

# 信用评级公告

联合〔2021〕4385号

联合资信评估股份有限公司通过对西部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，确定维持西部证券股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“20西部01”和“20西部02”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：



二〇二一年六月十七日

## 西部证券股份有限公司 公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

### 评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
西部证券股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20西部01	AAA	稳定	AAA	稳定
20西部02	AAA	稳定	AAA	稳定

### 债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20西部01	20亿元	20亿元	2023/07/27
20西部02	20亿元	20亿元	2022/08/28

注:上述债券仅包括由联合资信评级,且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2021年6月17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均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	
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	2
			风险管理	2
			业务经营分析	1
财务风险	F1	偿付能力	未来发展	1
			盈利能力	3
		资金来源与流动性	资本充足性	2
			杠杆水平	1
调整因素和理由			调整子级	
股东实力雄厚,能在资金、管理等方面对公司提供较大支持			+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

### 评级观点

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对西部证券股份有限公司(以下简称“公司”或“西部证券”)的跟踪评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司,股东背景很强,自身资本实力很强,在陕西省内保持很强区域优势。2020年,公司证券经纪业务和投资银行业务发展情况较好,营业收入和净利润大幅提升,保持较好的发展势头。2020年末,公司非公开发行新股9.68亿股,进一步充实公司的资本实力。截至2021年3月末,公司资产流动性和质量较好,资本较充足。

同时,联合资信也关注到经济周期变化、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;公司债务中一年内到期的规模占比较大,需要持续加强流动性管理。

未来随着资本市场的持续发展、各项业务的稳步推进,公司业务规模和盈利水平有望进一步提升,整体竞争实力有望进一步增强。

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西部01”和“20西部02”的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

### 优势

- 区域竞争的优势地位继续保持。**公司作为陕西省国资委旗下企业,系陕西省内第一家A股上市证券公司,股东支持力度较大,在陕西省内具有明显的渠道网点优势,继续保持了很强区域竞争优势。
- 业务竞争力较强。**2020年,公司证券经纪业务和投资银行业务发展状况较好,收入和利润大幅增长,具有较强的行业竞争力。
- 资产流动性较好,资本充足。**截至2021年3月末,公司优质流动资产占比高,资产流动性好,杠杆水平适中,资本较充足。

分析师：陈凝 刘嘉

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. **经营易受外部环境影响。**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的影响。
2. **短期债务占比较高，存在一定流动性压力。**公司债券中一年内到期的占比较大，面临一定短期集中偿还压力，需要持续加强流动性管理。

## 主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2018年	2019年	2020年	2021年3月末
自有资产（亿元）	422.31	354.84	494.11	/
自有负债（亿元）	248.01	177.47	233.03	/
所有者权益（亿元）	174.30	177.37	261.08	264.12
优质流动性资产/总资产（%）	22.24	30.13	37.70	22.19
自有资产负债率（%）	58.73	50.01	47.16	/
营业收入（亿元）	22.37	36.81	51.84	12.55
利润总额（亿元）	2.45	7.47	15.08	3.52
营业利润率（%）	11.08	20.40	29.36	28.07
净资产收益率（%）	1.15	3.50	5.16	1.19
净资产（亿元）	155.50	151.96	232.73	234.92
风险覆盖率（%）	300.48	317.03	443.14	419.86
资本杠杆率（%）	36.00	42.55	47.15	46.86
短期债务（亿元）	214.09	137.58	176.91	174.81
全部债务（亿元）	242.77	166.60	217.23	215.53

注：1. 公司2021年一季度合并财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径

## 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	2020年8月19日	贾一晗 刘嘉	原联合评级有限公司证券公司行业信用评级方法	<a href="#">阅读原文</a>
AAA	稳定	2017年6月23日	张祎 张晨露	原联合评级有限公司证券公司主体及债项评级方法	<a href="#">阅读原文</a>
AA+	稳定	2015年6月19日	张开阳 刘克东	原联合评级有限公司证券公司主体及债项评级方法	<a href="#">阅读原文</a>

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部证券股份有限公司（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：



# 西部证券股份有限公司

## 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”)关于西部证券股份有限公司(以下简称“公司”)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

西部证券股份有限公司(以下简称“公司”或“西部证券”)是在陕西证券有限公司、宝鸡证券公司以及陕西信托投资有限公司和西北信托投资有限公司整体或所属证券营业部合并重组的基础上,以发起设立方式设立的股份有限公司,初始注册资本为 10.00 亿元。2012 年 5 月 3 日,公司在深圳交易所正式挂牌上市(证券简称:西部证券,证券代码:002673.SZ),上市后公司注册资本变更为 12 亿元。2015 年 3 月,公司非公开发行人民币普通股 1.98 亿元,发行后公司注册资本 13.98 亿元。2015 年 5 月,公司对股东进行送股派现,公司注册资本增至 27.96 亿元。2016 年 5 月,公司向全体股东配售,配售完成后公司注册资本 35.02 亿元。根据公司 2018 年 12 月 27 日发布的公告,公司控股股东陕西省电力建设投资开发公司(以下简称“陕电投”)与其控股股东陕西投资集团有限公司(以下简称“陕投集团”)签订《国有股份无偿划转协议》,将陕电投持有的公司 25.88% 股份全部无偿划转至陕投集团名下。2019 年 7 月,经中国证监会《关于核准西部证券股份有限公司变更持有 5% 以上股权的股东的批复》(证监许可(2019)1251 号)批准,公司原控股股东陕电投将其持有的西部证券 9.06 亿股股份(占总股本 25.88%)全部无偿划转给陕投集团。2020 年 4 月,公司股东大会同意非公开发行新股 9.68 亿股,募集资金总额 75 亿元,发行后股本为 44.70 亿元,2020 年末,本次募集资金到账。截至 2021 年 3 月末,公司注册资本及股本均为 44.70 亿股,公司第一大股

东陕投集团直接和间接持有公司 37.24% 的股份,为公司控股股东。公司实际控制人为陕西省人民政府国有资产管理委员会(以下简称“陕西省国资委”),股权结构详见附件 1-1。截至 2021 年 3 月末,所有持有西部证券股份超过公司总股本 5% 的股东中,不存在将公司股权质押的情形。

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;为期货公司提供中间介绍业务;代销金融产品;股票期权做市(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。

截至 2020 年末,公司下设证券事务部、稽核部、合规管理部、风险管理部、战略管理部、总经理办公室、计划财务部、资金管理部、人力资源部、党群工作部、纪检监察部、信息技术部、法律事务部、安全保卫部、企业文化部、清算部、托管业务部、财富管理部、网络金融部、质押融资部、投资银行运营管理部、投资银行北京总部、投资银行上海总部、投资银行华南总部、债务融资总部、国际业务部、资本市场部、投资银行业务质量控制部、投资银行业务内核部、研究发展中心、证券投资部、投资业务运营管理部、衍生品交易部、金融产品投资部共计 34 个业务及职能部门,公司在全国设有 102 家证券营业部、9 家分公司、3 个全资子公司:西部优势资本投资有限公司(以下简称“西部优势”)、西部期货有限公司(以下简称“西部期货”)、西部证券投资(西安)有限公司(以下简称“西部证券投资”)及 1 个控股子公司:西部利得基金管理有限公司(以下简称“西部利得”)。截至 2020 年末,公司合并口径共有员工 2775 人。

截至 2020 年末,公司资产总额 638.63 亿元,其中客户资金存款 106.75 亿元;负债总额 377.55 亿元,其中代理买卖证券款 135.79 亿元;股东权益 261.08 亿元,其中归属于母公司股东权益

260.16 亿元；母公司口径净资产 232.73 亿元。2020 年，公司实现营业收入 51.84 亿元，利润总额 15.08 亿元，净利润 11.32 亿元，其中归属母公司所有者净利润 11.17 亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 99.61 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 642.88 亿元，其中客户资金存款 112.07 亿元；负债总额 379.30 亿元，其中代理买卖证券款 132.38 亿元；股东权益 263.59 亿元，其中归属于母公司股东权益 262.64 亿元；母公司口径净资产 234.92 亿元。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.55 亿元，利润总额 3.52 亿元，净利润 2.64 亿元，其中归属母公司所有者净利润 2.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额-57.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-57.56 亿元。

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

### 三、债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券情况见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。截至 2021 年 5 月末，“20 西部 01”和“20 西部 02”均尚未到首次付息日。

表 1 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 西部 01	20.00	20.00	2020/07/27	3 年
20 西部 02	20.00	20.00	2020/08/28	2 年

表 2 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 平均值)
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)

<sup>1</sup> 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

<sup>2</sup> 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

## 四、宏观经济和政策环境分析

### 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%<sup>1</sup>，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%<sup>2</sup>，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。

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。

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%，延续了上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，信用业务等，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)

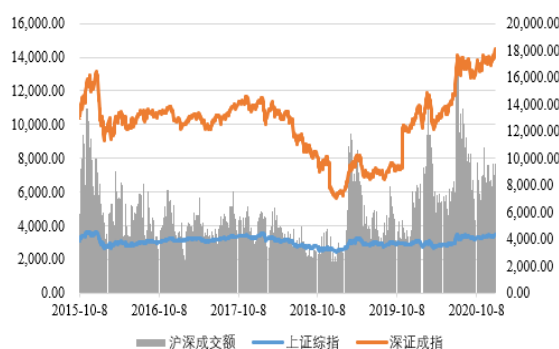
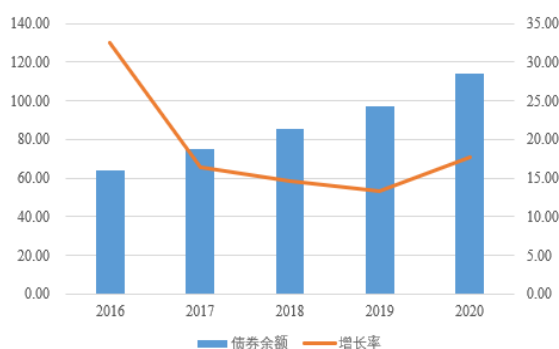


图 2 债券市场余额和增长率(单位:万亿元、%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

### 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 3 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

数据来源: 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《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

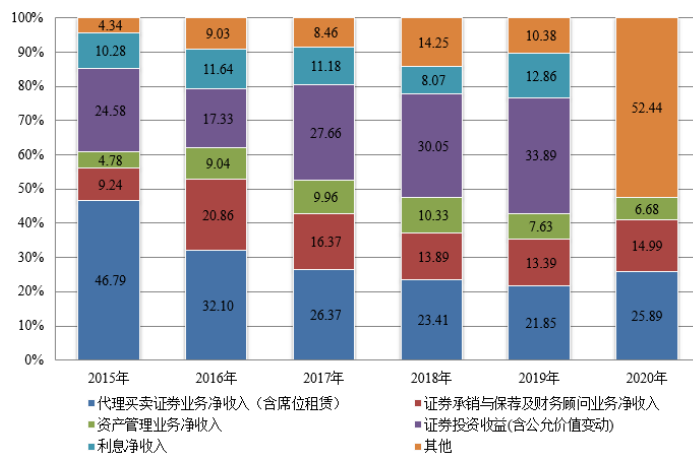
项等,进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

### 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4 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,几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目,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、西部证券、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区域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4 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		<b>11581.37</b>	<b>58477.15</b>	<b>2994.25</b>	<b>995.85</b>

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

截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本均为44.70亿元，陕投集团为公司控股股东，实际控制人为陕西省国资委。

### 2. 企业规模和竞争力

**公司作为全国性综合类上市证券公司之一，各项业务行业排名中游，具有较强的经营实力。**

公司是陕西省唯一上市的全国性综合类证券公司，业务牌照齐全，综合竞争力较强。公司立足西部，面向全国，通过自身的营业网点优势，拓展各项业务，多项业务排名行业中上游，具备较强的竞争实力。公司业务网点遍布全国23个省市地区。截至2021年3月末，公司共设有111家分支机构，其中102家证券营业部和9家分公司，在陕西省内设有56家分支机构。截至2021年3月末，公司母公司口径净资产234.92亿元，资本实力很强。

表5 公司主要业绩排名 单位：名

项目	2017年	2018年	2019年
净资产	29	30	27
营业收入	29	35	28
证券经纪业务收入	33	35	27
投资银行业务收入	24	42	39
融资类业务收入	41	50	53
证券投资收入	19	19	20

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

**公司股东背景很强，能够为公司陕西区域保持竞争优势给予支持。**

公司控股股东陕投集团作为陕西省政府资本运作平台之一，资本实力雄厚，业务范围涵盖金融领域多个子行业，截至2021年3月末，陕投集团总资产2043.34亿元，所有者权益668.86亿元，2020年陕投集团实现营业总收入754.16亿元，是国内排名靠前的金融控股集团。公司系陕西省第一家A股上市证券公司，在资金、品牌、客户渠道等方面均能获得股东及实际控制人较大支持。



#### 4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91610000719782242D），截至2021年4月14日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

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2021年3月末，公司无对外担保情况；截至2020年末，公司获得银行授信183.50亿元，已使用29.70亿元，融资渠道畅通。

#### 七、管理分析

**跟踪期内，公司主要管理制度未发生重大变化；2020年以来，高级管理人员有所变动，但对公司经营管理影响不大。**

董事、高管、监事成员变动方面，2021年2月，总经理何方离任，原合规总监和首席风险官齐冰任公司总经理；陈伟任合规总监和首席风险官；朱松任公司副总经理。董事会和监事会未出现人员变更。

跟踪期内，在受到处罚方面，2020年12月，公司子公司西部期货有限公司收到中国证监会上海监管局《关于对西部期货有限公司上海分公司采取责令改正措施的决定》（沪证监决[2020]193号）。目前，公司经营情况正常，西部期货严格按照监管要求稳妥推进相关整改工作。

2020年，公司的证监会分类评级为A类A级，

较去年有所上升，处于行业中上游水平。

#### 八、经营分析

##### 1. 经营概况

**得益于市场回暖以及各项业务积极发展，2020年，公司营业收入和利润总额均呈增长态势，收入结构变化较大，其他业务收入成为公司第一大收入来源，主要系子公司西部期货的基差业务收入；2021年第一季度，公司营业收入较上年同期有所增长，其他业务收入较上年同期大幅增长。**

公司主要业务板块包括证券经纪业务、投资银行业务、证券自营业务、信用业务和资产管理业务等。2020年，公司实现营业收入51.84亿元，同比增长40.85%；利润总额为15.08亿元，同比增长101.84%；净利润11.32亿元，同比增长83.73%，主要系2020年市场行情回暖，公司经纪业务收入和投放业务收入增长叠加子公司西部期货基差业务收入大幅增长所致，营业收入和净利润增速远超过行业平均水平。

2020年，从收入结构来看，公司营业收入以其他业务收入（以子公司西部期货基差业务收入为主）、证券经纪业务收入和证券自营业务收入为主。营业收入结构中，除投资银行业务与其他业务外，公司证券经纪业务收入、证券自营业务收入、资产管理业务收入、信用交易业务收入占营业收入的比重均有所下降；公司其他业务成为第一大收入来源，但因其他业务成本同步增长的原因，其他业务对公司净利润的贡献较小。

表6 公司营业收入结构 单位：亿元、%

业务类型	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	6.25	27.91	7.90	21.46	10.21	19.69
证券自营业务	8.69	38.84	14.85	40.35	14.67	28.29
投资银行业务	0.71	3.16	2.96	8.04	5.18	9.99
资产管理业务	0.85	3.79	0.49	1.33	0.27	0.53
信用交易业务	4.69	20.96	3.88	10.54	4.18	8.07
其他业务	1.20	5.34	6.73	18.28	17.33	33.44
合计	22.37	100.00	36.81	100.00	51.84	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12.55亿元，同比上升36.37%，主要系其他业务收入上升所致；利润总额3.52亿元，同比上升3.44%，主要系公司其他收入利润率不高所致。其他业务收入仍然是公司第一大收入来源。

## 2. 业务运营

### (1) 经纪及财富管理业务

**受市场行情回暖影响，2020年，公司经纪业务规模和收入均呈增长态势，经纪业务收入易受市场行情波动影响，收入存在不确定性。**

公司证券经纪业务主要包括代理买卖证券业务、交易单元席位租赁、代销金融产品及子公司西部期货的期货经纪等业务。

2020年以来，公司经纪业务坚持公司发挥“深耕西部、面向全国”的布局特点，面对居民财富管理需求迅速增长的发展前景，加快传统经纪业务的财富管理模式转型向纵深推进。公司原财富与运营管理部变更为财富管理部。

截至2021年3月末，公司分支机构总数111家，证券营业部合计102家，其中陕西省有56家，公司在陕西省具有很强的区域竞争优势；公司分支机构共覆盖全国23个省市地区，包括北京、天津、上海、重庆等国内主要城市。

2020年，处于网点优化的考虑，公司撤销了深圳投资大厦、安塞迎宾大道、府谷河滨路、蒲城解放路、眉县安阳街证券营业部。

证券经纪业务收入是公司收入的主要来源

之一，2020年，公司证券经纪业务收入较2019年上升29.24%，主要系股票市场行情回暖，成交量上升导致的代理买卖股票交易额上升所致。

2020年，公司代理买卖证券业务规模为1.85万亿元，同比增长26.93%；其中股票、基金产品代理买卖规模均同比增长。

2020年，公司代理买卖证券业务平均佣金率为0.67%，处于行业较高水平，主要系陕西省内佣金率较高所致，较2019年佣金水平小幅下降，符合行业趋势。

### (2) 投资银行业务

**2020年，公司投资银行业务发展平稳，以IPO业务为主，整体竞争力较强，目前投行储备项目情况较好。**

公司的投资银行业务主要包括证券承销与保荐业务和其他财务顾问业务等。2020年，公司实现投资银行业务收入5.18亿元，同比上升75.00%，主要系在中国证券市场注册制改革推动下，公司IPO项目增多所致。根据WIND企业排行榜，公司股权承销业务收入排名行业第21位，处于中上游水平，竞争力较强。

2020年公司主承销IPO项目8家，金额62.04亿元，同比大幅增加312.23%；债券承销业务10笔，金额102.25亿元，同比下降46.07%；财务顾问业务方面，2020年公司为境内上市公司提供了1次并购重组财务顾问服务，项目数量和收入均较上年有所下降。

表7 公司投行业务情况表 单位：家、笔、亿元

项目	2018年	2019年	2020年
承销IPO家数	0	2	8
主承销精选层挂牌家数	0	0	0
主承销再融资家数	0	0	0
主承销债券笔数	25	27	10
主承销债券金额	192.49	189.60	102.25
财务顾问家数	0	4	1
投资银行业务收入	0.71	2.96	5.18

资料来源：公司提供，联合资信整理

从投行项目储备来看，截至2020年末，公司在审项目17个（含IPO 9个、债券4个、再融资1个、精选层3个）；已拿批文未实施项目22个（含

IPO3个、债券17个、再融资1个、可转债1个），项目储备情况较好。

(3) 证券自营业务

2020年,公司证券自营业务规模呈增长态势;投资结构以债券投资为主且主要投资于高等级债券,收入较2019年基本持平;但由于证券自营业务受市场行情影响较大,未来收入增长仍存在不确定性。

2020年,公司证券自营业务实现收入14.67亿元,同比下降1.21%,基本变动不大。

2020年末,公司证券自营业务规模为274.00亿元,较上年末增长15.30%,主要系债券投资增长所致;自营投资结构较2019年变动较小,仍然以债券投资为主。截至2020年末,公司债券投资规模238.81亿元,较上年末增长15.90%,占证券自营业务的比重为87.16%,较上年末小幅上升0.45个百分点,其中AA+及AAA信用债投资金额195.67亿元,占自营业务总规模的比重为81.94%,AA级占比8.34%;基金投资规模10.74亿元,较上年末上升21.49%,占证券自营业务的比重较上年

末上升0.2个百分点;股票投资规模7.46亿元,较上年末上升101.08%,占证券自营业务的比重较上年末上升1.16个百分点;资管计划投资规模14.08亿元,较上年末上升19.83%,占证券自营业务的比重较上年末上升0.2个百分点。理财产品投资规模0.69亿元,较上年末下降86.42%,占证券自营业务的比重较上年末上下下降1.89个百分点;公司对其他类的投资金额较2019年无变化且占比较小。

截至2020年末,公司债券自营投资业务出现违约风险的债券共8只,本金合计2.40亿元,其中会造成损失的金额2.40亿元,已计提减值准备2.33亿元,减值计提较为充分。公司对已暴露风险的债券投资积极通过法律手段进行清收处置。

截至2021年3月末,公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为5.56%,自营非权益类证券及其衍生品/净资本122.13%,均符合监管指标要求。

表8 公司证券自营业务情况表 单位: 亿元、%

项目	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	255.28	85.75	206.04	86.71	238.81	87.16
其中: AA	31.41	10.55	27.47	11.56	19.92	7.27
AA+及以上	221.52	74.14	171.37	72.11	195.67	71.41
股票	2.76	0.93	3.71	1.56	7.46	2.72
基金	22.47	7.55	8.84	3.72	10.74	3.92
理财产品	7	2.35	5.08	2.14	0.69	0.25
资管计划	0.81	0.27	11.75	4.94	14.08	5.14
其他	9.39	3.15	2.22	0.93	2.22	0.81
合计	297.71	100.00	237.64	100.00	274.00	100.00

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

(4) 资产管理业务

受资管新规带来的业务转型和规范整改影响,2020年公司资产管理业务规模和收入大幅下降,但主动管理规模和占比较上年有所增长。

公司资产管理业务主要包括单一资产管理、集合资产管理业务和专项资产管理业务。

2020年,公司资管业务紧紧围绕发展规划,开启业务转型之路,新成立集合资管计划8支,单一资管计划7支,专项资管计划3支。

截至2020年末,公司资产管理业务规模181.04亿元,较上年末下降38.24%,主要系公司主动去通道所致。其中,单一资产管理业务占比下降;集合资产管理业务和专项资产管理业务占比上升。按主、被动管理划分,主动管理规模有所增长且占比大幅增长至31.91%。

2020年,公司资管业务收入0.20亿元,较上年同比下降33.33%,主要系业务规模大幅下降所致。

表9 公司资产管理业务规模情况 单位：亿元、%

项目	2018年末		2019年末		2020年末	
	规模	收入	规模	收入	规模	收入
集合资产管理业务	42.35	0.35	30.22	0.15	33.29	0.10
单一资产管理业务	364.30	0.29	251.67	0.15	125.60	0.06
专项资产管理业务	35.80	0.02	11.25	--	22.15	0.04
<b>合计</b>	<b>442.45</b>	<b>0.66</b>	<b>293.14</b>	<b>0.30</b>	<b>181.04</b>	<b>0.20</b>
主动管理业务		97.81		54.34		57.77
被动管理业务		344.64		238.79		123.27

资料来源：公司提供，联合资信整理

(5) 信用业务

公司信用业务以融资融券业务为主，2020年融资融券业务规模和收入同比呈增长态势；公司股票质押业务规模有所收缩，且存在部分违约项目，需要关注其后续处置回收情况。

公司信用类业务主要包括融资融券业务和股票质押式回购业务。

融资融券业务方面，截至2020年末，公司融资融券账户数目47844户，较上年末上升12.38%，公司融资融券业务余额61.65亿元，较上年末增长40.63%，主要系市场行情回暖所致；2020年公司实现融资融券业务利息收入4.02亿元，同比增长14.86%，收入增幅不及规模增幅主要系融资融券费率下降所致。

表10 2018-2020年末公司信用业务情况 单位：户、亿元、%

项目	2018年末	2019年末	2020年末
融资融券账户数目	41382	42573	47844
融资融券账户余额	35.00	43.84	61.65
融资融券利息收入	3.49	3.50	4.02
股票质押回购余额	44.38	35.12	28.43
股票质押回购利息收入	1.13	0.40	0.07
约定式回购余额	0.00	0.00	0.00
信用业务杠杆率	36.30	36.58	30.93

资料来源：公司提供，联合资信整理

股票质押式回购业务方面，2020年，公司股票质押账户余额呈下降态势，截至2020年末，股票质押式回购业务的融资余额为28.43亿元，较上年末下降19.05%；2020年公司实现股票质押回购利息收入0.07亿元，同比下降82.50%，主要系股票质押业务规模扣减计提坏账准备后，实际正常存续业务规模较小所致。

截至2020年末，公司信用业务杠杆率较年初有所下降，主要系信用业务规模下降所致，整体水平较低。

截至2021年3月末，公司信用业务风险资产金额合计15.97亿元，均为股票质押式回购业务风险项目。涉及违约客户共计5户，累计计提减值准备15.01亿元。目前均正通过司法手段追偿，需关注信用业务的相关违约风险及风险项目处

置情况。

(6) 子公司情况

子公司业务开展规模较大，对公司收入贡献很高，但利润贡献较小。

西部期货是公司设立的全资子公司，成立于1993年3月29日，注册地为西安市，注册资本5.00亿元，经营范围为：商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询；资产管理业务；公开募集证券投资基金销售。2020年，西部期货营业收入14.42亿元，净利润0.29亿元。截至2020年末，西部期货总资产32.58亿元，净资产5.32亿元。

西部优势是公司设立的全资子公司，成立于2014年5月26日，注册地为西安市，注册资本5.00亿元，主营业务包括：公司及下设基金管理机构

以自有资金投资于西部优势设立的私募基金；通过私募基金对项目进行投资；经中国证券监督管理委员会认可开展的其他业务。2020年，西部优势营业收入-0.61亿元，净利润-0.57亿元。截至2020年末，西部优势总资产3.84亿元，净资产2.89亿元。

西部证券投资是公司设立的全资子公司，成立于2019年9月17日，注册地是西安市，注册资本10亿元。主营业务为：从事《证券公司证券自营投资品种清单》所列品种以外的金融产品投资（许可项目除外）、股权投资业务（许可项目除外）。2020年，西部证券投资营业收入0.34亿元，净利润0.23亿元。截至2020年末，西部期货总资产4.32亿元，净资产4.24亿元。

西部利得是公司控股的子公司。成立于2010年7月20日，注册地是上海市，注册资本3.50亿元。主营业务为：基金募集、基金销售、资产管理和中国证监会许可的其他业务。2020年，西部利得营业收入2.78亿元，净利润0.29亿元。截至2020年末，西部利得总资产3.36亿元，净资产1.87亿元。

### 3. 未来发展

**公司制定了较为清晰的经营目标和相应的业务经营计划，符合自身情况和发展需要。**

2021年，公司进一步明确了未来发展的战略目标：以客户为中心、以平台为支撑，以锐意进取的企业文化为驱动，依托全业务链的专业服务，实现与客户共成长；并立足西部、服务全国，力争成为一流的上市券商。

公司的经营模式正由传统的通道驱动、市场驱动模式向资本驱动和专业驱动模式转变，并努力减弱对外部环境的依赖，预计未来公司抗风险、抗周期性的能力会得到一定加强。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2018—2020年审计报告，均由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均被出具了无保留的审计意见，公司2021年1—3月

的财务报表未经审计。

公司采用新金融工具准则编制2019年度财务报表，新金融工具准则的首次执行日是2019年1月1日，公司未对比较期间信息进行重述，金融资产和金融负债于首次施行日的账面价值调整计入当期的期初留存收益和其他综合收益。

财政部于2017年颁布了修订后的《企业会计准则第14号—收入》（以下简称“新收入准则”），公司自2020年1月1日起开始执行上述新收入准则，执行新收入准则对公司的财务状况、经营成果及现金流量未产生重大影响。

公司2019年新增纳入合并范围的子公司1家，为新设立的子公司西部证券投资。公司2020年减少纳入合并范围的结构化主体1家。总体上，合并范围变动对财务数据的影响不大，公司财务数据可比性较强。

截至2020年末，公司资产总额638.63亿元，其中客户资金存款106.75亿元；负债总额377.55亿元，其中代理买卖证券款135.79亿元；股东权益261.08亿元，其中归属于母公司股东权益260.16亿元；母公司口径净资产232.73亿元。2020年，公司实现营业收入51.84亿元，利润总额15.08亿元，净利润11.32亿元，其中归属母公司所有者净利润11.17亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.39亿元，现金及现金等价物净增加额99.61亿元。

截至2021年3月末，公司资产总额642.88亿元，其中客户资金存款112.07亿元；负债总额379.30亿元，其中代理买卖证券款132.38亿元；股东权益263.59亿元，其中归属于母公司股东权益262.64亿元；母公司口径净资产234.92亿元。2021年1—3月，公司实现营业收入12.55亿元，利润总额3.52亿元，净利润2.64亿元，其中归属母公司所有者净利润2.61亿元；经营活动产生的现金流量净额-57.17亿元，现金及现金等价物净增加额-57.56亿元。

### 2. 资金来源与流动性

**2020年，公司负债规模较上年有所增长，但杠杆水平仍属行业较低水平；债务规模增长较多，**

**结构偏短期，存在一定的流动性管理压力。**

截至 2020 年末，负债总额 377.55 亿元，较年初增长 22.34%，主要系应付短期融资款、应付债券增长所致；公司自有负债 233.03 亿元，较年初增长 31.30%，占负债总额的 61.72%，较年初上升 4.21 个百分点，其中应付短期融资款占比 12.92%，卖出回购金融资产款占比 52.81%，应付债券占比 17.30%，拆入资金占比 6.44%。

截至 2020 年末，应付短期融资款 30.12 亿元，均为 2020 年新增。主要系公司于 2020 年 11 月发行 30 亿元的一年期的证券公司短期公司债所致。

截至 2020 年末，卖出回购金融资产款 123.05 亿元，较年初增长 3.96%，主要系公司质押式卖出回购业务规模增长所致。

截至 2020 年末，拆入资金 15.01 亿元，较上年末增长 66.63%，主要系金融同业信用拆借规模增加所致。

截至 2020 年末，应付债券 40.32 亿元，较

年初增长 75.37%，主要系 2020 年新增发行的 2 期共 40 亿元的面向专业投资者公开发行公司债券所致。

负债指标方面，2020 年，公司自有资产负债率为 47.16%，杠杆水平有所下降，属行业较低水平。

截至 2020 年末，公司净资产/负债和净资产/负债指标分别较年初上升 14.64 个百分点和 12.28 个百分点，仍符合行业监管标准。

有息债务方面，截至 2020 年末，公司全部债务规模 217.23 亿元，较年初增长 30.39%，主要系公司应付短期融资款增加所致。从期限结构看，公司一年以内到期债务占比 81.44%，占比比较高，面临一定短期偿还压力。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额 328.75 亿元，较上年末增加 0.46%，负债结构基本无变动。公司净资产/负债和净资产/负债分别较上年末下降 1.28 和 1.44 个百分点。

表 11 公司负债情况 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>自有负债</b>	248.01	177.47	233.03	/
其中：卖出回购金融资产款	179.31	118.37	123.05	125.36
应付短期融资款	1.80	0.00	30.12	30.43
应付债券	22.67	22.99	40.32	40.72
<b>非自有负债</b>	100.43	131.15	144.52	/
其中：代理买卖证券款	89.73	120.94	135.79	132.38
<b>负债总额</b>	<b>348.43</b>	<b>308.62</b>	<b>377.55</b>	<b>379.30</b>
<b>全部债务</b>	<b>242.77</b>	<b>166.60</b>	<b>217.23</b>	<b>215.53</b>
其中：短期债务	214.09	137.58	176.91	174.81
长期债务	28.67	29.01	40.32	40.72
<b>自有资产负债率</b>	<b>58.73</b>	<b>50.01</b>	<b>47.16</b>	/
<b>净资产/负债</b>	63.02	86.35	100.99	99.71
<b>净资产/负债</b>	70.57	101.27	113.55	112.11

资料来源：公司审计报告、财务报表和监管报表，联合资信整理

表 12 截至 2020 年末公司全部债务偿还期限结构 单位：亿元、%

到期期限	1 年以内	1~3 年	3 年以上	合计
金额	176.91	40.32	0.00	217.23
占比	81.44	18.56	0.00	100.00

注：债务口径包含利息，不包含代理买卖证券款及应付款项  
资料来源：公司提供

**2020 年，受交易性金融资产和货币资金增长的影响，公司资产规模较上年大幅增长；优质流动性资产占比较高，资产流动性较好。**

截至 2020 年末，公司自有资产 494.11 亿元，较上年末增长 39.25%，主要系自有货币资金增长所致，占总资产的比重为 77.37%，较上年末

上升 4.35 个百分点；公司优质流动性资产 185.52 亿元，较上年末上升 73.84%，主要系公司自有货币资金中的银行存款大幅增长所致；2020 年末，公司优质流动性资产占总资产的比重较上年末有所增长，处于较好水平。

截至 2020 年末，公司资产主要由货币资金（占比 33.08%）、交易性金融资产（占比 43.76%）、融出资金（占比 10.08%）构成，公司资产总额 638.63 亿元，较年初增长 31.41%，主要系交易

性金融资产和货币资金增长所致。

截至 2020 年末，公司货币资金 211.25 亿元，较年初增长 74.96%，主要系公司 2020 年定增资金到账导致的自有货币资金中银行存款大幅增长所致。截至 2020 年末，公司货币资金中，受限货币资金 1.60 亿元，系子公司西部利得按证券监督管理部门要求提取的、用于弥补尚未识别可能性损失的一般风险准备，并统一存管于开立的一般风险准备专户中，统一管理，统一使用。

表 13 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
<b>资产总额</b>	<b>522.73</b>	<b>485.98</b>	<b>638.63</b>	<b>642.88</b>
其中：自有货币资金	23.11	24.14	104.51	52.34
自有结算备付金	12.40	11.78	14.07	13.83
融出资金	36.21	45.93	64.37	69.53
交易性金融资产	--	236.12	279.47	318.02
其他债权投资	--	7.96	5.74	5.61
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	262.09	--	--	--
可供出售金融资产	35.61	--	--	--
买入返售金融资产	36.82	9.98	5.49	16.16
<b>自有资产</b>	<b>422.31</b>	<b>354.84</b>	<b>494.11</b>	<b>/</b>
<b>优质流动性资产</b>	<b>93.60</b>	<b>106.72</b>	<b>185.52</b>	<b>142.65</b>
<b>优质流动资产/总资产</b>	<b>22.24</b>	<b>30.13</b>	<b>37.70</b>	<b>28.55</b>

注：优质流动性资产/总资产中分子分母均取自风控指标监管报表

资料来源：公司审计报告、财务报表、风险指标监管报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司融出资金 64.37 亿元，较年初增长 40.15%，主要系两融业务规模扩大所致。从融出资金账龄来看，1~3 个月占比 47.86%，3~6 个月占比 24.63%，6 个月以上占比 27.51%，整体账龄较短；公司对融出资金共计计提减值准备 0.13 亿元，整体计提比例为 0.20%。

截至 2020 年末，公司交易性金融资产 279.47 亿元，较年初增长 18.36%，构成以债券为主，占比 86.09%，其余主要为股票、公募基金、证券公司资产管理计划、信托计划，分别占比 5.29%、5.28%、0.53%和 0.80%。

公司受限资产主要为卖出回购质押物、债券借贷质押物、一般风险准备金存款等。截至 2020 年末，公司受限资产 150.31 亿元，其中主要为卖出回购质押物的交易性金融资产（138.02 亿元）、卖出回购质押物的其他债权投资（4.60 亿

元）、债券借贷质押物的交易性金融资产（3.95 亿元）、一般风险准备金存款的货币资金（1.60 亿元）。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 642.88 亿元，较年初增长 0.67%，基本持平，资产结构中货币资金有所下降，交易性金融资产进一步上升。公司优质流动性资产 142.65 亿元，较年初下降 23.11%，主要系公司货币资金减少所致。优质流动性资产占总资产的比重较年初有所下降，但仍处于较好水平。

### 3. 资本充足性

**2020 年，公司所有者权益较上年大幅增长，风险控制指标均优于监管标准，资本实力很强，资本充足性良好。**

截至 2020 年末，公司所有者权益合计

261.08 亿元，较年初增长 47.20%，主要系公司增发新股引起的股本增加以及股本溢价导致的资本公积增加所致。其中归母所有者权益 260.16 亿元，占比所有者权益的比重为 99.65%。截至 2020 年末，公司所有者权益中，股本和资本公积占比分别为 17.12% 和 61.27%，股本和资本公积占比较大，公司股东权益的稳定性较好。2020 年公司预现金分红 3.40 亿元，占上年净利润的 55.17%，分红力度较大，利润留存对所有者权益

的补充效果一般。

截至 2020 年末，公司净资产 232.73 亿元，较年初增长 53.15%；风险覆盖率、资本杠杆率和净资产/净资产各项指标均优于监管及预警标准。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 263.59 亿元，与上年末基本持平；母公司口径净资产 234.92 亿元，变动不大；风险覆盖率、资本杠杆率和净资产/净资产均优于监管标准。

表 14 公司风险控制指标情况表 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	监管标准	预警指标
核心净资产	152.50	151.96	232.73	234.92	--	--
附属净资产	3.00	0.00	0.00	0.00	--	--
净资产	155.50	151.96	232.73	234.92	--	--
净资产	174.11	178.22	261.68	264.12	--	--
流动性覆盖率	318.96	224.41	444.00	467.51	≥120	≥100
净稳定资金率	178.63	178.34	290.22	213.44	≥120	≥100
各项风险资本准备之和	51.75	47.93	52.52	55.95	--	--
风险覆盖率	300.48	317.03	443.14	419.86	≥100	≥120
资本杠杆率	36.00	42.55	47.15	46.86	≥8	≥9.6
净资产/净资产	89.31	85.27	88.94	88.94	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

#### 4. 盈利能力

**2020 年，受市场回暖影响，公司营业收入和利润总额均较上年大幅增长，盈利水平有所提升，整体盈利能力仍属一般；2021 年一季度收入和利润水平较上年同期有所上升。**

2020 年，公司实现营业收入 51.84 亿元，同比增长 40.85%；利润总额为 15.08 亿元，同比增长 101.84%；净利润 11.32 亿元，同比增长 83.73%，主要系 2020 年市场行情回暖，公司经纪业务收入和投放业务收入增长叠加子公司西部期货基差业务收入大幅增长所致，营业收入和净利润增速远超过行业平均水平。

2020 年，手续费及佣金净收入和投资收益是公司主要收入来源，分别贡献了 35.04% 和 30.00% 的营业收入；利息净收入和其他业务（主要系基差业务）收入分别贡献 4.80% 和 25.26%

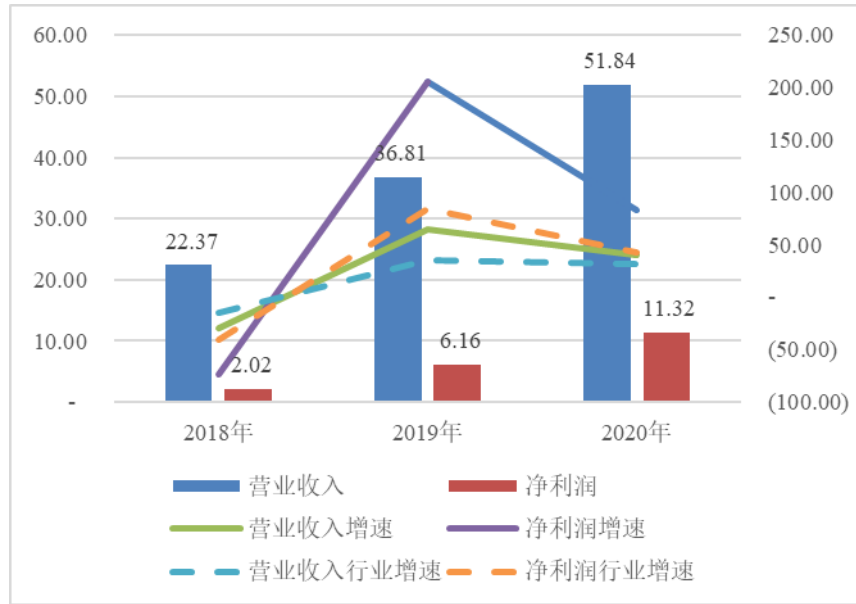
的营业收入。

2020 年，公司营业支出 36.62 亿元，较上年增长 25.00%，主要系业务及管理费和其他业务成本增长所致。2020 年业务及管理费占营业支出的 56.75%，占比较上年下降 2.46 个百分点，2020 年业务及管理费支出 20.78 亿元，同比增长 19.81%，主要系职工薪酬增长所致；2020 年营业费用率为 47.13%，较上年末下降 18.52 个百分点。2020 年，公司其他业务成本 12.97 亿元，较上年增长 149.34%，主要系基差业务成本增长所致，基差业务对净利润贡献度较小。

从盈利指标来看，2020 年，公司营业利润率 29.36%，较上年上升 8.96 个百分点；净资产收益率 2.67%，较上年上升 1.08 个百分点；净资产收益率 5.16%，较上年上升 1.66 个百分点，整体盈利指标较上年有所提升。



图 5 公司营业收入和净利润情况 单位：亿元 %



资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

表 15 公司盈利指标 单位：%

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1-3月
营业费用率	65.65	47.13	40.09	37.00
薪酬收入比	40.95	31.98	28.54	/
营业利润率	11.08	20.40	29.36	28.07
自有资产收益率	0.51	1.59	2.67	/
净资产收益率	1.15	3.50	5.16	1.19

注：一季度财务报表未经审计，相关指标未年化  
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从同行业对比来看，2020 年公司自有资产收益率、净资产收益率、盈利稳定性略低于样本平均水平，营业费用率优于样本平均水平，自有资产负债率优于样本平均水平，公司整体盈利能力一般。

2021 年 1-3 月，公司实现营业收入 12.55 亿元，较上年同期上升 36.37%；利润总额 3.52 亿元，同比上升 3.27%，利润总额增速不及营收增速主要系营业支出同比增加所致。

表 16 截至 2020 年末证券公司行业财务指标比较 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
国都证券	8.85	3.38	42.13	107.92	62.13
红塔证券	6.74	2.53	37.80	41.56	67.60
国联证券	6.30	2.12	56.52	61.41	70.82
<b>上述样本企业平均值</b>	<b>7.30</b>	<b>2.68</b>	<b>45.48</b>	<b>70.30</b>	<b>66.85</b>
<b>西部证券</b>	<b>5.16</b>	<b>2.67</b>	<b>40.09</b>	<b>76.31</b>	<b>47.16</b>

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

## 5. 或有事项

### 公司或有负债风险很低。

截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保。

截至 2020 年末，公司涉及主承销的安徽盛运环保集团 5 亿元非公开发行公司债券违约案，多家企业在相关诉讼中要求公司承担连带赔偿

责任，上述诉讼均未开庭或最终判决。

除此案外，公司不存在涉及金额占公司最近一期经审计净资产绝对值 10% 以上，且绝对金额超过 1000 万元的重大诉讼、仲裁事项。

## 十、存续债券偿还能力分析

**截至2021年5月末，公司存续债券的偿还压力较小，加之公司股东背景很强，经营竞争力较强及融资渠道畅通等因素，公司对存续债券待偿本金的偿还能力极强。**

截至2021年5月末，公司存续债券余额共 70.00 亿元。其中一年内到期的债券余额 30 亿元，未来待偿债券本金峰值为 30.00 亿元。截至 2020 年末，公司优质流动性资产规模为 185.52 亿元；2020 年 EBITDA 为 17.86 亿元，优质流动性资产/一年内到期债券余额为 6.18 倍，EBITDA/未来待偿债券本金峰值为 0.60 倍，对偿还债券保障能力较好。

表17 存续债券偿付能力指标 单位：倍、亿元

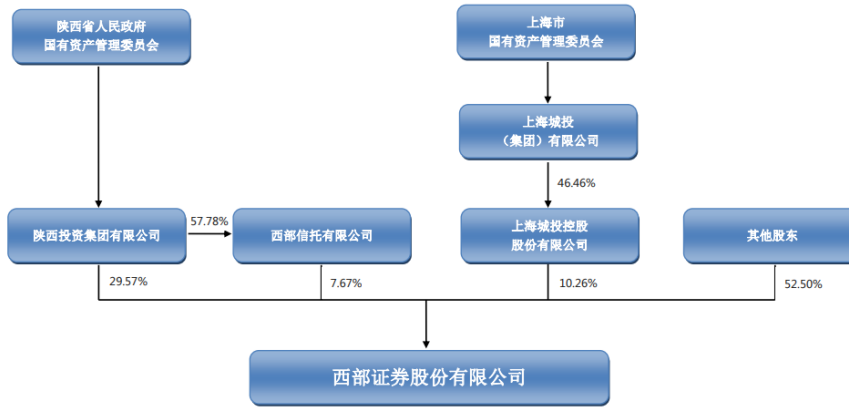
项目	2020 年
一年内到期债券余额	30.00
未来待偿债券本金峰值	30.00
优质流动性资产/一年内到期债券余额	6.18
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.60

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

## 十一、结论

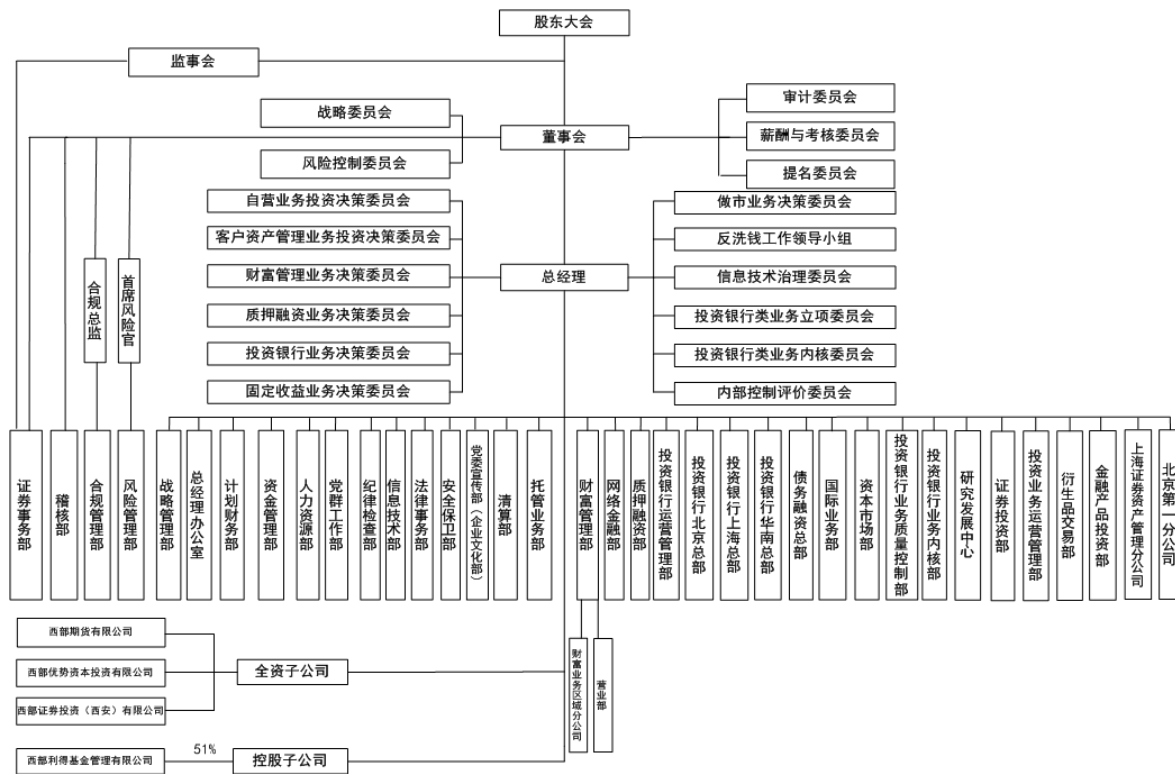
综上，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 西部 01”和“20 西部 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 截至 2021 年 3 月末西部证券股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末西部证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年末公司主要控股和参股公司情况

名称	成立时间	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
西部期货有限公司	1993/3/29	5.00	100.00	32.58	5.32	14.42	0.29
西部优势资本投资有限公司	2014/5/26	5.00	100.00	3.84	2.89	-0.61	-0.57
西部证券投资(西安)有限公司	2019/9/17	10.00	100.00	4.32	4.24	0.34	0.23
西部利得基金管理有限公司	2010/7/20	3.50	51.00	3.36	1.87	2.78	0.29

资料来源：公司年报，联合资信整理

## 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)	422.31	354.84	494.11	/
所有者权益 (亿元)	174.30	177.37	261.08	264.12
自有负债 (亿元)	248.01	177.47	233.03	/
自有资产负债率 (%)	58.73	50.01	47.16	/
优质流动性资产/总资产 (%)	22.24	30.13	37.70	28.55
营业收入 (亿元)	22.37	36.81	51.84	12.55
利润总额 (亿元)	2.45	7.47	15.08	3.52
营业利润率 (%)	11.08	20.40	29.36	28.07
营业费用率 (%)	65.65	47.13	40.09	37.00
薪酬收入比 (%)	40.95	31.98	28.54	/
自有资产收益率 (%)	0.51	1.59	2.67	/
净资产收益率 (%)	1.15	3.50	5.16	1.19
净资本 (亿元)	155.50	151.96	232.73	234.92
风险覆盖率 (%)	300.48	317.03	443.14	419.86
资本杠杆率 (%)	36.00	42.55	47.15	46.86
流动性覆盖率 (%)	318.96	224.41	444.00	467.51
净稳定资金率 (%)	178.63	178.34	290.22	213.44
信用业务杠杆率 (%)	36.30	36.58	30.93	/
短期债务 (亿元)	214.09	137.58	176.91	174.81
长期债务 (亿元)	28.67	29.01	40.32	40.72
全部债务 (亿元)	242.77	166.60	217.23	215.53

资料来源：公司财务报表，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) <sup>1/(n-1)</sup> -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)
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

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

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。
2. 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；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 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。
5. 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。

