

# 信用等级公告

联合〔2020〕1105号

---

西南证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对西南证券股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年面向专业投资者公司债券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 AAA，评级展望为“稳定”**

**西南证券股份有限公司拟公开发行的 2020 年面向专业投资者公司债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月十九日



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

## 西南证券股份有限公司2020年面向专业投资者 公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 20.00 亿元（含）

债券期限：3 年期

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本，

最后一期利息随本金的兑付一起支付。

评级时间：2020 年 5 月 29 日

主要财务数据

| 项目               | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|------------------|--------|--------|--------|
| 自有资产（亿元）         | 493.15 | 530.75 | 538.29 |
| 自有负债（亿元）         | 292.67 | 340.98 | 342.72 |
| 所有者权益（亿元）        | 200.49 | 189.77 | 195.58 |
| 优质流动资产/总资产（%）    | 27.01  | 22.56  | 18.91  |
| 自有资产负债率（%）       | 59.35  | 64.25  | 63.67  |
| 营业收入（亿元）         | 30.61  | 27.44  | 34.89  |
| 净利润（亿元）          | 6.91   | 2.15   | 9.65   |
| 营业利润率（%）         | 28.95  | 7.95   | 31.70  |
| 净资产收益率（%）        | 3.48   | 1.10   | 5.01   |
| 净资本（亿元）          | 143.51 | 125.74 | 145.66 |
| 风险覆盖率（%）         | 211.53 | 241.38 | 292.29 |
| 资本杠杆率（%）         | 25.30  | 20.73  | 21.75  |
| 短期债务（亿元）         | 147.12 | 213.91 | 180.14 |
| 全部债务（亿元）         | 316.66 | 346.28 | 334.74 |
| EBITDA（亿元）       | 25.03  | 20.53  | 28.23  |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 1.66   | 1.21   | 1.77   |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.08   | 0.06   | 0.08   |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 1.25   | 1.03   | 1.41   |

注：1. 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专项合并口径

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对西南证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西南证券”）的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较强业务竞争力，其中经纪业务在重庆市内区域优势明显；目前公司资产质量良好，资本较为充足。另外，公司控股股东重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“重庆渝富”）是重庆市国资委下属综合性资产经营管理公司，整体实力很强，能够为公司发展提供有力支持。

同时，联合评级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，此外还需关注公司投资银行业务受到监管处罚对品牌及后续业务拓展的影响和子公司出现较大规模亏损等因素对公司经营的不利影响。

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，公司整体竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

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综合性金融控股集团，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，经纪业务在重庆市具有竞争优势。公司作为国内综合性上市券商之一，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，经纪业务在重庆当地市场具有明显的竞争优势，公司各项主要业务处于行业中上游

水平。

3. 目前资产质量良好，资本较为充足，**2019 年盈利规模大幅增长**。截至 2019 年末公司具有较大规模的优质流动资产，资产质量良好，资本较为充足。2019 年公司收入利润规模大幅增长，盈利水平明显回升。

#### 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的不利影响。

2. **2019 年，公司子公司西证国际证券出现较大规模亏损**。2019 年公司子公司西证国际证券开展贷款业务出现风险事件，出现较大规模亏损。

3. **内控和合规管理有待加强**。由于投资银行业务违规扣分事项等影响，2017 年，公司在证监会分类评级为 C 级，2018 年公司分类评级回升，公司内控管理水平有待加强。

#### 分析师

董日新 登记编号（R0040218050002）

张晨露 登记编号（R0040216120003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



## 一、主体概况

西南证券股份有限公司（以下简称“西南证券”或“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，公司完成上市（股票代码：600369，简称：西南证券）。2014年2月，公司向原股东重庆市城市建设投资（集团）有限公司、重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司、重庆高速公路集团有限公司和重庆市水务资产经营有限公司定向增发普通股5.00亿股，发行价格为每股8.62元，共募集资金43.10亿元。

2015年9月，公司2015年第四次临时股东大会决议同意以截至2015年6月30日的公司总股本28.23亿股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股，共计转增28.23亿股。转增后，公司总股本增至56.45亿股，其中的新增无限售流通股于2015年9月30日上市交易。

2018年，重庆市城市建设投资（集团）有限公司增持33,893,065股，持股比例由2017年末的5.41%提升至6.01%，其他股东持股比例不变，截至2020年3月末，公司注册资本56.45亿元，已全部实缴到位，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（以下简称“重庆渝富”），直接持有公司26.99%股权，此外，重庆渝富还通过控制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、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间接持有公司股权，能够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2020年3月末，公司前十大股东持有的股份被质押比例占总股本的2.80%。

表1 截至2020年3月末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    | 26.99        |
| 重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司 | 7.09         |
| 重庆市城市建设投资（集团）有限公司   | 6.01         |
| 中国建银投资有限责任公司        | 5.82         |
| 重庆高速公路集团有限公司        | 5.31         |
| <b>合计</b>           | <b>51.22</b> |

资料来源：公司提供

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2019年末，公司在国内主要城市设有95家营业部及34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（以下简称“西证国际”）；公司持有银华基金管理有限公司（以下简称“银华基金”）44.10%的股权，持有重庆股权转让中心有限责任公司（以下简称“重庆股转中心”）34.00%的股权，两者均

为公司的联营企业。截至 2019 年末，公司员工人数为 2,357 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 658.51 亿元，其中自有资产 538.29 亿元；负债总额 462.93 亿元，其中自有负债 342.72 亿元；所有者权益 195.58 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 195.94 亿元；母公司口径净资产 145.66 亿元；2019 年，公司实现营业收入 34.89 亿元，净利润 9.65 亿元，其中归属于母公司净利润 10.42 亿元；经营性现金流量净额 14.64 亿元，现金及现金等价物净增加额 25.50 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。

## 二、本次债券情况

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“西南证券股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券”，发行总额为不超过 20.00 亿元（含）。本次债券面值 100.00 元，按面值平价发行；本次债券期限为 3 年期，本次债券的票面利率为固定利率，具体利率将由发行人和主承销商根据市场询价情况和簿记建档结果确定；本次债券采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本付息，本息支付的具体事项按照债券登记机构的相关规定办理。

本次债券为无担保债券。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于补充公司营运资金。

## 三、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. 证券行业分析

#### （1）行业概况

**股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。**

近年来，股票市场震荡加剧，2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；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 年一季度，受新冠疫情及经济下滑影响，股票市场振幅加剧，沪深指数有所下行，沪深交易额稳中有升。根据交易所公布的数据，截至 2019 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,777 家；股票市场总市值为 59.29 万亿元，较 2018 年底增长 36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 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。2016 年，受益于降准降息

的政策，债市呈现牛市行情；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年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1,418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1,054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

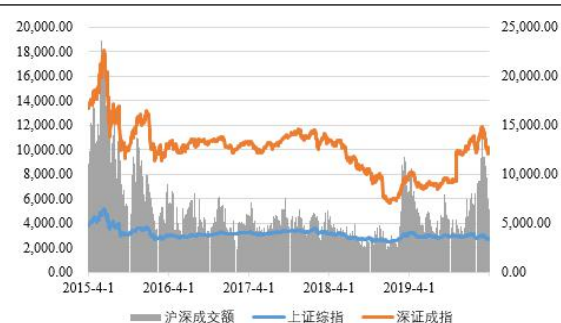
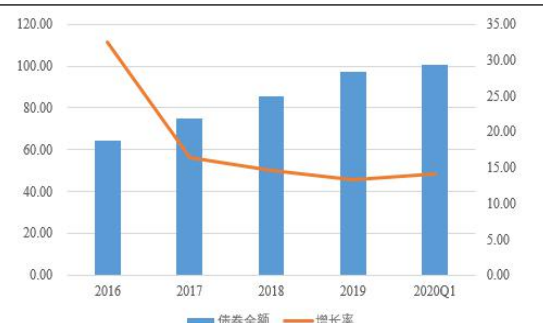


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：WIND，联合评级整理

### 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 3 月，新证券法正式实施，加大了资本市场违法违规成本，有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境；全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革也已正式落地，进一步扩大了证券市场规模。

随着资本市场建设力度的加大，证券市场规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2015—2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019 年增幅较大；盈利能力呈现倒 U 型走势，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年证券公司盈利水平小幅下降，2018 年盈利水平进一步大幅下降；2019 年，受市场行情和政策等因素影响，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 2 证券行业概况

| 项目        | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年   |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 证券公司家数（家） | 125      | 129      | 131      | 131      | 133      |
| 盈利家数（家）   | 124      | 124      | 120      | 106      | 120      |
| 盈利家数占比（%） | 99.20    | 96.12    | 91.60    | 80.92    | 90.23    |
| 营业收入（亿元）  | 5,751.55 | 3,279.94 | 3,113.28 | 2,662.87 | 3,604.83 |
| 净利润（亿元）   | 2,447.63 | 1,234.45 | 1,129.95 | 666.20   | 1,230.95 |
| 总资产（万亿元）  | 6.42     | 5.79     | 6.14     | 6.26     | 7.26     |
| 净资产（万亿元）  | 1.45     | 1.64     | 1.85     | 1.89     | 2.02     |
| 净资本（万亿元）  | 1.25     | 1.47     | 1.58     | 1.57     | 1.62     |

数据来源：中国证券业协会

2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,604.83 亿元和净利润 1,230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

2020 年一季度，受新冠疫情全球化扩散影响，各国经济均出现滑坡，国家出台流动性宽松政策修复市场恐慌情绪，A 股指数振幅加大，沪深交易额稳中有升，债券市场利率持续下行；其中上证综指跌幅 9.83%，深成综指跌幅 4.49%，沪深交易额同比增长 47.61%。截至 2020 年 3 月底，133 家证券公司总资产为 7.89 万亿元，较 2019 年底增加 8.68%；净资产为 2.09 万亿元，较 2019 年底增加 3.47%，净资本为 1.67 万亿元，较 2019 年增加 3.09%。2020 年一季度，133 家证券公司中，118 家公司实现盈利，实现营业收入 983.30 亿元，实现净利润 388.72 亿元，分别同比下降 3.50%和 11.69%，经营业绩同比有所下滑。

## （2）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；2019 年证券公司盈利水平显著上升，前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

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。2017 年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；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，自营业务收入占比增加至 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。

图3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



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。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。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年一季度，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）294.67亿元，同比增长33.04%。

**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。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2,532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下降10.58%，延续下降走势。科创板方面，自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委，109家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模1,027.22亿元。债券市场方面，受益

于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019 年证券公司承销各类债券金额 7.78 万亿元，同比增长 31.92%。基于上述因素，2019 年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 482.65 亿元，同比增长 30.46%。2020 年一季度，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 110.19 亿元，同比增长 25.67%。

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。2019 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 48.36%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 42.42%。

联合评级也关注到，在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时，科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资本且令其面临更大投资风险，或将减弱证券公司盈利稳定性；因此，此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

**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。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长 51.46%，成为第一大收入来源。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 9 家大幅增加，违约金额达 1,154.50 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。2019 年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1,221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020 年一季度，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）291.92 亿元，同比大幅下降 43.21%，主要系股票投资收益下降所致。

**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 2019 年末，证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元，较 2018 年末下降 12.90%；2019 年，证券公司实现资

产管理业务净收入 275.16 亿元，同比基本持平。2020 年一季度，证券公司实现资产管理业务净收入 66.73 亿元，同比增长 16.40%。

**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；2019 年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。**

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 2019 年末，融资融券余额 1.02 万亿元，较 2018 年末增长 34.88%，系股票市场回暖所致。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。根据深交所数据，截至 2019 年 11 月末，深沪两市股票质押回购融资余额 9,429 亿元，较 2018 年末下降 20.94%；股票质押回购质押股票总市值 1.8 万亿元，占 A 股总市值 3.3%，较 2018 年末下降 1.3 个百分点，较 2017 年底峰值下降 2.90 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% 的上市公司为 469 家，较年初减少 117 家，降幅分别为 13.80% 和 20.00%。截至 2020 年 2 月末，市场质押总股数 5,705.83 亿股，市场质押股数占总股本的 8.41%，分别较 2019 年末进一步下降 1.73% 和 0.17 个百分点；控股股东持股质押比例超过 80% 的上市公司为 467 家，较 2019 年末减少 2 家，高比例质押风险有所化解。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 年一季度，证券公司实现利息净收入 129.32 亿元，同比大幅增长 87.31%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2019 年，已有至少 5 家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，联合评级也关注到，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。

### （3）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、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。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019 年以来，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，2020 年以来已有 4 家证券公司实现上市，其中湘财证券和英大证券完成曲线上市。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向 A 股的雄心。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区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 1 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立 3 家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。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

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2019年末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计2,354.94亿元，净利润780.77亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为65.33%和63.43%。截至2019年底，前十大证券公司资产总额为4.51万亿元，占全行业总资产的62.06%。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3 截至2019年末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 | 1,654.50  | 7,917.22  | 431.40   | 126.48 |
| 2  | 国泰君安 | 1,460.94  | 5,593.14  | 299.49   | 90.51  |
| 3  | 海通证券 | 1,411.19  | 6,367.94  | 344.29   | 105.41 |
| 4  | 华泰证券 | 1,256.55  | 5,621.81  | 248.63   | 90.57  |
| 5  | 广发证券 | 941.37    | 3,943.91  | 228.10   | 81.10  |
| 6  | 招商证券 | 851.28    | 3,817.72  | 187.08   | 73.13  |
| 7  | 申万宏源 | 773.79    | 3,535.06  | 167.68   | 56.63  |
| 8  | 银河证券 | 719.22    | 3,156.66  | 170.41   | 52.50  |
| 9  | 中信建投 | 568.95    | 2,856.70  | 136.93   | 55.30  |
| 10 | 国信证券 | 562.55    | 2,246.44  | 140.93   | 49.14  |
| 合计 |      | 10,200.34 | 45,056.60 | 2,354.94 | 780.77 |

数据来源：WIND

#### （4）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。2018-2019年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，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、规范业务操作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。

**（5）未来动向**

**风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。**

目前，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。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

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。2019年7月，证监会发布了2019年证券公司分类结果，在参选的98家券商中，51家分类评级结果与上年持平，28家券商被下调评级，19家证券公司上调评级；38家券商被评为A类，数量比2018年减少2家。整体来看，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

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。

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，证监会发布了《证券公司风险控制指标计算标准规定》，并于2020年6月1日正式实施，进一步提升优质券商的资本使用效率。

**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。**

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，并希望借助智能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，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布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。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。

#### 四、规模与竞争力

**公司是全国性综合类上市券商，综合实力很强；公司营业网点遍及全国，并实现了对重庆所有区县的全覆盖，在重庆市具备较强的区位优势；公司各项主要业务均处于行业中上游水平，具备很强竞争力。**

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。公司资本实力很强。根据证券业协会证券公司经营业绩排名，2017—2018年公司净资产分别排名第24名和第27名，净资本分别排名第31名和第34名，处于行业中上游水平。截至2019年末，公司净资产和净资本余额分别为193.24亿元和145.66亿元（母公司口径）。

公司营业网点分布广泛，截至2019年末，公司在国内主要城市设有95家营业部，其中重庆地区40家，实现了对重庆区县的全覆盖，在重庆市具有较强的区域优势。公司各项主要业务均处于行业中上游水平，具备很强竞争实力，2018年公司代理买卖证券业务收入（含席位租赁）行业排名第34位，投资银行业务收入行业排名第26位，融资融券业务利息收入行业排名第27位，证券投资收入行业排名第18位。

表4 2017—2018年公司主要业绩排名（单位：名）

| 项目       | 2017年 | 2018年 |
|----------|-------|-------|
| 净资本      | 31    | 34    |
| 营业收入     | 31    | 30    |
| 证券经纪业务收入 | 34    | 34    |
| 投资银行业务收入 | 25    | 26    |
| 融资类业务收入  | 38    | 37    |
| 证券投资收入   | 21    | 18    |

注：2019年证券业绩排名尚未公布

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合评级整理

### 公司股东实力很强且对公司支持力度大。

公司的控股股东为重庆渝富，截至2019年末，重庆渝富持有公司26.99%的股权。重庆渝富成立于2004年2月，注册资本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，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。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。目前公司正在筹备非公开发行事宜，重庆渝富拟认购不低于2.805亿股且不超过3.3亿股，认购金额不超过23.10亿元，重庆渝富能够在资本注入等方面为公司提供支持，目前增资事宜仍待中国证监会核准。

## 五、公司治理与内控

### 1. 股权结构和公司治理

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。

截至2019年末，公司注册资本56.45亿元，控股股东为重庆渝富，直接持股比例为26.99%，整体股权结构相对分散，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。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。近年来，公司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。公司董事会由9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、薪酬与提名委员会。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。近年来，公司董事会召开多次会议，审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。近年来，公司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。

截至2019年末，公司有高级管理人员5名，包括总裁1名，副总裁4名，其中董事长兼任董事会秘书，1名副总裁兼任合规总监及首席风险官。公司总裁主持经营管理工作，并对董事会负责。公司高级管理人员拥有丰富的金融监管或金融行业经营管理经验。

### 2. 内部控制与合规管理

公司建立了较完整的内控管理制度，但2017年至今公司收到较多监管措施和处罚，分类评

价结果不高，内部控制水平仍有待进一步提高。

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。公司根据经营管理和业务发展需要，搭建了经纪业务事业部、资产管理事业部、证券投资事业部和投资银行事业部四大事业部，设立了机构客户部、中小企业融资部和场外业务部等部门（组织架构图见附件 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、专项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。

2017 年 3 月，公司收到《中国证券监督管理委员会调查通知书》，被证监会立案调查。在立案调查期间，证监会暂不受理公司作为保荐机构的推荐，暂不受理相关保荐代表人具体负责的推荐，暂不受理公司作为独立财务顾问出具的文件。在此期间，公司投资银行业务的开展受到了不利影响。

2017 年 5 月，公司收到了中国证监会关于河南大有能源股份有限公司 2012 年非公开发行股票项目的行政处罚决定书，主要内容为：公司在尽职调查过程中未勤勉尽责，关键核查程序缺失，未对青海省木里矿区资源整合政策可能对相关目标资产带来的风险进行揭示，出具的发行保荐书等文件存在重大遗漏；公司在持续督导过程中未勤勉尽责，未对聚乎更矿区一露天首采区采矿权的权属变更风险进行重点跟踪关注，出具的上市保荐书和 2012 年度持续督导报告存在重大遗漏。中国证监会决定对公司责令改正，给予警告，没收业务收入 1,000 万元，并处以 2,000 万元罚款；并对相关责任人员进行了警告并罚款。针对此事项，公司表示将全面加强保荐业务管理，通过使用投行项目风险实时预警大数据平台对项目进行持续分析预警，加强持续督导工作风险管控能力，提高内部控制和风险管理水平。

2017 年 5 月，公司收到了中国证监会关于鞍重股份 2016 年重大资产重组项目的行政处罚决定书，主要内容为：公司在对重组标的公司浙江九好办公服务集团有限公司（以下简称“九好集团”）的尽职调查过程中未勤勉尽责。九好集团的财务造假行为导致了九好集团、鞍重股份所披露的信息含有虚假记载、重大遗漏。2016 年 4 月公司为鞍重股份重大资产重组出具的独立财务顾问报告存在虚假记载、重大遗漏。中国证监会决定责令公司改正，没收业务收入 100.00 万元，并处以 500.00 万元罚款；并对相关责任人员进行了警告并罚款。自 2017 年 7 月起，公司投资银行业务相关的权益类项目受到限制，针对此事项，公司表示将在今后开展业务过程中严格遵循勤勉、尽责、审慎、合规的原则，全面加强对财务顾问业务的管理，通过使用大数据信息化等各种手段，提高内部控制和风险管理水平。

2018年3月23日，公司收到中国证监会《关于对西南证券股份有限公司采取公开谴责并责令改正措施的决定》（行政监管措施决定书〔2018〕58号），因在2017年6月现场检查中发现公司部分存量投资银行类项目存在不规范等问题，反映出公司投资银行类业务内控体系不完善、内部控制机制执行不到位，中国证监会对公司采取公开谴责并责令改正的行政监管措施。公司将正在开展的投资银行类业务项目的自查自纠工作结合对决定书所涉及的相关投资银行类项目再次进行了全面自查整改，对相关责任部门和责任人员进行了内部问责。同时，公司根据《证券公司投资银行类业务内部控制指引》对投资银行业务制度体系、考核体系和流程体系进行了全面整改完善。

此外，公司还因履行持续督导义务过程中未勤勉尽责、财务顾问报告未做出独立判断、开户环节身份识别工作存在疏漏、未履行信息披露义务、合规人员管理和合规系统建设存在问题等原因，被监管部门处以谈话、现场检查、责令改正、提交书面整改报告和罚款等处罚措施。

2017—2019年，公司在证监会分类评级分别为C级、BBB级和BB级，2017年评级为C级主要系投资银行业务受到监管处罚扣分所致，近年来公司受到监管处罚较多，仍需对公司内控管理水平保持持续关注。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

2017—2019年，受市场波动和行业政策影响，公司营业收入和净利润波动增长。同时联合评级也关注到，公司经纪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，需对公司未来收入增长保持关注。

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，其中经纪业务、自营业务和信用交易业务是公司主要收入来源。2019年以来，市场整体回暖，公司自营业务及经纪业务收入规模有所增长，2017—2019年，公司营业收入波动增长，年均复合增长6.76%，净利润年均复合增长18.15%；2019年，公司整体营业收入同比增长27.14%至34.89亿元，净利润同比大幅增加7.49亿元至9.65亿元，主要系自营业务收入大幅增长所致，营业收入增速略低于行业平均水平，净利润增速远高于行业平均水平。

具体来看，2017—2019年，公司经纪业务收入波动下降，年均复合下降4.40%，2019年经纪业务收入7.01亿元，同比大幅增长26.99%，主要系证券市场行情回暖所致，2017—2019年，经纪业务收入占营业收入的比重分别为25.07%、20.13%和20.10%；2017—2019年，公司信用交易业务收入年均复合增长18.19%，2019年信用交易业务收入7.92亿元，同比增长44.79%，主要系融资融券业务规模增长所致，2017—2019年，公司信用交易业务收入占营业收入的比重分别为18.53%、19.92%和22.70%，占比持续上升；2017—2019年，公司投行业务收入持续下滑，年均复合下降30.10%，2019年投资银行业务收入2.78亿元，同比下降38.22%，主要系投资顾问业务收入下降所致，2017—2019年，公司投资银行业务收入占营业收入比重分别为18.60%、16.40%和7.97%，占比持续下降；2017—2019年，公司自营业务收入波动增长，年均复合增长21.60%，波动主要受市场环境的影响，2019年自营业务收入15.66亿元，同比增长87.77%，主要系权益类投资收入大幅增长所致，2017—2019年，公司自营业务收入占营业收入的比重分别为34.61%、30.39%和44.90%；2017—2019年，公司资产管理业务收入持续下降，年均复合下降14.78%，2019年公司资产管理业务实现管理费净收入0.69亿元，同比下降27.37%，主要系资产管理业务规模下降所致，2017—2019年，

资产管理业务收入占营业收入的比重分别为3.55%、4.73%和1.81%，收入占比偏低；2017—2019年，公司其他业务收入分别为-0.11亿元、2.32亿元和0.88亿元，整体占比较小。

表 5 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

| 项目     | 2017 年 |        | 2018 年 |        | 2019 年 |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|        | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 经纪业务   | 7.67   | 25.07  | 5.52   | 20.13  | 7.01   | 20.10  |
| 信用交易业务 | 5.67   | 18.53  | 5.47   | 19.92  | 7.92   | 22.70  |
| 投资银行业务 | 5.69   | 18.60  | 4.50   | 16.40  | 2.78   | 7.97   |
| 自营业务   | 10.59  | 34.61  | 8.34   | 30.39  | 15.66  | 44.90  |
| 资产管理业务 | 1.09   | 3.55   | 1.30   | 4.73   | 0.63   | 1.81   |
| 其他     | -0.11  | -0.35  | 2.32   | 8.44   | 0.88   | 2.52   |
| 合计     | 30.61  | 100.00 | 27.44  | 100.00 | 34.88  | 100.00 |

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

## 2. 业务运营

公司经纪业务在重庆市具有较强的区域竞争优势，2017—2019 年受市场环境影响，经纪业务规模先减后增、波动下降，收入亦呈现波动下降趋势；同时联合评级也关注到经纪业务受到市场行情波动影响较大，且近年来市场份额呈下降趋势，收入的增长存在一定不确定性。

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。公司对各业务部门采取事业部编制，其中经纪业务事业部下设运营管理部、信用交易部、财富管理中心、分公司和各地证券营业部。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。

公司持续推动业务转型，为客户多元化理财需求提供个性化资产配置方案，通过“慧投顾”平台的跨区头骨服务、员工画像系统等不断提升对客户的服务品质。截至 2019 年末，公司在国内主要城市设有 95 家营业部，其中重庆地区 40 家，实现了对重庆区县的全覆盖，在重庆市具有较强的区域优势；并在深圳、重庆、上海、浙江等地设立 34 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。绩效考核方面，公司通过总部直管分公司，分公司管理营业部的线性管理模式，完善对营业部管理和考评激励机制，实现全面高效的经营管理。

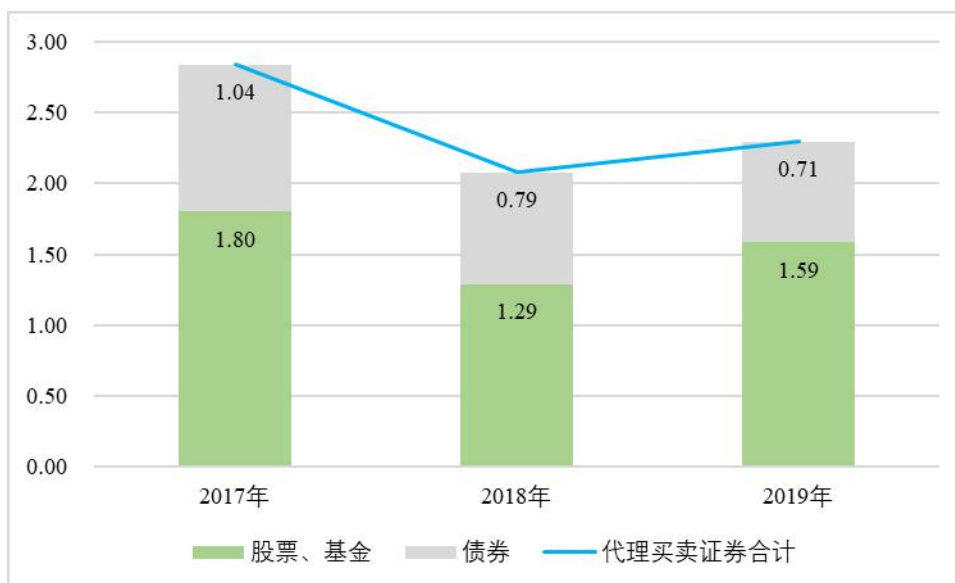
公司经纪业务在稳定发展传统业务的同时，进一步加强与投行、资管业务的合作，大力发展中间业务、机构业务和财富管理业务，客户结构目前主要以个人客户为主，未来将逐步转型发展机构客户。

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。2017—2019 年，代理买卖证券规模先减后增、波动下降，年均复合下降 10.06%，2019 年公司代理买卖证券交易额 2.30 万亿元，较上年增长 10.45%，主要系市场行情回暖所致；具体来看，2017—2019 年，公司股票、基金交易额年均复合下降 6.16%，2019 年公司股票、基金交易额 1.59 万亿元，较上年增长 22.88%，近三年股票、基金交易市场份额分别为 0.79%、0.64%和 0.58%，市场份额持续下滑。2017—2019 年，公司债券交易额年均复合下降 17.25%，2019 年公司债券交易额 0.71 万亿元，较上年下降 9.85%，2017—2019 年，债券交易市场份额分别为 0.39%、0.17%和 0.15%，市场份额逐年下滑。

2017—2019 年，公司平均佣金率水平分别为 0.456‰、0.432‰和 0.433‰，佣金率波动下降，但仍略高于行业平均水平，未来仍存在下降空间。收入方面，2017—2019 年，公司经纪业务收入

先减后增、波动下降,年均复合下降 4.40%,2019 年经纪业务收入 7.01 亿元,同比大幅增长 26.99%。2017—2018 年,公司证券经纪业务收入排名均为第 34 名,排名保持稳定。

图 4 公司经纪业务情况 (单位: 万亿元)



资料来源：公司提供，联合评级整理

**2017—2019 年,公司投资银行业务受业务资质受限及市场波动影响,收入规模持续下降,业务结构主要以债权承销为主;目前公司已恢复展业,需对后续业务拓展及品牌修复情况保持关注。**

公司投资银行业务包括股票承销和保荐业务、债券业务及财务顾问业务三大类,其业务开展实施事业部管理体制,即实行总裁领导下的分管领导负责制。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 2019 年末,公司在中国证券业协会注册的保荐代表人共 31 名。

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。股权融资方面,2017—2019 年,公司分别完成 IPO 项目 2 个、0 个和 0 个,2018 年以来受审批政策调整和业务资质受限对项目落地的影响,无完成的 IPO 项目,同期承销金额分别为 11.32 亿元、0.00 亿元和 0.00 亿元。再融资业务方面,2017—2019 年,公司分别完成再融资项目承销个数 7 个、1 个和 0 个,承销金额分别为 118.14 亿元、4.00 亿元和 0.00 亿元,主要受监管政策调整影响,再融资项目及承销规模大幅下降。债权承销业务方面,2017—2019 年,公司分别完成债券发行项目个数 22 个、24 个和 25 个,承销金额分别为 164.64 亿元、163.41 亿元和 197.98 亿元,主要系 2019 年第四季度业务规模大幅增长所致。2017—2019 年,公司投资银行业务手续费及佣金净收入持续下降,年均复合下降 30.10%,2019 年实现投资银行业务收入 2.78 亿元,同比下降 38.22%。2017—2018 年,公司投资业务收入排名分别为第 25 位和第 26 位。

财务顾问业务方面,2017—2019 年,公司财务顾问业务净收入 2.52 亿元、3.31 亿元和 1.69 亿元,2017—2018 年行业排名分别位于第 14 位和第 7 位。

新三板业务方面,2017—2019 年累计督导企业数量 272 家、246 家和 192 家,市场份额占比分别为 2.30%、2.30%和 2.10%,新增挂牌家数分别为 57 家、13 家和 8 家,2017—2018 年新增挂牌家数行业排名均位于第 13 位。

表 6 公司投行业务情况表（单位：个、亿元）

| 项目        | 2017 年    |               | 2018 年    |               | 2019 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          |
| 首次公开发行    | 2         | 11.32         | 0         | 0.00          | 0         | 0.00          |
| 债券发行      | 22        | 164.64        | 24        | 163.41        | 25        | 197.98        |
| 再融资发行     | 7         | 118.14        | 1         | 4.00          | 0         | 0.00          |
| <b>合计</b> | <b>31</b> | <b>294.10</b> | <b>25</b> | <b>167.41</b> | <b>25</b> | <b>197.98</b> |

资料来源：公司提供

投行项目储备方面，截至 2019 年末，公司在审项目中：企业债及公司债项目 13 个，此外，未申报的储备项目中：上市公司再融资项目 3 个、企业债 5 个、公司债 17 个、财务顾问项目 2 个。公司具有一定项目储备，为公司未来投资银行发展提供了一定保障。

2017 年 3 月，公司收到《中国证券监督管理委员会调查通知书》，被证监会立案调查，相关事件的进展情况见管理与内控分析。由于证监会立案调查事件，2017 年上半年，公司投资银行业务中的保荐业务和财务顾问业务受到一定不利影响，且债券市场受去杠杆政策影响发行规模下降明显。2017 年，公司新增设内核委员会，是公司开展投资银行类业务的非常设内核机构，内核委员由公司内部的专业人士和外部专家组成，由公司聘任。公司内部专业人士包括法律合规部、风险控制部、内核部、质量控制部门和投资银行类业务部门具有一定工作经验的人员。内核委员会需对首次公开发行股票并上市的保荐业务、上市公司证券发行的保荐业务、上市公司并购重组等投资银行业务进行表决，并履行最终审批决策职责。公司已在辖区重庆证监局的监督指导下，严格参照《证券公司投资银行类业务内部控制指引》（以下简称“《内控指引》”）的规定，完成了相关整改工作，完善了投资银行类业务的内部控制体系并自 2018 年 7 月 1 日《内控指引》正式实施之日起有效执行，2018 年 9—11 月，公司上述整改工作已相继通过了重庆证监局及中国证监会的验收。2018 年，公司因存在合规风控对投资银行类业务未全面有效覆盖、内部控制机制未有效执行、部分投资银行类项目对相关事项核查不充分等，收到中国证监会《行政监管措施决定书》，公司针对投资银行业务认真整改，并按照《内控指引》的要求，对投资银行类业务内控体系进行调整，持续完善内部控制制度，规范内部控制制度执行，强化内部控制监督、检查，通过加大对信息系统投入等方式，通过科技手段，提高内部控制和风险管理水平。根据公司回复，公司目前已结合《内控指引》的规定，组织相关部门对业务组织架构、制度体系以及管理机制进行了全面整改完善，并于 2019 年 6 月通过了中国证监会及重庆监管局的整改验收。验收通过后，落地项目均为债权类项目。

**2017—2019 年，公司投资规模波动增长，投资结构有所变化，债券投资规模及占比有所提升；2019 年市场行情较好，收入规模有整体较大的增长。同时联合评级也关注到，自营业务受市场波动影响较大，未来自营业务收入的增长存在一定的不确定性。**

公司自营业务由权益类投资、固定收益类投资以及量化投资组成。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，降低了权益类投资的规模，加大固定收益类投资投入，同时通过金融衍生工具，对股票和固定收益类证券实施套期保值，降低自营业务的业绩波动。

2017—2019 年末，公司自营投资规模波动增长，年均复合增长 2.28%，主要系债券持仓规模波动所致，截至 2019 年末，公司自营投资规模 302.16 亿元，较上年末下降 3.86%。投资结构以债

券投资为主，2017—2019 年末，债券投资余额分别占自营业务投资余额的 56.45%、79.14%和 75.86%。截至 2019 年末，股票、基金和理财产品及其他投资余额分别占自营业务投资余额的 11.15%、7.11%和 5.88%。分别来看，2017—2019 年末，公司股票投资规模波动下降，年均复合下降 27.35%，2019 年股票投资规模 33.69 亿元，较年初增长 19.13%，主要系市场回暖公司加大股票投资所致。2017—2019 年末，公司债券投资规模波动增长，年均复合增长 18.56%，2018 年公司投资债券规模大幅增长主要系公司加大高评级信用债投资杠杆所致，截至 2019 年末，公司债券投资规模为 229.22 亿元，较年初小幅下降 7.84%，债券投资级别以债项级别 AA+及以上为主。2017—2019 年末，公司基金投资规模波动下降，年均复合下降 24.93%，截至 2019 年末，基金投资规模 21.50 亿元，较年初增长 29.91%，公司基金投资以货币基金和其他证券投资基金为主。2017—2019 年末，公司理财产品及其他投资规模持续下降，年均复合下降 13.68%，截至 2019 年末，公司理财产品及其他投资规模 17.75 亿元，较上年末下降 14.38%。

收入方面，2017—2019 年，公司自营业务收入先降后增、波动增长，年均复合增长 21.60%，波动主要受市场环境影响，2019 年自营业务收入 15.66 亿元，同比增长 87.77%，主要系 2019 年市场行情回暖所致。2017—2018 年，公司证券投资业务收入排名分别为第 21 位和第 18 位，其中股权投资收入排名分别为第 9 位和第 18 位。

表 7 公司主要证券投资结构（单位：亿元、%）

| 项目      | 2017 年末 |        | 2018 年末 |        | 2019 年末 |        |
|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
|         | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     |
| 股票      | 63.83   | 22.10  | 28.28   | 9.00   | 33.69   | 11.15  |
| 债券      | 163.06  | 56.45  | 248.73  | 79.14  | 229.22  | 75.86  |
| 基金      | 38.15   | 13.21  | 16.55   | 5.27   | 21.50   | 7.11   |
| 理财产品及其他 | 23.82   | 8.25   | 20.73   | 6.59   | 17.75   | 5.88   |
| 合计      | 288.86  | 100.00 | 314.29  | 100.00 | 302.16  | 100.00 |

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司自营业务投资标的中，投资的资产管理计划发生违约涉及本金约 2.31 亿元，主要系资产管理计划的底层资产中“16 同益债”未能根据约定履行回售义务所致。目前该案件处于一审审理阶段。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。上述投资资产按照交易性金融资产进行核算，均未计提减值准备。

2017—2019 年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本分别为 50.84%、43.63%和 36.24%，自营非权益类证券及衍生品/净资本分别为 130.78%、208.75%和 181.55%，2018 年受债券投资规模大幅增加影响，自营非权益类证券及衍生品/净资本指标大幅上升，近年来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，资产管理业务规模有所下降，目前资产管理业务收入规模较小，对收入贡献度有限。

公司于 2002 年取得受托管理业务资格。公司积极推进资产管理创新业务，大力开展银证合作为主的定向资产管理业务，目前，公司资管产品涵盖委托贷款、信用证、委托债权投资等全部创新类通道业务品种，并相继推出客户保证金管理、结构化权益类投资、交易所股票质押融资等创

新产品，进一步丰富资产管理业务产品线。目前公司资产管理业务部下设四个部门，分别为综合部、证券资管部、资产管理上海和资产管理北京，采取团队制度，每个团队包含 1~3 人。

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，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。

近年来公司调整资产管理业务结构，着力发展主动管理型业务，压缩通道业务规模，资产管理业务规模持续下降，2017—2019 年末，公司资产管理业务规模年均复合下降 29.80%，截至 2019 年末，公司资产管理业务规模 458.34 亿元，较上年末下降 29.41%。其中集合资产管理业务规模 97.24 亿元，较上年末下降 31.67%；定向资产管理业务规模 315.26 亿元，较上年末下降 32.07%；专项资产管理业务规模为 45.84 亿元，较上年末增长 6.73%。结构上看，资产管理业务结构仍以被动管理为主，但近年来主动管理占比逐渐提升。

管理费净收入方面，2017—2019 年，公司资产管理业务收入持续下降，年均复合下降 14.78%，2019 年公司资产管理业务实现管理费净收入 0.69 亿元，同比下降 27.37%，主要系资产管理业务规模下降所致。

表 8 资产管理业务情况表（单位：亿元）

| 项目   |      | 2017 年 |        | 2018 年 |        | 2019 年 |        |
|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      |      | 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   | 262.09 | 0.92   | 142.31 | 0.56   | 97.24  | 0.46   |
|      | 定向   | 640.37 | 0.55   | 464.07 | 0.37   | 315.26 | 0.22   |
|      | 专项   | 27.51  | 0.02   | 42.95  | 0.02   | 45.84  | 0.01   |
| 管理方式 | 主动管理 | 340.92 |        | 239.33 |        | 209.98 |        |
|      | 被动管理 | 589.05 |        | 397.06 |        | 248.37 |        |
| 合计   |      | 929.97 |        | 649.33 |        | 458.34 |        |

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司信用交易业务以融资融券业务为主，股票质押回购业务规模相对不大；同时联合评级关注到公司信用交易业务受市场行情影响较大且存在一定信用风险，收入增长存在一定不确定性。

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。2017—2019 年末，公司融资融券业务账户数目分别为 31,044 户、31,625 户和 33,473 户，账户余额分别为 82.29 亿元、75.64 亿元和 99.19 亿元，账户数目余额波动主要受市场环境和公司客户融资需求影响所致。利息收入方面，2017—2019 年，公司融资融券业务实现利息收入分别为 5.80 亿元、5.84 亿元和 6.58 亿元。2017—2018 年公司融资融券业务利息收入行业排名分别位于第 28 名和第 27 名。

表 9 公司融资融券业务情况（单位：户、亿元）

| 项目       | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 融资融券账户数目 | 31,044 | 31,625 | 33,473 |
| 融资融券账户余额 | 82.29  | 75.64  | 99.19  |
| 融资融券利息收入 | 5.80   | 5.84   | 6.58   |

资料来源：公司提供，联合评级整理

股票质押业务方面，2017—2019 年末，公司股票质押回购业务交易余额分别为 17.90 亿元、12.27 亿元和 12.37 亿元，整体呈下降趋势，主要受市场环境及公司压缩规模等综合因素影响所致；利息收入方面，2017—2019 年，公司股票质押回购业务实现利息收入分别为 0.89 亿元、0.92 亿元和 1.10 亿元。

2017—2019 年末，公司信用业务杠杆率分别为 52.64%、51.33%和 60.41%，2019 年信用业务杠杆率有显著增长，主要系融资融券业务规模增长所致，公司信用业务杠杆率水平适中。

截至 2019 年末，股票质押式回购业务涉及违约业务 2 笔，分别为“中捷股份”和“派生科技”，涉及融资余额共 1.52 亿元，其中“派生科技”案（合计余额 0.35 亿元，计提减值准备金额 0.09 亿元）已在诉讼追偿中，“中捷股份”案（合计余额 1.17 亿元，计提减值准备金额 0.83 亿元）待申请强制执行。

西证国际 2019 年受子公司西证国际证券开展项目大额计提减值准备等因素影响，亏损较大，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，注册资本 8.00 亿元，主要开展股权投资业务。截至 2019 年末，西证投资总资产 15.78 亿元，净资产 11.04 亿元；2019 年，西证投资实现营业收入 1.84 亿元，净利润 1.05 亿元。

西证创新成立于 2013 年，注册资本 40.00 亿元，实收资本 18.00 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 2019 年末，西证创新总资产 19.55 亿元，净资产 19.10 亿元；2019 年，西证创新实现营业收入 1.60 亿元，净利润 0.94 亿元。

西南期货于 2013 年成为公司全资子公司，注册资本 5.00 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 2019 年末，西南期货总资产 16.53 亿元，净资产 5.27 亿元；2019 年，西南期货实现营业收入 1.48 亿元、净利润 0.17 亿元。

西证国际成立于 2013 年，注册资本 15.70 亿元港币，西证国际下属西证国际证券股份有限公司（以下简称“西证国际证券”），通过其子公司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 2019 年末，西证国际总资产 21.48 亿元，净资产 6.54 亿元；2019 年，公司实现营业收入 0.97 亿元，亏损 3.19 亿元，亏损主要系 2019 年开展项目贷款风险而计提减值所致，减值金额约为 3.00 亿元（港币）。

银华基金成立于 2001 年 5 月，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。公司持有银华基金 44.10%股权，为其第一大股东。截至 2019 年末，银华基金总资产 39.07 亿元，净资产 27.83 亿元；2019 年实现营业收入 22.31 亿元，净利润 5.74 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 10 截至 2019 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 | 15.78 | 11.04 | 1.84  | 1.05  |
| 西证创新 | 2013 年 | 40.00(实收资本 18.00 亿元) | 100.00 | 19.55 | 19.10 | 1.60  | 0.94  |
| 西南期货 | 2013 年 | 5.00                 | 100.00 | 16.53 | 5.27  | 1.48  | 0.17  |
| 西证国际 | 2013 年 | 15.70 (港币)           | 100.00 | 21.48 | 6.54  | 0.97  | -3.19 |
| 银华基金 | 2001 年 | 2.22                 | 44.10  | 39.07 | 27.83 | 22.31 | 5.74  |

资料来源：公司提供，联合评级整理

### 3. 重大事项

目前公司正在筹备定项增发事宜，2019年11月，中国证监会决定对公司定向增发事项予以受理；2019年12月，公司公布《西南证券股份有限公司非公开发行A股股票预案》（以下简称“《预案》”），根据《预案》公告，公司计划非公开发行募集资金总额不超过70.00亿元。2020年4月30日，中国证监会发行监管部出具了《关于请做好西南证券非公开发行股票申请发审委会议准备工作的函》（以下简称“《告知函》”）。2020年5月16日，公司针对《告知函》中的重要问题进行了公开回复，目前定项增发事宜仍待中国证监会核准。若公司顺利完成增发，公司资本实力将进一步增强，有利于公司综合实力的提升。

### 4. 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。

公司将坚持以客户为中心，推进业务模式的转型升级和产品服务的创新，加强内外部协同，完善综合金融服务模式，致力于建设成为“具备一流的创新意识、业务能力和管理水平的现代投资银行”。公司计划拓展“一带一路”、西部大开发、长江经济带、中新项目、成渝双城经济圈建设等政策机遇，统筹发展投资银行、财富管理、资产管理、投资业务、机构业务和国际业务等综合证券金融业务，加强在“一带一路”区域的合作与业务拓展，推动主营业务均衡发展，坚持稳健、综合、特色化的发展道路。

2020年，公司将捕捉监管政策和市场发展形势变化，把握市场发展机遇，统筹协调创新发展与稳健经营，提升业务发展韧性和质量效益，集中优势资源，重点发展优势业务和特色业务，打造业务合作新平台，增强公司差异化发展特色和实力。一是从满足各类型客户发展变化的证券业务需求出发，增强公司在投资银行、财富管理、资产管理、投资业务、机构业务、国际业务等领域的专业能力，提升服务效率，增强盈利效能。二是高效推进公司资本补充工作，增强公司资本实力和抗风险能力，加强资本金的管理运用，为推动各项业务的壮大发展奠定基础。三是打造和强化稳健高效的经营管理体系，塑造优质的企业文化，建设高质量的人才队伍，强化合规风控能力，提升公司品牌形象，打造金融科技实力，优化成本管理效率，提升企业现代化管理水平和运营效能。

## 七、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理制度体系，能够较好地支持和保障各项业务的发展。但随着业务规模的扩大，公司需进一步提高风险管理的水平。

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。

### 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。公司主要以风险价值（VaR）衡量投资组合市场风险，通过头寸规模限额、量化风险限额、止损限额、集中度管理等风险限额指标管理市场风险。

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。2019年，公司新增制订了《西南证券股份有限公司关于进一步规范债券交易管理的补充方案》，逐条进行整改规范。完善了债券投资交易内部控制体系，包括构建和完善债券投资交易内控机制，债券投资交易相关部门有效监督、相互制衡；加强和规范债券投资交易人员行为管理，防范债券投资交易道德风险；建立多指标差异化投资比较基准，加强异常交易监控；完善内部评级及尽职调查流程，提高债券投资交易信用风险管理水平；建立公司统一询价工具，规范债券投资交易询价留痕工作等内容。

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。

### 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较低水平。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。公司一般投资外部评级AA及以上债券，以AA+级别债券居多。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。

## 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，公司的负债主要由应付短期融资款、卖出回购金融资产款和证券经纪业务产生的代理买卖证券款构成。作为上市公司，公司融资渠道较为通畅，且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，因此公司负债的流动性风险可控。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较高，公司资产流动性良好。2017—2019年末，公司净稳定资金率分别为145.38%、145.12%和143.86%，流动性覆盖率分别为469.04%、367.97%和238.87%，均符合监管标准。

图5 公司流动性指标情况（单位：%）



资料来源：公司风险控制指标报表，联合评级整理

## 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的需要，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。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2017—2019年度合并财务报表均经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留的审计意见。公司在2019年实施了新金融工具准则，该准则在金融资产分类、计量（含减值）、列报等方面对公司财务报表产生了一定的影响。从合并范围来看，2018年，公司处置了所持有的重庆西证渝富股权投资基金管理有限公司股权，其不再纳入合并范围，同时减持重庆股转中心的股权，其不再纳入合并范围，转为在长期股权投资中进行核算，2018年6月，重庆西证电子商务有限公司已完成工商注销，自注销之日起不再纳入合并报表范围，2019年，西证创新资本（深圳）有限公司不再纳入合并报表范围。整体看，公司会计政策和合并范围的变更对公司财务数据的可比性影响不大，公司财务数据可比性仍较强。

### 2. 资金来源与流动性

**2017—2019年末，公司负债规模持续增长，自有资产负债率处于适中水平，公司债务转为以短期债务为主，需关注短期内流动性管理情况。**

2017—2019年末，公司负债总额逐年增长，年均复合增长2.99%，截至2019年末，公司负债总额为462.93亿元，较上年末增长3.52%，主要系代理买卖证券款增长所致；自有负债规模342.72亿元，较上年末增长0.51%，整体规模变化不大，公司自有负债以卖出回购金融资产款和应付债券为主，占比分别为42.35%和45.11%。

2017—2019年末，公司卖出回购金融资产款波动增长，年均复合增长21.59%，截至2018年末，公司卖出回购金融资产款较年初增长69.15%，主要系自营债券投资规模增长所致。截至2019年末，公司卖出回购金融资产款145.16亿元，较年初下降12.60%，主要系自营债券投资规模下降所致。

2017—2019年末，公司应付债券先减后增、波动下降，年均复合下降4.51%，2018年末，公司应付债券较年初减少21.92%，主要是债券到期偿还所致。截至2019年末，公司应付债券154.60亿元，较年初增长16.79%，主要系公司新增发行“19西南01”“19西南02”“19西南C1”“2年期离岸美元债券”所致，票面利率分别为3.85%、3.77%、4.50%和6.90%。

2017—2019年末，公司应付短期融资款呈波动下降趋势，年均复合下降80.70%，2018年末，应付短期融资款较上年末大幅增加19.40亿元，主要是新增发行短期收益凭证所致；截至2019年末，公司应付短期融资款13.10亿元，较年初下降44.03%，主要系到期短期收益凭证规模较大所致，票面利率在2.52%~6.66%。

2017—2019年末，公司净资产/负债分别为52.24%、38.98%和44.67%，2019年末增长主要系净资产增长所致，净资产/负债分别为69.60%、56.34%和63.67%，自有资产负债率分别为59.35%、

64.25%和 63.67%，2019 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。

表 11 公司资金来源情况表（单位：亿元、%）

| 项目           | 2017 年末       | 2018 年末       | 2019 年末       |
|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>负债总额</b>  | <b>436.46</b> | <b>447.18</b> | <b>462.93</b> |
| <b>自有负债</b>  | <b>292.67</b> | <b>340.98</b> | <b>342.72</b> |
| 其中：卖出回购金融资产款 | 98.18         | 166.08        | 145.16        |
| 应付债券         | 169.54        | 132.37        | 154.60        |
| 应付短期融资款      | 4.01          | 23.41         | 13.10         |
| <b>非自有负债</b> | <b>143.80</b> | <b>106.20</b> | <b>120.22</b> |
| 其中：代理买卖证券款   | 98.88         | 86.78         | 122.42        |
| <b>全部债务</b>  | <b>316.66</b> | <b>346.28</b> | <b>334.74</b> |
| 其中：短期债务      | 147.12        | 213.91        | 180.14        |
| 长期债务         | 169.54        | 132.37        | 154.60        |
| 自有资产负债率      | 59.35         | 64.25         | 63.67         |
| 净资本/负债       | 52.24         | 38.98         | 44.67         |
| 净资产/负债       | 69.60         | 56.34         | 63.67         |

资料来源：公司审计报告、公司风险控制指标报表，联合评级整理

有息债务方面，2017—2019 年末，公司有息债务规模波动增长，年均复合增长 2.82%，公司 2018 年加大高评级信用债的杠杆倍数，债务规模有明显增长，债务结构转变为以短期债务为主；截至 2019 年末，公司全部债务规模 334.74 亿元，较年初减少 3.33%，主要系卖出回购金融资产款和应付短期融资款下降所致。从债务结构看，截至 2019 年末，公司短期债务占比 53.81%，较上年下降 7.96 个百分点，截至 2020 年 3 月末，公司 2020 年到期债务占比 69.60%，需关注公司流动性管理。

表 12 截至 2020 年 3 月末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元、%）

| 项目            | 金额            | 占比            |
|---------------|---------------|---------------|
| 2020 年到期      | 255.70        | 69.60         |
| 2021 年到期      | 33.83         | 9.21          |
| 2022 年到期      | 77.88         | 21.20         |
| <b>全部债务合计</b> | <b>367.41</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司提供，联合评级整理

2017—2019 年末，公司资产规模整体小幅增长，融出资金期限较短、投资资产主要为债券，资产质量和流动性较好。

2017—2019 年末，公司资产总额呈持续增长趋势，年均复合增长 1.68%，截至 2019 年末，公司资产规模为 658.51 亿元，较年初增长 3.38%，公司总资产以货币资金、融出资金、交易性金融资产、其他债券投资和其他权益投资为主，占比分别为 20.39%、16.06%、26.83%、17.29%和 9.99%。

2017—2019 年末，公司自有资产呈持续增长趋势，年均复合增长 4.48%，截至 2019 年末，公司自有资产为 538.29 亿元，较上年末增长 1.42%；2017—2019 年末，公司优质流动资产呈持续趋势，年均复合下降 11.65%，截至 2019 年末，公司优质流动资产为 98.23 亿元，较年初下降 13.66%；2017—2019 年末，公司优质流动资产/总资产为分别为 27.01%、22.56%和 18.91%，资产流动性较好。

表 13 公司资产情况表（单位：亿元、%）

| 项目                     | 2017 年末       | 2018 年末       | 2019 年末       |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>资产总额</b>            | <b>636.94</b> | <b>636.95</b> | <b>658.51</b> |
| 其中：自有货币资金              | 51.69         | 34.62         | 36.35         |
| 自有结算备付金                | 1.75          | 10.89         | 12.96         |
| 融出资金                   | 87.64         | 84.90         | 105.78        |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 223.57        | 271.16        | --            |
| 买入返售金融资产               | 30.65         | 21.40         | 15.60         |
| 可供出售金融资产               | 88.59         | 63.65         | --            |
| 交易性金融资产                | --            | --            | 176.67        |
| 其他债权投资                 | --            | --            | 113.84        |
| 其他权益工具投资               | --            | --            | 33.18         |
| <b>自有资产</b>            | <b>493.15</b> | <b>530.75</b> | <b>538.29</b> |
| 自有资产/资产总额              | 77.43         | 83.33         | 81.74         |
| <b>优质流动资产</b>          | <b>125.85</b> | <b>113.77</b> | <b>98.23</b>  |
| 优质流动资产/总资产             | 27.01         | 22.56         | 18.91         |

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：公司审计报告，联合评级整理

2017—2019 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 0.06%，截至 2019 年末，公司货币资金 134.25 亿元，较上年末下降 27.74%，主要系证券市场回暖、客户资金增长所致。其中，公司自有货币资金 36.35 亿元，占比 27.08%，货币资金无受限资产。

2017—2019 年末，公司融出资金波动增长，年均复合增长 9.86%，截至 2019 年末，融出资金 105.98 亿元，较上年末增长 24.60%，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 30.61%，3~6 个月的融出资金占比 68.38%，期末公司计提减值准备 0.34 亿元，计提比例为 0.32%，期末融出资金中包含 20.73 亿元的受限资产，主要是用作卖出回购金融资产抵押物。

2017—2019 年末，公司买入返售金融资产持续下降，年均复合下降 28.66%，截至 2019 年末，公司买入返售金融资产 15.60 亿元，较上年末下降 27.11%，主要系债券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 53.04%。公司买入返售金融资产共计计提减值准备 1.20 亿元，计提比例 7.67%。

截至 2019 年末，公司交易性金融资产 176.67 亿元，其中债券投资 115.39 亿元；其他债权投资 113.84 亿元，其中地方债 97.97 亿元；其他权益投资 33.18 亿元。

### 3. 资本充足性

**公司资本实力很强，各项风险控制指标符合行业监管要求，整体资本充足性较好。**

2017—2019 年末，公司所有者权益先减后增、波动下降，年均复合下降 1.23%，截至 2019 年末，公司合并所有者权益合计 195.58 亿元，较上年末增长 3.06%，主要系利润滚存所致，其中归属于母公司所有者权益占比 100.18%；归属于母公司的所有者权益中，股本占 28.81%、资本公积占 39.65%、一般风险准备占 10.84%，未分配利润占比 14.14%，股本和资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性较好。2017—2019 年实际分配现金利润分别为 5.65 亿元、2.82 亿元和 1.69 亿元，现金分红占上年归母净利润的比重分别为 61.52%、42.20%和 76.44%，公司分红力度较大，对所有者权益补充效果一般。

公司主要通过发行次级债、利润留存等方式补充资本。2017—2019 年末，公司母公司口径的净资本分别为 143.51 亿元、125.74 亿元和 145.66 亿元，年均复合增长 0.74%，2019 年增长主要系

计入附属净资本的次级债规模增长所致；其中，核心净资本分别为 121.51 亿元、107.44 亿元和 117.68 亿元，年均复合下降 1.59%；同期，公司净资产分别为 191.20 亿元、181.75 亿元和 193.24 亿元，年均复合增长 0.53%；同期，公司各项风险准备金之和分别为 67.84 亿元、51.88 亿元和 49.83 亿元，年均复合下降 14.30%。

从主要风控指标来看，2017—2019 年末，公司净资本/净资产分别为 75.06%、69.18%和 75.38%；资本杠杆率分别为 25.30%、20.73%和 21.75%；风险覆盖率分别为 211.53%、242.39%和 292.29%。公司各项风险控制指标处于安全范围内，绝大多数指标远高于行业监管标准。

表 14 母公司口径风险控制指标表（单位：亿元、%）

| 项目         | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 监管标准 | 预警标准 |
|------------|---------|---------|---------|------|------|
| 核心净资本      | 121.51  | 107.44  | 117.68  | --   | --   |
| 附属净资本      | 22.00   | 18.30   | 27.98   | --   | --   |
| 净资本        | 143.51  | 125.74  | 145.66  | --   | --   |
| 净资产        | 191.20  | 181.75  | 193.24  | --   | --   |
| 各项风险资本准备之和 | 67.84   | 51.88   | 49.83   | --   | --   |
| 净资本/净资产    | 75.06   | 69.18   | 75.38   | ≥20  | ≥24  |
| 风险覆盖率      | 211.53  | 242.39  | 292.29  | ≥100 | ≥120 |
| 资本杠杆率      | 25.30   | 20.73   | 21.75   | ≥8   | ≥9.6 |

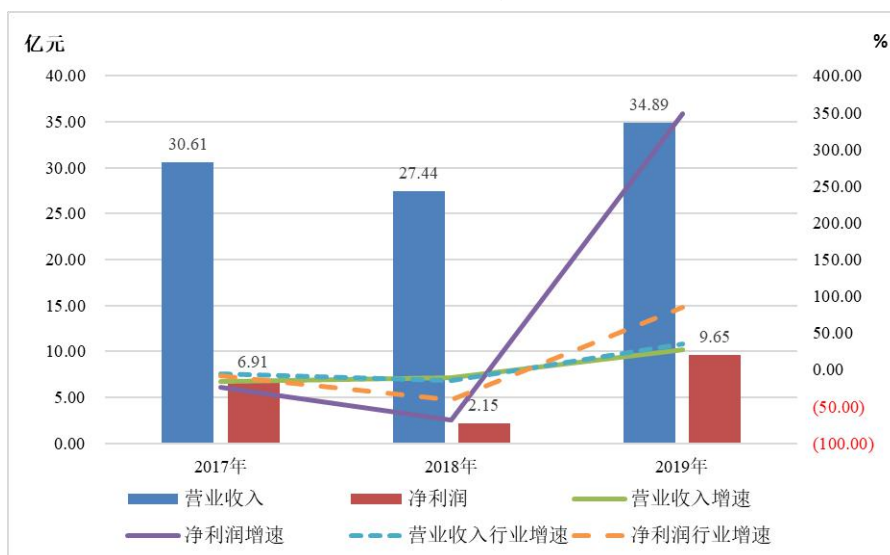
资料来源：公司风险控制指标报表

#### 4. 盈利能力

公司营业收入主要来源于手续费及佣金净收入和投资收益，2019 年市场行情回暖，公司收入利润水平有所回升。

2017—2019 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 6.76%，2018 年收入同比下降 10.34%，2019 年实现营业收入 34.89 亿元，同比增长 27.14%。

图 6 公司盈利情况图（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2017—2019 年，公司营业支出波动增长，年均复合增长 4.68%，2018 年公司营业支出增长主要系资产减值损失的增长和其他业务成本的增加所致；2019 年，公司营业支出 23.83 亿元，同比

下降 5.67%，主要系业务及管理费增长所致。从支出构成来看，2019 年，公司营业支出主要由业务及管理费和信用减值损失构成，占比分别为 82.09%和 12.62%。2017—2019 年，公司营业费用率分别为 68.03%、64.87%和 56.06%，薪酬收入比分别为 46.77%、45.98%和 42.46%，2019 年公司费用成本控制能力有所上升。

从盈利情况来看，2017—2019 年，公司净利润波动增长，年均复合增长 18.15%，2018 年净利润下降主要系营业收入规模下降、资产减值损失和子公司大宗商品交易支出增加综合影响所致；2019 年，净利润为 9.65 亿元，同比大幅增加 7.49 亿元，主要系自营业业务收入大幅增长所致。从盈利能力指标来看，2017—2019 年，营业利润率分别为 28.95%、7.95%和 31.70%，自有资产收益率分别为 1.36%、0.42%和 1.80%，净资产收益率分别为 3.48%、1.10%和 5.10%，2019 年盈利指标大幅改善，但整体盈利能力仍属一般。2017—2018 年，公司净资产收益率行业排名分别位于第 47 位和第 71 位，处于中下游水平。

表 15 公司盈利指标表（单位：%、名）

| 项目       | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 营业费用率    | 68.03  | 64.87  | 56.06  |
| 薪酬收入比    | 46.77  | 45.98  | 42.46  |
| 营业利润率    | 28.95  | 7.95   | 31.70  |
| 自有资产收益率  | 1.36   | 0.42   | 1.80   |
| 净资产收益率   | 3.48   | 1.10   | 5.01   |
| 净资产收益率排名 | 47     | 71     | /      |

资料来源：公司审计报告、中国证券业协会，联合评级整理

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，盈利稳定性偏弱，整体盈利水平一般。

表 16 同行业 2019 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      |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 中国银河证券股份有限公司 | 7.59        | 2.46        | 40.81        | 25.50        | 69.33        |
| 中银国际证券股份有限公司 | 6.46        | 2.40        | 62.90        | 19.71        | 59.72        |
| 华西证券股份有限公司   | 10.19       | 4.55        | 50.72        | 22.13        | 61.20        |
| <b>样本平均值</b> | <b>8.08</b> | <b>3.14</b> | <b>51.48</b> | <b>22.45</b> | <b>63.42</b> |
| 西南证券         | 5.01        | 1.80        | 56.06        | 63.33        | 63.67        |

资料来源：公司审计报告、财务报表、公开资料，联合评级整理

## 5. 偿债能力

公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司自身资本实力很强以及融资渠道较为畅通，整体偿债能力仍属极强。

2017—2019 年末，公司流动性覆盖率和净稳定资金率保持稳定且均高于 120%以上，公司短期偿债指标表现较好。2017—2019 年，受利润规模影响，公司 EBITDA 先减后增、波动增长，年均复合增长 6.19%；2019 年，公司 EBITDA 为 28.23 亿元，同比增长 37.49%，其中，利润总额占比 38.94%、利息支出占比 56.46%，利润总额占比上升，利息支出占比下降。2017—2019 年，EBITDA 利息倍数先减后增、波动上升，分别为 1.66 倍、1.21 倍和 1.77 倍，EBITDA 对利息支出的覆盖程度较好；

同期，EBITDA全部债务比分别为0.08倍、0.06倍和0.08倍，EBITDA对全部债务保障程度一般。

表 17 公司偿债能力情况（单位：亿元、%、倍）

| 项目           | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 流动性覆盖率       | 469.04 | 367.97 | 238.87 |
| 净稳定资金率       | 145.38 | 145.12 | 143.86 |
| 全部债务         | 316.66 | 346.28 | 337.74 |
| 优质流动资产/全部债务  | 39.74  | 32.85  | 29.35  |
| 自有资产负债率      | 59.35  | 64.25  | 63.67  |
| EBITDA       | 25.03  | 20.53  | 28.23  |
| EBITDA 利息倍数  | 1.66   | 1.21   | 1.77   |
| EBITDA 全部债务比 | 0.08   | 0.06   | 0.08   |

资料来源：公司审计报告、公司风险控制指标报表，联合评级整理

截至2020年3月末，公司共获银行授信335.00亿元，其中258.65亿元尚未使用，公司融资渠道较为畅通。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至2020年4月30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。

截至2020年3月末，公司无对外担保情况；

截至2020年5月11日，公司合计金额超过1,000.00万元的或有负债情况如下：投资者因鞍重股份重组项目诉公司证券虚假陈述责任纠纷未决诉讼案件共计101起，涉及金额约3,328.00万元，目前案件均处于一审审理阶段。

## 九、本次债券偿还能力分析

### 1. 本次债券发行对公司目前负债的影响

截至2019年末，公司自有负债合计为342.72亿元。本次拟发行债券规模不超过20.00亿元，相对于公司的债务规模，本次债券发债规模一般，债务负担将有所增加。

以2019年末财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为20.00亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为64.97%，上升1.30个百分点，债务负担有所增加，结合公司所处的证券行业来看，整体处于正常水平。

### 2. 本次债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行20.00亿元估算相关指标对本次债券本金的保障倍数（见下表），各项指标均比较良好。考虑到本次债券所募集的资金拟用于补充营运资金，增加的营运资金主要将用于主营业务相关领域，以支持公司的长期发展及核心竞争力的培育；且公司作为上市公司，拥有较通畅的直接和间接融资渠道，能够为本次债券提供较强的现金流保障。

表 18 本次债券偿还能力指标（单位：倍）

| 项目                | 2019 年 |
|-------------------|--------|
| 净资产（母公司口径）/本次债券本金 | 9.66   |
| 净利润/本次债券本金        | 0.48   |
| EBITDA/本次债券本金     | 1.41   |
| 经营活动现金流量净额/本次债券本金 | 0.73   |

资料来源：联合评级整理

综合以上分析，并考虑到公司作为全国性综合类证券公司，在资本实力、业务规模、区域竞争力和股东支持等方面具有优势，联合评级认为公司对本次债券的偿还能力极强。

## 十、综合评价

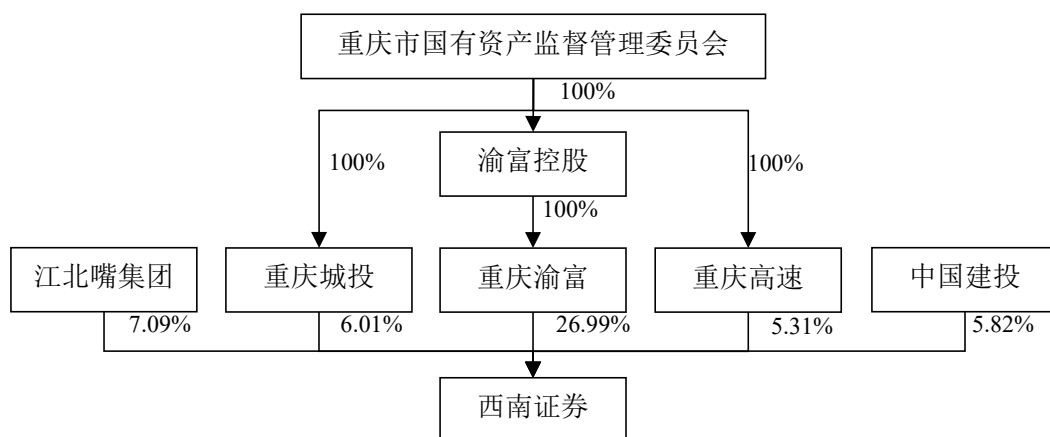
公司作为国有控股的全国性综合类上市证券公司，具有很强资本实力和较强业务竞争力，其中经纪业务在重庆市内区域优势明显；目前公司资产质量良好，资本较为充足。另外，公司控股股东重庆渝富是重庆市国资委下属综合性资产经营管理公司，整体实力很强，能够为公司发展提供有力支持。

同时，联合评级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，此外还需关注公司投资银行业务受到监管处罚对品牌及后续业务拓展的影响和子公司出现较大规模亏损等因素对公司经营的不利影响。

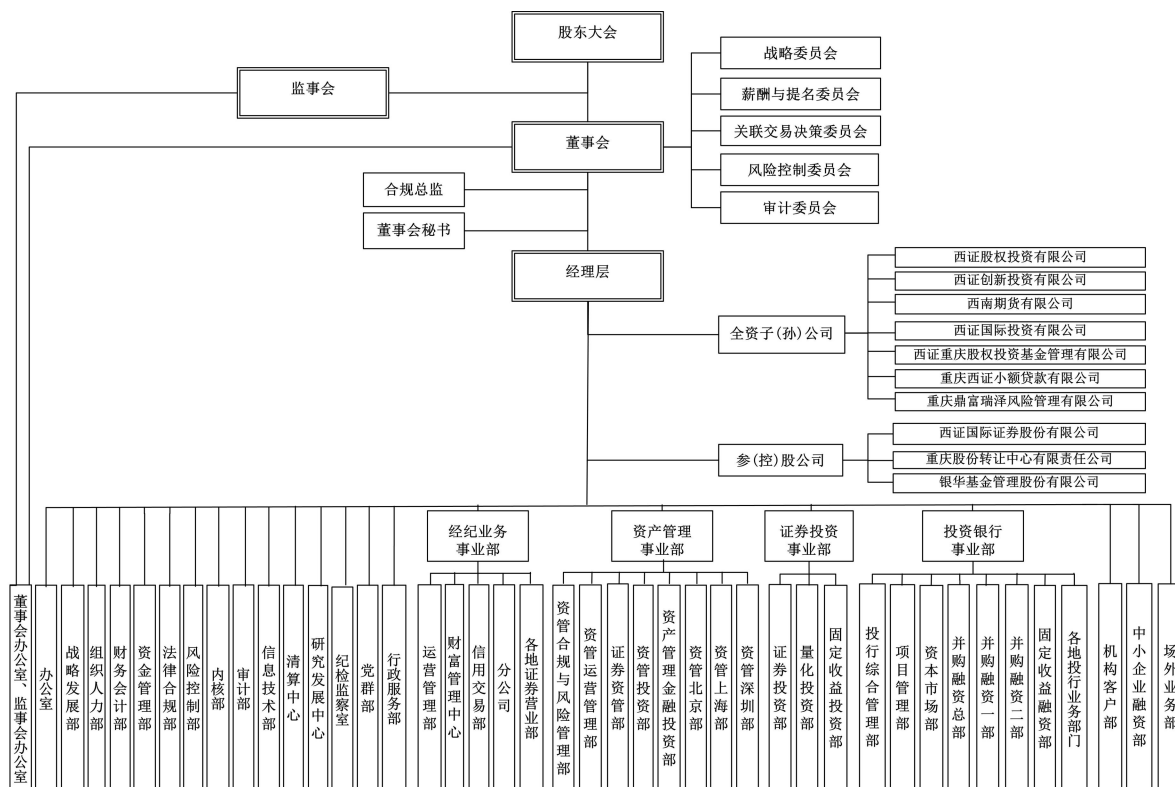
未来随着资本市场的持续发展和公司业务协同发展的稳步推进，公司整体竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

## 附件 1 截至 2019 年末西南证券股份有限公司 股权结构图



## 附件 2 截至 2019 年末西南证券股份有限公司 组织结构图



### 附件 3 西南证券股份有限公司 主要财务指标

| 项目               | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年末 |
|------------------|--------|--------|---------|
| 自有资产（亿元）         | 493.15 | 530.75 | 538.29  |
| 自有负债（亿元）         | 292.67 | 340.98 | 342.72  |
| 所有者权益（亿元）        | 200.49 | 189.77 | 195.58  |
| 优质流动资产/总资产（%）    | 27.01  | 22.56  | 18.91   |
| 自有资产负债率（%）       | 59.35  | 64.25  | 63.67   |
| 营业收入（亿元）         | 30.61  | 27.44  | 34.89   |
| 净利润（亿元）          | 6.91   | 2.15   | 9.65    |
| 营业费用率（%）         | 68.03  | 64.87  | 56.06   |
| 薪酬收入比（%）         | 46.77  | 45.98  | 42.46   |
| 营业利润率（%）         | 28.95  | 7.95   | 31.70   |
| 自有资产收益率（%）       | 1.36   | 0.42   | 1.80    |
| 净资产收益率（%）        | 3.48   | 1.10   | 5.01    |
| 盈利稳定性（%）         | 92.40  | 64.13  | 63.33   |
| 净资本（亿元）          | 143.51 | 125.74 | 145.66  |
| 风险覆盖率（%）         | 211.53 | 241.38 | 292.29  |
| 资本杠杆率（%）         | 25.30  | 20.73  | 21.75   |
| 流动性覆盖率（%）        | 469.04 | 367.97 | 238.87  |
| 净稳定资金率（%）        | 145.38 | 145.12 | 143.86  |
| 信用业务杠杆率（%）       | 52.64  | 51.33  | 60.41   |
| 短期债务（亿元）         | 147.12 | 213.91 | 180.14  |
| 长期债务（亿元）         | 169.54 | 132.37 | 154.60  |
| 全部债务（亿元）         | 316.66 | 346.28 | 334.74  |
| EBITDA（亿元）       | 25.03  | 20.53  | 28.23   |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 1.66   | 1.21   | 1.77    |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.08   | 0.06   | 0.08    |
| EBITDA/本次债券本金（倍） | 1.25   | 1.03   | 1.41    |

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

| 指标           | 计算公式                                                      |
|--------------|-----------------------------------------------------------|
| 年均增长率        | $[(\text{本期/前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$ |
| 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-第三方结构化主体                  |
| 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-第三方结构化主体                  |
| 自有资产负债率      | 自有负债/自有资产 $\times 100\%$                                  |
| 营业利润率        | 营业利润/营业收入 $\times 100\%$                                  |
| 薪酬收入比        | 职工薪酬/营业收入 $\times 100\%$                                  |
| 营业费用率        | 业务及管理费/营业收入 $\times 100\%$                                |
| 平均自有资产收益率    | 净利润/平均自有资产 $\times 100\%$                                 |
| 平均净资产收益率     | 净利润/平均净资产 $\times 100\%$                                  |
| 盈利稳定性        | 近三年利润总额标准差/利润总额均值 $\times 100\%$                          |
| 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 $\times 100\%$                               |
| 优质流动资产/总资产   | 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

长期债务=长期借款+应付债券

## 附件 5 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。

## 联合信用评级有限公司关于 西南证券股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年西南证券股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

西南证券股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。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，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注西南证券股份有限公司的相关状况，如发现西南证券股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如西南证券股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至西南证券股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送西南证券股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年五月二十九日

