



2024 年度

山西证券股份有限公司

信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20243564M-01

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2024 年 10 月 8 日至 2025 年 10 月 8 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 10 月 8 日

评级对象 山西证券股份有限公司

主体评级结果 AAA/稳定

评级观点 中诚信国际肯定了山西证券股份有限公司（以下简称“山西证券”或“公司”）较强的股东实力、突出的区域竞争优势、较强的综合金融服务能力以及畅通的融资渠道等正面因素对公司业务发展及信用水平的良好支撑作用；同时，中诚信国际关注到，行业竞争日趋激烈、市场波动对盈利稳定性构成压力以及行政处罚后相关业务合规风控体系的运作情况对公司经营及信用状况形成的影响。

评级展望 中诚信国际认为，山西证券股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素 **可能触发评级上调因素：** 不适用。
可能触发评级下调因素： 公司治理和内部控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况的恶化，如资产质量下降、资本金不足等；外部支持能力及意愿大幅弱化。

正面

- 控股股东山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控”）是集多个金融业态于一体的省属地方金融控股集团，综合实力较强，同时与公司业务协同度较高
- 公司持续深耕山西市场，山西省内机构和零售客户资源丰富，特别在经纪业务等方面拥有地域与品牌优势
- 各项业务全面深入布局，多项业务均衡发展，综合金融服务能力较强
- 作为A股上市公司，公司融资渠道包括银行授信、债券发行、同业拆借和股票市场再融资等，备用流动性较充足

关注

- 随着国内证券行业加速对外开放、放宽混业经营的限制以及越来越多的券商通过上市、收购兼并的方式增强自身实力，公司面临来自境内外券商、商业银行等金融机构的激烈竞争
- 宏观经济和证券市场的波动性对公司经营稳定性及持续盈利能力构成一定压力
- 子公司中德证券有限责任公司（以下简称“中德证券”）涉及诉讼，并于2022年6月收到中国证券监督管理委员会《行政处罚决定书》，未来将持续关注公司对该事件的相关赔偿风险以及相关业务合规风控体系的运作情况

项目负责人： 苗 祺 qmiao01@ccxi.com.cn

项目组成员： 高萌露 mlgao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

山西证券	2021	2022	2023	2024.6/2024.1-6
资产总额 (亿元)	763.02	829.09	775.90	790.01
股东权益 (亿元)	177.06	178.43	181.53	180.95
净资本 (母公司口径) (亿元)	121.46	106.89	121.67	119.68
营业收入 (亿元)	39.94	41.61	34.71	14.00
净利润 (亿元)	8.12	5.67	5.92	3.00
综合收益总额 (亿元)	7.38	5.75	6.12	2.65
平均资本回报率 (%)	4.62	3.19	3.29	--
营业费用率 (%)	48.00	45.99	59.03	62.82
风险覆盖率 (%)	226.95	160.32	216.38	231.79
资本杠杆率 (%)	15.59	13.80	14.58	14.81
流动性覆盖率 (%)	146.89	134.65	157.08	150.12
净稳定资金率 (%)	177.78	176.65	143.76	147.05

注：[1]以下分析基于公司提供的毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2021 年财务报告，经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2022 年、2023 年财务报告，以及未经审计的 2024 年半年度财务报表；其中 2021 年财务数据为 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据为 2023 年审计报告期初数。2023 年财务数据为 2023 年审计报告期末数；已审计的财务报告审计意见类型均为标准无保留意见；报告中对净资产、净资本、净资本/负债等风险控制指标的描述和分析均采用母公司口径数据；[2]本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较 (2023 年数据)

公司名称	总资产 (亿元)	净资本 (母公司口径) (亿元)	净利润 (亿元)	平均资本回报率 (%)	风险覆盖率 (%)
山西证券	775.90	121.67	5.92	3.29	216.38
华福证券	664.50	101.58	4.60	3.45	262.65
国海证券	697.37	161.22	4.20	2.00	298.61

注：“华福证券”为“华福证券有限责任公司”简称；“国海证券”为“国海证券股份有限公司”简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

● 评级模型

山西证券股份有限公司评级模型打分
(C230400_2024_04_2024_01)

BCA 级别	aa ⁺
外部支持提升	1
模型级别	AAA

注：

外部支持：山西证券控股股东为山西金控，实际控制人为山西省财政厅。公司作为山西金控旗下控股的唯一证券业务平台，在资本、业务等方面得到山西金控以及山西省财政厅较强的支持。山西金控是省属地方金融控股集团，其下属各业务板块运营主体覆盖多个金融板块，在山西省内区域地位显著，综合实力较强。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论：中诚信国际证券与期货行业评级方法与模型 C230400_2024_04

评级对象概况

山西证券股份有限公司（以下简称“山西证券”或“公司”）前身为山西省证券公司，成立于 1988 年 7 月，注册资金 1,000 万元，为中国人民银行山西省分行全资子公司。后经历多次股权变更与增资扩股，2008 年 1 月公司整体变更为股份有限公司，名称变更为“山西证券股份有限公司”，总股本 200,000 万股。公司于 2010 年 11 月 15 日在深圳证券交易所上市，股票代码为 002500，总股本增至 239,980 万股。2020 年 7 月，公司完成配股发行，募集资金 38.05 亿元，配股完成后，公司注册资本增至 35.90 亿元。2020 年 12 月 30 日，公司股东山西信托股份有限公司通过深圳证券交易所系统以大宗交易方式，将其持有的公司无限售条件流通股份 15,465,450 股转让给山西金控，本次转让后山西金控对公司持股比例增至 31.77%，为公司控股股东；山西省财政厅持有公司控股股东山西金控 100% 的股权，为公司实际控制人。截至 2024 年 6 月末，公司注册资本仍为 35.90 亿元。

表 1：截至 2024 年 6 月末公司前十大股东情况

股东名称	持股比例 (%)
山西金融投资控股集团有限公司	31.77
太原钢铁（集团）有限公司	10.23
山西国际电力集团有限公司	5.55
中央汇金资产管理有限责任公司	1.44
中国建设银行股份有限公司—国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	1.35
郑州热力集团有限公司	0.96
中国建设银行股份有限公司—华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.90
香港中央结算有限公司	0.77
中国农业银行股份有限公司—中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	0.71
山西省科技基金发展有限公司	0.62
合计	54.30

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

公司业务体系健全，主营业务包括：证券经纪；证券自营；证券资产管理；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；融资融券；代销金融产品；公开募集证券投资基金管理业务。截至 2024 年 6 月末，公司拥有 7 家一级控股子公司。

表 2：截至 2024 年 6 月末公司主要子公司情况

子公司名称	子公司简称	主要业务	持股比例
中德证券有限责任公司	中德证券	股票（包括人民币普通股、外资股）和债券（包括政府债券、公司债券）的承销与保荐，以及中国证监会批准的其他业务。	66.70%
山证（上海）资产管理有限公司	山证资管	证券业务（证券资产管理）；公募基金管理业务。	100.00%
格林大华期货有限公司	格林大华	商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、公募证券投资基金销售、投资管理以及咨询、实业投资等。	100.00%
山证投资有限责任公司	山证投资	投资与资产管理。	100.00%
山证创新投资有限公司	山证创新	投资管理与资产管理。	100.00%
山证国际金融控股有限公司	山证国际	证券经纪、期货经纪、证券投资咨询、期货投资咨询、资产管理、机构融资、商品贸易金融。	100.00%

山证科技（深圳）有限公司	山证科技	计算机软件、信息系统软件开发、销售；信息系统设计、集成、运行维护；信息技术咨询；日常安全管理、数据管理。	100.00%
--------------	------	--	---------

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年二季度中国经济呈现出边际放缓趋势，内需趋弱的压力仍待缓解，但稳增长政策效应持续释放或将支撑下半年经济边际回升，深化改革有利于中长期经济增长中枢的稳定和提升。

2024 年上半年中国经济保持稳健，GDP 同比增长 5.0%，但是二季度经济走势有所放缓，GDP 同比增长 4.7%，环比增长 0.7%，皆较一季度有所下调。从三大产业看，第二产业对经济增长的贡献率延续提升，第三产业的贡献率有所回落。从三大需求看，最终消费对经济增长的贡献率为 60.5%，但较前值及去年同期显著下调，资本形成的贡献率较前值大幅上调，货物和服务净出口的贡献率与前值基本持平。

中诚信国际认为，以全球第二大经济体的体量，在日益严峻复杂的环境下实现 5% 的中高速增长，体现出中国经济的充足韧性。其中，高技术制造业与现代服务业增加值保持快速增长，出口回升以及“两新”政策推动之下，制造业投资同比增长达到 9.5%，高技术制造业投资同比增长超过 10%。但是，保持当前的经济增长水平仍面临多重挑战。从外部环境看，全球地缘冲突持续加剧，欧美政坛动荡且在“去风险”框架下针对中国出口不断施压；从内部环境看，需求趋弱的压力尚未得到有效缓解，消费特别是服务消费的增长势头延续放缓，房地产投资持续收缩对于固定资产投资形成拖累，化债约束也对经济增长形成了一定紧缩效应。

中诚信国际认为，政策效应持续释放有助于支撑下半年经济边际回升，二十届三中全会提出多项深化改革举措，将在中长期内推动中国经济实现质的有效提升和量的合理增长。从财政政策看，三季度新增专项债发行规模或将超过 1 万亿，超长期特别国债延续发行且支持领域扩大，特别是对于“两新”政策的支持有助于稳定制造业投资与消费改善。从货币政策看，LPR 改革以及增设临时利率走廊等措施有助于打开短端利率的下调空间，中央银行通过加大买卖国债对于流动性进行调节有助于提高财政政策和货币政策的协同性。从深化改革措施看，三中全会在完善市场经济体制，推动高质量发展体制，健全宏观经济治理体系，以及完善对外开放体制等领域做出全面部署，改革措施落地有利于提升全要素生产率，也有助于提升中国经济的中长期增长中枢。

综合以上因素，中诚信国际维持对于 2024 年中国经济同比增长 5% 左右的预期，稳增长政策效应持续释放加之改革措施持续深化落地，中国经济持续回升向好的基本面未变。

详见《2024 年二季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11296?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，资本市场改革进程提速，改革利好持续释放，证券行业迎来较好的发展机遇；“新国九条”的出台系统提出了强监管、防风险、促高质量发展的一揽子政策措施。

证券行业与宏观经济环境高度相关，随着资本市场改革深入推进，改革利好持续释放，全面注册制、个人养老金试点、买方投顾、科创板做市、两融标的扩容等政策出台，为证券行业带来更广阔的发展空间。伴随全面注册制下的市场扩容及制度优化，证券公司或将以“投资+投行”模式拓宽收入空间，增厚资本化收入；随着居民财富从房地产向金融资产转移的大趋势，叠加资产配置效率提升，证券公司财富管理及资产管理的业务空间将增加；散户机构化趋势延续，机构客户群体逐渐壮大，以及客需驱动的衍生品业务快速发展，证券公司的投研能力、交易能力、产品能力等机构业务发展空间广阔；资本市场双向开放，市场和客户的国际化发展加快证券公司的国际化进程，国际化业务将迎来较大的发展空间。资本市场深化改革下的财富管理、主动资管、大投行、机构业务、国际化业务等具备更高的增速，也对证券公司专业综合服务能力提出了更高的要求；在此背景下，业务结构多元、资本实力强、风控水平领先以及合规安全经营的综合型头部证券公司有望获得更高的市场份额，而聚焦细分领域的特色型证券公司以及属地资源调动能力强的中小证券公司亦有望获得差异化发展优势，行业竞争格局呈现综合化与差异化并举的局面。此外，证监会支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，或将促使证券行业出现股权收购、兼并整合现象。2024 年 4 月 12 日，国务院发文《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称“新国九条”），“新国九条”坚持远近结合、标本兼治、综合施策，明确了资本市场高质量发展“五个必须”的深刻内涵，分阶段规划了未来 5 年、2035 年、本世纪中叶资本市场高质量发展的目标，系统提出了强监管、防风险、促高质量发展的一揽子政策措施。同时证监会为系统性推进落实“新国九条”，已出台或将出台若干配套制度规则，共同形成“1+N”政策体系。

详见《中国证券行业展望，2024 年 4 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11074?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，山西证券的业务状况较好，公司业务资质齐全，多项业务均衡发展，综合金融服务能力较强；同时，公司业务收入的多元化程度较好，业务覆盖面广，公司持续深耕山西市场，在经纪业务等方面拥有地域与品牌优势。2024 年上半年，受证券市场整体下行影响，公司营业收入同比下降。

公司各项业务全面深入布局，多项业务均衡发展，综合金融服务能力较强。

表 3：近年来公司营业收入构成（单位：亿元、%）

营业收入	2021		2022		2023		2024.1-6	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财富管理业务	10.23	25.60	9.17	22.04	8.57	24.70	4.15	29.65
自营业务	10.92	27.34	7.80	18.76	12.83	36.98	5.93	42.33
资产管理业务	1.73	4.33	2.35	5.64	2.70	7.79	1.70	12.15
投资银行业务	4.00	10.01	3.21	7.71	2.51	7.22	0.77	5.51
期货经纪业务	3.04	7.62	2.78	6.69	2.04	5.87	0.78	5.56
大宗商品交易及风险管理业务	9.92	24.83	15.17	36.47	6.91	19.91	1.18	8.42
其他	0.10	0.26	1.12	2.69	(0.86)	(2.47)	(0.51)	(3.62)
营业收入	39.94	100.00	41.61	100.00	34.71	100.00	14.00	100.00
其他业务成本	(8.33)		(14.66)		(5.69)		(1.09)	
经调整后的营业收入	31.61		26.94		29.01		12.90	

注：上表加总数如与合计数不一致，均系四舍五入所致。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

财富管理板块

公司持续深化财富管理转型，但 2023 年受市场交投活跃度下降影响，板块收入有所减少；两融业务规模平稳增长，但受费率下行影响收入有所下滑，股票质押业务规模有所下降。2024 年上半年，公司财富管理业务收入同比有所下降。

证券经纪业务是公司的核心基础业务，是公司重要的收入来源之一。截至 2024 年 6 月末，公司拥有证券营业部 101 家，其中山西省内 55 家，山西省外 46 家，主要分布于北京、上海、广东、浙江、重庆、辽宁、河北、山东、江苏、河南、湖南等省份及直辖市，形成了以国内主要城市为前沿，重点城市为中心，覆盖山西、面向全国的业务发展框架。公司财富管理业务持续推进买方投顾转型，发力机构经济，聚焦数字化赋能，2023 年客户数和 AUM 资产保持增长，但受市场交投活跃度下降等因素影响，公司财富管理业务收入同比有所下滑，由于格林大华仓单业务规模减少导致大宗商品交易及风险管理业务收入显著下降，公司 2023 年营业收入同比降幅较大，财富管理业务收入在营业收入中的占比较上年有所上升。2024 年上半年，公司财富管理业务板块聚焦产品化、机构化、数字化转型路径，加快买方投顾能力建设，丰富产品货架，投顾客户覆盖数和 AUM 资产规模均较上年同期有所增长，推动公司证券经纪业务手续费及佣金净收入增长；但由于信用业务利息收入同比有所减少，公司财富管理业务收入同比下降 6.02%，在营业收入中的占比同比继续上升。

证券经纪业务方面，2023 年，公司聚焦客户需求，以基金投顾为抓手，持续夯实投研体系，完善顾问服务，拓展外部渠道；同时丰富产品货架，提升代销能力，年内完成“公募 50”产品池建设和“私募 30”产品池优化，非货公募基金保有规模同比增长 62.35%，在券商中排名第 28 位；此外，公司重点发力机构经纪业务，搭建量化经纪业务平台，债券经纪规模实现较快增长。但受 A 股市场股票交易量整体下降影响，公司 2023 年代理买卖股票交易额同比减少 4.51% 至 1.19 万亿元；平均佣金率为 0.33‰，较上年小幅上升。2024 年上半年，在债券市场客户需求增长背景下，公司债券经纪业务规模同比大幅增长；公司代理买卖股票交易额相当于 2023 年全年的 50.60%；平均佣金率为 0.34‰，较上年末略有增长。

表 4：近年来公司代理买卖证券交易金额（单位：亿元）

	2021	2022	2023	2024.1-6
股票（含两融）	16,495.54	12,503.82	11,939.49	6,041.50
基金	292.23	312.73	402.99	261.63
债券	966.08	2,424.29	3,735.54	2,218.49

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

信用业务方面，2023 年公司融资融券业务保持平稳发展，截至年末融资融券余额较上年末小幅增长至 63.82 亿元；存量负债客户平均维持担保比例为 254.17%；但受两融利率下行等因素影响，全年利息收入同比小幅下降。2024 年上半年，由于两融业务市场需求减少，截至 2024 年 6 月末公司融资融券余额较上年末有所下降；同时由于两融利率继续下行，上半年公司实现两融业务利息收入相当于 2023 年全年的 46.00%；截至 2024 年 6 月末，公司维持担保比例较上年末有所下降；融资融券业务的担保物公允价值合计 148.82 亿元，较上年末下降 24.96%，主要系融资融券

业务规模下降叠加担保物公允价值下跌所致，但担保物整体相对充足；同期，公司转回融出资金减值损失 179.20 万元，截至 2024 年 6 月末融出资金减值准备余额 2.05 亿元，较上年末基本持平。

股票质押式回购业务方面，在监管政策导向趋严及市场风险加大的背景下，2023 年公司股票质押业务规模有所收缩，截至 2023 年末，股票质押业务待购回金额较上年末下降 19.52% 至 11.50 亿元，整体履约保障比例为 283.24%；全年利息收入同比小幅增长至 0.73 亿元。2024 年上半年，公司股票质押业务发展稳健，截至 2024 年 6 月末，公司股票质押业务待购回金额较上年末小幅增加；但由于股票质押费率下行，公司实现股票质押式回购利息收入仅为 2023 年全年的 38.36%。截至 2024 年 6 月末，公司股票质押业务整体履约保障比率较上年末有所下降。同期末，公司买入返售金融资产的担保物公允价值合计 62.34 亿元，担保物较为充足，风险相对可控；截至 2024 年 6 月末买入返售金融资产减值准备余额 0.12 亿元，较上年末略有增长。

表 5：近年来公司资本中介业务情况（单位：亿元、%）

	2021	2022	2023	2024.6/2024.1-6
融资融券业务				
融资融券余额	71.37	60.11	63.82	56.27
存量负债客户平均维持担保比例	315.95	269.25	254.17	246.77
融资融券利息收入	5.03	4.59	4.37	2.01
股票质押式回购业务				
待回购金额	10.55	14.29	11.50	12.11
整体履约保障比例	576.48	310.85	283.24	250.40
股票质押式回购利息收入	0.54	0.70	0.73	0.28

注：融资融券业务不含开展业务。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

机构业务方面，2023 年，公司以公募基金券商结算、私募基金孵化和债券经纪为抓手，聚焦专业客户需求，完善平台建设，截至 2023 年末，公司专业机构客户数同比增长 71.38%，专业机构 AUM 资产同比增长 137.27%。

投资银行板块

2023 年债券承销业务保持增长，但投行业务整体营收有所下降，未来将持续关注相关业务合规风控体系的运作情况；中小企业金融服务业务持续推进。2024 年上半年，公司投资银行业务收入同比下降。

公司投资银行业务主要由控股子公司中德证券运营。2022 年 1 月 18 日，中德证券收到中国证券监督管理委员会《立案告知书》（证监立案字 03720220003 号）。中德证券因在乐视网信息技术（北京）股份有限公司（以下简称“乐视网”）2016 年非公开发行股票项目中，保荐业务涉嫌违法违规。2022 年 6 月 16 日，中德证券及乐视网 2016 年非公开发行项目签字保荐代表人杨丽君、王鑫收到中国证监会《行政处罚决定书》，中国证监会拟决定对中德证券责令改正，给予警告，没收业务收入 5,660,377 元，并处以 11,320,754 元罚款；同时，对杨丽君、王鑫给予警告，并分别处以 15 万元罚款。此次事项反映出中德证券在开展保荐业务过程中未勤勉尽责，未能有效控制和防控风险，合规管理和风险管控水平有待提升，后续将重点关注公司相关业务合规风控体系

的运作情况。

2023 年，公司统筹境内外股权融资、债券融资、并购重组、财务顾问、新三板挂牌及做市、四板辅导挂牌、资产证券化、公募 REITs 等业务，为企业提供全生命周期一体化综合金融服务；子公司中德证券强化战略执行，聚焦重点区域、重点客户推进稳健经营，同时持续加强执业能力建设，提升执业质量。受监管行政处罚影响，公司 2023 年股权承销项目数量同比持续减少，同时由于投行承销费率整体下行，年内公司投资银行业务营业收入同比有所下滑，在营业收入中的占比同比有所下降。2024 年上半年，由于新三板做市业务的股票市值下跌，公司实现投资银行业务收入同比下降 32.67%，对营业收入的贡献度继续下降。

股票主承销业务方面，2023 年中德证券完成主承销家数 3 家，其中 1 单 IPO、2 单再融资项目，承销数量较上年进一步减少，主要系受监管行政处罚影响；总承销金额较上年有所回升。2024 年上半年，受资本市场发行整体趋严的影响，中德证券完成 A 股再融资项目 2 单，总承销金额同比大幅上升。

债券主承销方面，公司坚持深耕山西，同时持续布局长三角、珠三角、西南、山东、河南等重点区域，扩充和优化属地团队，加大客户覆盖及项目储备力度，2023 年主承销家数和金额较上年保持增长；当期公司债及企业债承销金额排名全行业第 31 名，较上年上升 7 名；地方政府债承销金额排名第 13 名，较上年上升 4 名。2024 年上半年，公司债券业务在河南、重庆、云南等省份的排名和影响力进一步提升，中德证券主承销家数和金额同比均有提升。截至 2024 年 6 月末，公司债券产品承销金额排名全行业第 40 名，同比上升 2 名；政府债承销金额排名全行业第 13 名，同比上升 1 名。

财务顾问业务方面，2023 年公司财务顾问业务量同比略有下滑，同时受费率下降影响，净收入同比有所下降。2024 年上半年，公司实现财务顾问净收入同比有所下降。

中小企业金融业务方面，公司聚焦重点区域，推进以企业咨询服务为转手的综合金融服务路线，持续夯实三板主业，推进北交所业务一体化。2023 年公司共完成新三板推荐挂牌 7 家，完成新三板挂牌定向发行 15 次；完成山西股权交易中心晋兴板挂牌 69 家。2024 年上半年，公司完成新三板定增项目 5 单，助力 15 家中小企业挂牌山西股权交易中心晋兴板。

表 6：近年来中德证券投资银行业务情况（单位：家、期、亿元）

		2021	2022	2023	2024.1-6
股票承销保荐	主承销家数	15	5	3	2
	主承销金额	79.86	26.40	31.23	8.50
债券承销	主承销期数	32	48	64	26
	主承销金额	169.70	341.26	478.94	258.60
财务顾问	项目家数	39	43	42	28
	业务净收入	0.77	0.39	0.31	0.08

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

资产管理板块

公司持续推进投研体系建设、不断丰富产品序列和加强渠道建设，2023 年资产管理和公募基金管理规模均实现较快增长，业务结构持续优化，资管业务收入贡献度有所上升。2024 年上半年，

公司资产管理业务管理规模略有增长。

公司资产管理业务继续坚持差异化、市场化、专业化原则，加快条线整合、产品创设，持续提升主动管理能力，目前资产管理业务已经涵盖权益及创新、固定收益及固收+等业务。公司资产管理子公司山证资管于 2021 年 5 月获批设立，于 2021 年 11 月 9 日取得工商营业执照，注册资本为人民币 5 亿元。2023 年山证资管正式展业，推动公司资管业务收入同比实现增长，在营业收入中的占比同比也有所上升。2024 年上半年，公司资产管理业务规模较上年末略有增长，实现资产管理业务收入 1.70 亿元。

2023 年，公司强化“固收+”核心能力建设，丰富产品序列；不断完善现金管理类产品序列，相关产品资产规模持续增长；同时，公司积极拓展利率债和高评级信用债为主的机构业务，发行二级债基等相关系列产品；此外，公司持续开拓产品销售渠道，加强与重点金融机构合作，开辟第三方线上销售渠道。截至 2023 年末，公司资产管理产品数量及存续规模较上年末均实现较快增长，其中集合资产管理规模较上年末大幅增长，专项资产管理规模较上年末略有下滑；公募基金产品数量及存续规模同比也实现较快增长。此外，近年来公司专注提升主动管理能力，加快产品创设步伐，截至 2023 年末，资管业务所有产品均实现主动管理。2024 年上半年，山证资管以固收+为重点，聚焦多资产配置，丰富产品序列，提升销售能力，截至 2024 年 6 月末，公司资产管理产品存续规模较上年末有所减少，主要系集合资产管理规模较上年末下降；公募基金产品数量及存续规模均较上年末有所增长；存续资管业务产品均为主动管理型。

表 7：近年来公司资产管理业务情况（单位：个、亿元）

项目	产品数量	2021		2022		2023		2024.1-6				
		规模	净收入	产品数量	规模	净收入	产品数量	规模	净收入	产品数量		
集合资产管理	83	124.21	0.70	83	137.63	1.10	123	200.49	1.19	131	187.63	0.85
单一资产管理	18	86.35	0.12	18	108.81	0.11	20	112.52	0.11	20	106.59	0.07
专项资产管理	7	60.96	0.06	8	49.90	0.07	8	44.84	0.05	8	45.92	0.02
资产管理产品合计	108	271.53	0.88	109	296.34	1.28	151	357.85	1.35	159	340.14	0.94
公募基金管理合计	11	124.17	0.69	16	176.47	0.77	20	299.63	0.97	21	319.15	0.66
主动管理产品合计	112	365.18	--	125	472.81	--	171	657.48	--	180	659.29	--

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

自营投资板块

自营投资业务以债券类资产配置为主，2023 年增持债券、股票等资产以及部分投资公允价值上升推动金融投资资产规模增长，权益类和固定收益类投资收入同比均有所上升。2024 年上半年，由于权益类投资业务收入不及预期，公司自营业务收入同比有所下降。

公司自营业务涵盖权益类业务、FICC 和金融衍生品类业务三大领域，其中 FICC 类包括固定收益类投资和商品货币投资。2023 年公司结合市场行情增持债券、股票等资产，同时由于资本市场波动导致部分投资公允价值上升，截至 2023 年末，公司金融投资规模较上年末有所增长；公

司 2023 年自营业务收入同比增长，全年实现投资总收益¹17.36 亿元，同比增长 21.35%。2024 年上半年，A 股市场整体表现呈现震荡调整的态势，公司权益类投资收益同比显著下滑，导致公司自营业务收入同比下降 7.66%，实现投资总收益 6.90 亿元。截至 2024 年 6 月末，公司金融资产投资规模 372.62 亿元，其中第一层次和第二层次公允价值计量的金融投资合计分别为 95.83 亿元和 255.92 亿元，在公司以公允价值计量的金融投资资产总额中占比分别为 25.74%和 68.73%。

表 8：近年来公司金融投资组合情况（单位：亿元、%）

	2021		2022		2023		2024.6	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
债券	198.86	68.64	203.70	59.45	249.89	66.73	251.28	67.44
基金	44.30	15.29	86.73	25.31	78.56	20.98	71.84	19.28
股票/股权	30.82	10.64	28.40	8.29	32.76	8.75	27.06	7.26
银行理财产品	8.61	2.97	8.12	2.37	7.07	1.89	15.07	4.05
信托计划	0.00	0.00	1.83	0.54	2.76	0.74	3.04	0.81
券商资管	6.57	2.27	1.22	0.36	1.64	0.44	2.20	0.59
衍生金融资产	0.48	0.17	1.46	0.43	1.72	0.46	2.04	0.55
票据	0.00	0.00	7.86	2.29	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.07	0.03	3.32	0.97	0.09	0.02	0.09	0.02
合计	289.71	100.00	342.62	100.00	374.48	100.00	372.62	100.00

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

权益类投资方面，公司权益业务板块聚焦长期能力建设，降低组合波动，以量化投资及场外衍生品为基石，坚持非方向性的资本中介业务，持续提升交易台定价对冲能力。2023 年公司结合资本市场波动和自身风险偏好，加大股票定增和 ETF 投资，截至 2023 年末，股票/股权投资余额较年初有所增长，在金融投资中的占比有所上升。2023 年公司权益类投资业务扭亏为盈，全年实现业务收入 2.65 亿元。2024 年上半年，由于证券市场震荡调整导致公司持有的权益类金融资产公允价值下跌以及实现的投资收益金减少，公司实现权益类投资业务收入 0.20 亿元，较上年同期显著减少 90.40%。

固定收益类投资方面，2023 年，公司聚焦做市、销售交易等优势主业，优化投资研究体系建设，强化跨部门协同和数字化赋能，推进业务系统建设和改造，持续丰富和延伸产品线，稳健开展境外品种投资，不断丰富做市业务品种，提升客户覆盖率和品牌影响力。2023 年公司继续加大债券投资规模，截至 2023 年末，公司持有的债券余额较年初增长 22.68%至 249.89 亿元，在金融投资资产中占比进一步升至 66.73%；全年固定收益类投资业务实现收入 8.69 亿元，同比增长 6.89%。投资资产质量方面，在宏观经济下行、信用风险持续暴露的环境下，公司投资的部分债券出现逾期或违约风险，截至 2023 年末，该部分投资资产账面价值合计 0.15 亿元，已累计计提减值 1.22 亿元。2024 年上半年，公司把握住债券市场收益率下行的行情，灵活运用多种交易策略增厚投资收益，1-6 月公司债券交易额较上年同期显著增长，实现固定收益类业务收入 5.22 亿元，较上年同期增长 19.81%。2024 年上半年，公司未新增逾期或出现违约风险的债券投资，截至 2024 年 6 月末，存量风险投资债券账面价值合计 0.10 亿元，已累计计提减值 1.01 亿元。中诚信国际将持续关注上述项目资产质量的后续变化情况。

¹ 含公允价值变动损益、其他债权投资利息收入、债权投资利息收入、其他按实际利率法计算的金融资产产生的利息收入、其他综合收益中的其他权益工具投资公允价值变动及其他债权投资公允价值变动，不含对联营及合营企业投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益

其他金融资产投资方面，公司通过自有资金购买券商资管产品、银行理财产品及信托产品，截至 2023 年末，上述投资余额合计 11.46 亿元，较上年末小幅增长，在金融投资资产中的占比同比有所下降。2024 年上半年，公司增持银行理财产品，截至 2024 年 6 月末，公司投资券商资管产品、银行理财产品及信托产品余额合计 20.31 亿元，在金融投资资产中的占比较上年末有所上升。

期货及其他业务板块

2023 年格林大华期货经纪业务和仓单业务规模均有所收缩，叠加手续费费率下降以及拨备计提等因素影响，全年净利润转亏；同时，公司另类投资业务、私募股权投资业务及国际业务保持稳步发展。2024 年上半年，公司私募股权投资业务亏损同比略有收窄，但期货业务、另类投资业务及国际业务盈利水平同比均有所下滑。

公司的期货业务主要通过其全资子公司格林大华开展。截至 2023 年末，格林大华在上海、北京、天津、郑州等地区设有 23 家分支机构。2022 年公司对格林大华增资 3 亿元人民币，截至 2024 年 6 月末，格林大华注册资本为 13.00 亿元。2023 年，受客户需求整体减弱影响，公司期货经纪业务规模整体收缩，同时同业竞争导致相关手续费费率持续下降，全年公司期货经纪业务收入同比有所减少，加之大宗商品交易及风险管理业务规模收缩，2023 年两类业务营业收入合计同比大幅下降 50.17%，在营业收入中的占比较上年也显著下降。2024 年上半年，受市场需求疲软的影响，公司期货经纪业务收入和大宗商品交易及风险管理业务收入分别同比下降 20.21% 和 71.59%。

2023 年格林大华持续提升风险管理交易和服务能力，为客户设计个性化金融产品及服务；同时重点开发机构客户，提高法人客户数量及资产规模。期货经纪业务方面，2023 年，受客户需求减弱影响，格林大华经纪业务规模整体有所收缩，年内实现代理成交量 5,382.27 万手，代理成交额 42,444.29 亿元，同比减少 16.30%，全年实现手续费净收入 1.21 亿元，同比减少 15.97%。大宗商品交易及风险管理业务方面，格林大华亦参与仓单的购买和转售业务，此类业务单笔交易量大，同时公司采用商品贸易模式核算，销售收入金额较大，在山西证券营业收入中占比较大，但利润贡献相对较小。2023 年公司缩减仓单业务交易规模，年内实现仓单业务销售收入 5.80 亿元，采购成本 5.62 亿元，同比均显著减少；仓单业务开展的同时，公司在期货端进行保值，2023 年仓单保值产生净收益-0.05 亿元，仓单业务共实现净利润 0.13 亿元，同比小幅增长。此外，公司仓单业务出现部分风险项目，截至 2023 年末，仓单业务产生的应收客户款项余额为 3.66 亿元，较上年末小幅下降，根据预期可收回金额低于账面价值的差额，格林大华当年计提减值准备 0.35 亿元，截至 2023 年末，已累计计提减值准备 3.66 亿元。受上述因素共同影响，格林大华 2023 年实现营业收入 5.37 亿元，同比大幅减少 73.39%；净利润由上年的 0.11 亿元降至-0.13 亿元。2024 年上半年，受市场需求疲软的影响，格林大华经纪业务规模继续收缩，实现代理成交量 2,032.64 万手，代理成交额 18,001.26 亿元，相当于 2023 年全年的 42.41%。由于仓单业务规模减少，2024 年上半年，公司实现仓单业务销售收入 1.09 亿元，采购成本 1.06 亿元，仓单保值产生净收益 0.06 亿元，仓单业务利润 0.08 亿元。截至 2024 年 6 月末，仓单业务产生的应收客户款项余额较上年末持平，2024 年 1-6 月未计提相关减值准备，期末减值准备余额较上年末持平。综上影响，格林大华 2024 年上半年实现营业收入 2.16 亿元，同比略有增长；净利润由上年同期的 0.20 亿元减少

至 0.14 亿元。

另类投资业务方面，2020 年公司设立另类投资子公司山证创新，截至 2024 年 6 月末，山证创新注册资本为 17.00 亿元。山证创新聚焦赛道，精益化投资，2023 年新增投资额 2 亿元，完成投资项目 6 单。随着部分优质项目顺利退出，2023 年山证创新实现营业收入 2.04 亿元，净利润 1.45 亿元。2024 年上半年，山证创新按照既定策略稳步推进投资工作，累计完成权益投资 0.3 亿元，实现营业总收入 2.00 亿元，净利润 1.43 亿元，同比有所下降。

私募股权投资方面，山证投资作为公司从事私募股权投资的全资子公司，截至 2024 年 6 月末，山证投资注册资本为 8 亿元。2023 年山证投资持续推进项目储备及市场化基金募集，参与省内优质项目挖掘和政府引导基金的设立筹备，年内新设立基金 5 只、新增二期出资 1 只，实现募资 5.8 亿元；新增完成投资项目 9 个，投资规模 6.4 亿元。2023 年山证投资实现营业收入 0.61 亿元，实现净利润 0.22 亿元。2024 年上半年，山证投资持续深耕行业道及重点区域，设立安徽芯屏产业基金，新增备案规模 10 亿元，聚焦赛道挖掘优质项目；但受所投项目估值下降的影响，上半年，山证投资实现净利润-773.08 万元，同比亏损略有收窄。

国际业务方面，山证国际是公司境外全资子公司，成立于 2016 年 2 月，截至 2024 年 6 月末注册资本为 10 亿元港币。2023 年山证国际差异化聚焦发展 FICC 业务和投资银行业务，探索跨境多策略交易投资模式与能力，强化与母公司企业金融业务板块协同。截至 2023 年末，山证国际总资产为 11.50 亿元，净资产 7.27 亿元；全年实现净利润 0.08 亿元，实现扭亏为盈。2024 年上半年，山证国际完成 10 单境外债券融资项目，包括 4 单美元债、6 单点心债；着力打造跨境、多策略的交易投资模式，开展 TRS 业务和人民币套期保值业务。2024 年上半年，山证国际实现营业总收入-818.10 万元，实现净利润-0.44 亿元。

财务风险

中诚信国际认为，2023 年山西证券盈利水平有所回升，偿债能力指标有所改善，杠杆水平略有下降，各项风险控制指标距监管标准具有一定安全边际；2024 年上半年，受市场行情影响公司盈利水平有所下降；同时凭借其较好的资产流动性、多重外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务续接，公司整体偿债能力保持在较好水平。

盈利能力及盈利稳定性

2023 年受市场交投活跃度下降及同业竞争加剧等因素影响，山西证券经纪业务及投行业务收入有所下滑，同时仓单业务规模减少导致相关收入大幅下降，但资产管理和基金管理业务继续保持增长态势，同时公司把握住市场结构性机会，自营投资业绩回暖，整体盈利水平有所回升。2024 年上半年，受投资收益及公允价值变动收益合计减少等因素影响，净利润和综合收益同比有所下滑。

公司整体的盈利状况变化趋势和证券市场的走势具有较大的相关性。2023 年，A 股市场全年呈现先涨后跌的震荡行情，公司把握结构性机会，自营投资业务、资产管理业务和基金业务收入同比有所增长，但经纪业务及投行业务收入有所下滑，同时受仓单业务规模减少导致相关收入大幅

下降影响，公司全年实现营业收入 34.71 亿元，同比有所减少。

从营业收入构成来看，公司收入主要来自手续费及佣金净收入、投资净收益和其他业务收入。2023 年公司实现手续费及佣金净收入同比略有减少。具体来看，经纪业务方面，受证券市场交投活跃度下降的影响，公司股基交易量下降，代理买卖证券业务收入减少，导致公司全年实现经纪业务手续费净收入同比略有下滑。投行业务方面，2023 年公司债券主承销规模大幅增长，且市场竞争加剧导致承销费率持续下行，同时叠加年内财务顾问业务规模收缩，全年公司实现投资银行业务净收入同比略有下滑。资产管理业务方面，公司持续推进财富管理转型，提升主动管理能力，受托管理资产规模显著提升，全年资产管理业务净收入同比实现增长；同期，公司基金管理业务规模增长推动相关收入也实现增长。

投资收益方面，2023 年国内债券市场整体向好，同时公司把握权益市场结构性投资机会，推动全年投资收益及公允价值变动损益同比实现显著回升。

利息净收入方面，2023 年公司两融业务规模增长，但受对客利率下行影响，公司融资融券业务利息收入同比有所减少；同期，债券逆回购规模减少导致买入返售金融资产产生的利息收入同比有所减少；此外，受货币资金及结算备付金、其他债权投资规模下降的影响，相关利息收入亦随之减少。受上述因素共同影响，2023 年公司利息收入同比有所减少。同期，由于部分业务规模增长需要，2023 年公司通过回购业务获取资金规模上升导致卖出回购金融资产利息支出同比有所增加，叠加应付债券利息支出增长，全年公司发生利息支出同比有所增加。综合上述因素影响，公司净利息收入由 2022 年的 0.62 亿元减少至 2023 年的-1.38 亿元。

其他业务方面，受子公司开展的仓单业务规模减少影响，2023 年公司实现其他业务收入同比大幅下滑，但因销售成本同步减少，全年公司实现其他业务净收入为 0.29 亿元，同比有所增长。

表 9：近年来公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2021		2022		2023		2024.1-6	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	1,376.52	34.47	1,266.52	30.44	1,251.13	36.05	607.14	43.37
其中：经纪业务净收入	729.66	18.27	623.00	14.97	582.80	16.79	292.05	20.86
投资银行业务净收入	467.28	11.70	418.27	10.05	394.08	11.35	115.94	8.28
资产管理业务净收入	87.52	2.19	127.68	3.07	147.97	4.26	94.24	6.73
基金管理业务净收入	70.80	1.77	76.89	1.85	97.18	2.80	66.62	4.76
投资收益及公允价值变动损益	1,768.55	44.28	1,446.99	34.78	1,747.84	50.36	737.79	52.71
利息净收入	(27.43)	(0.69)	62.30	1.50	(137.57)	(3.96)	(59.84)	(4.27)
其他业务收入	849.89	21.28	1,444.98	34.73	598.50	17.24	115.92	8.28
汇兑损益	11.43	0.29	(75.05)	(1.80)	(13.58)	(0.39)	(7.53)	(0.54)
其他收益	15.14	0.38	17.60	0.42	24.19	0.70	6.63	0.47
资产处置收益	(0.15)	(0.00)	(2.79)	(0.07)	0.19	0.01	(0.27)	(0.02)
营业收入合计	3,993.94	100.00	4,160.56	100.00	3,470.70	100.00	1,399.85	100.00

注：由于四舍五入，可能存在分项数加和与总数有尾差。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

营业成本方面，由于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，人力成本在公司营业支出中占

比相对较高，且具有一定的刚性。2023 年由于职工费用和营销及管理费用支出增加，当期公司业务及管理费同比略有增长；同时受营业收入下滑影响，公司营业费用率同比有所上升。此外，2023 年公司计提信用减值损失 0.61 亿元，同比有所减少，主要为融资资金减值损失和其他应收款减值损失。

受营业收入和营业支出两方面影响，2023 年公司实现净利润 5.92 亿元，同比略有增长。由于债券市场整体向好，债券估值浮亏收窄，公司其他综合收益同比略有增长，受此影响，2023 年公司实现综合收益同比增长 6.51%。盈利指标方面，2023 年公司平均资本回报率和平均资产回报率同比均有所上升。盈利稳定性方面，近年来公司利润总额变动系数呈下降趋势，盈利稳定性相对较好。

2024 年上半年，公司手续费及佣金净收入同比有所增长，主要系资产管理业务、基金管理业务收入增长所致；同期，由于公允价值变动收益大幅减少，投资收益及公允价值变动损益合计数同比减少 25.91%；利息净收入同比有所增加，但仍然为负；受市场行情影响，公司仓单业务收入大幅下滑，由此导致公司其他业务收入同比大幅下降；公司其他收益同比大幅下降，主要系政府奖励金减少所致。2024 年上半年，公司业务及管理费同比有所减少，主要系职工薪酬同比下降所致，但由于营业收入降幅高于业务及管理费降幅，2024 年上半年公司营业费用率较上年同期有所上升。受营业收入和营业支出两方面影响，公司 2024 年上半年利润总额、净利润同比均有所下降。受其他权益工具投资公允价值下跌以及汇率波动下外币折算差额减少等因素影响，公司 2024 年上半年综合收益总额同比也有所下滑。

表 10：近年来公司主要盈利指标（单位：亿元、%）

	2021	2022	2023	2024.1-6
经调整后的营业收入	31.61	26.94	29.01	12.90
业务及管理费	(19.17)	(19.14)	(20.49)	(8.79)
营业利润	10.25	6.69	7.69	4.04
净利润	8.12	5.67	5.92	3.00
综合收益	7.38	5.75	6.12	2.65
营业费用率	48.00	45.99	59.03	62.82
平均资产回报率	1.47	0.91	0.93	--
平均资本回报率	4.62	3.19	3.29	--
利润总额变动系数	17.82	17.67	17.06	--

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

风险管理能力、杠杆及资本充足性

山西证券各项风险指标均高于监管标准，反映出较强的资本充足性和资产安全性；2024 年以来，公司杠杆水平总体保持稳定，需关注未来业务规模与债务水平的增长对资本产生的压力。

从公司各项风险控制指标看，根据证监会《证券公司风险控制指标管理办法（2020 年修正）》及《证券公司风险控制指标计算标准规定（2020 年修订）》公司以净资本为核心的各项风险指标均高于证监会制定的监管标准。

随着利润积累，截至 2023 年末，公司母公司口径净资产和净资本均有所增加；净资本/净资产比率较上年末有所上升。由于压降部分对资本占用较高的业务，截至 2023 年末，公司风险覆盖率较上年末显著提升；母公司口径资本杠杆率较上年末略有上升；由于期末总债务规模有所下降，公司净资本/负债比率和净资产/负债比率均较上年末有所上升，杠杆水平略有下降。

截至 2024 年 6 月末，母公司口径净资产和净资本较上年末均有所减少，净资本/净资产较上年末略有下降；由于资本占用较高的两融、权益等业务规模持续收缩，截至 2024 年 6 月末，公司风险覆盖率有所上升；资本杠杆率较上年末略有上升，杠杆水平总体保持稳定。总体看来，公司各项风险控制指标距监管预警值均有较高的安全边际，但随着未来业务的开展仍可能对资本补充形成一定压力。

从公司资产减值准备情况看，截至 2024 年 6 月末，公司资产减值准备余额为 8.86 亿元，较上年末减少 0.08%，包括其他应收款坏账准备 4.13 亿元，融出资金减值准备 2.05 亿元，其他债权投资减值准备 1.35 亿元，应收账款减值准备 0.85 亿元，债权投资减值准备 0.36 亿元和买入返售金融资产减值准备 0.12 亿元。上述减值准备主要为整个存续期预期信用损失（已发生减值），金额为 8.33 亿元。

表 11：近年来公司风险控制指标情况（母公司口径）（单位：亿元、%）

指标名称	标准	2021	2022	2023	2024.6/2024.1-6
净资本	--	121.46	106.89	121.67	119.68
净资产	--	170.81	171.88	174.28	173.29
风险覆盖率	≥100	226.95	160.32	216.38	231.79
资本杠杆率	≥8	15.59	13.80	14.58	14.81
流动性覆盖率	≥100	146.89	134.65	157.08	150.12
净稳定资金率	≥100	177.78	176.65	143.76	147.05
净资本/净资产	≥20	71.11	62.19	69.81	69.06
净资本/负债	≥8	29.49	24.35	27.83	26.73
净资产/负债	≥10	41.48	39.15	39.86	38.71
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	≤100	20.78	17.03	15.68	5.18
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	≤500	156.72	289.22	215.02	260.21

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

偿债能力

2023 年公司总体债务规模略有收缩，但短期债务占比有所上升，债务期限结构仍有待优化；盈利水平回升推动偿债能力指标有所改善，未来需持续关注整体偿债能力的变化情况。

从债务构成来看，公司目前探索并建立了公司债、次级债、收益凭证等融资工具在内的长、中、短期相结合的融资平台，对公司业务稳健、快速发展起到重要支撑。截至 2023 年末，公司总债务规模为 414.03 亿元，较上年末减少 4.08%，其中短期债务占比为 77.97%，较上年末上升 6.34 个百分点。截至 2024 年 6 月末，公司总债务为 430.19 亿元，较上年末增长 3.90%，公司短期债务/总债务为 80.77%，较上年末增加 2.80 个百分点，债务期限结构有待进一步优化。

从资产负债率来看，截至 2023 年末，公司资产负债率较上年末小幅下降。截至 2024 年 6 月末，公司资产负债率较上年末略有回升。

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要包括利润总额和利息支出，由于利润总额有所回升，2023 年公司 EBITDA 略有增长。从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2023 年公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所提升。2024 年上半年由于利息支出同比下降，1-6 月公司 EBITDA 利息倍数进一步上升。

从经营活动净现金流方面看，2023 年公司经营活动净现金流量较上年有所减少，主要系年内代理买卖证券款规模减少，融出资金规模增加以及拆入资金规模减少，导致现金净流出。2024 年上半年，公司经营活动净现金流量较上年同期大幅增加，主要系代理买卖证券款规模增长、融出资金规模减少、交易性金融资产规模保持平稳，且交易性金融负债规模增长，导致现金净流入。

表 12: 近年来公司偿债能力指标

指标	2021	2022	2023	2024.1-6
资产负债率(%)	70.94	72.24	71.13	71.61
经营活动净现金流(亿元)	14.34	12.26	9.26	25.80
EBITDA(亿元)	24.67	21.18	22.52	10.85
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.00	1.80	1.87	2.03
总债务/EBITDA(X)	16.27	20.38	18.39	--

注：EBITDA 相关指标为中诚信国际计算口径。

资料来源：山西证券，中诚信国际整理

其他事项

资产受限情况方面，截至 2024 年 6 月末，公司受限资产账面价值合计 156.81 亿元，占 2024 年 6 月末资产总额的比例为 19.85%。上述权属受到限制的资产包括交易性金融资产、货币资金、其他权益工具投资。

对外担保方面，截至 2024 年 6 月末，公司无对外担保。

诉讼、仲裁事项方面，截至 2024 年 6 月末，子公司中德证券存在一起由证券虚假陈述责任纠纷引起的未决诉讼。2022 年 1 月 13 日，上海君盈资产管理合伙企业（有限合伙）等两千名原告对乐视网等二十一名被告提起民事诉讼，中德证券作为被告之一，被诉因未勤勉尽责、未能发现乐视网财务造假，被要求承担连带赔偿责任，涉案金额共计 45.71 亿元。截至 2024 年 6 月末，该案件二审尚未开庭审理，一审判决尚未生效，其对公司当期利润或期后利润的影响存在不确定性。因无法合理预计该案件的最终判决结果，公司未就此事项确认相关预计负债，中诚信国际将对相关诉讼事项的进展保持持续关注。

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

从公司资产流动性来看，截至 2024 年 6 月末，公司自有资金及结算备付金余额为 104.20 亿元，

较上年末略有增长，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 16.35%。从流动性风险管理指标来看，截至 2024 年 6 月末，公司流动性覆盖率为 150.12%，净稳定资金率为 147.05%，公司长短期流动性风险管理指标均高于监管标准，未来需关注潜在的流动性风险。

财务弹性方面，公司在各大银行等金融机构的资信情况良好，截至 2024 年 6 月末，公司获得银行授信额度为 1,117.43 亿元，已使用额度为 163.72 亿元，未使用额度为 953.71 亿元。

综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

外部支持

作为山西金控的唯一证券平台，具有重要的战略地位，山西金控和山西省财政厅在必要时对公司予以支持。

公司控股股东为山西金控，截至 2024 年 6 月末，山西金控持有公司 31.77% 股份。山西省财政厅对山西金控履行出资人职责，故公司实际控制人为山西省财政厅。

山西金控成立于 2015 年 12 月，是由山西省人民政府授权山西省财政厅履行出资人职责，投资设立的国有金融资本投资运营公司。山西金控成立初始注册资本为 106.47 亿元，是集证券、信托、保险、金融租赁、担保、要素市场、基金、金融科技等金融业态于一体的省属地方金融控股集团。现有控股一级子公司及直接控制的结构化主体共 19 家，包括山西证券、山西信托股份有限公司、山西省融资再担保集团有限公司、中煤财产保险股份有限公司、山西金融租赁有限公司、山西国信投资集团有限公司等。截至 2023 年末，山西金控总资产为 1,108.57 亿元，所有者权益为 348.01 亿元，2023 年实现净利润 8.02 亿元。截至 2024 年 6 月末，山西金控总资产为 1,137.99 亿元，所有者权益为 348.08 亿元，2024 年上半年实现净利润 2.89 亿元。

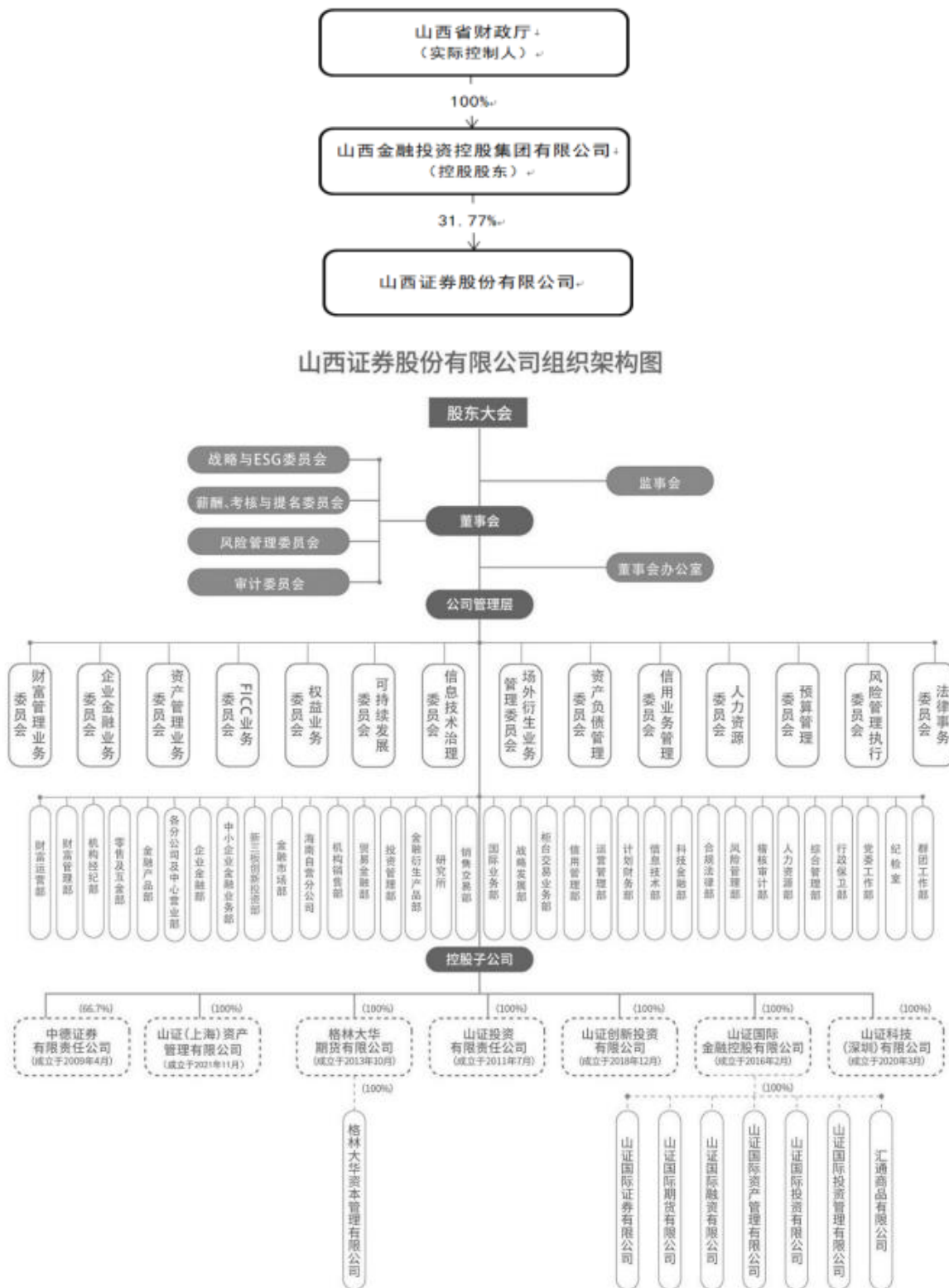
公司作为山西金控旗下子公司之一，在集团统筹下能够与其他子公司开展高效的协同工作，进一步打开公司业务的发展空间。公司证券分支机构主要分布于山西省境内，对区域市场较为熟悉，通过多年的经营积累，公司与省内客户保持了良好的合作关系，在项目竞争上相对于非本地券商更具优势。

总体来看，作为山西金控控股的唯一证券业务平台，公司能够在资本、业务等方面得到山西金控以及山西省财政厅较强的支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定山西证券股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：山西证券股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：山西证券，中诚信国际整理

附二：山西证券股份有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2021	2022	2023	2024.6/2024.1-6
货币资金及结算备付金	27,977.09	27,743.86	24,854.77	25,704.56
其中：自有货币资金及结算备付金	12,852.20	10,163.17	10,208.12	10,419.90
买入返售金融资产	4,828.83	5,299.69	1,916.24	3,888.57
交易性金融资产	28,261.36	33,736.07	36,922.11	36,801.66
债权投资	245.56	38.04	29.14	28.28
其他债权投资	168.46	99.41	89.87	55.50
其他权益工具投资	247.61	243.19	235.32	172.76
长期股权投资	150.69	284.56	324.17	473.87
融出资金	7,669.49	6,414.66	6,764.36	5,962.38
总资产	76,302.38	82,909.23	77,590.23	79,001.30
代理买卖证券款	15,368.71	18,643.89	14,586.62	15,258.37
短期债务	30,568.63	30,915.63	32,281.45	34,746.94
长期债务	9,560.56	12,247.39	9,121.14	8,272.20
总债务	40,129.18	43,163.03	41,402.58	43,019.14
总负债	58,596.20	65,066.19	59,437.11	60,905.94
股东权益	17,706.18	17,843.04	18,153.12	18,095.36
净资本（母公司口径）	12,145.72	10,689.30	12,166.86	11,968.08
手续费及佣金净收入	1,376.52	1,266.52	1,251.13	607.14
其中：经纪业务净收入	729.66	623.00	582.80	292.05
投资银行业务净收入	467.28	418.27	394.08	115.94
资产管理业务净收入（含基金管理业务）	158.31	204.56	245.15	160.86
利息净收入	(27.43)	62.30	(137.57)	(59.84)
投资收益及公允价值变动	1,768.55	1,446.99	1,747.84	737.79
营业收入	3,993.94	4,160.56	3,470.70	1,399.85
业务及管理费	(1,917.28)	(1,913.60)	(2,048.66)	(879.40)
营业利润	1,024.60	669.03	769.19	403.95
净利润	812.15	566.92	592.02	300.48
综合收益总额	737.60	574.80	612.19	265.32
EBITDA	2,467.04	2,117.67	2,251.93	1,085.42
财务指标	2021	2022	2023	2024.6/2024.1-6
盈利能力及营运效率				
平均资产回报率(%)	1.47	0.91	0.93	--
平均资本回报率(%)	4.62	3.19	3.29	--
营业费用率(%)	48.00	45.99	59.03	62.82
流动性及资本充足性（母公司口径）				
风险覆盖率(%)	226.95	160.32	216.38	231.79
资本杠杆率(%)	15.59	13.80	14.58	14.81

流动性覆盖率(%)	146.89	134.65	157.08	150.12
净稳定资金率(%)	177.78	176.65	143.76	147.05
净资本/净资产(%)	71.11	62.19	69.81	69.06
净资本/负债(%)	29.49	24.35	27.83	26.73
净资产/负债(%)	41.48	39.15	39.86	38.71
自营权益类证券及其衍生品/净资本(%)	20.78	17.03	15.68	5.18
自营非权益类证券及其衍生品/净资本(%)	156.72	289.22	215.02	260.21
偿债能力				
资产负债率(%)	70.94	72.24	71.13	71.61
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.00	1.80	1.87	2.03
总债务/EBITDA(X)	16.27	20.38	18.39	--

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本充足性及流动性	风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和
	资本杠杆率	核心净资本/表内外资产总额
	流动性覆盖率	优质流动性资产/未来 30 天现金净流出量
	净稳定资金率	可用稳定资金/所需稳定资金
盈利能力	经调整后的营业收入	营业收入-其他业务成本
	平均资产回报率	净利润/[(当期末总资产-当期末代理买卖证券款-代理承销证券款+上期末总资产-上期末代理买卖证券款-代理承销证券款)/2]
	平均资本回报率	净利润/[(当期末所有者权益+上期末所有者权益)/2]
	营业费用率	业务及管理费/营业收入
	投资总收益	投资收益-对联营及合营企业投资收益-处置长期股权投资产生的投资收益+公允价值变动损益+其他债权投资利息收入+债权投资利息收入+其他权益工具投资公允价值变动+其他债权投资公允价值变动
	利润总额变动系数	近三年利润总额标准差/近三年利润总额算数平均数
偿债能力	EBITDA	利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出+折旧+无形资产摊销+使用权资产折旧+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息倍数	EBITDA/（应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出）
	短期债务	短期借款+拆入资金+卖出回购金融资产+交易性金融负债+应付短期融资款+一年以内到期应付债券+一年内到期长期借款
	长期债务	一年以上到期的应付债券+一年以上到期的长期借款
	总债务	短期借款+拆入资金+卖出回购金融资产+交易性金融负债+应付债券+应付短期融资款+长期借款+租赁负债
	资产负债率	(总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款)/(总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款)

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No. 2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn