

跟踪评级公告

联合〔2019〕1295号

西部证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

西部证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

西部证券股份有限公司公开发行的“15 西部 02”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

西部证券股份有限公司 公司债券2019年跟踪评级报告

主体长期信用等级

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	待偿本金	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 西部 02	22.77 亿元	(3+2) 年	AAA	AAA	2018-7-13

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
自有资产（亿元）	376.47	422.31	--
自有负债（亿元）	199.90	248.01	--
所有者权益（亿元）	176.57	174.30	179.83
优质流动资产/总资产（%）	24.63	22.24	--
自有资产负债率（%）	53.10	58.73	--
营业收入（亿元）	31.69	22.37	13.32
净利润（亿元）	7.54	2.02	5.82
营业利润率（%）	30.89	11.08	57.79
净资产收益率（%）	5.01	1.15	3.29
净资本（亿元）	156.38	155.50	159.01
风险覆盖率（%）	290.12	300.48	317.43
资本杠杆率（%）	40.89	36.00	38.50
短期债务（亿元）	138.70	214.09	188.15
全部债务（亿元）	198.51	242.77	217.46
EBITDA（亿元）	19.35	11.80	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.22	1.41	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.05	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.85	0.52	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径；3、2019 年 3 月数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对西部证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西部证券”）的跟踪评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司，股东背景强大，自身资本实力很强，在陕西省内继续保持较强区域优势。2018 年，虽然证券市场持续震荡，但公司自营业务仍取得了较好的收益；公司资产中优质流动资产占比较高，流动性较好，资本充足性较好。

同时，联合评级也关注到经济周期波动、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能会对公司经营带来的不利影响。此外，公司股票质押回购业务违约涉及金额较大，且违约项目后续资金回收难度较大，若后期融出本金无法收回或损失扩大，将对公司未来财务状况产生不利影响。此外，2018 年以来，公司因存在违规行为受到监管机构的行政监管措施，内控管理水平需进一步完善提高。

未来，随着中国资本市场的发展以及公司业务转型，公司各项业务板块有望持续健康发展，业务规模及盈利有望稳步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“15 西部 02”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 公司作为陕西省国资委旗下企业，系陕西省内唯一 A 股上市证券公司，股东支持力度大，跟踪期内在陕西省内继续保持了较强区域竞争优势。

2. 2018 年以来，证券市场震荡的环境下，公司自营业务仍然取得了较好的收益；同期债券承销业务行业排名中游偏上，保持了一定的竞争力。

3. 公司优质流动资产占比较高，资产流

动性和资产质量较好并且资本充足性较好。

关注

1. 经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司业务发展和收益水平带来系统性风险。

2. 公司股票质押回购业务违约涉及金额较大，且违约业务后续资金回收难度较大，公司2018年末累计计提减值准备7.65亿元，但若后期融出本金无法收回或损失扩大，将对公司未来财务状况产生不利影响。

3. 2018年公司分类评级降为BB级，新一年度分类评价期间也收到了行政监管措施，内控管理仍需继续完善。

分析师

贾一晗

电话：010-85172818

邮箱：jiayh@unitedratings.com.cn

刘 嘉

电话：010-85172818

邮箱：liuj@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

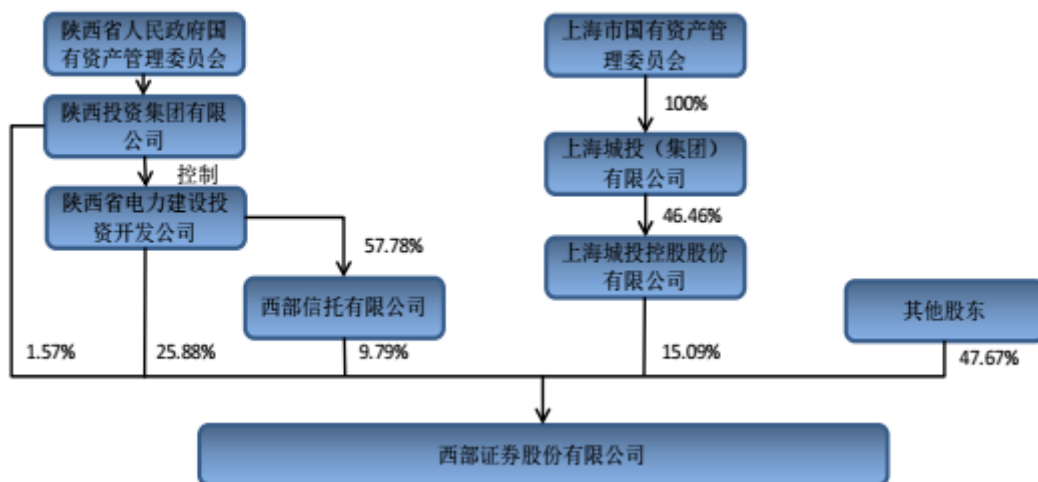


联合信用评级有限公司

一、主体概况

西部证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西部证券”）是在陕西证券有限公司、宝鸡证券公司以及陕西信托投资有限公司和西北信托投资有限公司整体或所属证券营业部合并重组的基础上，以发起设立方式设立的股份有限公司，初始注册资本为 10.00 亿元。2012 年 5 月 3 日，公司在深圳交易所正式挂牌上市（证券简称：西部证券，证券代码：002673.SZ）。截至 2019 年 3 月末，公司股本为 35.02 亿股，公司第一大股东陕西省电力建设投资开发公司（以下简称“陕电投”）持股比例为 25.88%，公司实际控制人为陕西省国资委（股权结构图详见下图）。根据公司 2018 年 12 月 27 日发布的公告，陕电投与其控股股东陕西投资集团有限公司（以下简称“陕投集团”）签订《国有股份无偿划转协议》，将陕电投持有的公司 25.88% 股份全部无偿划转至陕投集团名下。若本次无偿划转顺利完成，公司的控股股东将变更为陕投集团，直接持股比例 27.45%，但实际控制人不发生变更，陕西省国资委。截至报告出具日，本次国有股权无偿划转尚需中国证监会核准。

图 1 截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司的经营范围：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；股票期权做市；为期货公司提供中间介绍业务。

截至 2018 年末，公司下设证券事务部、总经理办公室、计划财务部、人力资源部、信息技术部、风险管理部、合规管理部、法律事务部、研究发展中心、运营管理总部、零售与机构业务部、网络金融与财富管理部、信用交易部、投资银行总部、固定收益部、做市业务管理部等 22 个业务及职能部门。截至 2018 年末，公司设有已开业的 107 家证券营业部，12 个分公司，2 个全资子公司：西部优势资本投资有限公司（以下简称“西部优势”）和西部期货有限公司（以下简称“西部期货”），以及 1 个控股子公司西部利得基金管理有限公司（以下简称“西部利得”）；在职员工合计 2,947 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 522.73 亿元，其中客户资金存款 74.62 亿元，客户备付金 15.03 亿元；负债总额 348.43 亿元，其中代理买卖证券款 89.73 亿元；所有者权益 174.30 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 173.58 亿元，母公司口径净资产 155.50 亿元。2018 年，公司实现营业收入 22.37 亿元，净利润 2.02 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.00 亿元；经营活动现金流

净额 31.72 亿元，现金及现金等价物增加额为-6.56 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 548.82 亿元，其中客户资金存款 107.59 亿元，客户备付金 22.17 亿元；负债总额 368.99 亿元，其中代理买卖证券款 131.68 亿元；所有者权益 179.83 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 179.11 亿元，母公司口径净资产 159.01 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.32 亿元，净利润 5.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.82 亿元；经营活动现金流净额 46.26 亿元，现金及现金等价物增加额为 46.06 亿元。

公司注册地址：陕西省西安市新城区东新街 319 号 8 幢 10000 室；法定代表人：徐朝晖。

二、跟踪债券概况

15 西部 02

“西部证券股份有限公司 2015 年面向合格投资人公开发行公司债券(品种二)”，发行规模 25.70 亿元，债券面值 100 元，平价发行，期限为 3+2 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券已于 2015 年 9 月 22 日发行结束，发行票面利率为 4.08%，每年付息一次，到期还本，付息日为 2016 年至 2020 年每年的 9 月 22 日，若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日期为自 2016 年至 2018 年每年的 9 月 22 日。本期债券于 2015 年 11 月 26 日起在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“15 西部 02”，证券代码“112283.SZ”。

公司上调 2018 年 9 月 22 日~2020 年 9 月 21 日票面利率为 4.60%。根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的回售申报数据，“15 西部 02”的回售金额为 3.05 亿元(含利息)，剩余金额为 22.77 亿元。本期债券存续期内，公司均已按期足额支付“15 西部 02”利息及回售本金。

截至目前，公司所募集资金扣除发行费用后全部用于补充营运资金。以上资金完全通过募集资金专项账户运作，与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。

三、行业环境

证券行业严监管和证券市场低迷的环境下，2018 年证券公司收入水平延续下降趋势，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成；传统业务高度依赖市场行情，业绩承压；信用业务风险暴露但 11 月以来有所缓解，主动管理能力为资管业务核心竞争力；2019 年一季度，证券公司业绩有所好转。

2018 年，证券行业延续严监管趋势，行业监管积极出台政策引导证券公司规范经营和业务转型，防范和化解金融风险；证监会进一步强化了对证券公司的现场检查力度，证券公司罚单激增；截至 2018 年底，证监会及其派出机构已对 40 家券商开出 58 份行政监管措施或行政处罚书，较 2017 年全年 4 张罚单大幅增加；58 张罚单中，29 张罚单涉及合规风控问题，另有 9 张罚单涉及债券承销业务，8 张涉及并购重组类处罚且罚没款金额较大，投行业务为重点监管范畴。

2018 年以来，证券市场股债分化，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌，而在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓自营业务降幅；受市场行情和监管政策等多方面因素影响，证券公司业绩明显下滑；从收入结构来看，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，自营业务收入占比进一步增加至 30%以上，超过经纪业务成为第一大业务收入来源，投行和经纪业务收入占比下降，资管和信用业务占比变动不大。经纪、自营业务与证券市场关联度较高，收入水平有所下降且面临较高市场风险；信用业务规模收缩，股票质押业务风险暴露但 11 月以来随着纾困资金的逐步到位有所缓解，主动管理能力成为资管业务核心

竞争力。根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，截至 2018 年底，131 家证券公司总资产为 6.26 万亿元，较 2017 年底增加 1.95%；净资产为 1.89 万亿元，较 2017 年底增加 2.16%，净资本为 1.57 万亿元，较 2017 年底变动不大，资本实力保持稳定。2018 年，131 家证券公司中，106 家公司实现盈利，全年实现营业收入 2,662.87 亿元，全年实现净利润 666.20 亿元，分别同比减少 14.47%和 41.04%，降幅较 2017 年分别扩大 9.39 和 32.57 个百分点，经营业绩大幅下滑。截至 2019 年 3 月底，131 家证券公司总资产为 7.05 万亿元，较 2018 年底增加 12.62%；净资产为 1.94 万亿元，较 2018 年底增加 2.65%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年增加 3.18%。2019 年一季度，131 家证券公司中，119 家公司实现盈利，实现营业收入 1,018.94 亿元，实现净利润 440.16 亿元，分别同比增长 54.47%和 86.83%，经营业绩大幅改善。

2019 年，资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司业务转型加速行业集中度提升，证券行业“强者恒强”的局面凸显；资本市场利好政策有利于改善证券公司经营环境，但国际形势复杂化、证券市场震荡走势难以改善等不利因素依然存在，需对中小证券公司保持关注。

2018 年，证券公司经营业绩受市场和政策影响呈现较大下滑态势，资管新规的落地、佣金率的探底、业务同质化的加剧以及传统业务牌照红利的渐失将倒逼证券公司业务转型，预计 2019 年机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点，随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力、金融科技运用，将加速证券行业集中度的提升；而《证券公司分类监管规定》也进一步突出监管导向，加分指标方面有利于大型综合券商通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力以及跨境业务能力等获得加分优势；由此，证券公司行业格局会进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面将进一步凸显，中小证券公司面临竞争更加激烈。

自 2018 年 10 月国务院金融稳定发展改革委员会召开会议以来，资本市场改革持续释放积极信号，包括并购重组、再融资松绑、设立科创板试点注册制、中金所对股指期货交易安排进一步松绑等；2018 年 12 月，中央政治局会议强调稳中求进工作总基调，再次提出“六个稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）将成为 2019 年我国经济工作的主要方向，并首次提出“提振市场信心”；同时，随着纾困资金的落地，股票质押业务风险有所缓解，证券公司政策环境或有所改善。但是，中美贸易战引发的国际形势复杂化、我国经济下行压力较大以及资本市场振幅加剧、市场信心短期内难以恢复等不利因素依然存在，证券公司盈利仍具有较大不确定性。若市场或政策出现超预期的不利情况，需关注受市场影响较大、资本实力较弱且股东背景一般的中小证券公司信用风险将加大的情况。

总体看，资本市场改革和行业监管将推动证券公司加速转型，行业集中度将进一步提升；同时，中小券商经营压力加大，需对中小券商保持关注。

四、管理与内控

2018 年，根据监管要求以及新业务的开展，公司制定、修订了 180 余部涉及风险管理、合规管理、内部审计、资金管理、人力资源管理、招标及选聘管理、经纪业务、自营业务、客户资产管理业务、信用交易业务、固定收益业务、推荐业务、代销金融产品业务、金融衍生品自营业务、投行业务质量控制和信息技术等方面的内部控制制度。

2018 年，公司共召开股东大会 4 次，董事会 8 次，监事会 4 次。审议通过了利润分配预案、2018 年风险管理政策、董事会下设专业委员会工作报告、对子公司增资的预案等。

2018 年以来，公司董、监、高均有变动，除正常任期届满离任外，谢凯因个人原因辞去公司董

事职务、刘建武因工作安排变动辞去公司董事长及董事职务，范明因工作安排变动辞去公司董事职务，截至公司年报披露日（2019年4月26日），已完成换届选举、聘任工作。齐冰先生待其取得监管机构核准的高管人员任职资格后正式履职（合规总监、首席风险官）。

2018年6月15日，公司收到陕西证监局《关于对西部证券股份有限公司采取限制业务活动、责令限期改正并处分有关责任人员措施的决定》（中国证券监督管理委员会陕西监管局行政监管措施决定书（2018）8号），公司存在股票质押式回购交易业务部分风控指标设置不审慎、业务决策标准执行不严格、尽职调查不充分、交易跟踪管理不完善，业务发生较大风险；固定收益部未严格执行隔离墙制度，债券承销、债券自营、投资顾问业务间存在人员混合操作、相互交易情况；自营业务较长时间内未能实现集中统一管理，投资决策、交易审批内部控制机制未能有效执行；作为“16川菜”、“16东建”、“15津港”等多只公司债券的承销商、受托管理人，尽职调查不充分、底稿不完备、募集说明书披露信息不准确，受托管理工作未能勤勉尽责，存在未签署募集资金专户三方监管协议、未能发现或披露发行人未按约定用途使用募集资金、募集资金与日常经营性资金往来混同等问题；多笔大额自有资金的用途和审批程序不符合财务管理制度规定；首席风险官担任与职责相冲突的其他职务，风险管理信息技术系统未完全覆盖各类业务等6项相关问题。陕西证监局决定对公司做出在2018年6月25日至2018年12月25日期间，暂停公司股票质押式回购交易业务与责令公司改正并处分有关责任人员的监督管理措施。目前，公司上述业务资质已恢复。

2018年9月3日，公司收到江苏证监局下发的行政监管措施，主要系公司作为江苏蓝丰生物化工股份有限公司在收购陕西方舟制药有限公司时聘请的独立财务顾问，未在江苏蓝丰生物化工股份有限公司2016年年报披露之日起15日内，对重大资产重组实施的相关事项出具持续督导意见，并予以公告。

在中国证监会对证券公司的分类监管评级中，公司2018年分类监管评价结果为BB级，分类监管评价结果较上年有所降低，内控管理水平有待进一步提升。

总体看，2018年以来，公司管理层进行部分调整但对整体经营管理影响不大；公司内控管理水平需进一步完善提高。

五、经营分析

1. 经营概况

2018年，证券市场行情震荡，公司营业收入和净利润均有所下降。2018年，公司实现营业收入22.37亿元，同比下降29.42%，实现净利润2.02亿元，同比大幅减少73.25%，下滑幅度高于行业平均水平，主要系投资银行业务受到股、债融资市场低迷影响很大，并且经纪业务收入大幅下滑、股质业务资格暂停6个月所致；利润降幅超过收入主要系刚性支出及因股票质押业务出现违约计提减值准备所致。

从收入结构看，自营业务发展较好，并且仍然为公司第一大收入来源，2018年占比38.84%，较上年增长11.38个百分点。经纪业务实现收入6.25亿元，信用业务实现收入4.69亿元，同比均有所下降，占比分别为27.91%和20.96%。投资银行业务受到政策及外部信用环境影响较大，股权及债权融资业务业绩均出现大幅下降，全年实现投资银行业务收入0.71亿元和固定收益业务收入0.35亿元，均同比大幅下滑，占比分别降至3.16%和1.58%。资产管理业务及其他对收入贡献度较低。

表 1 近年来公司各项业务收入情况（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	8.43	26.59	6.25	27.91
证券自营业务	8.70	27.46	8.69	38.84
投资银行业务	3.78	11.92	0.71	3.16
资产管理业务	1.22	3.84	0.85	3.79
信用交易业务	6.46	20.39	4.69	20.96
固定收益业务	1.21	3.80	0.35	1.58
其他	1.90	6.00	0.84	3.76
合计	31.70	100.00	22.37	100.00

资料来源：公司年报，联合评级整理

2019 年 1~3 月，证券市场回暖，公司实现营业收入 13.32 亿元，同比大幅增长 136.53%；公司实现净利润 5.82 亿元，同比大幅增长 257.97%。

总体看，2018 年，公司营业收入仍以经纪业务、信用业务和自营业务为主，其中自营业务取得了较好发展；受市场行情波动及公司股票质押业务大额计提减值影响，公司净利润出现大幅下滑；2019 年一季度，随着证券市场回暖，公司业绩有所提升。同时，联合评级也关注到，公司主营业务受证券市场行情和监管政策环境变化影响较大，收入存在一定的波动性风险。

2. 业务运营

（1）财富管理板块

2018 年，公司经纪业务按照战略规划的统一部署，主动开启逆周期调节机制，向财富管理模式全面转型。公司经纪业务坚持以分支机构为依托，以终端零售为抓手，进一步夯实区域优势地位，深挖客户潜在的金融产品需求，深化金融科技成果应用，全力推进智能投顾项目落地，构建智能金融服务体系，积极激活存量有效客户，助力经纪业务向财富管理模式转型发展。

2018 年，公司未新设分支机构，截至 2018 年末，公司拥有 107 家已开业证券营业部，其中陕西省 60 家，在陕西省内具有明显的渠道网点优势和较强的市场竞争力，同时在北京、上海、深圳、广州、成都、济南、天津、兰州等重要城市也都设立了营业部，基本形成了立足陕西、覆盖全国主要城市的经纪业务网络。

证券经纪业务收入仍为公司营业收入重要来源。2018 年公司股票交易额下滑，当年实现经纪业务收入 6.25 亿元，同比下降 25.70%。代理买卖证券业务方面，公司股票基金总交易量市场份额为 0.38%，同比下降 11.35%，主要系公司客户结构散户较多，对市场波动更为敏感，因此在证券市场低迷的环境下交易量降幅超过市场平均水平。佣金率方面，2018 年以来没有显著变化，基本与 2017 年持平，仍然高于市场平均水平。

表 2 公司经纪业务情况（单位：万亿元、‰）

业务类型	2017 年		2018 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	1.00	44.60	0.68	37.70
基金	0.004	2.10	0.01	5.00
债券	0.58	10.90	0.55	11.50
合计	1.58	20.40	1.24	18.30
佣金率	0.70		0.70	

资料来源：公司提供

代销金融产品业务方面，2018 年，公司代理销售金融产品总收入 64.53 万元，同比下降 67.32%，主要系公司代销基金产品规模大幅缩减所致。

2019 年 1~3 月，公司实现经纪业务手续费净收入 2.20 亿元，同比增长 45.32%，主要系证券市场回暖所致。

总体看，2018 年，公司继续加强网点布局，在陕西省内保持较强竞争优势；但受公司股票交易额下滑的影响，公司经纪业务收入有所下滑。同时联合评级关注到，虽然 2019 年以来经纪业务有所回升，但经纪业务受市场波动影响很大，未来收入的增长存在一定的不确定性。

（2）投资银行板块

公司大投行业务主要包括投资银行业务、固定收益业务和新三板挂牌业务。公司投资银行业务主要由投资银行总部负责开展，固定收益业务由固定收益部负责开展，新三板挂牌业务主要由北京第一分公司负责开展。

公司 2018 年实现投资银行业务手续费及佣金净收入 2.13 亿元，同比大幅下降 64.31%。从具体业务量来看，2018 年，由于股权融资市场低迷，公司没有股权融资项目落地。债券承销方面，由于投资者风险偏好收紧，公司存量客户中中低信用等级债券发行难度增加，公司债券承销业务亦有所下滑，全年债券主承销数量为 25 只，主承销金额 192.49 亿元，获得主承销佣金收入 0.87 亿元，均同比下降。根据证券业协会发布的《2018 年证券公司业务数据统计排名情况（证券承销业务）》，公司 2018 年债券主承销家数和金额均排在行业第 34 位，均较上年小幅下滑，但仍具有一定的竞争力。财务顾问方面，2018 年公司实现财务顾问业务收入 1.11 亿元，同比下降 23.43%。

表 3 公司投行业务情况表（单位：个、亿元）

项目	2017 年	2018 年
股票主承销家数	8	--
股票主承销金额	26.55	--
股票主承销佣金收入	1.70	--
债券主承销家数	35	25
债券主承销金额	287.90	192.49
债券主承销佣金收入	2.57	0.87
财务顾问业务收入	1.45	1.11

资料来源：证券业协会

2019 年 1~3 月，随着股权承销项目落地及债券承销市场回暖，公司实现投资银行业务手续费净收入 1.17 亿元，同比大幅增长 56.47%。

项目储备方面，截至 2019 年 3 月末，公司 IPO 在审项目共 3 家，债券承销项目 7 个，另外有拿到批文未发行的项目 10 个，均为债券承销业务。

总体看，2018 年受市场低迷影响，投资银行业务业绩有大幅下滑；公司项目储备较好，未来公司投行业务收入有望实现增长。

（3）自营业务

公司自营业务主要以权益投资、固定收益投资和金融衍生品投资为主，由上海第一分公司负责开展。2018 年，公司权益投资以中、大盘股为主，固定收益投资以利率债以及高信用等级债券为主，大多为持有至到期。

从规模上看，2018 年下半年，公司债券投资规模大幅增加，公司增加了固定收益产品投资的杠杆，截至 2018 年末公司债券投资规模 255.28 亿元，较年初大幅增长 40.03%。受此影响，公司自营业务持仓规模合计 297.20 亿元，较年初增长 22.87%。从结构来看，债券占比仍然最大，并且 2018 年末较年初有显著增长，为 85.75%，其他种类投资产品占比均不大。2018 年虽然股票市场低迷，但由于公司及时减少了权益类持仓规模，同时增加了对债券的投资，仍取得了较好收益，当年自营业务收入 8.84 亿元，同比小幅增长。

2019 年以来，公司小幅收缩了自营投资规模，3 月末持仓规模 289.12 亿元，较年初下降 2.88%，主要源于债券投资规模的下降，占比亦降至 82.48%，同时由于股票市场反弹，公司增加了股票的持仓，并且降低了收益率较低的货币基金持仓规模，3 月末持仓规模分别为 10.38 亿元和 14.38 亿元，占比分别为 3.59%和 4.97%。

表 4 公司主要证券投资结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	182.31	75.24	255.28	85.75	238.45	82.48
股票	10.65	4.40	2.76	0.93	10.38	3.59
基金	26.61	10.98	22.47	7.55	14.38	4.97
理财产品	15.22	6.28	7.00	2.35	17.52	6.06
资管计划	0.72	0.30	0.81	0.27	0.53	0.18
其他	6.78	2.80	9.39	3.15	7.86	2.72
合计	242.29	100.00	297.70	100.00	289.12	100.00

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，由于公司股票投资规模下降及债券投资规模的增长，自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 2.48%，较年初下降 4.25 个百分点；自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 181.69%，较年初增长 43.88 个百分点。

总体看，2018 年，公司证券自营业务加大固定收益品种的投资规模，取得了相对较好的投资收益。同时联合评级也关注到，自营业务受市场行情影响较大，未来收入实现存在不确定性。

（4）资产管理业务

2018 年，受资管新规和结构性去杠杆影响，公司资产管理业务规模进一步压缩。截至 2018 年末，公司资产管理总规模为 442.45 亿元，较年初下降 25.25%，其中主动管理业务规模 97.81 亿元，占比 22.11%；被动管理业务规模 344.64 亿元，占比 77.89%；按产品类型来看，仍然以定向资管计划为主，占比 82.34%，集合资管计划和专项资管计划均占比较小。随着管理规模的下降，管理费收入亦随之下降，2018 年实现管理费收入 0.66 亿元，同比下降 43.49%。

表 5 公司（母公司口径）资产管理业务规模情况（单位：亿元）

项目		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
		期末规模	管理费收入	期末规模	管理费收入	期末规模	管理费收入
产品类型	集合	66.16	0.50	42.35	0.35	38.26	0.04
	定向	455.53	0.66	364.30	0.29	347.59	0.05
	专项	70.20	0.01	35.80	0.02	27.89	0.00
合计		591.89	1.17	442.45	0.66	413.74	0.09
管理方式	主动管理	163.37		97.81		82.09	
	被动管理	428.52		344.64		331.65	

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司资产管理业务总规模为 413.74 亿元，较年初下降 6.49%，类型仍以定向为主，主动管理规模仍然有所下降为 82.09 亿元。2019 年 1~3 月，公司资产管理业务手续费净收入 0.08 亿元，同比下降 59.12%；母公司口径资产管理业务手续费收入 0.09 亿元，同比下降 61.46%。

总体看，2018 年以来，公司资产管理业务规模持续下降趋势，整体竞争力一般，主动管理能力有待加强。

（5）信用交易业务

2018 年，公司信用交易业务实现收入 4.69 亿元，同比下降 27.43%，主要系股票质押业务暂停以及规模下降导致的利息收入下降所致。

表 6 信用交易业务情况表（单位：户、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
期末融资融券账户数目	41,294	41,382	41,558
期末融资融券余额	53.42	35.00	43.53
融资融券利息收入	3.96	3.49	0.73
期末股票质押业务回购余额	70.88	44.38	41.10
股票质押业务利息收入	2.46	1.13	0.15

资料来源：公司提供

融资融券业务方面，2018 年证券市场成交量较上年有所萎缩，客户融资意愿愈发谨慎，公司融资融券业务规模日均余额下降。截至 2018 年底，公司两融业务余额 35.00 亿元，较年初下降 34.48%。2018 年以来日均规模下滑不明显，公司两融利息收入 3.49 亿元，同比变化不大。

由于 2018 年以来信用风险凸显，另外公司受到监管处罚暂停业务资格 6 个月，公司股票质押业务规模有所下降，2018 年末股票质押业务待购回初始交易额 44.38 亿元，其中自有资金出资 26.81 亿元，资管产品出资 17.57 亿元。2018 年公司实现股票质押业务利息收入 1.13 亿元，同比下降 54.07%。

2019 年 1~3 月，由于证券市场回暖，公司融资融券业务余额有所回升，截至 3 月末余额为 43.53 亿元，较年初增长 24.37%，实现利息收入 0.73 亿元；股票质押业务未新增，因此规模继续下降，3 月末余额为 41.10 亿元，较年初下降 7.39%，实现利息收入 0.15 亿元。

由于信用交易业务规模的下降，截至 2018 年末，公司信用业务杠杆率 27.10%，较年初下降 27.38 个百分点，信用业务杠杆水平处于较低水平。

截至 2018 年末，公司股票质押业务违约项目中，自有资金出资额为 17.97 亿元。公司涉及“乐视网”股票质押式回购交易业务的四起诉讼事项，涉及融资本金、利息、违约金共计约 10.38 亿元，目前均在执行过程中；涉及“中南文化”股票质押式回购交易业务违约 1 笔，剩余待回购本金 0.81 亿元，无锡市中级人民法院已受理，并已经完成对中南重工的网络财产查控。目前，中南重工质押

给公司的中南文化的股票已被冻结。截至 2018 年末，公司对违约的股票质押业务计提减值准备 7.65 亿元，计提比例尚可。

总体看，2018 年，受证券市场震荡及公司股票质押回购业务资质被暂停的影响，公司信用业务整体收入有所下滑，融资融券业务和股票质押式回购业务收入均有所降低。同时，公司股票质押回购业务违约涉及金额较大，若后期融出本金无法收回或损失扩大，将对公司未来财务状况产生不利影响。

（6）主要控股参股子公司情况

西部期货

2018 年，西部期货积极适应市场新动态，把握商品期权、国际化期货品种以及涉农期货品种上市等行业发展机遇，增加注册资本至 5.00 亿元，净资本接近行业平均水平，完成风险管理子公司设立工作，继续保持稳健发展势头，全年累计实现营业收入 0.82 亿元。

西部优势

2018 年，西部优势资本根据行业自律规范要求，持续完善组织架构、投资决策及制度体系建设，稳步推进相关规范整改工作，初步完成向私募投资基金子公司的转型，积极推进西部富邦体育产业基金、成都文旅消费基金、成都体育产业投资基金、青岛双星轮胎产业并购基金等产业基金项目，发起设立民营企业纾困基金，重点用于化解区域内各机构相关民营企业、民营上市公司流动性风险，帮扶区域内重点民营上市公司稳定发展。2018 年西部优势资本全年累计实现营业收入 0.38 亿元，同比下降 35.36%。

西部利得

2018 年，受市场环境、监管趋严及资管新规等因素影响，西部利得基金管理总体规模略有下降，经营效率有待提升，全年累计实现营业收入 1.67 亿元，同比增长 14.58%，净利润 503.52 万元，同比增长 25.96%。2018 年末公募基金管理规模 276 亿元，较年初增加 49 亿元；专户基金管理规模 139 亿元，较年初减少 143 亿元。目前，西部利得积极探索新的业务类型及增长点，加大主动管理业务的开拓，力争实现业务转型发展。

总体看，公司主要控股参股子公司发展情况尚可，但对公司整体收入及利润贡献度不高。

3. 未来发展

未来，公司将坚定发展方向不动摇，迈向行业第一梯队路径不转移，紧紧围绕以“战略为始、业务为本、组织为根、人才为源、机制为链”的管理思路，重塑发展战略，完善内控体系建设，加强职能管控及协同机制，紧跟行业发展趋势，前瞻布局重点领域，持续推进业务结构转型升级，促进公司稳定可持续发展。具体来看主要为以下几点：持续推进资本运作，扩大公司资本实力，提升风险抵御能力；不断完善业务体系，大力发展薄弱业务，改善公司收入结构；深入推进公司客户结构转型；持续加大信息技术投入，有效推进公司金融科技步伐；完善合规风控体系建设，深挖合规风控工作有效性，实现公司高质量发展；大力探索国际化发展方式；履行社会责任，做好扶贫工作。

总体看，公司针对自身特点和行业特征制定了较为明晰的发展战略。同时，公司着力提升合规风控建设水平，有利于公司推进业务转型，整体竞争力逐步提升。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年财务报告及 2019 年一季度数据，其中 2018 年经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留的审计意见，2019 年第一季度财务数据未经审计。

公司从编制 2018 年度财务报表起执行财政部于 2018 年 6 月 15 日颁布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号，以下简称“财会 15 号文件”）。财会 15 号文件对资产负债表和利润表的列报项目进行了修订。对于上述列报项目的变更，公司对 2017 年比较数据进行了重新列报。财政部于 2017 年颁布了修订后的《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号—套期会计》和《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》。于 2018 年 12 月，修订印发了《2018 年度金融企业财务报表格式》（财会〔2018〕36 号）。公司自 2019 年 1 月 1 日起执行上述新金融工具准则和新报表格式通知。根据新金融工具准则衔接规定，对可比期间信息不予调整，首日执行新准则与原准则的差异追溯调整 2019 年一季度期初留存收益或其他综合收益。以上准则的变化对 2018 年与 2017 年间的可比性没有影响，但 2019 年一季度出现部分科目的调整。2018 年公司合并/剥离结构化主体规模较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 522.73 亿元，其中客户资金存款 74.62 亿元，客户备付金 15.03 亿元；负债总额 348.43 亿元，其中代理买卖证券款 89.73 亿元；所有者权益 174.30 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 173.58 亿元，母公司口径净资产 155.50 亿元。2018 年，公司实现营业收入 22.37 亿元，净利润 2.02 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.00 亿元；经营活动现金流净额 31.72 亿元，现金及现金等价物增加额为-6.56 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 548.82 亿元，其中客户资金存款 107.59 亿元，客户备付金 22.17 亿元；负债总额 368.99 亿元，其中代理买卖证券款 131.68 亿元；所有者权益 179.83 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 179.11 亿元，母公司口径净资产 159.01 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.32 亿元，净利润 5.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.82 亿元；经营活动现金流净额 46.26 亿元，现金及现金等价物增加额为 46.06 亿元。

2. 资产质量与流动性

截至 2018 年底，公司资产总额 522.73 亿元，较年初增长 2.01%。公司自有资产规模有所增长，截至 2018 年底，公司自有资产规模为 422.31 亿元，较年初增长 12.18%，主要系投资规模大幅增加所致，占资产总额的比重为 80.79%。公司资产中，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比仍然最大，为 50.14%；可供出售金融资产占比 6.81%、融出资金占比 6.93%、买入返售金融资产占比 5.46%，自有资金和自有备付金占比较小。从资产流动性来看，公司优质流动资产占总资产的比重较为稳定，截至 2018 年末为 22.24%，资产流动性较好。

表 7 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月末
资产总额	512.44	522.73	548.82
其中：自有货币资金	15.49	23.11	29.77
自有结算备付金	12.07	12.40	11.79
融出资金	54.44	36.21	45.18

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	205.29	262.09	--
交易性金融资产	--	--	266.52
买入返售金融资产	53.76	28.53	12.94
可供出售金融资产	37.00	35.61	--
债权投资	--	--	8.61
其他债权投资	--	--	12.62
其他权益工具投资	--	--	1.36
自有资产	376.47	422.31	--
优质流动资产	93.64	93.60	--
优质流动资产/总资产	24.63	22.24	--

资料来源：公司财务报告、监管报表，联合评级整理。

注：2019年3月数据未经审计；上表中的总资产、优质流动资产均取自监管报表。

截至2018年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产账面价值262.09亿元，较年初增长27.67%，主要系公司增加自营投资规模所致；其中，债券占比91.56%，其他种类占比较小；从受限情况看，用于卖出回购资产的抵押物177.69亿元，用于债券借贷的抵押物6.89亿元，受限资产占比较大。截至2018年底，公司可供出售金融资产35.61亿元，较年初下降3.76%。截至2018年底，公司融出资金为36.21亿元，较年初下降33.48%，主要系市场低迷导致融资融券业务规模下降；从融出资金期限来看，以6个月以上为主，占比63.72%。截至2018年底，公司货币资金97.73亿元，较年初下降6.92%，主要系市场整体交易量下降导致客户资金存款减少所致；其中，自有货币资金23.11亿元；自有货币资金中有0.47亿元受限存款，主要系公司子公司西部利得据证监会要求提取的用于弥补尚未识别的可能性损失的一般风险准备。截至2018年底，公司买入返售金融资产28.53亿元，较年初大幅下降46.93%，主要系股票质押式回购业务规模大幅下降所致；公司对买入返售金融资产计提减值准备0.05亿元。对于已违约的股票质押业务，公司已将其转入应收账款中核算，截至2018年末，公司应收款项余额为17.09亿元，较年初大幅增长56.43%；其中应收股票质押业务客户款15.94亿元，对其计提坏账准备7.65亿元，年末账面价值为9.27亿元。

截至2019年3月末，公司资产总额为548.82亿元，较年初增长4.99%，主要系证券市场回暖使得客户资金存款大幅增长所致。由于会计准则变更，金融资产科目间有所调整，总体看金融投资规模较年初变化不大。

总体看，2018年以来，公司增加了自营投资规模，资产总额有所增长，整体资产质量和流动性较好。

3. 负债及杠杆水平

截至2018年底，公司自有负债248.01亿元，较年初增长24.07%，主要系卖出回购金融资产款大幅增加所致。其中，卖出回购金融资产款占比72.30%、应付债券占比9.14%、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债占比7.25%。截至2018年末，公司卖出回购金融资产款为179.31亿元，较年初大幅增长54.39%，主要系公司自营业务债券回购规模增长所致；截至2018年末，公司应付债券22.67亿元，较年初下降43.05%，主要系偿还部分债务所致。截至2018年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债17.98亿元，较年初变化不大。

表 8 公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
自有负债	199.90	248.01	--
其中：卖出回购金融资产款	116.14	179.31	168.42
应付债券	39.81	22.67	23.21
应付短期融资款	3.22	1.80	1.77
次级债	20.00	6.00	6.10
非自有负债	135.97	100.43	--
其中：代理买卖证券款	105.49	89.73	131.68
负债总额	335.87	348.43	368.99
全部债务	198.51	242.77	217.46
其中：短期债务	138.70	214.09	188.15
长期债务	59.81	28.67	29.31
净资本/负债	76.33	63.02	--
净资产/负债	85.60	70.57	--
自有资产负债率	53.10	58.73	56.89

资料来源：公司财务报告、监管报表，联合评级整理

截至 2018 年末，公司净资本/负债和净资产/负债指标分别为 63.02%和 70.57%，均较年初有所下降，远高于行业监管标准；自有资产负债率为 58.73%，较年初增加 5.63 个百分点，结合公司所处的证券行业来看，公司杠杆处于适中水平。

从有息债务来看，截至 2018 年末，公司全部债务为 242.77 亿元，较年初增长 22.29%，主要系公司卖出回购金融资产款大幅增加所致；其中，短期债务占比 88.19%，占比较年初增长 18.32 个百分点，债务结构有待优化。

截至 2019 年 3 月末，公司负债总额 368.99 亿元，较年初增加 5.90%，主要系证券市场交易量增加导致代理买卖证券款增长所致。

总体看，2018 年，公司自有负债及债务规模有所下降，杠杆水平处于行业适中水平。同时，联合评级也关注到，公司债务偏短期，需关注短期集中兑付压力。

4. 资本充足性

截至 2018 年底，公司股东权益合计 174.30 亿元，较年初下降 1.28%，归属于母公司所有者权益 173.58 亿元。其中，公司股本、资本公积和未分配利润分别占比 20.17%、54.74%和 10.31%，股本和资本公积占比较高，公司股东权益的稳定性较好。根据公司 2018 年年度权益分派实施公告，公司以现有总股本 35.02 亿股为基础，向全体股东每 10 股派 0.58 元人民币（含税），共分配利润合计 2.03 亿元，累计剩余未分配利润 16.34 亿元转入下一年度，剩余利润留存对于公司资本补充作用较好。

截至 2018 年末，公司净资本和净资产规模较年初均较年初变化不大，分别为 155.50 亿元和 174.11 亿元，净资本中以核心净资本为主，附属净资本 3.00 亿元，为计入的次级债。从主要风控指标来看，截至 2018 年末，公司母公司口径的净资本/净资产指标为 89.31%，较年初变化不大；资本杠杆率为 36.00%，较年初下降 4.89 个百分点；各项风险资本准备之和由年初的 53.90 亿元降至 51.75 亿元，风险覆盖率指标由年初的 290.12%上升至 300.48%；净稳定资金率和流动性覆盖率分别为 178.63%和 317.96%，均显著高于行业预警水平。总体看，公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 9 公司风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末	监管标准	预警标准
核心净资本	156.38	152.50	156.01	--	--
附属净资本	0.00	3.00	3.00		
净资本	156.38	155.50	159.01		
净资产	175.36	174.11	179.69	--	--
净资本/净资产	89.17	89.31	88.49	≥20	≥24
各项风险准备之和	53.90	51.75	50.09	--	--
风险覆盖率	290.12	300.48	317.43	≥100	≥120
资本杠杆率	40.89	36.00	38.50	≥8	≥9.6
流动性覆盖率	738.18	317.96	421.40	≥100	≥120
净稳定资金率	147.94	178.63	173.74	≥100	≥120

数据来源：公司监管报表，以上指标均为母公司口径。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益为 179.83 亿元，规模及构成均较年初变化不大；各项风控指标较年初变化不大，均符合监管标准。

总体看，2018 年以来，公司资本规模及构成较年初大幅变化不大，各项风险控制指标处于行业较高水平，资本充足性较好。

5. 盈利能力

2018 年证券市场整体较为低迷，公司营业收入同比下降 29.42%至 22.37 亿元，由于公司债券投资取得较好收益，构成方面投资收益占比大幅增长，2018 年为 57.40%，手续费及佣金净收入由于股基交易量的下降、股权融资市场低迷等因素影响，同比下滑 39.29%至 9.39 亿元，占比亦降至 41.97%。

营业支出方面，由于部分刚性支出，因此营业支出降幅低于收入，2018 年营业支出同比下降 9.18%，其中业务及管理费同比下降 11.24%至 14.69 亿元，职工薪酬同比下降 21.16%至 9.16 亿元。公司营业费用率和薪酬收入比均有所增长，2018 年分别为 65.65%和 40.95%，费用控制能力还有待提高。由于出现了较大规模的股票质押违约，公司 2018 年继续计提减值准备，导致当年资产减值损失为 4.90 亿元，对利润实现产生了不利影响。2018 年公司实现净利润 2.02 亿元，同比大幅下降 73.25%。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
营业收入	31.70	22.37	13.32
其中：手续费及佣金净收入	15.47	9.39	3.84
利息净收入	3.76	-0.37	0.31
投资收益	11.34	12.84	3.72
公允价值变动收益	1.08	-0.16	4.03
营业支出	21.91	19.90	5.62
其中：业务及管理费	16.55	14.69	4.50
资产减值损失	5.10	4.90	0.00
净利润	7.54	2.02	5.82
营业费用率	52.20	65.65	33.78
薪酬收入比	36.67	40.95	--
营业利润率	30.89	11.08	57.79

自有资产收益率	2.06	0.51	--
净资产收益率	5.01	1.15	3.29

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

注：2019 年 1~3 月数据未年化。

从盈利指标来看，2018 年公司盈利能力较 2017 年下降明显，营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率分别为 11.08%、0.51%和 1.15%，同比分别下降 19.82、1.55 和 3.86 个百分点，盈利能力下滑明显。

2019 年 1~3 月，证券市场回暖，公司实现营业收入 13.32 亿元，同比大幅增长 136.53%；公司实现净利润 5.82 亿元，同比大幅增长 257.97%。净资产收益率为 3.29%，超过上年全年水平。

总体看，2018 年，受证券市场低迷、股票质押业务违约的影响，公司盈利能力下滑明显，2019 年一季度，随着证券市场回暖，公司盈利情况有所回升；公司盈利情况受证券市场波动影响较大，整体盈利能力一般。

6. 现金流

从现金流来看，2018 年公司经营性现金流由净流出转为净流入，主要系回购业务资金净增加额大幅增长所致。2018 年，公司投资性现金流流入及流出规模均较小。2018 年公司对外融资规模下降，因此筹资活动现金流入大幅下降，筹资活动现金流净额为-37.66 亿元。

表 11 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
经营性现金流量净额	-44.55	31.72	46.26
投资性现金流量净额	-3.58	-0.63	-0.06
筹资性现金流量净额	-9.37	-37.66	-0.13
现金及现金等价物净增加额	-57.48	-6.56	46.06
期末现金及现金等价物余额	131.25	124.68	170.74

资料来源：公司审计报告、一季报

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 46.26 亿元；投资活动现金流净额为-0.06 亿元；筹资活动现金流净额为-0.13 亿元。

总体看，公司经营活动现金流转为净流入，投资活动现金流规模较小，融资渠道较为畅通，公司整体现金流状况处于较好水平。

7. 偿债能力

2018 年，公司利润总额下降，利息支出变动不大，受此影响，公司 EBITDA 大幅下降 39.02%至 11.80 亿元，构成亦出现变化，利息支出占比 70.70%，同比增长 25.74 个百分点。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别降至 1.41 倍和 0.05 倍，盈利对利息和债务的保障倍数均有所下降。

表 12 公司偿债能力指标表（单位：亿元、倍）

项目	2017 年	2018 年
EBITDA	19.35	11.80
EBITDA 利息倍数	2.22	1.41
EBITDA 全部债务比	0.10	0.05

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2019 年 3 月底，公司银行授信额度 298.88 亿元，已使用额度 52.23 亿元；公司无对外担保情况。

根据人民银行征信报告，截至 2019 年 1 月 22 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，2018 年，公司偿债指标表现一般；但考虑到公司资本实力很强且作为上市公司，直接融资和间接融资能力强，整体偿债能力仍属极强。

七、跟踪债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月末，公司优质流动资产为 81.53 亿元，为“15 西部 02”待偿本金（22.77 亿元）的 3.58 倍；净资产（母公司口径）159.01 亿元，为“15 西部 02”待偿本金（22.77 亿元）的 6.98 倍，公司较大规模的优质流动资产和净资产能够对“15 西部 02”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 11.80 亿元，为“15 西部 02”待偿本金（22.77 亿元）的 0.52 倍，公司 EBITDA 对“15 西部 02”本金的覆盖程度一般。从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流净额为 31.72 亿元，为“15 西部 02”待偿本金（22.77 亿元）的 1.39 倍，保障程度较好。

综合以上分析，考虑到公司作为全国性综合类 A 股上市证券公司之一，具有较强的直接和间接融资能力，同时，公司在股东背景、资本实力、业务规模和资产质量等方面具有优势，公司对“15 西部 02”的偿还能力极强。

八、综合评价

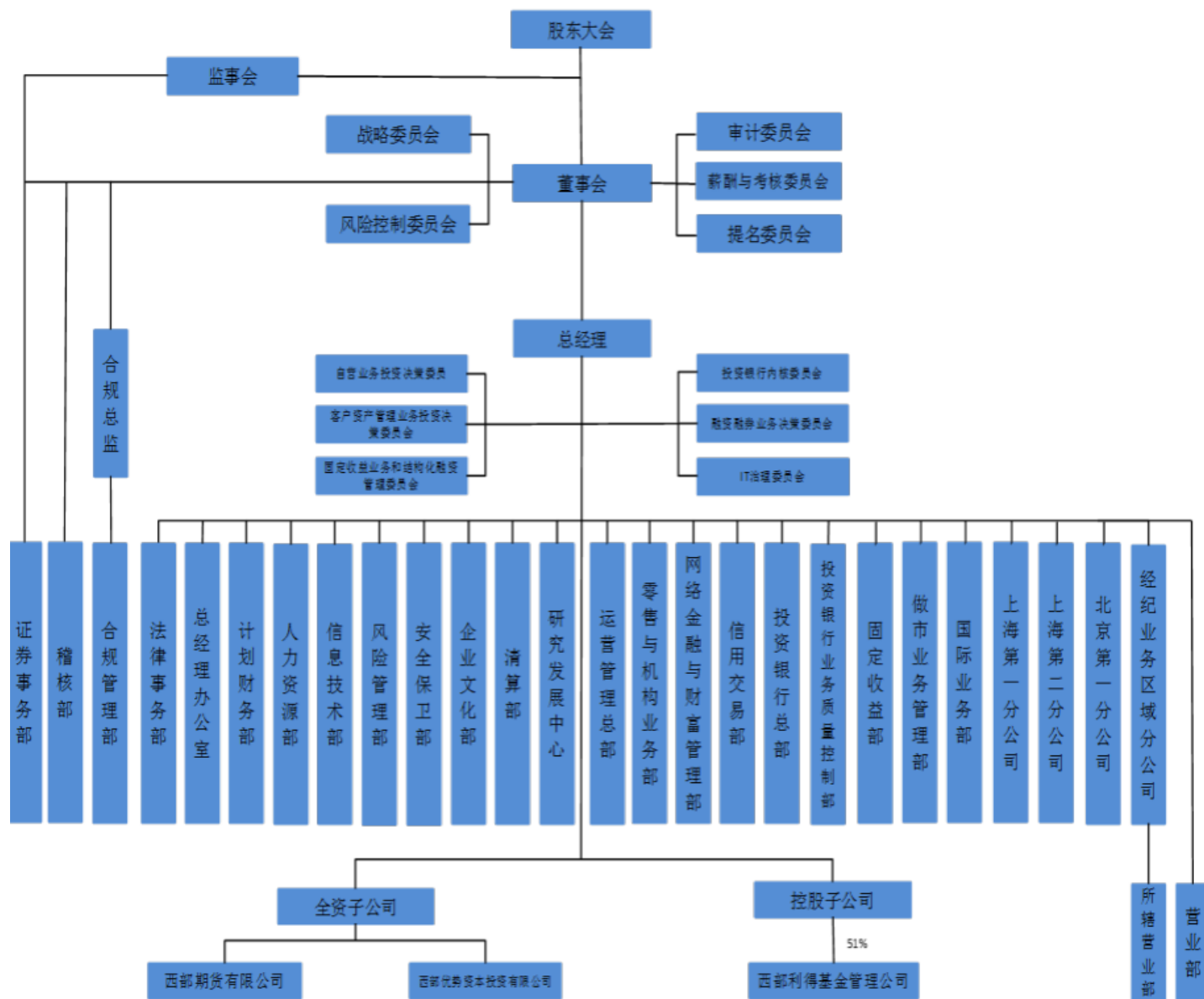
公司作为全国性综合类上市证券公司，股东背景强大，自身资本实力很强，在陕西省内继续保持较强区域优势。2018 年，虽然证券市场持续震荡，但公司自营业务仍取得了较好的收益；公司资产中优质流动资产占比较高，流动性较好，资本充足性较好。

同时，联合评级也关注到经济周期波动、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能会对公司经营带来的不利影响。此外，公司股票质押回购业务违约涉及金额较大，且违约业务后续资金回收难度较大，若后期融出本金无法收回或损失扩大，将对公司未来财务状况产生不利影响。此外，2018 年以来，公司因存在违规行为受到监管机构的行政监管措施，内控管理水平需进一步提高。

未来，随着中国资本市场的发展以及公司业务转型，公司各项业务板块有望持续健康发展，业务规模及盈利有望稳步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“15 西部 02”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 西部证券股份有限公司
组织结构图（截至 2018 年末）



附件 2 西部证券股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
自有资产（亿元）	376.47	422.31	--
所有者权益（亿元）	176.57	174.30	179.83
自有负债（亿元）	199.90	248.01	--
自有资产负债率（%）	53.10	58.73	--
优质流动资产/总资产（%）	24.63	22.24	--
营业收入（亿元）	31.69	22.37	13.32
净利润（亿元）	7.54	2.02	5.82
营业利润率（%）	30.89	11.08	57.79
营业费用率（%）	52.20	65.65	33.78
薪酬收入比（%）	36.67	40.95	--
自有资产收益率（%）	2.06	0.51	--
净资产收益率（%）	5.01	1.15	3.29
净资本（亿元）	156.38	155.50	159.01
风险覆盖率（%）	290.12	300.48	317.43
资本杠杆率（%）	40.89	36.00	38.50
流动性覆盖率（%）	738.18	317.96	421.40
净稳定资金率（%）	147.94	178.63	173.74
信用业务杠杆率（%）	54.48	27.10	--
短期债务（亿元）	138.70	214.09	188.15
长期债务（亿元）	59.81	28.67	29.31
全部债务（亿元）	198.51	242.77	217.46
EBITDA（亿元）	19.35	11.80	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.22	1.41	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.05	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.85	0.52	--

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动资产/总资产	优质流动资产/总资产×100%; 优质流动资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+其他负债科目中的有息债务

长期债务=长期借款+应付债券

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。