

信用评级公告

联合〔2021〕5771号

联合资信评估股份有限公司通过对西南证券股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持西南证券股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“20西证01”“19西南02”“19西南01”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十八日

西南证券股份有限公司 公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级	上次评级	展望	上次展望
西南证券股份有限公司	AAA	AAA	稳定	稳定
20 西证 01	AAA	AAA	稳定	稳定
19 西南 02	AAA	AAA	稳定	稳定
19 西南 01	AAA	AAA	稳定	稳定

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对西南证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西南证券”）的跟踪评级反映了其作为国有控股的全国性综合类上市证券公司，具有很强资本实力和业务竞争力，2020 年公司经纪业务在重庆市仍具有较强的竞争优势；目前公司资产流动性较好，资本充足性较好。2020 年 7 月公司完成定增，资本实力进一步增强。公司控股股东重庆渝富资本运营集团有限公司（以下简称“重庆渝富”）是重庆市国资委下属综合性资产管理公司，整体实力很强，能够为公司发展提供有力支持。

同时，联合资信也关注到公司业务易受到经济周期波动、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素的不利影响；2020 年，公司营业收入有所下降，需对公司盈利能力保持关注；公司内控管理水平有待进一步加强。

未来随着资本市场的持续发展和公司业务协同发展的稳步推进，公司整体竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 西证 01”“19 西南 02”“19 西南 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 西证 01	20.00 亿元	20.00 亿元	2023/7/14
19 西南 02	25.00 亿元	25.00 亿元	2022/7/18
19 西南 01	25.00 亿元	25.00 亿元	2022/4/2

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至跟踪评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司行业信用评级方法	V3.1.202011
证券公司主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	1
			风险管理	2
			业务经营分析	1
			未来发展	2
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	2
			资本充足性	2
			杠杆水平	1
			流动性因素	
		调整因素和理由		
公司控股股东，在业务资源及资金等方面可提供较大支持				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

优势

1. 股东背景很强，能够对公司形成有力支持。公司控股股东重庆渝富为重庆市国有资产监督管理委员会下属综合性资产管理公司，整体实力很强，能够为公司发展提供有力支持。
2. 公司综合竞争力很强，2020 年经纪业务在重庆市仍具有较强的竞争优势。公司作为全国性综合类上市券商之一，已实现全牌照经营，具有较强的规模优势，营业网点已实现了对重庆市各区县的全覆盖，2020 年公司经纪业务在重庆当地市场仍具有较强的竞争优势，公司各项主要业务处于行业中上游水平，综合竞争力很强。
3. 公司资产流动性较好，2020 年资本实力进一步增强，公司资本充足性进一步提升。截至 2020 年末，公司具有较大规模的优质流动资产，资产流动性较好。2020 年 7 月公司完成定增，资本实力进一步增强，资本充足性进一步提升。

分析师：董日新 姚 雷

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

关注

1. 公司经营易受经营环境变化的影响。经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响。
2. 2020年，公司营业收入有所下降，整体盈利水平下降。2020年公司营业收入受公允价值变动收益下降影响有所下降，多项盈利能力指标亦呈下降趋势。
3. 内控水平有待提升。2020年，公司证监会分类评价结果不高，内控管理水平有待提升。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
自有资产（亿元）	530.75	538.29	661.39	/
自有负债（亿元）	340.98	342.72	410.60	/
所有者权益（亿元）	189.77	195.58	250.79	251.99
优质流动资产/总资产（%）	19.65	18.91	21.99	/
自有资产负债率（%）	64.25	63.67	62.08	/
营业收入（亿元）	27.44	34.89	31.70	7.50
利润总额（亿元）	2.14	10.99	11.82	2.92
营业利润率（%）	7.95	31.70	37.84	38.79
净资产收益率（%）	1.10	5.01	4.74	0.92
净资本（亿元）	125.74	145.66	189.03	/
风险覆盖率（%）	242.39	285.57	335.59	/
资本杠杆率（%）	20.73	21.73	24.50	/
短期债务（亿元）	286.46	223.03	281.83	288.17
全部债务（亿元）	346.28	334.74	398.23	413.08

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 公司2021年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；3. 本报告中涉及净资本、风险覆盖率等风险控制指标均为母公司口径，取自风控指标监管报表

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/4/20	董日新 姚雷	证券公司行业信用评级方法 V3.1.202011 证券公司主体信用评级模型（打分表） V3.1.202011	--
AAA	稳定	2014/4/14	温丽伟 张慰 闫宏伟	证券公司（债券）资信评级（2003年3月）	阅读全文
AA*	稳定	2013/5/10	韩夷 赖金昌 吕臻庭	证券公司（债券）资信评级（2003年3月）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、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该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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，未因该公司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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

西南证券股份有限公司

公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于西南证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西南证券”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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，并将名称变更为现名，公司完成上市（股票代码：600369.SH，股票简称：西南证券）。期间历经多次增资，截至 2020 年 3 月末，公司注册资本 56.45 亿元。

2020 年 7 月，公司向特定对象重庆渝富资本运营集团有限公司¹（以下简称“重庆渝富”）等四名发行对象定向增发普通股 10.00 亿股，募集资金净额 48.86 亿元，其中用于增加注册资本 10.00 亿元，计入资本公积 38.86 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司注册资本 66.45 亿元，实收资本为 66.45 亿元，前五大股东持股情况见表 1，公司控股股东为重庆渝富，直接持有公司 27.89% 股权。截至 2020 年末，重庆渝富通过重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以

下简称“重庆城投”）、重庆高速公路集团有限公司、重庆市水务资产经营有限公司和重庆国际信托股份有限公司直接及间接合计持有公司股权超过 50%，对公司形成实际控制，重庆渝富由重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）100.00% 持股，渝富控股为重庆市国有资产监督管理委员会全资子公司，因此公司实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

截至 2021 年 3 月末，前五大股东中股东重庆市城市建设投资（集团）有限公司持有公司股份 6.89 亿股，其中 1.58 亿股进行了质押，占其持股总数的 22.93%，占公司总股本的 2.38%。

表1 截至2021年3月末公司前五大股东持股情况表
(单位：%)

股东	持股比
重庆渝富资本运营集团有限公司	27.89
重庆市城市建设投资（集团）有限公	10.37
重庆市江北嘴中央商务区投资集团有 限公司	6.03
中国建银投资有限责任公司	4.94
重庆高速公路集团有限公司	4.14
合计	53.37

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

公司经营范围：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，为期货公司提供中间介绍业务；股票期权做市。

截至 2020 年末，公司在国内主要城市设有 86 家营业部及 35 家分公司；控股 4 家一级全资子公司，分别为西证股权投资有限公司（以下简称“西证投资”）、西证创新投资有限公司（以下简称“西证创新”）、西南期货有限公司（以下简称“西南期货”）、西证国际投资有限公司

1 2020 年 7 月由“重庆渝富资产经营管理集团有限公司”更名为

现名。

(以下简称“西证国际”);公司直接持有银华基金管理股份有限公司(以下简称“银华基金”)44.10%的股权。截至2020年末,公司母公司口径员工2080人。

截至2020年末,公司合并资产总额791.88亿元,其中客户资金存款104.21亿元;负债总额541.09亿元,其中代理买卖证券款124.55亿元;所有者权益250.79亿元,其中归属于母公司所有者权益251.43亿元;母公司口径净资产189.03亿元。2020年,公司实现营业收入31.70亿元,利润总额11.82亿元,净利润10.58亿元,其中,归属于母公司所有者的净利润10.91亿元;经营活动产生的现金流量净额-38.08亿元,期末现金及现金等价物净增加额42.95亿元。

截至2021年3月末,公司合并资产总额836.99亿元,其中客户资金存款119.48亿元;负债总额585.00亿元,其中代理买卖证券款153.21亿元;所有者权益合计251.99亿元,其中归属于母公司所有者权益252.78亿元。2021年1-3月,公司实现营业收入7.50亿元,利润总额2.92亿元,净利润2.32亿元,其中,归属于母公司所有者的净利润2.46亿元;经营活动产生的现金流量净额-7.90亿元,期末现金及现金等价物净增加额33.71亿元。

注册地址:重庆市江北区桥北苑8号;法定代表人:廖庆轩。

三、债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券“20西证01”“19西南02”“19西南01”情况详见下表,募集资金均已按指定用途使用,其中,“19西南02”“19西南01”已在付息日正常付息,“20西证01”尚未到首次付息日。

表2 截至报告出具日跟踪债券概况

债券名称	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	起息日	期限
20西证01	20.00	20.00	2020/7/14	3年
19西南02	25.00	25.00	2019/7/18	3年
19西南01	25.00	25.00	2019/4/2	3年

资料来源:联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年,新冠肺炎疫情全球大流行,对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,全力保证经济运行在合理区间。在此背景下,2020年我国经济逐季复苏,GDP全年累计增长2.30%²,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家,GDP首次突破百万亿大关,投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度,我国经济运行持续恢复,宏观政策整体保持了连贯性,稳健的货币政策灵活精准、合理适度,把服务实体经济放到更加突出的位置;积极的财政政策提质增效,推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度,我国国内生产总值现价为24.93万亿元,实际同比增长18.30%,两年平均增长5.00%³,低于往年同期水平,主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看,三大产业中**第二产业恢复最快,第三产业仍有较大恢复空间**。具体看,第二产业增加值两年平均增长6.05%,已经接近疫情前正常水平(5%~6%),第二产业恢复情况良好,其中工业生产恢复良好,工业企业盈利改善明显;而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%,增速略微低于疫情前正常水平;第三产业两年平均增长4.68%,较2019年同期值低2.52个百分点,第三产业仍有恢复空间,主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

2 文中GDP增长均为实际增速,下同。

3 为剔除基数效应影响,方便对经济实际运行情况进行分析判断,文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率,下同。

表 3 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年 平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的

核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺

口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支

持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等，核心业务属证券行业。

1. 证券行业概况

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020 年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦

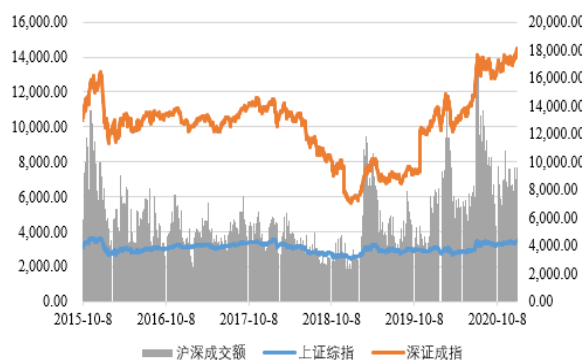
大幅增长；2020 年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据，截至 2020 年底，上交所和深交所上市的公司合计 4154 家；股票市场总市值为 79.72 万亿元，较 2019 年底增长 34.46%；平均市盈率为 25.64 倍，较 2019 年增长 5.29 个倍数。2020 年全部 A 股成交额为 206.02 万亿元，日均成交额为 0.85 万亿元，同比增长 63.05%。截至 2020 年底，市场融资融券余额为 1.62 万亿元，较 2019 年底增长 58.84%，其中融资余额占比为 91.54%，融券余额占比为 8.46%。股票一级市场发行方面，2020 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.67 万亿元，同比增长 8.20%，共完成 IPO 为 396 家、增发 362 家、配股 18 家、优先股 8 家，可转债和可交债分别为 206 家和 41 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年

下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生；2019 年，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020 年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5 月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据 Wind 统计，截至 2020 年底，债券余额为 114.30 万亿元，较 2019 年底增长 17.72%。债券发行方面，2020 年境内共发行各类债券 5.03 万只，发行额达 56.89 万亿元，同比增长 25.90%。2020 年境内债券交易总金额为 1282.19 万亿元。其中，现券交易成交金额为 241.09 万亿元，回购交易成交金额为 893.97 万亿元，同业拆借 147.13 万亿元。

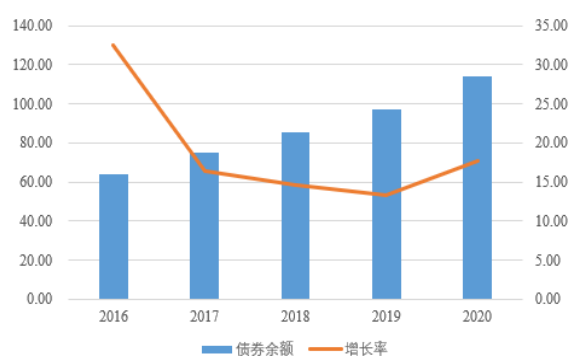
衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020 年全国期货市场累计成交额为 437.53 万亿元，同比增长 50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 115.44 万亿元，同比增长 65.80%，占全国市场份额 26.38%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6

月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 6 月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续

挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020 年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020 年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019 年以来增幅较大；盈利能力呈

现 U 型走势，2018 年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019 年和 2020 年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 4 证券行业概况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

资料来源：中国证券业协会

2020 年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020 年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020 年以来涉及证券公司的罚单超过 150 张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020 年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较 2019 年有所提升。截至 2020 年底，139 家证券公司总资产为 8.90 万亿元，较 2019 年底增长 22.50%；净资产为 2.31 万亿元，较 2019 年底增长 14.10%，净资本为 1.82 万亿元，较 2019 年底增长 12.35%。2020 年，139 家证券公司实现营业收入 4484.79 亿元，实现净利润 1575.34 亿元，分别同比增长 24.41%和 27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有 127 家公司实现盈利。

2. 行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续；2020 年多项利好政策密集出台，新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。

2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大

集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》要求证券公司存量集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施<证券公司股权管理规定>有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020年1月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。

2020年2月，《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，国内经济全面修复。

2020年3月，新《证券法》正式实施，加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020年6月，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件发布，创业板试点注册制。

2020年5月，《关于修改<证券公司次级债管理规定>的决定》发布，次级债公开发行放开，拓宽证券公司融资渠道，有助于证券公司降本增效。

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型

券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

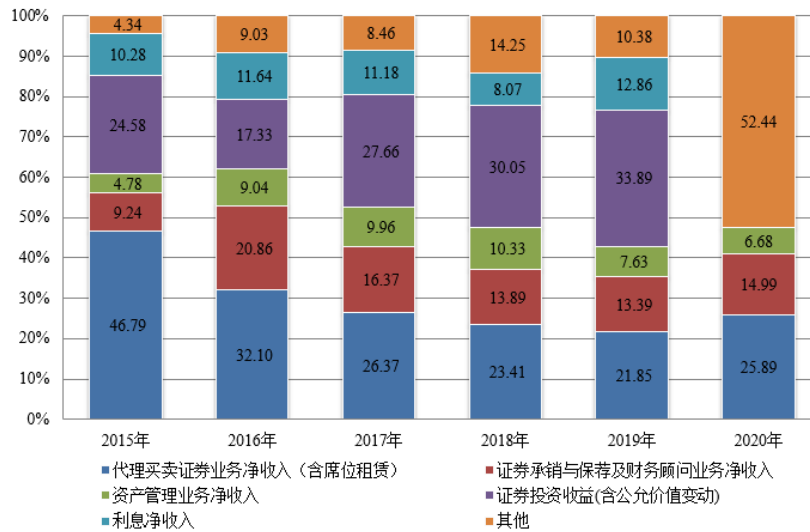
2021年3月，证监会发布《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

3. 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2018年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比升至30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。2020年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露2020年全行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入
资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；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。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。2020年，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调

整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10亿元，同比增长47.42%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2020年以来，A股IPO审核家数及过会率明显提升，2020年，发审委审核IPO家数634家，其中605家通过审核，过会率达95.43%，远高于2019年全年277家审核家数、247家通过家数及89.17%的通过率。2020年，IPO发行规模合计4699.63亿元，发行家数396家，分别同比增长85.57%和95.07%。受再融资新规利好政策影响，2020

年,再融资规模 8854.34 亿元,同比增长 26.10%,扭转下降趋势。科创板方面,2020 年共有 229 家科创类公司提交上交所上市委审核,218 家获得通过,通过率很高,预计募集资金规模 2262.60 亿元。债券市场方面,2020 年,证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资,2020 年证券公司承销各类债券金额 10.05 万亿元,同比增长 32.09%。基于上述因素,2020 年,全行业实现投资银行业务净收入 672.11 亿元,同比增长 39.26%。

就市场格局来看,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,显示该业务集中度较高。2020 年,股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 52.83%;债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时,创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力;新证券法等纲领性文件出台,强化中介机构“看门人”的责任,促使证券公司提升专业服务能力,投行业务快速发展的背景下,合规风控成为证券公司核心竞争力。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资,该业务与证券市场关联度高,面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资,2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策,意味着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。2018 年,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。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%,债券投资收益减缓了自营业务降幅,但债券市场出现集中违约;2018 年债券市场新增 43 家违约主体,较 2017 年的 9 家大幅增加,违约金额达 1154.50 亿元,系 2017 年违约金额的 3.42 倍,违约主体以

民企和上市公司居多。2019 年,市场预期有所回暖,股票市场先扬后抑,市场成交量亦大幅增长;资金市场利率延续 2018 年下降趋势,证券公司自营投资收入大幅增长;同时,2019 年债券市场违约呈常态化,需关注相关投资风险。2020 年,股票市场指数大幅上涨,其中深证成指上涨 36.02%;债券市场违约向国企蔓延,个别国企违约超预期,造成信用利差走阔。2019 年,全行业实现证券投资收益(含公允价值变动)1221.60 亿元,同比大幅增长 52.65%,主要系股票市场回暖所致。2020 年前三季度,证券公司投资收益(含公允价值变动)1013.63 亿元,同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小,主动管理业务是其发展方向。

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。2013 年以来,证监会鼓励证券公司加强业务创新,发展资产管理业务,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。2018 年 4 月,中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,控制资管产品杠杆水平,并限制通道类业务,促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月,证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理,符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来,证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理,定向资管产品仍是主要部分,但其占比有所下降;受资管新规及资管“去通道”等政策影响,证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型,对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升,资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2020 年末,证券公司资产管理业务规模为 10.51 万亿元,较 2019 年末

下降 14.48%；2020 年，证券公司实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2020 年融资融券业务大幅增长且风险可控，股票质押业务规模继续压缩，风险继续化解。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2020 年末，融资融券余额 1.62 万亿元，较 2019 年末增长 58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。截至 2020 年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为 5.42%，较年初下降 0.79 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。但目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 31.72%。

4. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。2019 年 11 月，证监会明确提出要推动打造航母级证券公司，推动证券行业做大做强。2020 年 7 月，证监会提出，鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其

发展壮大的重要手段。2020 年 3 月，中信证券完成对广州证券股份有限公司 100% 股权的并购，进一步稳固了其龙头券商的地位；4 月，天风证券已基本完成对恒泰证券 29.99% 股权的收购；10 月，国联证券和国金证券因合并过程中为就核心条款未达成一致意见，宣布终止并购，成为继 6 月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此，证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显，市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位，弥补自身业务短板，实现跨区域的资源调配。

近年来，证券公司扎堆补充净资本，2019 年，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，2020 年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司、财达证券已实现 A 股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券等证券公司已处于 IPO 辅导期或已过会阶段。2020 年，共计 16 家上市证券公司完成增发和配股，其中海通证券和国信证券分别增发募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，招商证券完成配股募资 126.83 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南地区具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 4 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。截至 2020 年 12 月末，中国内地外资控股证券公司已达 8 家，其中四家为新设立合资证券公司（野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司），另外 4 家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司（瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司）。此外，证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券 2 家国内券商，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业

对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

2019年11月，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司，也将引导

证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2020年末证券公司所有者权益排序，2020年前十大证券公司实现营业收入合计2994.25亿元，净利润995.85亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为66.76%和63.21%。截至2020年底，前十大证券公司资产总额为5.85万亿元，占全行业总资产的65.70%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过60%，行业集中度较高。

表5 截至2020年末/2020年主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37
4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

资料来源：Wind

5. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

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。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。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类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。债券投资业务方面，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。2018年以来，债券市场违约常态化，2020年部分国企违约超预期，债券市场分化加剧，证券公司面临信用风险加大。

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将产生流动性风险。

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、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

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、规范业务流程来控制操作风险；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。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

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行情影响较大，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。

6. 未来动向

监管力度加强，证券行业严监管态势将延续；需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，

同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对2021年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助金融科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”，于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

六、基础素质分析

1. 产权状况

2020年7月，公司完成定增，募集资金中10.00亿元用于增加注册资本，截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为66.45亿元，控股股东重庆渝富直接持有公司27.89%股权，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模和竞争力

公司为全国综合类上市证券公司，各项业务处于行业中上游水平；2020年公司资本实力进一步增强，有利于各项业务的进一步开展。

公司作为全国性综合类上市证券公司之一，已实现全牌照经营，并通过旗下子公司开展直接股权投资业务、另类投资业务跨境及海外融资业务等。2020年7月，公司定向增发完成，总股本增至66.45亿元，资本实力进一步增强，有利于公司业务的发展。根据证券业协会证券公司经营业绩排名，2020年公司净资产排名第26名，有所上升，处于行业中上游水平。截至2020年末，公司净资产和净资本余额分别为250.79亿元和189.03亿元（母公司口径）。

公司营业网点分布广泛，截至2020年末，公司在国内主要城市设有86家营业部，其中重庆地区41家，实现了对重庆区县的全覆盖，作为注册地为重庆的唯一一家证券公司，公司在重庆市具有较强的区域优势。2020年公司各项主要业务排名有所下滑，但仍均处于行业中上游水平，具备很强竞争实力。

表6 公司主要业绩排名（单位：名）

项目	2018年	2019年	2020年
净资产	34	30	26
营业收入	30	25	39
证券经纪业务收入	34	35	41
投资银行业务收入	26	47	58
融资类业务利息收入	37	29	32
证券投资收入	18	24	39

注：2018年和2019年参与排名的证券公司均为98家，2020年参与排名的证券公司为102家

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

3. 外部支持

公司股东综合运营能力很强，能在业务资源及资金等方面提供较大支持。

公司的控股股东重庆渝富成立于2004年2月，截至2020年末，重庆渝富注册资本金100.00亿元，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管理公司。重庆渝富通过处置消化重庆国有企业（含金融机构）不良资产、为重庆国企提供资金支持等有力推动了重庆国企的改革及全市金融生态环境的改善，同时重庆渝富注重推进金融股权投资，先后完成了证券公司、商业银行等重组上市，并组建了多家担保企业及产品交易所，还通过积极引进重庆外部企业，加强与外资合作，积极探索新型金融产业发展模式，为产业结构调整夯实资金支持基础，成为涉及地产、金融资本、产业资本等领域的综合性金融控股集团，2020年仍保持很强的综合运营能力。

2020年7月，公司控股股东重庆渝富及其他三名发行对象对公司进行增资，在业务发展及资金等方面提供较大支持。

4. 企业信用记录

根据公司反馈，截至2021年1月13日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2020年末，公司共获银行授信387.50亿元，其中299.90亿元尚未使用，公司融资渠道较为畅通。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事会、监事会成员和高级管理人员发生变动，但对公司经营无重大影响，公司主要制度未发生重大变化，内控管理水平仍需进一步加强。

跟踪期内，公司内部管理及主要制度未发生重大变化，公司董事会、监事会成员和高级管

理人员发生了变更，但对公司经营无重大影响。2020年5月，公司选举产生第九届董事会、监事会及高级管理人员，其中原董事李剑铭离任，新任董事彭作富。2020年7月，原职工监事赵天才因工作需要辞去职工监事职务，新任职工监事严洁；2020年7月李勇辞去合规总监和首席风险官职务，聘任赵天才为合规总监、张宏伟为首席风险官，2020年10月正式任职。2021年4月，李军新任公司董事会秘书。2021年6月，公司董事会已通过副总裁蒲锐因个人原因辞职的议案。

受到监管处罚方面，2020年3月13日，公司深圳深南大道证券营业部被深圳证监局出具了《深圳证监局关于对西南证券股份有限公司深圳深南大道证券营业部采取责令改正措施的决定》（〔2020〕26号），公司因该营业部存在投顾人员私下代客户办理证券交易的行为，未能有效实施合规管理，存在内部控制不完善等问题，深圳证监局决定对公司该营业部采取责令改正的监督管理措施。公司已对上述处罚措施进行了相应整改。

2020年，公司证监会分类评价结果由2019年的B类BB级升至B类BBB级，但分类评价结果仍不高，公司内控管理水平有待加强。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，证券市场行情升温，公司经纪业务发展较好，受自营业务收入下降影响，公司营业

收入同比有所下降，2020年公司营业收入主要来源于经纪业务。同时联合资信也关注到，公司经纪业务、信用业务和自营业务收入占比较高，受证券市场行情波动和政策变化的影响较大，需对公司未来收入情况保持关注。

公司主要业务板块包括经纪业务、自营业务、投资银行业务、资产管理业务和信用交易业务等。2020年以来，随着证券市场升温、市场交投活跃度提升，公司经纪业务收入规模有所增长，收入占比同比增长13.42个百分点，成为当年公司第一大收入来源；信用业务收入同比变化不大，为公司第二大收入来源；自营业务收入有所下降，同比大幅下降45.72%，主要系债券投资收益下降所致；投资银行业务收入有所下降，主要系财务顾问业务收入下降所致；资管业务收入同比亦有所下降，主要系资产管理业务规模下降所致；其他收入主要是本部进行的股权投资，因2020年联营企业银华基金在权益法下确认的投资收益增加而有所增长。

2020年，公司整体营业收入同比下降9.15%，主要受自营业务收入减少和经纪业务收入增加的综合影响，净利润同比增长9.67%，主要系营业支出降幅大于营业收入降幅所致，其中营业支出减少主要系职工薪酬下降和股票质押业务减值损失转回所致；营业收入同比变动趋势与行业相反（行业平均增速24.41%），净利润增速9.67%远低于行业平均水平（行业平均水平27.98%）。

表7 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪业务	3.43	12.50	6.21	17.80	9.90	31.22
信用交易业务	7.56	27.55	8.72	25.00	8.64	27.26
投资银行业务	4.50	16.40	2.78	7.97	2.33	7.36
自营业务	8.34	30.39	15.66	44.90	8.50	26.82
资产管理业务	1.30	4.73	0.63	1.81	0.29	0.92
其他	2.32	8.44	0.88	2.52	2.03	6.41
合计	27.44	100.00	34.88	100.00	31.70	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2021年1—3月，公司实现营业收入7.50亿元，同比增长31.65%，主要系投资收益增长所致；营业支出同比增长34.56%，主要系业务及管理费增加所致；综合影响下公司实现净利润2.32亿元，同比增长8.38%。

2. 业务运营

2020 年公司在重庆市仍具有较强的区域竞争优势，2020 年市场环境升温，经纪业务规模和收入均有所上升；随着市场竞争加剧，公司经纪业务费率进一步下降，市场份额有所下降。

公司经纪业务主要为接受客户委托，按其要求代理买卖证券并收取佣金。公司经纪业务以合规风控为前提，推动业务多元化发展，持续在系统建设、综合业务平台搭建、产品货架、渠道建设、服务高净值客户、智能投顾、互联网金融、网点优化、服务实体经济和投资者教育等方面进行发展。截至 2020 年末，公司在国内主要城市设有 86 家营业部，其中重庆地区 41 家，实现了对重庆区县的全覆盖，在重庆市维持较强的区域优势；并在深圳、重庆、上海、浙江等地

设立 35 家分公司，公司利用网点为前端抓手，积极拓展各类项目的业务获取，充分发挥与其他业务的协同发展，丰富收入来源。

公司经纪业务在稳定发展传统业务的同时，进一步加强与投行、资管业务的合作，大力发展中间业务、机构业务和财富管理业务，客户结构目前主要以个人客户为主，未来将逐步转型发展机构客户。

公司代理买卖证券以股票和基金为主，整体受市场行情影响较大。2020 年公司代理买卖证券交易额 3.29 万亿元，较上年增长 43.14%，主要系市场行情升温所致；2020 年公司股票、基金交易额 2.29 万亿元，较上年增长 44.37%，市场份额为 0.51%，同比有所下降；2020 年公司债券交易额 1.00 万亿元，较上年增长 40.38%，市场份额为 0.15%，同比有小幅下降。

公司平均佣金率 2020 年为 0.401‰，较上年有所下降，但仍高于行业平均水平，未来或存在下降空间。收入方面，2020 年经纪业务收入 9.90 亿元，同比增长 59.42%。

表 8 公司代理买卖证券经纪业务情况（单位：万亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票、基金	1.29	0.64	1.59	0.58	2.29	0.51
债券	0.79	0.17	0.71	0.15	1.00	0.15
代理买卖证券合计	2.08	--	2.30	--	3.29	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020 年，受财务顾问业务净收入下降影响，公司投资银行业务收入规模同比有所下降，业务结构以债券承销为主；目前公司投资银行业务项目储备较为充足，需对公司后续业务拓展及品牌修复情况保持关注。

公司投资银行事业部下设投行综合管理部、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。截至报告出具日，公司在中国证券业协会注册的保荐代表人共 47 名。2020 年公司实现投资银行业务收入 2.33 亿元，同比下降 16.04%，主要系财务顾问业务收入下降所致。

2020 年，公司投资银行业务继续坚持股权融资、并购重组和债券融资三大类业务并举的业务结构特点，贯彻以客户为中心、“全产品覆盖”的业务策略。股权融资方面，2020 年，公司仍无 IPO 项目落地，完成再融资项目 2 个，合计承销金额 7.15 亿元。债权承销业务方面，由于市场资金面有所宽松，2020 年公司完成项目 32 个，承销金额 204.61 亿元，同比增长 3.35%。公司仍处于投资银行业务资质受限影响后逐步调整恢复阶段，公司品牌修复和业务拓展进展仍需持续关注。财务顾问业务方面，2020 年，公司财务顾问业务净收入 0.83 亿元，同比下降

50.82%，主要系 2018 年公司受中国证监会处罚使得项目储备出现时间断层所致。新三板业务方面，2020 年公司累计督导企业数量 173 家，

同比减少 19 家，市场份额占比为 2.10%，变化不大；新增挂牌企业 4 家。

表 9 公司投行业务情况表（单位：个、亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额
债券发行	24	163.41	25	197.98	32	204.61
再融资发行	1	4.00	0	0.00	2	7.15
合计	25	167.41	25	197.98	34	211.76

资料来源：公司提供，联合资信整理

投行项目储备方面，截至 2020 年末，公司在审（含已获批准未发行）项目中：公司债项目 6 个、企业债项目 4 个、上市公司再融资项目 4 个、IPO 项目 1 个；此外，未申报的储备项目中：公司债项目 20 个、企业债项目 15 个、上市公司再融资项目 4 个、IPO 项目 2 个、精选层 1 个、独立财务顾问项目 1 个。公司项目储备充足，为公司未来投资银行业务发展提供了一定保障。

公司自营投资以债券投资为主，2020 年公司自营投资规模有所增长，但受债券投资收入下降影响，收入有所下滑。公司自营投资违约规模较大，需对后续回收、处置情况保持关注。

2020 年，公司持续优化权益类投资、固定收益类投资和量化投资三块业务的资金配置，在严守合规风控的前提下，公司自营方向性投资业务根据市场环境变化，适时调整优化投资组合；同时应用各类金融工具及衍生品进行风险管理。2020 年自营业务实现收入 8.50 亿元，同比下降 45.72%，主要系债券投资收入下降所

致，对公司收入的贡献度大幅下滑。

截至 2020 年末，公司自营投资规模 393.92 亿元，较上年末增长 30.37%，主要系债券和基金持仓规模增长所致。公司自营投资结构以债券投资为主，但占比持续下降，截至 2020 年末，债券投资余额、股票、基金和理财产品及其他的投资余额分别占自营业务投资余额的 69.24%、10.05%、13.90%和 6.81%。具体来看，截至 2020 年末股票投资规模 39.60 亿元，较年初增长 5.91%，主要系市场回暖公司股票公允价值回升所致。截至 2020 年末，公司债券投资规模为 272.77 亿元，较年初大幅增长 43.55%，新增主要为信用债，债券投资级别以债项级别 AA+及以上为主，占比 96.76%。截至 2020 年末，基金投资规模 54.74 亿元，较年初增长 33.24%，公司基金投资以货币基金为主。截至 2020 年末，公司理财产品及其他投资规模 26.82 亿元，较年初增长 9.07%。2020 年，公司自营投资中各构成的规模均有所提升，结构较上年末更加均衡。

表 10 公司主要证券投资结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票	28.28	9.00	33.69	11.15	39.60	10.05
债券	248.73	79.14	229.22	75.86	272.77	69.24
基金	16.55	5.27	21.50	7.11	54.74	13.90
理财产品及其他	20.73	6.59	17.75	5.88	26.82	6.81
合计	314.29	100.00	302.16	100.00	393.92	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2020 年末,公司自营业务投资标的中,投资的资产管理计划涉及标的“16 同益债”,涉及自有资金本金约 2.31 亿元。目前此案件一审判决同益实业集团有限公司向公司支付债券本金 2.31 亿元、利息及相关费用等,现处于执行阶段;投资的资产管理计划涉及标的“16 正源 01”“16 正源 02”“16 正源 03”,涉及自有资金本金约 4.03 亿元,目前此案件处于一审阶段;投资的资产管理计划涉及标的“16 三盛 04”,涉及自有资金本金约 2.00 亿元,于 2021 年 2 月立案。其他金额相对较小的自有资金投资资产管理计划涉及违约情况此处未详细说明,公司投资资产管理计划涉及违约事件合计涉及自有资金本金 8.58 亿元。上述投资资产按照交易性金融资产进行核算,采用公允价值计量。后续需保持关注。

投资的债券发生违约情况的涉及本金 1.00 亿元,主要系“17 方正 01”和“18 方正 02”,公司委托海通证券股份有限公司以债券受托管理人的名义代公司进行债权申报,目前北大方正集团有限公司已进入重整程序。投资债券按照交易性金融资产进行核算,采用公允价值计量。

截至 2020 年末,公司自营权益类证券及其衍生品/净资产和自营非权益类证券及其衍生品/净资产分别为 28.61%和 170.08%,较年初有所下降,各项指标均符合监管标准。

公司资产管理业务仍以被动管理型业务为主,受资管新规影响,2020 年末公司资产管理业务规模大幅下降,目前资产管理业务收入规

模较小,对收入贡献度有限。公司管理的资管计划出现违约,且公司自有资金参与规模较大,需对自有资金回收情况保持关注。

公司资产管理业务包括定向资产管理业务、集合资产管理业务和专项资产管理业务。在国内大资管行业变革的背景下,公司资管积极进行改革,支持实体经济,深化内部合作,努力创设产品,提高投资业绩。凭借公司全牌照业务资格优势及机构客户资源,建立开发大型资产管理业务平台,从而满足客户的多样化投资、融资需求。2020 年公司资产管理业务实现收入 0.29 亿元,同比减少 0.34 亿元,主要系集合类业务收入下降所致。受资管新规出台后,公司银行委外业务和通道类业务规模下降影响,截至 2020 年末,公司资产管理业务规模 263.53 亿元,较上年末下降 42.50%,仍以定向管理为主,占比 78.48%。其中集合资产管理业务规模 45.38 亿元,较上年末下降 53.33%;定向资产管理业务规模 206.82 亿元,较上年末下降 34.40%;专项资产管理业务规模为 11.33 亿元,较上年末下降 75.28%。从管理方式上看,资产管理业务结构仍以被动管理为主,主动管理占比基本保持稳定。

公司管理的部分资管计划涉及诉讼事件,公司作为资管计划的管理人,严格按照监管规定和资管计划合同约定履行管理人职责,案件的最终诉讼结果由资管计划投资人承担。但存在部分自有资金参与的情况(详见自营业务),合计涉及自有资金本金 8.58 亿元,按照资管计划合同约定享有权利并承担相应的义务,需对后续自有资金回收追偿情况保持关注。

表 11 资产管理业务情况表(单位:亿元)

项目		2018 年/末		2019 年/末		2020 年/末	
		规模	管理费净收入	规模	管理费净收入	规模	管理费净收入
产品类型	集合	142.31	0.56	97.24	0.46	45.38	0.29
	定向	464.07	0.37	315.26	0.22	206.82	0.18
	专项	42.95	0.02	45.84	0.01	11.33	0.01
管理方式	主动管理	239.33		209.98		118.41	
	被动管理	397.06		248.37		145.12	
合计		649.33		458.34		263.53	

资料来源:公司提供,联合资信整理

信用交易业务以融资融券业务为主，2020年，公司融资融券业务较上年末有所增长，股票质押回购业务规模较小，信用业务杠杆率处于适中水平。

信用交易业务主要包括融资融券业务、股票质押式回购业务和约定购回业务，主要由经纪业务事业部下设的信用交易部负责，公司以融资融券业务为主要抓手，并充分挖掘股票质押等业务机会。

公司不断丰富融券品种，提高资金运作效率。由于2020年市场交投活跃度提升，公司两融业务发展较好，截至2020年末，公司融资融券业务账户数目为35750户，账户余额为115.11亿元，账户数目和余额均有所增长，日均市场份额为0.71%。利息收入方面，2020年，公司融资融券业务实现利息净收入7.65亿元，同比增长3.66%。截至2020年末，客户因融资融券业务向公司提供的担保物公允价值442.72亿元，覆盖程度较好。

表 12 公司融资融券业务情况（单位：户、亿元）

项目	2018 年/末	2019 年/末	2020 年/末
融资融券账户数目	31625	33473	35750
融资融券账户余额	75.64	99.19	115.11
融资融券利息净收入	6.53	7.38	7.65

资料来源：公司提供，联合资信整理

股票质押业务方面，截至2020年末，公司股票质押回购业务交易余额为11.20亿元，较上年末下降9.46%；受业务规模压缩影响，公司股票质押回购业务利息净收入亦同比下降10.78%，2020年为0.98亿元。

截至2020年末，公司信用业务杠杆率为53.40%，较年初下降8.61个百分点，主要系公司资本实力增长所致，整体信用业务杠杆率水平适中。

截至2020年末，股票质押式回购业务涉及违约业务1笔，为“派生科技”，融资人为张林，涉及融资余额0.35亿元，计提减值准备金额0.17亿元。2020年6月，法院判决被告张林偿还公司融资本金0.35亿元并支付利息和违约金、律师费，公司对张林持有的371.41万股“派生科技”（股票代码300176）在前述债权范围内享有优先受偿权，唐军对前述债务承担连带保证责任。现该判决已生效，进入执行程序。

西证国际2020年受计提孖展业务信用减值损失等因素影响，亏损规模较大，西证投资2020年小幅亏损；公司其余子公司及联营企业业务发展相对稳定。

西证投资成立于2010年，为公司全资子公

司，注册资本8.00亿元，主要开展股权投资业务。截至2020年末，西证投资总资产13.21亿元，净资产9.48亿元；2020年，西证投资实现营业收入0.11亿元，亏损0.06亿元。

西证创新成立于2013年，为公司全资子公司，注册资本40.00亿元，实收资本26.50亿元，经营范围为从事投资业务及相关资产管理业务，投资咨询服务，企业财务顾问服务。截至2020年末，西证创新总资产30.46亿元，净资产29.14亿元；2020年，西证创新实现营业收入3.93亿元，净利润2.22亿元。

西南期货于2013年成为公司全资子公司，注册资本8.50亿元。经营范围为商品期货、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理。西南期货于2017年2月全资设立了期货风险管理子公司——重庆鼎富瑞泽风险管理有限公司，面向客户提供风险管理服务。截至2020年末，西南期货总资产20.13亿元，净资产5.52亿元；2020年，西南期货实现营业收入1.59亿元、净利润0.36亿元。

西证国际成立于2013年，为公司全资子公司，注册资本15.70亿元港币，西证国际通过其下属子公司西证国际证券持有香港证监会核发

的第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)、第9类(提供资产管理)业务牌照。截至2020年末,西证国际总资产18.58亿元,净资产4.32亿元;2020年,公司实现营业收入1.28亿元,亏损2.03亿元,主要系计提开展业务信用减值损失所致。

银华基金成立于2001年5月,为公司联营

企业,公司持有44.10%股权,为其第一大股东,注册资本2.22亿元,经营范围包括基金募集、基金销售、资产管理等。截至2020年末,银华基金总资产53.03亿元,净资产32.37亿元;2020年实现营业收入32.56亿元,净利润8.28亿元。银华基金业务资质比较齐全,盈利能力较强,是公司构建综合化经营平台的重要板块。

表13 截至2020年末公司的子公司及联营企业情况(单位:亿元、%)

名称	成立时间	注册资本	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
西证投资	2010年	8.00	100.00	13.21	9.48	0.11	-0.06
西证创新	2013年	40.00(实收资本26.50)	100.00	30.46	29.14	3.93	2.22
西南期货	2013年	8.50	100.00	20.13	5.52	1.59	0.36
西证国际	2013年	15.70(港币)	100.00	18.58	4.32	1.28	-2.03
银华基金	2001年	2.22	44.10	53.03	32.37	32.56	8.28

资料来源:公司提供,联合资信整理

3. 未来发展

公司设立的战略目标较为合理,有利于公司提升各类业务竞争力,但同时考虑到公司所处行业政策及市场环境变化较大,战略实施的有效性仍有待考察。

公司将坚持以服务实体经济发展为宗旨,以客户为中心,根据市场变化、客户需求及自身发展,深入推进业务模式的转型和产品服务的创新,持续优化内部管理机制,聚焦主业、做精专业,充分利用政策优势和专业能力,有效服务实体经济,深化完善公司综合金融服务模式,以一流综合金融服务,践行国家战略,助推高质量发展。公司将高效把握“一带一路”、西部大开发、成渝地区双城经济圈、西部科学城市建设等重要政策机遇,统筹发展国内国际市场,综合发展经纪业务、投资银行、资产管理、投资业务、机构业务和国际业务,强化业务品质,提升业务协同效率,努力为客户提供一流的资本市场服务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2018—2019年财务报表经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计,2020年财务报表

经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计,三年财务报表均被出具了无保留的审计意见。

2021年1—3月财务报表未经审计。

会计政策和会计估计变更方面,公司自2020年1月1日起执行《企业会计准则第14号——收入》,自2021年1月1日起执行《企业会计准则第21号——租赁》;2020年公司会计估计无变更;新准则的实施对财务报表的影响不大。合并范围方面,2020年公司纳入合并范围的结构化主体减少1支、新增4只,减少子公司1家;整体看合并范围变动对公司财务数据的影响不大。本报告财务分析中,2018/2019年财务数据取自2019/2020年审计报告的上年度比较数据。

综上,2019—2020年公司财务数据可比性仍较强。

截至2020年末,公司合并资产总额791.88亿元,其中客户资金存款104.21亿元;负债总额541.09亿元,其中代理买卖证券款124.55亿元;所有者权益250.79亿元,其中归属于母公司所有者权益251.43亿元;母公司口径净资产189.03亿元。2020年,公司实现营业收入31.70亿元,利润总额11.82亿元,净利润10.58亿元,其中,归属于母公司所有者的净利润10.91亿元;

经营活动产生的现金流量净额-38.08 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 42.95 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 836.99 亿元，其中客户资金存款 119.48 亿元；负债总额 585.00 亿元，其中代理买卖证券款 153.21 亿元；所有者权益合计 251.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益 252.78 亿元。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 7.50 亿元，利润总额 2.92 亿元，净利润 2.32 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.46 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.90 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 33.71 亿元。

2. 资金来源与流动性

2020 年公司负债规模有所增长，自有资产负债率处于适中水平，公司债务以短期债务为主，需对公司流动性管理情况保持关注。受经纪业务发展影响，2021 年 3 月末公司负债总额进一步增长，全部债务规模小幅增长。

截至 2020 年末，公司负债总额为 541.09 亿元，较上年末增长 16.88%，主要系卖出回购金融资产款增长所致；自有负债规模 410.60 亿元，较上年末大幅增长 19.81%，主要系卖出回购金融资产款和应付短期融资款规模增长所致，公司自有负债仍以卖出回购金融资产款和应付债券为主，占比分别为 44.62%和 38.84%。

表 14 公司资金来源情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
负债总额	447.18	462.93	541.09	585.00
自有负债	340.98	342.72	410.60	/
其中：卖出回购金融资产款	166.08	145.16	183.21	188.93
应付债券	132.37	154.60	151.27	159.79
应付短期融资款	23.41	13.10	37.73	38.47
非自有负债	106.20	120.22	130.49	/
其中：代理买卖证券款	86.78	112.42	124.55	153.21
全部债务	346.28	334.74	398.23	413.08
其中：短期债务	286.46	223.03	281.83	288.17
长期债务	59.82	111.71	116.40	124.92
自有资产负债率	64.25	63.67	62.08	/
净资本/负债	38.98	44.67	48.16	/
净资产/负债	56.34	59.26	62.59	/

资料来源：公司财务报表、公司风险控制指标报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司卖出回购金融资产款 183.21 亿元，较年初增长 26.22%，主要系质押式卖出回购规模增长所致，担保物账面价值 206.05 亿元。

截至 2020 年末，公司应付债券 151.27 亿元，较年初变化不大，2020 年公司新增发行“20 西证 01”“20 西南 C1”，发行金额均为 20.00 亿元。

截至 2020 年末，公司应付短期融资款 37.73 亿元，较年初增长 24.63 亿元，主要系公司新发行 20.00 亿元规模短期公司债所致，票面利率 2.70%。

截至 2020 年末，公司自有资产负债率、净资本/负债和净资产/负债分别为 62.08%、48.16%和 62.59%，2020 年杠杆水平略有回落，结合公司所处的证券行业来看，整体处于适中水平。

有息债务方面，截至 2020 年末，公司全部债务规模 398.23 亿元，较上年末增长 18.97%。从债务到期分布结构看，2021 年到期债务占比较高为 70.77%，短期债务占比有所提升，需对公司流动性管理情况保持关注。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额 585.00 亿元，较上年末增长 8.12%，主要系市场交投活跃度提升，公司代理买卖证券业务发展良好所

致；全部债务 413.08 亿元，较年初小幅增长 3.73%。

表 15 截至 2020 年末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元、%）

项目	金额	占比
2021 年到期	281.83	70.77
2022 年到期	76.40	19.18
2023 年到期	40.00	10.04
全部债务合计	398.23	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020 年末及 2021 年 3 月末公司资产规模均保持增长趋势，公司资产中投资类资产占比

较高，公司资产流动性较好。

截至 2020 年末，公司资产规模为 791.88 亿元，较上年末增长 20.25%，主要系公司交易性金融资产规模增长所致，公司总资产以货币资金、融出资金、交易性金融资产、其他债权投资和其他权益投资为主，占比分别为 21.72%、15.16%、33.92%、11.50%和 4.32%。公司自有资产为 661.39 亿元，较上年末增长 22.87%；公司优质流动资产为 140.35 亿元，较上年末增长 42.88%，主要系货币资金规模增长所致；公司优质流动资产/总资产为 21.99%，较上年末上升 3.08 个百分点，资产流动性属较好水平。

表 16 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
资产总额	636.95	658.51	791.88	836.99
其中：自有货币资金	34.62	36.35	67.82	71.31
自有结算备付金	10.89	12.96	11.78	13.38
融出资金	84.90	105.78	120.02	130.26
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	271.16	--	--	--
买入返售金融资产	21.40	15.60	14.04	13.83
可供出售金融资产	63.65	--	--	--
交易性金融资产	--	176.67	268.60	302.06
其他债权投资	--	113.84	91.07	79.56
其他权益工具投资	--	33.18	34.25	11.63
自有资产	530.75	538.29	661.39	/
自有资产/资产总额	83.33	81.74	83.52	/
优质流动资产	99.10	98.23	140.35	/
优质流动资产/总资产	19.65	18.91	21.99	/

注：优质流动资产/总资产中分子分母均取自风控指标监管报表；该表中资产科目未剔除第三方在结构化主体中权益部分
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司货币资金 172.04 亿元，较上年末增长 28.15%，主要系定增后资金沉淀导致自有资金存款增长所致。其中，公司自有货币资金 67.82 亿元，公司货币资金无受限资产。

截至 2020 年末，公司融出资金 120.02 亿元，较上年末增长 13.46%，主要系融资融券业务规模增长所致；从融出资金期限来看，1~3 个月的融出资金占比 32.80%，3~6 个月的融出资金占比 62.09%，期末公司计提坏账准备 0.31 亿元，计提比例为 0.26%，无受限部分。

截至 2020 年末，公司买入返售金融资产 14.04 亿元，较上年末下降 10.00%，主要系股票质押式回购业务规模下降所致，从股票质押式回购融出资金期限来看，以 3 个月~1 年为主，占比为 54.08%。公司买入返售金融资产减值准备计提余额为 0.74 亿元，计提比例 5.04%；期末担保物公允价值 58.39 亿元，覆盖比例 415.85%。

截至 2020 年末，公司交易性金融资产 268.60 亿元，其中债券投资 181.70 亿元，受限部分账面价值 113.84 亿元，主要为用作卖出回购金融资产

抵押物，受限比例较大。

截至2020年末，其他债权投资91.07亿元，较上年末下降20.00%，主要系地方债规模减少所致；构成上以地方债为主，占比83.41%。其他债权投资计提减值0.02亿元，计提规模较小。

截至2020年末，公司其他权益投资主要包括中国证券金融股份有限公司（以下简称证金公司）的专户投资以及策略投资持有的证券投资等，其他权益投资34.25亿元，其中公司投资于证金公司的专户投资公允价值为22.03亿元。

截至2021年3月末，公司资产总额836.99亿元，较年初增长5.70%，主要系公司经纪业务及自营业务发展所致，公司资产主要由货币资金（占比为22.79%）、融出资金（占比为15.56%）、交易性金融资产（占比为36.09%）和其他债权投资（占比为9.51%）为主，整体资产构成较上年末变化不大。

3. 资本充足性

2020年，公司非公开发行股票，资本实力进一步增强，各项风险控制指标均符合行业监管要求，整体资本充足性较好。

截至2020年末，公司合并所有者权益合计250.79亿元，较上年末大幅增长28.23%，主要系公司非公开发行股票所致，该次募集资金净额48.86亿元，其中10.00亿元计入实收资本，38.86

亿元计入资本公积。归属于母公司所有者权益占全部所有者权益的比重为100.26%，少数股东权益为负主要系西证国际子公司亏损所致；归属于母公司的所有者权益中，股本占26.43%、资本公积占46.35%、一般风险准备占9.05%、未分配利润占12.68%，股本和资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性较好。2020年现金分红为6.65亿元，占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为60.88%，公司分红力度较大，对所有者权益补充效果一般。

截至2020年末，公司母公司口径的净资产为189.03亿元，较上年末增长29.77%，主要系公司非公开发行募集资金所致；其中，核心净资产为161.83亿元。截至2020年末，公司净资产为245.67亿元，较上年末增长27.13%；各项风险准备金之和为56.33亿元，较上年末增长10.43%。

从主要风控指标来看，截至2020年末，公司净资产/净资产为76.94%，较上年末变化不大；资本杠杆率为24.50%，较上年末上升2.77个百分点；风险覆盖率为335.59%，较上年末上升50.02个百分点，主要系净资产规模大幅增加所致；净稳定资金率为187.20%，较上年末有所增加；流动性覆盖率为315.53%，亦呈增长趋势。公司各项风险控制指标均处于安全范围内，绝大多数指标远高于行业监管标准。

表 17 母公司口径风险控制指标表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年	监管标准	预警标准
核心净资产	107.44	117.68	161.83	--	--
附属净资产	18.30	27.98	27.20	--	--
净资产	125.74	145.66	189.03	--	--
净资产	181.75	193.24	245.67	--	--
各项风险资本准备之和	51.88	51.01	56.33	--	--
净资产/净资产	69.18	75.38	76.94	≥20	≥24
风险覆盖率	242.39	285.57	335.59	≥100	≥120
资本杠杆率	20.73	21.73	24.50	≥8	≥9.6
净稳定资金率	145.12	160.27	187.20	≥100	≥120
流动性覆盖率	367.97	243.93	315.53	≥100	≥120

资料来源：公司风险控制指标报表

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益合计 251.99 亿元，较上年末变化不大；所有者权益构成较上年末变化不大，稳定性较好。

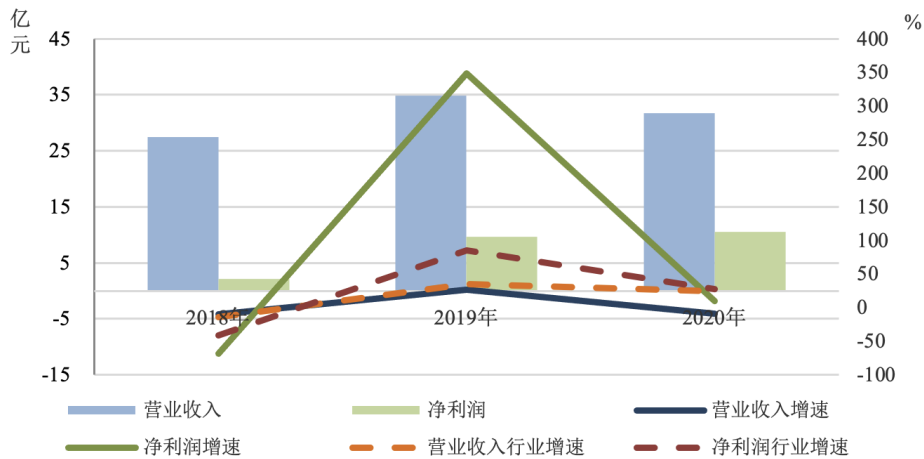
4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入有所下降，净利润

小幅增长，整体盈利水平有所下降。

2020 年公司实现营业收入 31.70 亿元，同比下降 9.15%，主要系交易性金融资产产生的公允价值变动收益大幅减少所致。2020 年，公司净利润为 10.58 亿元，同比增长 9.67%。

图 4 公司盈利情况图（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报表、行业公开数据，联合资信整理

2020 年，公司营业支出 19.70 亿元，同比下降 17.32%，主要系职工薪酬减少使得业务及管理费用减少和股票质押业务减值损失转回所致。从支出构成来看，公司营业支出主要由业务及管理费和信用减值损失构成，2020 年占比分别为 85.74%和 6.60%。2020 年，公司营业费用率

为 53.27%，薪酬收入比为 39.56%，公司费用成本控制能力有所上升。

从盈利能力指标来看，2020 年，营业利润率为 37.84%，自有资产收益率和净资产收益率分别为 1.76%和 4.74%，部分盈利指标小幅下降，整体盈利能力尚可。

表 18 公司盈利指标表（单位：%、名）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业费用率	64.87	56.06	53.27	55.19
薪酬收入比	45.98	42.46	39.56	/
营业利润率	7.95	31.70	37.84	38.79
自有资产收益率	0.42	1.80	1.76	/
净资产收益率	1.10	5.01	4.74	0.92
净资产收益率排名	71	35	47	--

资料来源：公司财务报表、中国证券业协会，联合资信整理

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 7.50 亿元，同比增长 31.65%，主要系投资收益增长所致，实现利润总额 2.92 亿元，同比增长 33.44%。从盈利能力指标来看，公司营业利润率和净资产收益率分别为 38.79%（未经年化）和 0.92%（未经年

化），盈利能力偏弱。

从同行业对比企业来看，公司杠杆处于平均水平，成本控制能力一般，盈利能力及稳定性偏低。

表 19 同行业 2020 年财务指标比较 (单位: %)

企业名称	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
东北证券股份有限公司	8.74	2.76	35.93	55.39	66.86
国元证券股份有限公司	4.92	2.18	44.99	36.78	54.07
华西证券股份有限公司	9.26	3.54	45.48	30.21	62.22
上述样本企业平均值	7.64	2.83	42.13	40.79	61.05
西南证券	4.74	1.76	53.27	64.47	62.08

资料来源: 公司财务报表、公开资料, 联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险低。

截至 2020 年末, 公司不存在合并范围外担保情况。

截至 2020 年末, 公司涉及重大被诉案件 1 起, 为 2020 年 10 月邓朝晖诉陕西龙鑫矿产资源有限公司偿还借款 1499.77 万元 (本金), 公司和何彦林对借款本金归还承担连带责任, 该案处于一审阶段。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2021 年 5 月末, 公司短期偿债压力小, EBITDA 对未来待偿本金峰值保障能力一般。考虑到公司业务竞争力及股东背景等其他优势, 公司对存续期内债券偿还能力极强。

截至 2021 年 5 月末, 公司存续债券余额共 136.40 亿元。考虑行权条件下, 本年度剩余到期的应付债券余额 0.00 亿元; 公司存续债券于 2022 年达到未来待偿债券本金峰值 96.40 亿元。公司对存续债券的保障情况如下表:

表 20 公司存续债券保障情况 (单位: 亿元、倍)

项 目	2020 年
本年度剩余到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	96.40
优质流动资产/本年度剩余到期债券余额	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.27

注: 1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额; 2. 计算本年度剩余到期债券余额和未来待偿债券本金峰值时假设债券在最近一个行权日全额回售或赎回; 3. 优质流动资产取自 2020 年度风险指标监管报表

资料来源: 联合资信整理

总体看, 公司本年度无剩余到期债券, 短期内债券偿还压力小; 公司 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值保障能力一般, 但综合考虑公司业务竞争力及股东背景等其他优势, 公司对存续期内债券的偿债能力极强。

十一、 结论

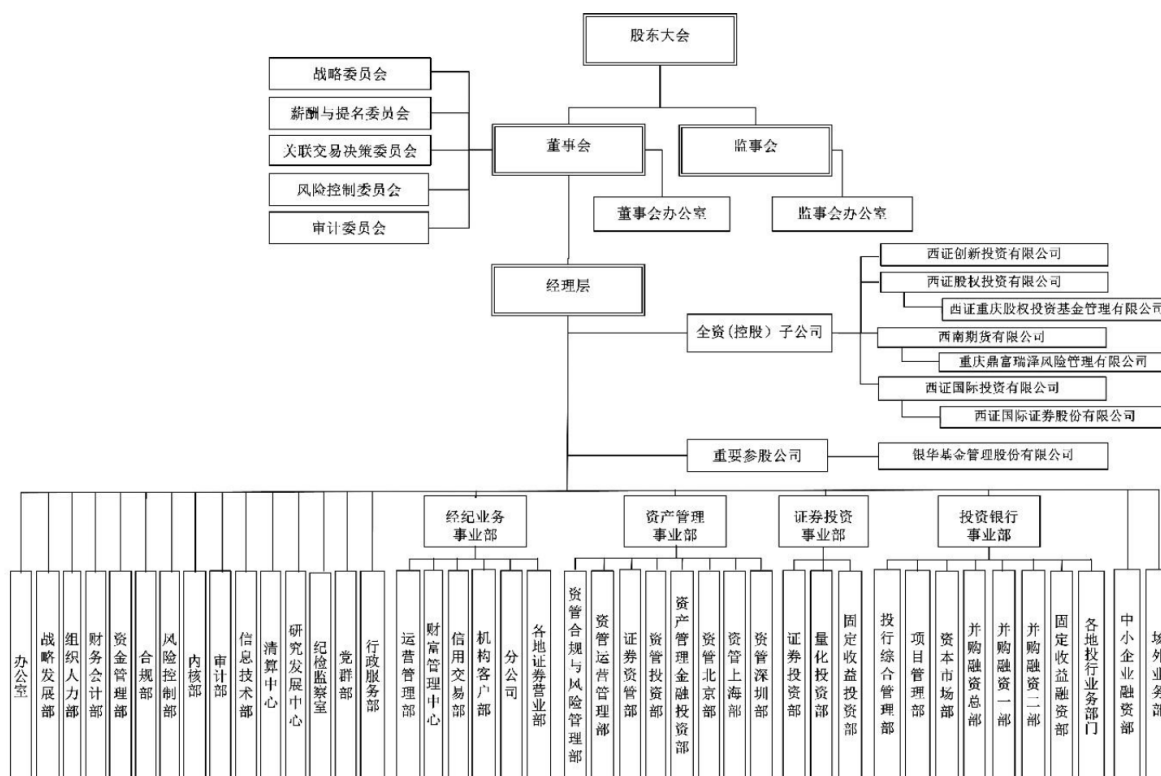
综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, 维持“20 西证 01”“19 西南 02”“19 西南 01”的信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末西南证券股份有限公司前十大股东情况

序号	股东名称	持股比例 (%)
1	重庆渝富资本运营集团有限公司	27.89
2	重庆市城市建设投资(集团)有限公司	10.37
3	重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司	6.03
4	中国建银投资有限责任公司	4.94
5	重庆高速公路集团有限公司	4.14
6	重庆发展投资有限公司	3.01
7	重庆市地产集团有限公司	1.81
8	招商财富-招商银行-渝富 4 号专项资产管理计划	1.61
9	重庆市水务资产经营有限公司	1.50
10	中国证券金融股份有限公司	1.46
合计		62.76

资料来源：公司 2021 年一季度报表

附件 1-2 截至 2020 年末西南证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
自有资产（亿元）	530.75	538.29	661.39	/
自有负债（亿元）	340.98	342.72	410.60	/
所有者权益（亿元）	189.77	195.58	250.79	251.99
优质流动资产/总资产（%）	19.65	18.91	21.99	/
自有资产负债率（%）	64.25	63.67	62.08	/
营业收入（亿元）	27.44	34.89	31.70	7.50
利润总额（亿元）	2.14	10.99	11.82	2.92
营业费用率（%）	64.87	56.06	53.27	55.19
薪酬收入比（%）	45.98	42.46	39.56	/
营业利润率（%）	7.95	31.70	37.84	38.79
自有资产收益率（%）	0.42	1.80	1.76	/
净资产收益率（%）	1.10	5.01	4.74	0.92
盈利稳定性（%）	52.36	51.71	64.47	/
净资本（亿元）	125.74	145.66	189.03	/
风险覆盖率（%）	242.39	285.57	335.59	/
资本杠杆率（%）	20.73	21.73	24.50	/
流动性覆盖率（%）	367.97	243.93	315.53	/
净稳定资金率（%）	145.12	160.27	187.20	/
信用业务杠杆率（%）	54.22	62.22	53.40	/
短期债务（亿元）	286.46	223.03	281.83	288.17
长期债务（亿元）	59.82	111.71	116.40	124.92
全部债务（亿元）	346.28	334.74	398.23	413.08

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
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%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差 / 利润总额均值 × 100%
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: 短期债务 = 短期借款 + 应付短期融资款 + 拆入资金 + 融入资金 + 交易性金融负债 + 卖出回购金融资产 + 其他负债科目中的短期有息债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他负债科目中的长期有息债务

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险较高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。