协会网站。

经纪业务

由于市场竞争加剧，经纪业务市场平均佣金率不断下滑。加之金融危机后，股票市场交易量持续萎缩，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降，也导致了证券公司盈利水平的大幅下滑。在市场竞争日趋激烈之时，证券公司的经纪业务面临新的业务发展机遇和调整。2012 年 11 月，证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定》，意味着证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”，经纪业务迎来新的发展机遇。同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战，证券公司的经纪业务即将进入转型期，这可能会改变市场竞争格局。近年来融资融券业务的发展以及现金管理型产品的推出将为经纪业务带来新的增长动力。随着经纪业务竞争的加剧，证券公司将逐步向全方位金融服务提供商转变，借助业务间的相互

协同为经纪业务发展提供支持，通过为投资者提供差异化和高附加值的综合化服务来提升市场竞争力。

投资银行业务

目前证券公司的投资银行业务仍以证券承销与保荐业务为主。近年来，随着股票市场融资功能的逐步完善，企业对股票融资的需求不断增加，债市融资规模也快速扩大，为证券公司提供了相对稳定的承销业务来源。投资银行业务净收入整体呈上升趋势，对营业收入的贡献度逐年提高。2012 年，证券公司全行业实现投资银行业务净收入 212.95 亿元，约占全行业营业收入的 16%。在证券市场中，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，导致了较高的业务集中度，近年来股票及债券承销金额中排名前十家证券公司的市场份额合计约占 55%。合资证券公司依靠其全球化的网络以及人才优势，迅速抢占高端市场，与国内证券公司展开了激烈竞争。在中小项目的承销业务上，一些证券公司通过其区域性特点和差异化策略，占有一定的市场份额，逐步形成自身品牌。未来债券市场的持续快速发展和并购重组业务的推动，将成为证券公司投资银行业务的增长点。此外随着新三板的扩容和国际板开板的临近，未来这两个领域能够持续推动证券公司投资银行业务的发展。在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司的流动性。

自营业务

自营业务主要包括债券投资和股票投资。债券投资收益是证券公司投资收入的主要来源之一，相对股票投资而言，债券投资收益相对稳定。证券公司自营业务规模受到资本金规模的限制，风险总体可控，但股票投资与证券市场行情关联度高，收益波动性较大。2012 年券

商创新大会带来投资范围和方式的放开以及证券公司另类投资子公司设立，意味券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。

资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小。目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，原有的业务限制有望进一步放宽，审批有望放松。这有助于推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2012 年以来，证券公司与银行合作开展的通道类业务带动证券公司受托资产管理规模爆发式增长。截至 2012 年末，证券公司行业受托的资产管理规模约为 1.89 万亿元，较 2011 年末增长约 670%。由于通道类资产管理业务的收费较低，对证券公司收入贡献较小。

创新业务

2012 年以来，证券公司创新业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的创新业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务等。创新业务的逐步推进将有助于优化证券公司业务结构，提升盈利水平。

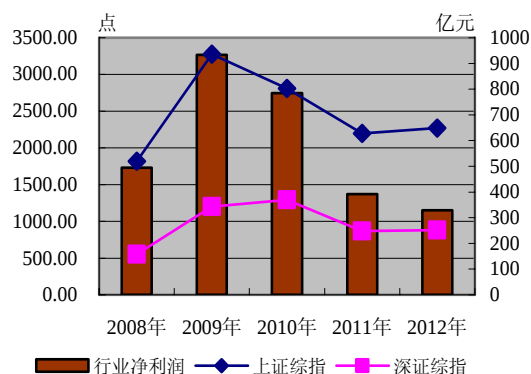


图2 近几年我国证券行业净利润情况图

资料来源：中国证券业协会网站。

由于证券公司收益水平与证券市场行情高度正相关，近年来我国证券行业净利润呈现高波动性(见图 2)。

总体看，证券公司在国内资本市场快速发展过程中获得了良好的发展机遇，传统业务持续较快发展，新业务机会不断增多，市场竞争格局不断变化。未来几年，随着多种鼓励创新和监管放松政策的持续落实，证券公司的收入结构有望得到优化，但目前股票市场的波动使证券公司短期内的盈利水平承压较大。

(3)证券公司风险

在 2001~2004 年期间证券公司集中爆发破产清算风险后，监管部门推行的综合整治措施和客户交易结算保证金第三方存管政策改善了证券行业发展环境，加强了风险监控力度，证券行业迎来了新的稳定发展期。目前，证券公司普遍将完善公司治理结构作为风险管理的重要组成部分，明确了不同主体在风险管理上的职能；通过制定基本风险管理制度、内部控制制度或定期制作风险评估报告，明确风险管理的具体方法；依据监管要求，各证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据，风险管理能力较行业综合治理之前有了明显的进步。现阶段我国证券公司面临的主要风险包括以下几个方面：

市场风险。市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

信用风险。证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资融券业务、约定购回式证券交易业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。融资融券业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。

流动性风险。在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险。操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作流程来控制人为失误；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。

法律及政策风险。法律风险是指证券公司

的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面，一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场的波动影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

从我国实际情况看，证券公司在风险管理方面普遍面临着一些问题和挑战：第一，我国证券公司开展风险管理的时间还不长，由于产品和业务种类并不完善，风险复杂程度与国际同行业相比仍然较低，全面风险管理的理念未在行业内得到普遍重视。第二，随着全面风险管理理念的提出，证券公司面临着将已有的证券交易、结算、财务管理等不同信息系统进行整合的重要任务，基础数据和信息系统框架的整合成为制约证券公司风险管理水平提升的瓶颈。第三，受国内金融市场成熟度的限制，证券公司普遍缺乏风险对冲的工具，市场创设对冲产品的机制不足，市场风险管理工具的应用仍然有限。第四，证券公司对于操作风险基本处于定性管理阶段，缺乏量化管理的工具和手段。第五，由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，证券公司在创新活动中可能面临因管理水平、技术水平、风险控制能力、配套设施和相关制度等方面不能与创新业务相适应而导致的经营风险。

(4)监管与政策支持

我国金融行业实行分业经营和分业管理体制，证监会是证券业监督管理机构。中国证券业协会在证监会的监督指导下，制定证券业执业标准和业务规范，进行证券业自律管理。中国证券投资者保护基金有限责任公司负责证券投资者保护基金的筹集、管理和使用，并参与证券公司风险处置。借助于严格的市场准

入条件控制证券公司经营牌照的发放，一定程度上降低了市场竞争度，使已有的证券公司获得了市场进入政策的保护。

经过历时三年的证券公司综合治理，一批问题证券公司得到处理，证券公司业务经营得到规范，风险得到有效化解。2007年8月，综合治理结束后，证券行业也随之转入了常规监管阶段。此后，证监会陆续出台了多项规章制度，并逐步建立起以净资本为核心监管指标、实施证券公司分类监管的监督管理机制，对我国证券公司整体经营业绩和风险管理能力的提升起到了积极的推动作用。

在2012年5月召开的证券公司创新大会上，证监会确定了证券公司下一个阶段发展的“路线图”，计划从11个方面出台措施支持行业创新，主要包括提高证券公司理财类产品创新能力、放宽业务范围和投资方式限制、扩大证券公司代销金融产品范围、推动营业部组织创新、鼓励券商积极参与场外市场建设和中小企业私募债试点、探索证券公司长效激励机制等。这对证券公司加强业务创新、调整盈利结构、转变经营发展模式具有积极的推动作用，但相应也会使其面临更大的风险暴露。

2012年以来，证监会通过降低净资本扣减比例和风险资本准备计算标准等措施放松对证券公司的净资本要求。另一方面，证监会还通过拓宽证券公司债务融资渠道，扩大证券公司运营资金的来源。上述政策有利于证券公司提高财务杠杆，支持创新业务发展，提升证券公司的服务能力，这将有助于证券公司扩大收入来源，优化收入结构。

总体看，未来一段时间，证券公司将迎来业务创新和发展的良好外部机遇，资本实力、管理水平、创新能力以及人才储备等因素将影响到证券公司市场竞争力。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司的控股股东为重庆渝富资产经营管理集团有限公司(以下简称“重庆渝富”),持有公司40.45%的股权。重庆渝富成立于2004年2月,注册资本金100亿元人民币,是重庆市国有资产管理监督委员会出资组建的国有独资综合性资产经营管理公司,主要经营范围包括重庆市政府授权范围内的资产收购、处置及相关产业投资,投资咨询,财务顾问,企业重组兼并顾问及代理等。未来控股股东将在资本补充、流动性方面给予公司有力支持。

公司根据《公司法》、《证券法》、《证券公司治理准则(试行)》、《上市公司治理准则》等法律、法规和规范性文件的规定,制定了一整套公司治理制度,建立了由股东大会、董事会、监事会和经理层相互分离、相互制衡的公司治理架构。各治理主体在职权范围内各司其职,确保公司治理的规范有效。

股东大会是公司的最高权力机构。公司按照《公司法》和《公司章程》的要求,召集、召开股东大会,表决程序和决议内容符合相关要求。2010~2012年,公司共召开14次股东大会,表决通过了非公开发行股票、设立子公司等议案,确保股东享有充分的知情权、参与权和决策权。

董事会是公司的常设决策机构,对股东大会负责。目前,公司董事会由8名董事组成,其中独立董事3名。董事会下设5个专门委员会,分别是战略委员会、审计委员会、风险控制委员会、关联交易决策委员会、提名与薪酬委员会。其中,审计委员会、薪酬与提名委员会以及关联交易决策委员会的主任委员均由独立董事担任。2010~2012年,公司共召开31次董事会会议,通过了开展各项创新业务、年度工作报告及内部控制评价报告等议案。

监事会是公司的内部监督机构,负责对董事、高级管理人员履职情况进行监督。公司监

事会由3名监事组成,其中职工监事1名。2010~2012年,公司共召开18次监事会会议,审议通过了更换监事等议案,并就公司的经营管理情况、重大决策、财务状况及内幕信息知情人登记制度的执行情况发表了意见。监事会还通过列席董事会和经理层会议履行监督职能。

公司高级管理人员包括总裁1名、副总裁兼董事会秘书1名、副总裁兼合规总监1名,另有副总裁3名。公司总裁主持经营管理工作,并对董事会负责。高级管理人员学历较高,拥有丰富的金融监管或金融行业经营管理经验。

总体看,公司按照上市公司要求建立了较为健全的公司治理架构,股东大会、董事会、监事会以及经理层运作规范,公司治理水平逐步提高。同时,公司在经营过程中得到控股股东的支持并接受其监督,这有助于公司的稳健运营。

2. 内部控制

公司根据《企业内部控制基本规范》、《上海证券交易所上市公司内部控制指引》、《证券公司内部控制指引》等相关法规的规定,在考虑风险识别与评估、信息沟通与反馈、监督与评价等内部控制要素的前提下,按照健全、合理、制衡、独立等原则,不断健全内部控制体系。2012年,公司根据经营管理和业务发展需要,对组织机构进行全面调整并梳理了部门职责,搭建了四大事业部,新设了机构客户部等部门,机构设置更加合理(组织架构图见附录2)。公司建立了四个层级的内部控制架构体系,即董事会及其下设的风险控制委员会——经理层、合规总监及风险与合规管理委员会——内控部门——各职能部门及业务单元。合规总监是公司高级管理人员,由一名副总裁兼任,负责全面协调公司合规风险的识别和管理,为经营活动提供合规建议,对公司经营管理活动与员工执业行为合规性进行监督和检查。

公司针对各业务条线和中后台部门制定了

内部控制制度，规范业务流程，将内部控制风险监测覆盖到公司各个业务环节。鉴于证券行业的特殊性，公司重视建立健全业务部门之间的信息隔离墙制度，确保公司经纪、投资银行、证券自营、资产管理、证券研究和投资咨询等各项业务在人员、资金、信息等方面的有效隔离。

公司审计监察部通过常规审计、离任审计以及联合检查等方式对分支机构和业务部门开展现场稽核，通过查阅相关业务和财务资料，并参照相关制度要求核查业务开展情况，对检查中反映的问题提出整改建议，并督促分支机构及时整改。公司按照企业内部控制基本规范等相关法规和监管规则的要求，开展内部控制自我评价工作，公开披露年度内部控制自我评价报告。

总体看，公司内部控制组织架构比较健全，内部控制机制较为完善，对业务风险的监控比较到位，较好地支撑了各项业务的发展。

3. 发展战略

在综合考虑宏观经济形势、行业发展及自身特点等因素的基础上，公司制定了总体规划，即立足重庆，推进业务转型和创新发展，加强风险控制管理，提升资产规模、资产收益率、创新业务收入占比等核心指标的行业排名，力争进入国内券商第一阵营。

公司将从以下几方面保障总体战略目标的实现：第一，进一步开发重庆市场，针对区域内不同类型客户的投融资需求提供包括上市、再融资、并购、资产管理、财务顾问等金融服务；第二，拓展业务创新，抓住新的发展机遇，在证券行业的创新业务领域寻求突破；第三，搭建海外平台，力争在2013年完成香港子公司的设立，开拓境外融资服务；第四，协同控股的区域股权市场，构建差异化竞争力；第五，搭建以业务考核和长期激励为基础的市场化薪酬体系，激发员工的积极性；第六，强化内部管理，控制各类风险，保障业务转型战略的实

施。

总体看，公司设立的战略目标较为合理，制定的措施切实可行，这将有利于公司推进业务转型，提升竞争力。

四、主营业务分析

公司主要业务板块包括经纪、投资银行、自营、资产管理、直接投资、基金管理等业务。公司的优势在于经纪业务在重庆当地市场具有较强竞争优势，再融资、并购业务行业竞争优势明显；不足之处在于主营业务综合竞争力有待进一步提升，创新业务的较快发展、对子公司的加大投入带来资金补充的压力。综合化经营平台的构建和创新业务的发展有助于公司发挥业务协同效应，扩大收入与盈利来源。

1. 经纪业务

公司经纪业务资格齐全，主要向客户提供股票、基金、权证、债券等代理交易买卖服务。公司经纪业务事业部下设四个二级部门，分别是运营管理部、信用交易部、零售客户部以及机构客户部。其中，运营管理部提供业务运营支持、对经纪业务条线各部门进行绩效考核以及合规管理；信用交易部负责融资融券、约定购回、信用交易衍生品等业务的运维工作，零售客户部负责客户咨询服务、金融产品推广销售等工作；机构客户部负责基金、私募等机构客户的开发和维护、建立公司产品批发销售渠道等工作。公司建立了经纪业务经理办公会决策机制，办公会成员由经纪事业部下各部门业务骨干和部分营业部负责人构成，该机制有利于规范和优化经纪业务条线的决策流程，提高决策的科学性。

近年来，公司加快了证券营业部的建设，目前公司在国内设有41家营业部，另有4家营业部在筹建过程中，未来公司将根据战略规划推进网点布局。公司拥有一支超过1200人的营销队伍，近年来公司不断加大营销队伍的培训

力度，以满足营业部转型的需要。受股票市场行情低迷的影响，传统经纪业务佣金收入对公司收入贡献度明显下降。为此，公司加大力度推进营业部业务转型，未来营业部将拓展代销金融产品等业务，成为为客户提供全方位服务的综合平台。

2010年，公司获得融资融券业务试点资格，近两年来公司融资融券业务发展较快。截至2012年末，融资融券业务余额5.52亿元，较2011年末增长117%。2012年，公司获批开展约定购回式证券交易业务及转融通业务，上述创新业务将有利于扩大公司收入来源。2013年1~3月，公司融资融券业务和约定购回式证券交易业务保持快速增长趋势。

股票市场行情的低迷对公司经纪业务收入影响较大。2010~2012年，公司代理买卖股票交易额的市场份额分别为0.74%、0.78%和0.79%，呈稳中有升态势。近年来公司代理买卖证券净收入逐年下降，由2010年的7.86亿元下降至2012年的3.79亿元，占营业收入的比重由2010年的40.57%下降至2012年的29.92%。2013年1~3月，公司代理买卖证券交易量和代理买卖证券净收入有所回升。公司重庆市内的营业部在佣金率上具有较强的定价权，而北京、上海等地的营业部则面临较大的竞争压力，目前公司整体的佣金率略高于行业平均水平。由于营业部的设立已经放开，公司经纪业务面临的竞争压力将逐步加大。

2. 投资银行业务

公司投资银行业务主要向客户提供股票及债券承销、资产重组及并购的财务顾问等服务。公司投资银行事业部下设投资银行综合管理部、项目管理部、资本市场部、并购融资部、固定收益融资部以及各地投资银行业务团队。近年来，公司投资银行业务推行核心客户战略，通过整合业务资源，推进了股权、债券、并购业务的全面发展。2010~2012年，公司投资银行事业部共完成13个IPO项目、13个再融资

项目、30余个债券融资项目以及20余个并购重组财务顾问项目(见表5)。公司再融资、并购业务在市场上具有较强竞争力，近两年公司再融资项目家数和并购业务家数市场排名靠前。

表5 投资银行项目家数及收入情况表

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
IPO 家数	-	6	7
再融资家数	5	5	3
主承销债券家数	13	9	6
并购重组家数	8	7	-
证券承销业务净收入(亿元)	3.21	5.16	3.54

2012年，监管层对新股发行机制的改革对证券公司IPO业务带来了较大影响，公司投资银行业务收入有所下降。2010~2012年，公司证券承销业务净收入占公司营业收入的比例分别为18.18%、49.57%和25.33%，其中2012年承销业务净收入占比下降幅度较大。但来自于再融资、并购业务的收入逐年提高。

近期，公司加大了投资银行人才队伍的引进力度，目前投资银行项目储备比较丰富。未来一段时间，公司有望保持再融资、并购业务上的优势，如果IPO审批政策放开，IPO业务将对投资银行业务收入起到较大的提升作用。

3. 自营业务

公司自营业务由权益类投资、固定收益类投资以及衍生品投资组成。公司出台了自营业务管理制度及规范细则，明确了投资决策、操作规程、业务授权及各项风险控制措施。近年来，为减小自营业务波动对公司收入的影响，公司自营业务投资策略由权益类投资为主转向权益投资、固定收益投资并重。2012年，公司成立了量化投资部，负责固定收益类投资业务，同时利用自行开发的量化模型开展股指期货套保等业务，一定程度上降低了自营业务的业绩波动。近年来，公司加大了债券投资力度。截至2012年末，公司自营证券投资余额57.71亿元，其中债券投资余额为28.30亿元，债券投

资规模呈上升趋势；基金投资余额 25.50 亿元，主要为货币型基金(见表 6)。

表 6 自营证券投资结构表 单位：亿元

项 目	2012 年末	2011 年末	2010 年末
交易性金融资产	55.04	51.01	38.37
其中：债券	28.30	20.25	6.25
权益工具	1.24	27.29	22.02
基金	25.50	3.47	10.10
可供出售金融资产	2.67	8.41	13.18
其中：债券	-	1.92	1.94
权益工具	2.14	5.72	10.31
其他	0.74	0.76	0.93
资产减值准备	-0.21	-	-
合 计	57.71	59.42	51.55

2010~2012 年，公司的投资收益(不含对联营企业投资收益)及公允价值变动收益合计 4.42 亿元、-3.73 亿元和 1.85 亿元，自营业务收入波动幅度较大，主要是受股票市场行情波动影响，交易性金融资产投资收益及公允价值收益变动较大所致。2013 年 1~3 月，公司加大了对债券和股票的投资力度，得益于债券投资的较好表现，公司自营业务呈盈利状态。总体看，公司自营业务收入与股票市场行情相关性较大。

4. 资产管理业务

公司资产管理事业部下设证券资管部和融理财部。公司资产管理业务起步较晚，近两年公司加大了资产管理产品开发力度。2010 年，公司推出了首只集合资产管理产品“珠峰 1 号”。2012 年，公司发行了首只集合现金管理产品“双喜增利”和首只结构型固定收益理财产品“西南盈佳 1 号”，资产管理产品线得到充实。截至 2012 年末，公司受托管理客户资产规模达到 388.48 亿元，其中通道类业务占 97%以上。2010~2012 年，公司资产管理业务净收入分别为 0.03 亿元、0.40 亿元和 0.34 亿元。2013 年 1~3 月，公司通道类业务规模下降幅度较大，但收入保持相对稳定。总体看，公司资产管理业务拥有较大的发展空间，公司需加大产品研

发力度，提高产品收益水平，提升资产管理业务的核心竞争力。

5. 子公司业务

公司全资子公司——西证股权投资有限公司(以下简称“西证投资”)成立于 2010 年，注册资本 6 亿元，主要开展股权投资业务。截至 2012 年末，西证投资总资产 6.03 亿元，净资产 6.02 亿元。西证投资在加强内部建设的基础上，加大力度进行项目开发和维护，2012 年考察项目 48 个，完成股权项目投资 4 个，投资总额 2.90 亿元。2012 年，西证投资实现营业收入 714.72 万元，净利润 215.78 万元。总体看，西证投资处于前期项目培育阶段，随着直接投资项目的成功退出，西证投资对公司的收入贡献有望提高。

银华基金管理有限公司(以下简称“银华基金”)成立于 2001 年 5 月 28 日，注册资本 2 亿元，经营范围为基金募集、基金销售、资产管理以及中国证监会许可的其他业务。截至 2012 年末，银华基金总资产 12.18 亿元，净资产 10.37 亿元，管理基金产品 28 只，管理规模 795 亿元，管理规模行业排名靠前。2012 年，公司增持银华基金 20%股权，成为持有 49%股权的第一大股东。2012 年，银华基金实现净利润 2.42 亿元，盈利能力较强。总体看，银华基金业务资质比较齐全，盈利能力较强，业务规模行业排名靠前，是公司构建综合化经营平台的重要板块，未来有望为公司提供比较稳定的收入来源。

重庆股份转让中心有限责任公司(以下简称“重庆 OTC”)由成立于 2009 年的重庆股份转让中心转制而来，业务范围包括推荐企业进入全国场外市场挂牌、提供股权转让平台、提供股权登记托管等股权增值服务。2013 年上半年，公司通过增资扩股方式持有重庆 OTC53%的股权。公司将发挥重庆 OTC 以私募股权和私募债权流转为核心的业务优势，提供股权质押融资服务及理财产品、金融衍生品等创新产品的转让服务。

2013年上半年，公司设立全资子公司西证创新投资有限公司，注册资本金6亿元，主要从事证券公司证券自营投资品种清单所列品种之外的金融产品等投资业务。

目前公司正开展收购期货公司、设立香港子公司等工作，公司综合化经营平台的构建稳步推进，这有利于公司发挥业务协同效应，扩大收入来源。

五、风险管理分析

公司采用分层架构、集中管理模式对整体风险进行管理。公司建立了四个层级的风险管理组织架构：即董事会及其风险控制委员会——经营管理层、合规总监及风险与合规管理委员会——风险控制部、法律合规部、审计监察部等内控部门——各职能部门及业务单位。公司董事会负责督促、检查、评价公司风险管理工作。董事会设风险控制委员会，负责制订公司风险管理制度、目标和政策。公司经理层负责经营管理过程中风险管理工作的落实，合规总监是公司高级管理人员，负责全面协调公司合规风险的识别和管理，经理层设风险与合规管理委员会，统筹公司风险管理工作，对风险评估报告、创新业务和产品方案进行审查。公司风险控制部、法律合规部、审计监察部分别独立行使相应的内部控制与风险管理职能，对公司面临的合规、操作、市场、信用和流动性等主要风险进行事前、事中和事后管理。各业务事业部设立履行合规与风险管理职责的专岗，协助建立内部风险管理制度，并对所开展的业务进行风险识别、评估、管理和控制。

1. 市场风险管理

公司建立了由董事会、投资决策委员会及自营部门组成的投资业务三级决策与授权体系，通过独立于业务部门的风险控制部对公司的市场风险进行评估、监测和报告，对重大风险项目提出整改与处置建议，将公司整体市场

风险水平控制在适当的范围之内。公司通过压力测试方式对持仓证券面临极端情况下的可能损失进行评估，风险控制部通过设置一系列宏观及市场场景，计算公司全部持仓在单一情景或不同情景同时发生的不同状况下的可能损失，衡量评估公司整体的市场风险。公司面临的市场风险主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。

价格风险主要是指公司持有的权益类资产投资由于价格变化而带来的风险，该风险主要来源于公司的权益类自营业务。公司通过动态调整股票、债券等自营资产配置比重，分散投资以降低价格风险。公司还通过加强股指期货套期保值等衍生品的研究，使用数量化模型开展股指期货套期保值业务，对冲股票价格风险。近年来，公司证券投资收益和公允价值波动较大，公司面临的价格风险较大。

利率风险主要由于市场利率变动带来的风险，该风险主要来源于公司生息资产和付息负债匹配情况以及固定收益类自营业务。公司保持客户资金存款和代理买卖证券款期限基本匹配，总的看来，公司的利率敏感性资产和负债的期限结构基本匹配，利率重定价风险敞口较小。近年来，公司固定收益类投资力度加大，公司加强了对国家货币政策动向和市场利率走势的研究，通过控制债券投资久期和杠杆率来控制债券投资的利率风险。

汇率风险是指因外汇汇率变动导致的风险。公司外币资产及负债占整体的资产及负债比重不大，且外币资产及负债均为外币经纪业务，不涉及自营业务。公司面临的汇率风险小。

总体看，公司自营业务对整体收入水平影响较大，公司面临的市场风险，尤其权益类投资的价格风险较大。公司需提升市场风险管理技术水平，加大市场风险对冲力度，降低市场波动对公司收入的不利影响。

2. 信用风险管理

公司面临的信用风险主要来自两个方面：

一是融资融券、约定购回式证券交易等信用交易类业务客户违约给公司带来损失的风险；二是债券投资的违约风险，即所投资债券之发行人或交易对手出现违约、拒绝支付到期本息，导致资产损失和收益变化所形成的风险。

针对信用交易类业务带来的信用风险，公司通过制定和完善业务管理制度，从客户风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓等多个环节进行把控。由于融资融券业务对担保物范围和保证金比例都有较为严格的规定，同时逐日盯市和强制平仓机制能够保证公司在风险触发时较快的处置抵押证券，公司能够将融资融券类信用风险控制在此较低水平。自开展融资融券业务以来，公司未发出过补仓、平仓通知，该类业务信用风险控制良好。公司按照事前、事中、事后的控制流程对约定购回式证券交易业务的风险进行集中管理。公司建立了约定购回式证券交易业务的风险监控系统，系统通过独立采集交易、账户、清算、财务等相关业务系统的数据供风险监控使用。公司还设置了总规模、履约保障、单一证券持仓市值与公司净资本比例等风险监控指标，风险控制部设置专职岗位对约定购回式证券交易业务进行实时监控。

针对债券投资业务带来的信用风险，公司通过分散投资、控制单一债券集中度、选择高信用等级债券产品、密切跟踪投资债券发行主体的经营情况和信用评级变化等措施进行把控。公司建立了对持有债券的内部评级体系，对普通工商企业与政府融资平台采用不同的评级体系。公司尽量规避发行主体为光伏、太阳能、钢铁、航运等产能过剩或亏损行业的债券，对民营企业债券投资持谨慎态度。近年来，公司加大了债券投资力度，随着债券投资规模的上升，公司需完善内部评级体系的建设，提高对债券信用风险的管理水平。

总体看，公司不断完善针对各类业务的信用风险控制措施，信用风险控制成效较好。

3. 流动性风险管理

公司流动性风险主要来自两个方面：一是资产的流动性风险，由于资产不能及时变现或变现成本过高带来损失的风险；二是负债的流动性风险，公司缺乏现金不能维持正常的业务支出或不能按时支付债务，以及由于流动资金不足无法应付客户大规模赎回公司管理产品的风险。此外，投资银行业务大额包销、自营业务投资规模过大等因素，都会给公司带来流动性风险。

公司对资金进行统一管理和运作，资金的拆借、回购等业务由财务资金部集中管理，以保证公司的流动性水平。从负债结构看，公司约 70% 的负债为证券经纪业务产生的代理买卖证券款，在实行三方存管后，代理买卖证券款对应的客户资金存款由托管银行监控，公司不能支配和挪用，因此这部分经纪业务负债不构成公司的流动性风险来源。从资产结构看，公司扣除客户资金存款和客户备付金后的自有资产中，自有货币资金、交易性金融资产、买入返售金融资产等可快速变现资产占比很高，公司资产流动性良好。截至 2012 年末，公司可快速变现资产对自有负债的覆盖率超过 400%，公司整体流动性风险小。

目前，证券公司行业具有杠杆水平较低的特征，配置资产变现能力较强，整体流动性压力不大。随着融资融券、约定购回等创新业务的发展，公司对资金的需求上升，这对公司的流动性管理水平提出了更高要求。

4. 操作风险管理

公司的操作风险主要是由于公司内部流程不完善、人为操作失误、信息系统故障或不完善、交易故障等原因而导致的风险。风险控制部是公司操作风险的牵头管理部门，各业务部门、职能部门等按照职责分工，分别履行本部门业务和工作的操作风险管理。公司不断加强内控制度体系建设，对公司各项管理制度和业务流程进行了梳理，确定各项业务流程的风险

控制点。公司就各业务线流程存在的不足以及风险管理措施进行修正和完善，强化问责制，加强职业操守和职业道德教育。信息技术风险是证券公司操作风险的重要组成部分，公司加强了信息技术系统的建设和运维，按照操作管理程序进行定期或不定期的检查和维护，以保证系统的安全、可靠和稳定运转。

公司建立了以《信息隔离墙管理办法为基础》，以《信息隔离观察名单与限制名单管理办法》、《信息隔离跨墙人员管理办法》等制度为配套的信息隔离墙管理制度体系，从公司高管分工、部门设置、业务运作、岗位分离等方面做出了相对独立的规定，确保各项业务在人员、资金、信息等方面的有效隔离，规范各项业务的独立决策运作。

公司采取多方面措施防范控制创新业务的风险。公司建立创新业务和产品的决策与授权体系，明确开展创新业务各相关部门的职责及流程，对创新业务实行集中管理、审慎推进。公司结合财务状况和业务发展需要，对创新业务和产品规模进行总体规模控制和风险限额管理，确保将相关风险控制在公司可承受的范围之内。法律合规部与风险控制部在创新业务和产品前期阶段便参与其中，制定规范的业务流程和风控方案，重点审查信息隔离机制、权限控制、客户适当性管理措施等，防范内幕交易等操作风险。

总体看，公司建立了较为全面的风险管理制度，较好地支撑了各项业务的发展。但随着创新业务的深入开展，公司需进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。

六、财务分析

公司提供了 2010~2012 年年度合并财务报表以及 2013 年一季度合并财务报表。其中，2010 和 2011 年财务报表经天健正信会计师事务所有限公司审计，2012 年财务报表经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计，会计师事务所均出具了标准无保留的审计意见，2013 年一季度财务报表未经审计。2010~2012 年，公司将全资子公司——西证股权投资有限公司纳入了财务报表合并范围，2013 年一季度合并财务报表新增合并了控股子公司——重庆股份转让中心有限责任公司。

1. 盈利能力

近年来，公司营业收入整体呈下降趋势，2012 年营业收入较 2010 年下降 34.52%(见表 7)。公司营业收入主要来源于手续费及佣金净收入、利息净收入及投资收益等，各部分占营业收入的比重变化较大。2013 年 1~3 月，公司营业收入保持相对稳定。

受股票市场低迷及佣金率整体下滑等因素的影响，公司代理买卖证券业务净收入呈大幅下降趋势，2012 年公司代理买卖证券业务净收入对营业收入贡献度为 29.92%。公司近年来保持再融资、并购业务上的优势，加大了债券承销业务拓展力度，但监管层对新股发行机制的改革对公司 IPO 业务影响较大，2012 年公司证券承销业务净收入和对营业收入的贡献度均较 2011 年下降明显。公司的证券投资收益主要来源于交易性金融资产的投资收益及公允价值变动，近年来公司探索通过股指期货套保业务对权益类自营资产进行风险对冲，但公司的证券投资收益受股票行情影响仍较大。

表7 公司营业收入情况表

单位：亿元/%

项 目	2013 年 1~3 月		2012 年		2011 年		2010 年	
	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	2.53	61.57	7.34	57.90	10.72	103.01	12.27	63.39
其中：代理买卖证券业务净收入	1.15	28.00	3.79	29.92	5.08	48.80	7.86	40.57
证券承销业务净收入	0.98	23.82	3.21	25.33	5.16	49.57	3.54	18.28

受托客户资产管理业务净收入	0.19	4.60	0.34	2.69	0.40	3.82	0.03	0.16
利息净收入	0.55	13.44	1.99	15.69	2.70	25.99	1.65	8.52
投资收益	2.00	48.70	-2.42	-19.11	1.78	17.12	6.46	33.35
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.20	4.87	1.16	9.13	0.67	6.42	0.99	5.09
公允价值变动收益	-0.98	-23.72	5.43	42.82	-4.84	-46.56	-1.05	-5.42
汇兑收益	0.00	0.00	-	0.03	-0.02	-0.19	-0.01	-0.06
其他业务收入	0.00	-0.03	0.34	2.67	0.07	0.64	0.05	0.23
营业收入合计	4.11	100.00	12.68	100.00	10.40	100.00	19.36	100.00

近年来，公司营业支出变动不大。从支出构成来看，公司业务及管理费占 80%以上，主要是职工薪酬等人力成本。由于人力成本等费用支出具有一定的刚性，2011 年营业收入大幅下滑导致公司薪酬收入比和营业费用率上升较快。2012 年公司营业收入有所回升，公司薪酬收入比和营业费用率有所回落，但仍远高于 2010 年水平(见表 8)。

表 8 公司盈利情况表 单位：亿元/%

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	3.42	2.63	8.05
薪酬收入比	41.09	57.49	26.44
营业费用率	61.76	81.64	40.35
平均资产收益率	1.96	1.30	4.27
平均净资产收益率	3.37	2.50	10.19

从盈利指标来看，公司盈利波动较大。2011 年，公司净利润较 2010 年大幅下降，导致公司平均资产收益率和平均净资产收益率均下降明显。2012 年净利润有所回升，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 1.96%和 3.37%，公司盈利能力较弱。

总体看，公司自营业务的业绩对公司盈利水平影响较大，未来公司将通过调整自营证券投资结构、开展股指期货套保业务等措施降低自营业务的收益波动。公司加大了对基金、场外股权交易中心等子公司的投资力度，加快构建综合化经营平台。同时，公司不断推进融资融券、约定购回式证券交易等创新业务的发展。以上措施有利于降低公司收入的周期性波动，

提高业务的多元化水平，拓宽公司利润来源。

2. 杠杆与资本充足性

公司于 2009 年实现借壳上市后，2010 年通过定向增发 4.19 亿股股份，募集资金 59.44 亿元。截至 2012 年末，公司净资产为 104.03 亿元，其中股本 23.23 亿元，资本公积 68.93 亿元，盈余公积和未分配利润分别为 3.22 亿元和 2.99 亿元，其余为一般风险准备和交易风险准备。近年来，公司分红力度较大，利润留存对资本补充的力度较小。2011 年公司向股东派发了 12.77 亿元现金红利，2013 年 3 月公司董事会通过了派发 2.32 亿元现金红利的议案。

近年来，公司净资本呈下降趋势(见表 9)，2011 年主要由于股东分红导致净资产下降，2012 年主要由于长期股权投资力度加大导致扣减额增加。近年来，公司净资本/净资产指标呈下降趋势，2012 年末该指标为 71.13%，在同业中处于较好水平。

表 9 公司风险控制指标表 单位：亿元/%

项 目	2013年3月末	2012年末	2011年末	2010年末
净资本	71.88	74.00	77.26	91.21
净资产	105.42	104.03	99.00	111.23
净资本/各项风险资本准备之和	1098.30	1326.41	743.94	695.12
净资本/净资产	68.19	71.13	78.05	82.00
净资本/自有负债	144.88	350.41	324.93	1294.41
净资产/自有负债	212.48	492.60	416.34	1578.53

注：数据为母公司口径。

为提高资金使用效率，获取更高的投资收益，近两年公司加大卖出回购金融资产的操作

力度，自有负债增长较快，净资产/自有负债和净资产/自有负债指标明显下降，杠杆水平有所提高，但仍保持在较低水平，拥有较大的负债空间。证监会放宽了风险资本准备计算标准，公司净资产/各项风险资本准备之和指标相应地有较大幅度提高，2012 年末公司净资产/各项风险资本准备之和为 1326.41%，公司资本充足。

2013 年 3 月末，由于长期股权投资和证券投资规模的增加，公司净资产规模较 2012 年末有所下降，净资产/净资产、净资产/各项风险资本准备指标均较 2012 年末有所下降，但仍处于良好水平。

整体看，公司净资产规模处于行业中等偏上水平，以净资产为核心的风险控制指标均优于监管标准。近期公司董事会通过了定向增发计划，计划募集资金 43.60 亿元，公司资本有望得到较大补充，这将为公司各项业务的发展提供资金支持。

3. 流动性

近年来公司可快速变现资产规模略有下降(见表 10)，货币资金、交易性金融资产和买入返售金融资产是可快速变现资产的主要组成部分，截至 2012 年末，公司可快速变现资产占资产总额的比重为 52.95%。近年来，公司在交易性金融资产中加大了债券投资的配置。截至 2012 年末，公司交易性金融资产中债券投资占比 51.42%，公司持有债券的外部评级均在 AA⁻以上(短期融资券均为 A-1)，信用风险较小。近年来，公司买入返售金融资产规模呈下降趋势，公司买入返售金融资产的交易品种全部为债券。近年来，公司可供出售金融资产规模下降明显，截至 2012 年末，可供出售金融资产余额为 2.67 亿元。整体看，鉴于债券具备较好的变现能力，公司资产的流动性较好。

表 10 公司资产情况表 单位：亿元

项 目	2013年3月末	2012年末	2011年末	2010年末
可快速变现资产	117.78	91.38	105.34	105.11
其中：交易性金融资产	73.21	55.04	51.01	38.37

买入返售金融资产	23.76	17.29	27.00	45.09
其他类资产	91.13	81.19	72.34	122.67
其中：客户资金存款	45.25	40.53	50.40	82.87
客户备付金	6.24	6.72	4.96	26.78
资产总额	208.91	172.57	177.68	227.78

近年来，由于代理买卖证券款的减少，公司负债总额下降明显(见表 11)。为提高债券投资杠杆，公司加大了卖出回购的操作力度，公司自有负债上升较快，截至 2012 年末，公司自有负债占负债总额的比重为 30.85%。整体看，公司自有负债占负债总额的比重有所上升，但自有负债规模仍较小。

表 11 公司负债情况表 单位：亿元

项 目	2013年3月末	2012年末	2011年末	2010年末
自有负债	50.12	21.14	23.82	7.05
其中：卖出回购金融资产款	37.10	15.70	19.00	0.50
非自有负债	52.60	47.38	54.86	109.50
其中：代理买卖证券款	52.60	47.38	54.86	109.50
负债总额	102.72	68.52	78.68	116.55

2010~2012 年末，公司可快速变现资产/自有负债指标分别为 14.92 倍、4.42 倍和 4.32 倍，下降幅度较大，但可快速变现资产对自有负债的覆盖程度仍处于良好水平。

2013 年 1~3 月，公司加大了同业资金融入力度，资产和负债规模增长较快。截至 2013 年 3 月末，公司可快速变现资产/自有负债指标为 2.35 倍，公司可快速变现资产对自有负债的覆盖程度有所下降。

公司近年来经营性现金流呈净流出状态(见表 12)，其中 2010 年主要是由于回购业务导致资金拆出量较大，2011 年主要是由于代理买卖证券款的减少；2010 和 2012 年公司加大了对子公司的投资力度，投资性现金流呈净流出；2010 年公司筹资性现金流净流入主要来自定向增发募集的资金，2011 年公司分红力度较大，筹资性现金流呈净流出。公司近年来现金及现金等价物余额呈下降趋势，现金流整体正常。

表 12 公司现金流量情况表 单位: 亿元

项 目	2013年1-3月	2012 年	2011 年	2010 年
经营性现金流量净额	7.28	-3.93	-35.03	-47.36
投资性现金流量净额	-4.79	-5.78	2.86	-4.97
筹资性现金流量净额	-	-0.94	-11.66	59.44
现金及现金等价物净增加额	2.49	-10.65	-43.85	7.11
年末现金及现金等价物余额	66.87	63.63	74.27	118.12

总体看, 公司资产流动性较好, 自有负债规模不大, 高流动性资产对自有负债覆盖程度良好, 且公司可通过同业拆借、债券回购等渠道融入短期资金, 负债渠道较为畅通, 公司整体流动性保持在良好水平。

4. 偿债能力

近年来, 公司自有资产负债率上升较快, 财务杠杆水平有所上升, 但总体负债水平不高。公司自有负债中计息的总债务主要为卖出回购金融资产及少量的拆入资金。从总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数指标来看, 公司盈利对总债务和债务利息支出的保障程度有所下降(见表 13), 但仍处于良好水平。2013 年 3 月末, 公司总债务规模和自有资产负债率均较 2012 年末上升较快, 财务杠杆水平保持上升趋势, 但负债水平仍较低。公司可快速变现资产对债务的保障程度较高。

表 13 公司偿债能力指标表

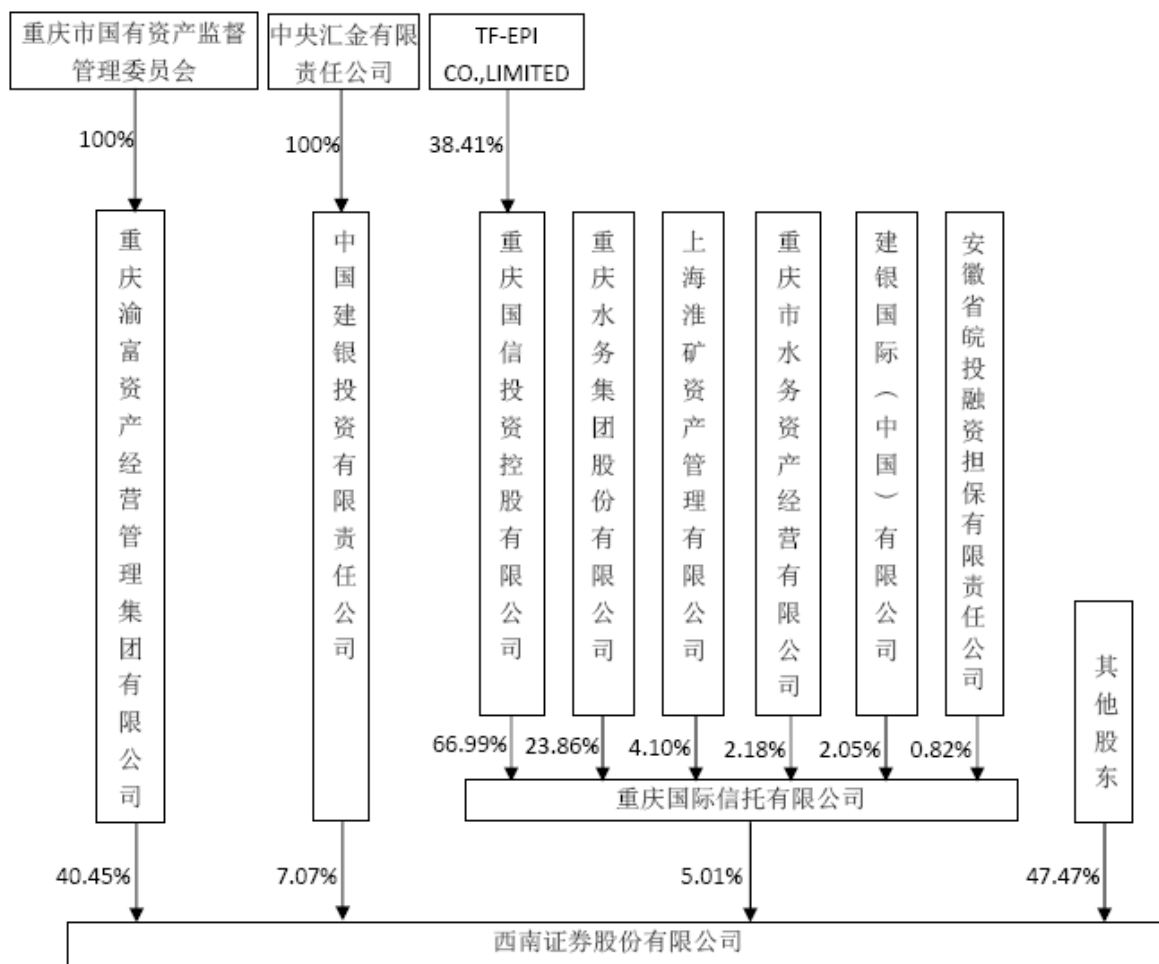
项 目	2013年3月末	2012 年末	2011 年末	2010 年末
总债务(亿元)	46.80	17.70	19.00	0.50
EBITDA(亿元)	-	5.09	4.65	11.43
自有资产负债率(%)	32.06	16.88	19.40	5.96
总债务/EBITDA(倍)	-	3.48	4.08	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	-	8.09	7.10	26.94

七、评级展望

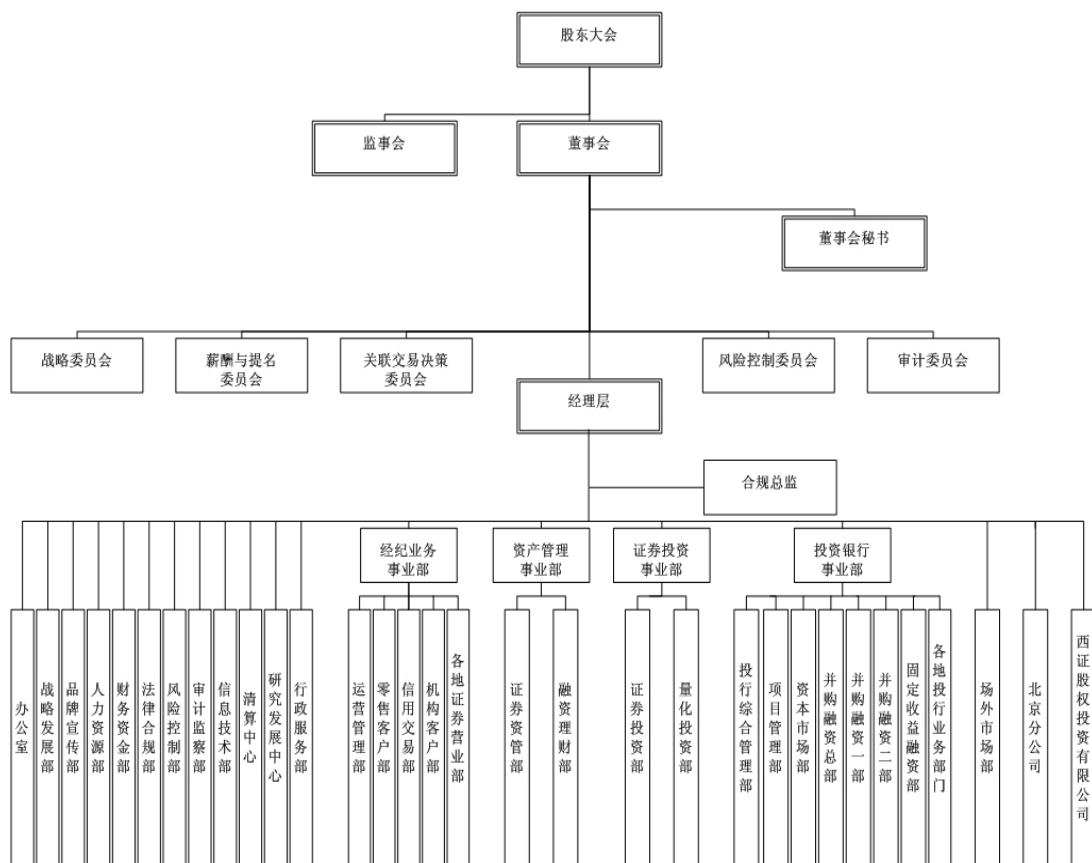
作为上市证券公司, 公司建立了较为健全的公司治理、内部控制以及风险管理体系, 公司经纪业务在重庆当地市场具有较强的竞争优势, 再融资、并购业务行业竞争优势明显。公

司积极推进创新业务发展和综合化经营平台建设, 定向增发计划的实施有利于提高公司资本金水平, 为各项业务发展提供资金支持, 拓宽公司收入和盈利来源。控股股东有较强的意愿在未来保持对公司的控股地位, 在资本金补充、流动性等方面将给予有力支持。根据公司面临的外部经营环境、自身经营情况以及控股股东的支持, 联合资信认为公司未来一段时间的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织结构图



附录 3 合并资产负债表

编制单位：西南证券股份有限公司

单位：亿元

项 目	2013 年 3 月末	2012 年末	2011 年末	2010 年末
资产：				
货币资金	57.88	56.16	68.22	94.21
其中：客户资金存款	45.25	40.53	50.40	82.87
结算备付金	8.99	7.46	6.05	23.92
其中：客户备付金	6.24	6.72	4.96	26.78
拆出资金	-	-	-	-
交易性金融资产	73.21	55.04	51.01	38.37
衍生金融资产	-	-	-	-
买入返售金融资产	23.76	17.29	27.00	45.09
应收利息	0.11	0.82	0.56	0.04
存出保证金	1.05	1.17	1.32	1.58
可供出售金融资产	5.44	2.67	8.41	13.18
持有至到期投资	0.50	-	-	-
长期股权投资	18.15	17.82	3.83	3.84
投资性房地产	0.81	0.82	0.93	1.00
固定资产	2.90	2.94	3.10	2.47
无形资产	1.69	1.71	1.63	1.70
其中：交易席位费	-	-	0.01	0.01
递延所得税资产	1.86	1.72	2.66	1.11
其他资产	12.58	6.94	2.96	1.28
资产总计	208.91	172.57	177.68	227.78
负债：				
短期借款	-	-	-	-
其中：质押借款	-	-	-	-
拆入资金	9.70	2.00	-	-
交易性金融负债	-	-	-	-
衍生金融负债	-	-	-	-
卖出回购金融资产款	37.10	15.70	19.00	0.50
代理买卖证券款	52.60	47.38	54.86	109.50
代理承销证券款	-	-	-	-
应付职工薪酬	1.41	2.25	2.02	2.41
应交税费	0.81	0.45	0.76	3.12
应付利息	0.01	0.03	0.01	-
预计负债	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-
应付债券	-	-	-	-
递延所得税负债	0.19	0.07	0.03	0.29
其他负债	0.89	0.64	1.99	0.72
负债合计	102.72	68.52	78.68	116.55
股东权益：				
股本	23.23	23.23	23.23	23.23

资本公积	69.00	68.93	67.30	69.39
减：库存股	-	-	-	-
盈余公积	3.22	3.22	2.88	2.62
一般风险准备	2.84	2.84	2.50	2.24
交易风险准备	2.84	2.84	2.50	2.24
未分配利润	4.32	2.99	0.59	11.52
归属于母公司的所有者权益合计	105.45	104.05	98.99	111.23
少数股东权益	0.75	-	-	-
股东权益合计	106.19	104.05	98.99	111.23
负债和股东权益总计	208.91	172.57	177.68	227.78

附录 4 合并利润表

编制单位：西南证券股份有限公司

单位：亿元

项 目	2013 年 1~3 月	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业收入	4.11	12.68	10.40	19.36
手续费及佣金净收入	2.53	7.34	10.72	12.27
其中：代理买卖证券业务净收入	1.15	3.79	5.08	7.86
证券承销业务净收入	0.98	3.21	5.16	3.54
受托客户资产管理业务净收入	0.19	0.34	0.40	0.03
利息净收入	0.55	1.99	2.70	1.65
投资收益(损失以“-”号填列)	2.00	-2.42	1.78	6.46
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.20	1.16	0.67	0.99
公允价值变动收益(损失以“-”号填列)	-0.98	5.43	-4.84	-1.05
汇兑收益(损失以“-”号填列)	-	-	-0.02	-0.01
其他业务收入	-	0.34	0.07	0.05
二、营业支出	2.39	8.84	8.21	8.93
营业税金及附加	0.30	0.66	0.73	1.02
业务及管理费	2.09	7.83	8.49	7.81
资产减值损失	-	0.22	-1.07	0.01
其他业务成本	0.01	0.14	0.05	0.08
三、营业利润(亏损以“-”号填列)	1.72	3.84	2.19	10.44
加：营业外收入	-	0.03	1.19	0.04
减：营业外支出	-	0.01	0.03	0.03
四、利润总额(亏损以“-”号填列)	1.72	3.85	3.35	10.45
减：所得税费用	0.38	0.43	0.73	2.40
五、净利润(净亏损以“-”号填列)	1.34	3.42	2.63	8.05

附录 5 合并现金流量表

编制单位：西南证券股份有限公司

单位：亿元

项 目	2013 年 1~3 月	2012 年	2011 年	2010 年
一、经营活动产生的现金流量：				
处置交易性金融资产净增加额	-16.56	-3.66	-17.29	-19.15
收取利息、手续费及佣金的现金	4.90	11.50	14.91	14.88
拆入资金净增加额	7.70	2.00	-	-
回购业务资金净增加额	15.76	6.41	36.52	-44.59
收到其他与经营活动有关的现金	8.12	0.79	2.81	13.50
经营活动现金流入小计	19.92	17.04	36.95	28.38
支付利息、手续费及佣金的现金	1.14	2.40	1.57	1.08
支付给职工以及为职工支付的现金	2.34	5.20	6.13	4.95
支付的各项税费	0.34	0.80	4.74	3.35
支付其他与经营活动有关的现金	8.83	12.58	59.53	2.61
经营活动现金流出小计	12.64	20.97	71.98	75.74
经营活动产生的现金流量净额	7.28	-3.93	-35.03	-47.36
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	8.74	2.48	9.85
取得投资收益收到的现金	0.01	0.39	0.71	0.62
收到其他与投资活动有关的现金	0.50	-	0.09	-
投资活动现金流入小计	0.52	9.13	3.28	10.47
投资支付的现金	5.27	14.48	-	14.09
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.03	0.44	0.43	1.34
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	-	-
投资活动现金流出小计	5.31	14.91	0.43	15.43
投资活动产生的现金流量净额	-4.79	-5.78	2.86	-4.97
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	-	59.45
发行债券收到的现金	-	-	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	-	-
筹资活动现金流入小计	-	-	-	-
偿还债务支付的现金	-	-	-	-
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-	0.94	11.66	-
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	-	0.01
筹资活动现金流出小计	-	0.94	11.66	0.01
筹资活动产生的现金流量净额	-	-0.94	-11.66	59.44
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-0.02	-0.01
五、现金及现金等价物净增加额	2.49	-10.65	-43.85	7.11
加：期初现金及现金等价物余额	64.38	74.27	118.12	111.02
六、期末现金及现金等价物余额	66.87	63.63	74.27	118.12

附录 6 财务计算公式

指 标	计 算 公 式
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款
总债务	短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+融入资金+长期借款+应付债券
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
自有资产负债率	自有负债/自有资产
营业利润率	营业利润/营业收入
营业费用率	业务及管理费/营业收入
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入
平均资产收益率	净利润/平均总资产
平均净资产收益率	净利润/平均净资产
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产 -客户资金存款-客户备付金

附录 7 证券公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信证券公司主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级(含)以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级 别	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 西南证券股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)将在西南证券股份有限公司主体长期信用评级报告首次正式出具后 6 个月内进行一次定期跟踪评级,并根据情况开展不定期跟踪评级。

西南证券股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求,提供相关资料。西南证券股份有限公司如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注西南证券股份有限公司的经营管理状况及相关信息,如发现西南证券股份有限公司出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整西南证券股份有限公司主体长期信用等级。

如西南证券股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料,导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断,联合资信有权调整或撤销信用等级。

联合资信将指派一个联系人及时与西南证券股份有限公司联系,并及时出具有关跟踪评级报告。

