

跟踪评级公告

联合[2019]751号

西南证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司非公开发行的次级债券进行跟踪评级，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非公开发行的“16 西南 C2”、“17 西南 C1”、“18 西南 C1”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月十四日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

西南证券股份有限公司

次级债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
16 西南 C2	30.00 亿元	3 年	AA+	AA+	2018/5/18
17 西南 C1	10.00 亿元	3 年	AA+	AA+	2018/5/18
18 西南 C1	19.00 亿元	3 年	AA+	AA+	2018/4/24

跟踪评级时间：2019 年 5 月 24 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
自有资产（亿元）	493.14	530.75	558.59
自有负债（亿元）	292.66	340.98	362.83
所有者权益（亿元）	200.49	189.77	195.76
优质流动资产/总资产（%）	27.01	24.95	19.93
自有资产负债率（%）	59.35	64.25	64.95
营业收入（亿元）	30.61	27.44	11.39
净利润（亿元）	6.91	2.15	4.29
营业利润率（%）	28.95	7.95	52.23
净资产收益率（%）	3.48	1.10	2.22
净资本（亿元）	143.51	125.74	133.44
风险覆盖率（%）	211.53	242.39	237.42
资本杠杆率（%）	25.30	20.73	21.01
短期债务（亿元）	102.20	194.50	214.74
全部债务（亿元）	271.74	326.87	350.86
EBITDA（亿元）	25.03	20.53	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.66	1.21	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.06	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.42	0.35	--

注：1、本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径，且按证监会 2016 年新修订的风险控制指标口径计算；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、2019 年 3 月合并财务报表未经审计，相关指标未经年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对西南证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西南证券”）的跟踪评级反映了其作为重庆市地方国有控股的全国性综合类上市证券公司，跟踪期内，公司仍具有较强综合实力，经纪业务在重庆市内区域内保持较强的优势；公司持续推进综合化运营平台的建设，进一步促进各个业务条线的协同发展，业务收入结构趋于多元化；截至 2018 年末，公司具有一定规模的优质资产，资产质量良好，资本较为充足。

跟踪期内，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，同时公司投资银行业务受到监管处罚等综合因素的影响，公司营业收入及净利润规模有所下降，盈利能力下滑明显。

未来随着资本市场的持续发展、公司业务资格的逐渐恢复和公司业务协同发展的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望有所提升，整体竞争实力将进一步增强。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望“稳定”；同时维持“16 西南 C2”、“17 西南 C1”、“18 西南 C1”债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司作为国内综合性国有上市券商之一，在重庆市具有较强的区域优势，跟踪期内，公司稳步推进综合化经营平台建设，业务协同发展，保持较强的综合实力。

2. 公司债券承销能力处于行业中上游水平。

3. 截至 2018 年末，公司具有一定规模的优质资产，资产质量良好，资本较为充足。

关注

1. 公司营业收入主要来源于自营业务和信

用交易业务，上述业务易受经济周期变化、市场波动及相关监管政策的变化等因素影响，收入稳定性偏弱。

2. 公司投资银行业务因立案调查事件受到了一定不利影响，目前投资银行业务整改情况仍待检查验收；同时 2018 年受市场行情较为低迷影响，公司整体营业收入及净利润规模有所下降，盈利能力有所下滑。

分析师

董日新

电话：010-85172818

邮箱：dongrx@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



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。期间历经多次增资扩股。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2018年末，公司注册资本56.45亿元，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”），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。

表1 截至2019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
合计	51.22

资料来源：公司2019年一季度报告。

公司主要经营范围：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。

截至2018年末，公司在国内主要城市设有94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，是其第一大股东，公司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，为公司的联营企业。截至2018年末，公司员工人数为2,660人。

截至2018年末，公司资产总额636.95亿元，其中客户资金存款70.47亿元；负债总额447.18亿元，其中代理买卖证券款86.78亿元；所有者权益189.77亿元，其中归属于母公司的所有者权益185.95亿元；母公司口径净资本125.74亿元；2018年，公司实现营业收入27.44亿元，净利润2.15亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.27亿元；现金及现金等价物净增加额-21.57亿元。

截至2019年3月末，公司资产总额706.46亿元，其中客户资金存款117.48亿元；负债总额510.70亿元，其中代理买卖证券款134.11亿元；所有者权益195.76亿元，其中归属于母公司的所有者权益191.25亿元；母公司口径净资本133.44亿元；2019年1~3月，公司实现营业收入11.39亿元，净利润4.29亿元，其中归属于母公司所有者净利润4.13亿元；现金及现金等价物净增加额56.22亿元。

注册地址：重庆市江北区桥北苑8号；法定代表人：廖庆轩。

二、跟踪债券概况

16 西南 C2

2016年9月20日，公司发行30.00亿元次级债券，债券票面利率为3.49%，期限为3年。本期债券每年付息一次，到期一次还本，付息日为2017年至2019年每年的9月20日，到期日和兑付日为2019年9月20日。本期债券已于2016年10月17日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“16西南C2”，证券代码“135856.SH”。2018年9月20日，公司按时、足额支付了“16西南C2”2017年9月20日至2018年9月19日期间的利息。

17 西南 C1

2017年12月21日，公司发行10.00亿元次级债券，债券票面利率为6.27%，期限为3年。本期债券每年付息一次，到期一次还本，付息日为2018年至2020年每年的12月21日，到期日和兑付日为2020年12月21日。本期债券已于2018年1月10日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“17西南C1”，证券代码“150058.SH”。2018年12月21日，公司按时、足额支付了“17西南C1”2017年12月21日至2018年12月21日期间的利息。

18 西南 C1

2018年5月9日，公司发行19.00亿元次级债券，债券票面利率为6.10%，期限为3年。本期债券每年付息一次，到期一次还本，付息日为2019年至2021年每年的5月9日，到期日和兑付日为2021年5月9日。本期债券已于2018年5月22日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“18西南C1”，证券代码“150375.SH”。2019年5月9日，公司按时、足额支付了“18西南C1”2018年5月9日至2019年5月8日期间的利息。

公司对“16西南C2”、“17西南C1”、“18西南C1”债券募集资金实行专户存储，确保专款专用，债券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，截至本报告出具日，上述债券募集资金已全部由募集专户划转至公司自有资金账户，“16西南C2”、“17西南C1”、“18西南C1”所募集的资金均已使用完毕，募集资金使用用途与募集说明书一致。

三、行业分析

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

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

2018年以来，证券市场股债分化，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌，而在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨4.00%，债券投资收益减缓自营业务降幅；受市场行情和监管政策等多方面因素影响，证券公司业绩明显下滑；从收入结构来看，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，自营业务收入占比进一步增加至30%以上，超过经纪业务成为第一大业务收入来源，投行和经纪业务收入占比下降，资管和信用业务占比变动不大。经纪、

自营业务与证券市场关联度较高，收入水平有所下降且面临较高市场风险；信用业务规模收缩，股票质押业务风险暴露但 11 月以来随着纾困资金的逐步到位有所缓解，主动管理能力成为资管业务核心竞争力。根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，截至 2018 年底，131 家证券公司总资产为 6.26 万亿元，较 2017 年底增加 1.95%；净资产为 1.89 万亿元，较 2017 年底增加 2.16%，净资本为 1.57 万亿元，较 2017 年底变动不大，资本实力保持稳定。2018 年，131 家证券公司中，106 家公司实现盈利，全年实现营业收入 2,662.87 亿元，全年实现净利润 666.20 亿元，分别同比减少 14.47% 和 41.04%，降幅较 2017 年分别扩大 9.39 和 32.57 个百分点，经营业绩大幅下滑。

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

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

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

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

四、管理与内控分析

管理层人员方面，2018 年 10 月，蒋辉先生、李波先生向公司提交辞职报告，蒋辉先生提请辞去公司第八届监事会主席、监事职务，李波先生提请辞去公司第八届监事会监事职务，为保证公司监事会人数满足法定最低要求，根据《公司法》和《公司章程》的相关规定，蒋辉先生、李波先生仍将继续履行职务，直至新监事正式任职，公司高级管理层人员及监事无变化，整体管理层基本保持稳定。

制度方面，公司围绕《证券公司全面风险管理规范》不断加强风险管理制度建设。2018 年，公司新增制定了《固定收益投资业务交易对手白名单和额度管理办法》、《自营业务债券质押式三方回购风险管理办法》、《试点创新企业股票、存托凭证自营投资风险管理办法》、《证券交易资金前端风险控制管理办法》、《重点监控账户管理办法》等业务风险管理制度，并对《融资融券业务风险管理

办法》、《股票质押式回购交易业务风险管理办法》、《经纪业务风险监控管理办法》、《信用交易业务风险监控作业指导书》、《经纪业务风险监控作业指导书》、《经纪业务客户证券交易行为协同管理作业指导书》等制度进行了修订，保障了公司风险管理制度与监管要求、业务发展相一致。

内控方面，2018年，公司合规总监、合规管理部门及各单位合规经理通过实施合规审查、咨询、监督、检查、报告等工作，对公司业务与管理活动进行合规性控制，并通过组织合规培训和合规文化宣导，推行“全员合规”、“合规从管理层做起”、“合规创造价值”、“合规是公司生存基础”的理念，不断强化公司全员合规意识，保持激励约束机制与公司合规文化和价值观的一致性，实现了内部自律和外部监管的有效结合。

行政监管措施方面，2018年，中国证监会针对公司投资银行项目内控不完善问题、内部控制机制未有效执行提出责令改正措施的决定，在分类评价中扣除2.5分。

风险管理信息系统方面，2018年，公司开展了信用风险管理系统、操作风险管理系统的建设工作，此外还建立了公司风险管理数据驾驶舱平台，实施了公司的数据治理（一期）项目，初步拟定了公司数据治理的相关制度，对净资本和信用风险等系统进行了基础性的数据治理工作。

2018年，公司分类评价为B类BBB级，较2017年C类C级有所上升，内控管理水平有所提升。

总体看，跟踪期内，公司管理层基本保持稳定，随着外部环境的不断变化，公司不断完善制度建设，并加强风险管理信息系统的搭建，同时需关注公司投行业务内控管理以及公司风险控制管理水平情况。

五、经营分析

1. 经营概况

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，其中证券经纪业务、自营业务和信用交易业务是公司主要收入来源。2018年，受市场交易量持续低迷影响，公司自营业务及经纪业务收入规模下降，投资银行业务受市场行情以及监管措施的影响，收入规模亦有所下降，综合上述因素，公司整体营业收入及净利润规模下滑明显。2018年，公司实现营业收入27.45亿元，同比减少10.34%，实现净利润2.15亿元，受子公司大宗商品交易支出增加及公司投资股票减值损失大幅增长，公司净利润同比大幅减少68.85%，下滑幅度超过行业平均水平。

表2 公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2017年		2018年	
	收入	占比	收入	占比
自营业务	10.59	34.61	8.34	30.39
信用交易业务	6.78	22.16	6.86	25.00
经纪业务	6.56	21.43	4.13	15.05
投资银行业务	5.69	18.59	4.50	16.40
资产管理业务	1.09	3.56	1.30	4.74
其他	-0.11	-0.36	2.32	8.45
合计	30.60	100.00	27.45	100.00

资料来源：公司提供

注：其他包含子公司收入及结构化主体收益等

2018年，公司收入结构变较上年变化不大。2018年公司自营业务实现营业收入8.34亿元，同比

减少21.25%，主要是公司权益类投资受市场行情影响，收益大幅下降所致，占比下降4.22个百分点至30.39%；信用交易业务实现营业收入6.86亿元，同比增长1.18%，占比上升2.84个百分点，达24.99%；经纪业务受市场交易量低迷影响，收入同比减少37.04%，为4.13亿元，占比下降6.38个百分点至15.05%；投资银行业务实现营业收入4.50亿元，同比减少20.91%，主要是市场环境低迷以及公司受监管措施影响，业务开展受到一定限制所致，占比下降2.19个百分点至16.40%；资产管理业务实现营业收入1.30亿元，同比增长19.27%，主要是子公司资产管理业务收入增长所致，占比上升1.18个百分点至4.74%。整体来看，公司收入结构较行业来比，较为多元化发展。

2019年1~3月，公司实现营业收入11.39亿元，同比增长58.71%，主要是市场回暖，自营投资浮盈收益大幅增长所致，同期公司实现净利润4.29亿元，同比增长64.12%，受市场环境好转影响2019年一季度公司营业收入及利润规模均呈大幅增长。

总体看，2018年，受外部市场环境及监管处罚影响，公司营业收入和净利润规模大幅下降，受资产减值损失的增加及子公司大宗商品交易指出的综合影响，公司净利润降幅超过行业平均水平；收入结构趋于多元化。同时，联合评级也关注到，公司自营业务、信用交易业务和经纪业务收入占比较高，受证券市场行情波动影响较大，收入稳定性偏弱。

2. 业务运营

经纪业务

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六个部门，分别是运营管理部、信用交易部、财富管理中心、机构客户部、东北管理总部和西北管理总部，此外公司还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。

2018年，公司持续打造“西南证券金点子财富管理”平台等措施，把营业部打造成具有销售、业务承揽及客户维护等全功能的综合服务平台，推动业务持续转型。公司持续推进互联网获客渠道的维护，加大与网络技术公司的合作，目前公司主要合作的渠道包括同花顺、大智慧等，同时积极开拓与大型银行等机构客户的合作机会，目前客户结构主要以个人客户为主，未来将逐步转型发展机构客户。截至2018年末，公司在国内主要城市设有94家营业部，其中重庆地区40家，实现了对重庆区县的全覆盖，2018年公司在重庆地区关闭了4家营业部，但在重庆市仍具有较强的区域优势；截至2018年末，公司在深圳、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。

经纪业务收入是公司营业收入的重要来源之一。2018年证券市场整体低迷，成交量下降明显，2018年公司代理买卖证券交易额为2.08万亿元，同比下降26.76%，公司代理买卖证券以股票、基金为主，2018年股票和基金交易额为1.29万亿元，同比减少28.33%。在市场份额方面，公司股票、基金占市场份额的比重为0.64%，债券占市场份额的比重为0.17%，较上年末分别下降0.15个百分点和0.22个百分点。2017~2018年公司经纪业务平均佣金率为0.0456%和0.0432%，2018年受市场竞争加剧影响，有所下降，但仍高于行业平均水平，未来仍存在下降压力。收入方面，2018年公司经纪业务实现营业收入4.13亿元，同比减少37.04%，主要是受市场交易量和佣金率下降影响。

表 3 公司代理买卖证券成交金额和市场份额情况 (单位: 万亿元, %)

项目	2017 年		2018 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票、基金	1.80	0.79	1.29	0.64
债券	1.04	0.39	0.79	0.17
合计	2.84	--	2.08	--

资料来源: 公司提供

总体看, 2018 年, 公司经纪业务在重庆市仍具有较强的区域竞争优势, 受市场环境影响, 经纪业务收入规模有所下降; 同时联合评级也关注到经纪业务受到佣金率下滑和市场行情波动影响较大, 收入的增长存在一定不确定性。

投资银行业务

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。

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》。公司投行认真整改, 并按照《证券公司投资银行类业务内部控制指引》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, 目前仍在等待监管验收。

2018 年, 股权融资方面, 公司未完成 IPO 项目; 完成再融资项目 1 个, 较上年大幅减少; 债权类业务方面, 2018 年, 公司债券承销项目规模基本保持稳定, 全年累计完成债券主承销发行项目 24 个, 较上年增长 2 个, 全年累计承销金额约 163.41 亿元, 小幅下降。收入方面, 2018 年, 公司投资银行业务实现手续费及佣金净收入 4.94 亿元, 同比下降 21.14%, 主要是股权承销项目收入下降影响所致。排名方面, 2018 年, 公司股票主承销金额行业排名第 47 位, 债券主承销金额行业排名第 37 位, 债券承销能力处于行业中上游水平。

表 4 公司投资银行业务情况表 (单位: 个, 亿元)

项目	2017 年		2018 年	
	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
再融资发行	7	118.14	1	0.40
债券发行	22	164.64	24	163.41
合计	31	294.10	25	163.81

资料来源: 公司提供

财务顾问业务方面, 公司实现财务顾问收入 3.36 亿元, 同比增长 29.61%。

新三板业务方面, 2018 年公司新三板业务平稳发展, 年内新增挂牌家数 13 家, 行业排名第 13 位; 累计督导企业数量 246 家, 市场份额占比 2.3%。同时, 公司推进新三板业务体系的重构, 完善内控体系, 配合完成监管检查, 强化风险项目化解, 通过多种手段提升执业质量水平。

投行项目储备方面, 截至 2018 年末, 公司在审项目中: 企业债及公司债项目 8 个、新三板项目 4 个。此外, 未申报的储备项目中: IPO 项目 8 个、上市公司再融资项目 2 个、企业债 8 个、公司债 7 个; 其他债权计划项目 2 个; 资产证券化项目 3 个、新三板项目 518 个、财务顾问项目 6 个, 公

司项目储备良好，为公司未来投资银行发展提供了保障。

总体看，2018年，受监管调查及市场低迷等综合影响，公司投资银行业务收入规模较大下降；同时，联合评级也注意到，公司投资银行业务的内部风控水平偏低，内部风险控制水平有待提升，需对其业务的后续整改情况保持关注。

自营业务

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。

2018年，公司自营业务投资规模有所增加。截至2018年末，公司自营投资业务规模为314.29亿元，较年初增长8.80%，但投资结构有所变化，债券投资规模和占比均大幅提升，具体来看，截至2018年末，公司自营业务仍以债券投资为主，投资规模为248.73亿元，较上年末增长52.55%，占比提升至79.14%，债券投资级别以债项级别AA+及以上为主；股票投资余额为28.28亿元，较上年末下降55.69%，占比下降至9.00%，较上年末下降13.10个百分点；基金投资规模为16.55亿元，同比减少56.62%，占比下降至5.27%，基金投资以货币基金和其他证券投资基金为主。2018年，公司自营业务收入为8.34亿元，同比下降21.25%，主要系受市场环境的影响，公司权益类投资收益大幅下降所致。截至2018年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为43.63%，较上年下降7.21个百分点，自营固定权益类证券及其衍生品/净资本为208.75%，较上年上升77.97个百分点，均符合监管标准。

表5 自营证券投资结构表（单位：亿元，%）

项目	2017年末		2018年末	
	金额	占比	金额	占比
债券	163.05	56.45	248.73	79.14
股票	63.83	22.10	28.28	9.00
基金	38.15	13.21	16.55	5.27
理财产品	3.04	1.05	0.83	0.27
资管计划	14.47	5.01	7.81	2.48
结构化存款或其他	6.30	2.18	12.08	3.84
合计	288.86	100.00	314.29	100.00

资料来源：公司提供

总体看，2018年公司加大债券投资规模，受股票市场行情震荡影响，2018年自营投资业务收入规模有所下降。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。

资产管理业务

公司于2002年取得受托管理业务资格。近年来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。

2018 年公司持续压缩通道业务规模，调整业务结构。从管理方式来看，截至 2018 年末，公司主动管理业务规模为 198.28 亿元，较上年末减少 36.73%，主要是受资管新规出台，公司产品按照新规整改以及公司分类评级下降，未能符合机构投资者要求所致，被动管理业务规模 397.06 亿元，较上年末减少 32.59%，主要是去通道业务影响所致。截至 2018 年末，公司资产管理业务规模为 649.33 亿元，较上年末下降 56.13% 其中，公司集合资产管理业务规模为 142.31 亿元，较年初大幅减少 45.70%，主要是受资管新规出台影响所致；公司定向资产管理业务规模为 464.07 亿元，较上年末大幅减少 27.53%，主要是公司持续去通道业务影响所致；公司专项资产管理业务规模为 42.95 亿元，较上年末大幅增长 56.13%。受公司业务规模下降影响，资产管理业务实现管理费收入同比减少 36.24%，收入金额 0.95 亿元。

表 6 公司资产管理业务规模及收入情况 (单位: 亿元)

项目		2017 年末/2017 年		2018 年末/2018 年	
		规模	管理费收入	规模	管理费收入
产品类型	集合	262.09	0.92	142.31	0.56
	定向	640.37	0.55	464.07	0.37
	专项	27.51	0.02	42.95	0.02
小计		929.97	1.49	649.33	0.95
管理方式	主动管理		313.4		198.28
	被动管理		589.05		397.06
	ABS		27.51		42.95

资料来源: 公司提供

总体看，2018 年，公司持续调整业务结构，在资管新规的影响下，公司集合资产管理业务规模和定向管理业务规模均有所下降，管理费收入有所下降，目前对公司营业收入贡献较小。

信用交易业务

信用交易业务主要包括融资融券业务、股票质押和约定购回业务，主要由信用交易部负责，公司以两融业务为主要抓手并充分挖掘股票质押等业务机会。

2018 年，公司融资融券业务受市场环境影 响，与市场变动方向基本一致。截至 2018 年末，公司融资融券业务账户数目 3.16 万户，较年初增加 581 户，账户余额 75.64 亿元，较上年末下降 8.08%。2018 年公司融资融券业务利息收入 5.84 亿元，同比增长 0.69%，主要是日均规模增长所致。

表 7 公司融资融券业务情况 (单位: 户, 亿元)

项目	2017 年末	2018 年末
融资融券账户数目	31,044	31,625
融资融券余额	82.29	75.64
融资融券利息收入	5.80	5.84
股票质押业务回购余额	19.08	12.27
股票质押业务利息收入	0.89	0.92
约定购回账户余额	1.50	3.66
约定购回业务利息收入	0.09	0.11

资料来源: 公司提供

股票质押和约定购回业务方面，截至 2018 年末，公司股票质押回购交易余额 12.27 亿元，较上年末减少 35.69%，主要是市场环境及客户融资需求的综合影响所致，2018 年实现利息收入 0.92 亿

元，同比增长 3.37%，主要是股票质押式回购业务利率上升所致；约定购回账户余额为 3.66 亿元，较上年末增长 144.00%，实现利息收入 0.11 亿元，同比增长 22.22%。

截至 2018 年末，信用业务涉及诉讼的股票质押业务共 2 笔，分别为“中捷股份”和“金刚玻璃”，涉及融资本金分别为 1.17 亿元和 0.90 亿元，公司已针对中捷股份计提减值准备，期末减值准备余额 1,608.25 万元，公司未对“金刚玻璃”计提减值准备。

2017~2018 年末，公司信用杠杆率分别为 52.64%和 51.33%，2018 年小幅下降，公司信用业务杠杆率水平适中。

总体看，公司信用交易业务仍以融资融券业务为主，2018 年受市场环境的影响，公司融资融券业务和股票质押回购业务规模均有所下降；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已出现风险事件，需关注后续违约事件处理情况。

主要控股和参股公司经营情况

西证投资成立于 2010 年，注册资本 6 亿元，主要开展股权投资业务。截至 2018 年末，西证投资总资产 12.53 亿元，净资产 12.43 亿元；2018 年实现营业收入 0.68 亿元，净利润 0.27 亿元。未来随着投资项目的逐步退出，西证投资营业收入及利润规模有望进一步提升。

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 2018 年末，西证创新总资产 21.98 亿元，净资产 21.45 亿元；2018 年实现营业收入 1.27 亿元，净利润 578.63 万元。

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 2018 年末，西南期货总资产 13.53 亿元，净资产 5.45 亿元；2018 年实现营业收入 3.89 亿元、净利润 0.15 亿元。

西证国际成立于 2013 年，资本金 15.70 亿元港币，西证国际下属西证国际证券股份有限公司，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 2018 年末，西证国际总资产 26.96 亿元，净资产 9.48 亿元；2018 年，公司实现营业收入-0.28 亿元，亏损 2.32 亿元，主要是股票市场大幅下跌影响所致。

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 2018 年末，银华基金总资产 33.61 亿元，净资产 23.85 亿元；2018 年实现营业收入 17.09 亿元，净利润 3.97 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。

总体看，2018 年，公司子公司业务发展受市场行情影响较大，其中子公司西证国际下属证券公司受证券市场环境影响，出现较大亏损，公司综合化经营的发展模式已逐步形成，将来有望进一步扩大公司的收入来源。

3. 未来发展

2019 年，公司将继续坚持以客户为中心，紧密围绕国家重大战略和政策导向，结合公司实际情况，集中资源，重点突破。一是推动资本补充工作，多渠道持续提升公司资本实力，为各项业务的持续发展打下坚实的基础。二是聚焦投资银行、投资业务、资产管理、财富管理业务、机构业务、国际业务的转型和改革，抓住行业变革机遇，逐步探索建立各项主营业务的差异化竞争优势。三是提升公司信息化水平，深化金融科技的应用，运用科技手段提升金融服务能力和效率。四是进一步提升精细化管理能力效率，继续强化考核和人才队伍建设，促进全面提质增效。五是从制度、流程、

人员及文化等方面继续强化合规风控，全面保障经营生命线。六是加强内部协同，深化业务条线之间的合作，加强总部对各业务条线的支持，提升总部与各分支机构的联动，继续深化打造综合金融服务商，全方位推进公司稳健经营和改革发展。

总体看，公司设立的战略目标较为合理，有利于公司推进业务转型，提升竞争力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017~2018 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。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，而是在长期股权投资中进行核算，考虑到变更的子公司规模不大，公司财务数据可比性仍较强。公司提供的 2019 年一季度合并财务报表未经审计。

截至 2018 年末，公司资产总额 636.95 亿元，其中客户资金存款 70.47 亿元；负债总额 447.18 亿元，其中代理买卖证券款 86.78 亿元；所有者权益 189.77 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 185.95 亿元；母公司口径净资本 125.74 亿元；2018 年，公司实现营业收入 27.44 亿元，净利润 2.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.27 亿元；现金及现金等价物净增加额-21.57 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 706.46 亿元，其中客户资金存款 117.48 亿元；负债总额 510.70 亿元，其中代理买卖证券款 134.11 亿元；所有者权益 195.76 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 191.25 亿元；母公司口径净资本 133.44 亿元；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.39 亿元，净利润 4.29 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 4.13 亿元；现金及现金等价物净增加额 56.22 亿元。

2. 资产质量与流动性

截至 2018 年末，公司资产总额为 636.95 亿元，与上年末基本持平；公司自有资产规模 530.75 亿元，较上年末增长 7.63%，主要是公司投资业务规模增长，导致以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增长所致，公司自有资产以融出资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和可供出售金融资产为主，占比分别为 16.00%、51.09%和 11.99%。截至 2018 年末，公司优质流动资产 125.85 亿元，与上年末一致，优质流动资产/总资产为 24.95%，较上年末下降 2.06 个百分点，但仍属较好水平。

截至 2018 年末，公司自有货币资金为 34.62 亿元，较上年末减少 33.02%，主要是投资规模增加所致；自有结算备付金 10.89 亿元，较上年末增加 9.13 亿元；融出资金 84.90 亿元，较上年末减少 3.13%，从期限分布来看，1~3 个月的融出资金占比 33.28%，3~6 个月的融出资金占比 58.92%，期末公司计提减值准备 0.15 亿元，计提比例为 0.18%，期末融出资金中包含 42.28 亿元的受限资产，主要是用作卖出回购金融资产抵押物；可供出售金融资产 63.65 亿元，较上年末减少 28.15%，主要是股票及理财产品投资规模减少所致，从投资品类来看，以基金、股票和证券公司资管产品为主，占比分别为 39.35%、34.05%和 12.27%，期末可供出售金融资产中包含中国证券金融股份有限公司设立的专户投资，截至 2018 年末，公司对专户投资的成本为 21.00 亿元，公允价值为 20.51 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 271.16 亿元，较上年末增长 21.29%，主要是债券投资规模增加所致，以债券投资为主，占比为 90.69%，期末以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产包含 139.34 亿元的受限资产，用作卖出回购金融资产抵押物；买入返售金融资产 21.40 亿元，较上年末减少 30.17%，主要是股票质押式回购业务规模下降所致，主要是质押回购业务融出

资金，从质押回购融出资金期限来看，以 3 个月~1 年为主，占比为 81.72%，已计提减值准备 0.07 亿元，较上年末减少 21.82%。

表 8 公司资产情况表（单位：亿元，%）

项目	2017 年末	2018 年末
自有资产	493.14	530.75
其中：自有货币资金	51.69	34.62
自有结算备付金	1.75	10.89
融出资金	87.64	84.90
可供出售金融资产	88.59	63.65
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
资产总额	636.94	636.95
优质流动资产	125.85	125.85
优质流动资产/总资产	27.01	24.95

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 706.46 亿元，较上年末增长 10.91%，自有资产 558.59 亿元，较上年末增长 5.25%，公司总资产以货币资金、融出资金、交易性金融资产和其他债权投资为主，占比分别为 23.20%、15.50%、24.33%和 19.32%，优质流动资产/总资产为 19.93%，有所下降。

总体看，2018 年公司资产规模保持稳定，自有资产规模有所增长，投资资产主要为债券，资产质量和流动性仍较好。

3. 负债及杠杆水平

截至 2018 年末，公司负债总额 447.18 亿元，较上年末增长 2.46%，自有负债规模 340.98 亿元，较上年末增长 16.51%，主要是卖出回购金融资产和应付短期融资款的增加所致，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 48.71%和 38.82%。

截至 2018 年末，卖出回购金融资产款 166.08 亿元，较上年末增长 69.15%，主要是卖出回购业务规模增加所致；应付短期融资款 23.41 亿元，较上年末增加 19.40 亿元，主要是新增发行短期收益凭证所致；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 19.42 亿元，较上年末减少 25.50 亿元，主要是并表结构化主体减少所致；应付债券 132.37 亿元，较上年末减少 21.92%，主要是债券到期偿还所致。

截至 2018 年末，公司净资本/负债和净资产/负债指标分别为 38.98%和 56.34%，较上年末分别下降 13.26 个百分点和 13.26 个百分点，均高于行业监管标准，净资本/负债较上年末大幅下降，主要是净资本规模下降所致；截至 2018 年末，公司的自有资产负债率为 64.25%，较上年末上升 4.90 个百分点，结合公司所处的证券行业来看，整体处于适中水平。

表 9 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2017 年末	2018 年末
自有负债	292.66	340.98
其中：卖出回购金融资产款	98.18	166.08
应付短期融资款	4.01	23.41

以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融负债	44.92	19.42
应付债券	169.54	132.37
非自有负债	143.80	106.20
其中：代理买卖证券款	98.88	86.78
结构化主体其他份额持有人投资份额	44.92	19.42
负债总额	436.46	447.18
自有资产负债率	59.35	64.25
净资本/负债	52.24	38.98
净资产/负债	69.60	56.34

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

有息债务方面，截至 2018 年末，公司总债务规模 326.87 亿元，较上年末增长 20.29%，主要系卖出回购金融资产款和应付短期融资款增加所致。从债务结构看，截至 2018 年末，公司短期债务占比 59.50%，长期债务占比 40.50%，公司债务结构以短期债务为主，短期债务占比大幅提升，需关注公司流动性管理。

从公司发行债务集中兑付情况来看，截至 2018 年末，公司存续期内债务合计 326.87 亿元，其中 2019 年到期规模为 266.24 亿元，占比 81.45%，一年内到期债务规模较大，需关注其短期内流动性管理。

表 10 截至 2018 年末公司债务期限分布情况（单位：亿元，%）

期限	2019 年到期	2020 年到期	2021 年到期	合计
金额	266.24	41.62	19.00	326.87
占比	81.45	12.73	5.81	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至 2019 年 3 月末，公司负债总额 510.70 亿元，较上年末增长 14.20%，自有负债 362.83 亿元，较上年末增长 6.41%，公司负债以应付短期融资款、卖出回购金融资产款、代理买卖证券款和应付债券为主，占比分别为 6.92%、32.60%、26.26% 和 26.65%。截至 2019 年 3 月末，公司全部债务 350.86 亿元，较上年末增长 7.34%，主要是应付短期融资款的增加所致。

总体看，2018 年受卖出回购业务规模的扩大以及应付短期融资款的增加影响，公司自有负债及债务规模有所上升，自有资产负债率处于适中水平，短期债务占比有所上升，需关注短期内流动性管理。

4. 资本充足性

截至 2018 年末，公司合并所有者权益合计 189.77 亿元，较上年末减少 5.35%，主要是权益投资亏损造成的其他综合收益大幅下降所致；其中归属于母公司的所有者权益中，股本占 30.36%、资本公积占 41.78%、一般风险准备占 10.59%，股本和资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性好。2017 年和 2018 年实际分配现金利润分别为 2.82 亿元和 1.69 亿元，现金分红占公司当年净利润的比重分别为 42.20% 和 78.52%，公司分红力度仍属较大。

公司主要通过发行次级债、利润留存等方式补充资本。截至 2018 年末，公司净资本为 125.74 亿元，较上年末下降 12.38%，主要是净资产规模的下降以及风险调整资产规模增加所致，其中核心净资本 107.44 亿元，附属净资本 18.30 亿元。截至 2018 年末，公司净资产为 181.75 亿元，较上年末减少 4.94%，小幅下降。从主要风控指标来看，截至 2018 年末，公司净资本/净资产指标为 69.18%，

较上年末下降 5.88 个百分点；资本杠杆率为 20.73%，较上年末下降 4.57 个百分点，杠杆水平有所下降；风险覆盖率指标为 242.39%，较上年末上升 30.86 个百分点，主要是净资本规模下降所致。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。流动性指标方面，截至 2018 年末，公司流动性覆盖率和净稳定资金率分别为 367.97% 和 145.12%，流动性指标优于监管要求水平。

表 11 公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末	监管标准	预警标准
核心净资本	121.51	107.44	115.14	--	--
附属净资本	22.00	18.30	18.30	--	--
净资本	143.51	125.74	133.44	--	--
净资产	191.20	181.75	188.47	--	--
各项风险准备之和	67.84	51.88	56.21	--	--
风险覆盖率	211.53	242.39	237.42	≥100	≥120
资本杠杆率	25.30	20.73	21.01	≥8	≥9.6
净资本/净资产	75.06	69.18	70.80	≥20	≥24
流动性覆盖率	469.04	367.97	196.96		
净稳定资金率	145.38	145.12	130.34		

数据来源：公司净资本监管报表及公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益合计 195.76 亿元，较上年末增长 3.16%，主要系其他权益工具和其他债权投资浮盈增长导致其他综合收益增长所致，归属于母公司的所有者权益中股本占比 29.52%，资本公积占比 40.62%，所有者权益稳定性较好；公司净资本为 133.44 亿元，较上年末增长 6.12%，净资产 188.47 亿元，较上年末增长 3.70%，风险覆盖率 237.42%，资本杠杆率 21.01%，净资本/净资产 70.80%，整体较上年末变化不大，流动性覆盖率和净稳定资金率分别为 196.96% 和 130.34%，流动性覆盖率大幅下降，主要是偿还债务规模增加所致。

总体看，公司资本实力较强，2018 年受净资产规模下降以及风险调整资产规模增加影响，公司净资本规模有所下降，目前公司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。

5. 现金流

从现金流来看，2018 年，公司经营活动现金流量净额转为净流入状态，主要是回购业务资金净增加额大幅增加所致。2017~2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为 43.30 亿元和 10.64 亿元，投资活动均为净流入状态，2018 年流入规模减少 32.67 亿元，主要是收回的投资金额减少以及购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致。2017~2018 年，公司筹资性现金流量净额分别为-58.93 亿元和-55.94 亿元，均为净流出状态，2018 年净流出规模减少 2.99 亿元。从筹资活动现金流入规模来看，分别为 38.71 亿元和 83.69 亿元，均为发行债券所融入的资金，从筹资活动现金流出来看，分别为 97.65 亿元和 139.62 亿元，主要是偿还到期债务支付的现金。整体看，公司作为上市证券公司，融资渠道较为畅通，整体现金流状况处于较好水平。截至 2018 年末，现金及现金等价物净余额 137.86 亿元。

表 12 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
经营性现金流量净额	-41.61	23.49	51.57

投资性现金流量净额	43.30	10.64	-0.54
筹资性现金流量净额	-58.93	-55.94	5.43
现金及现金等价物净增加额	-57.77	-21.57	56.22
期末现金及现金等价物余额	159.43	137.86	194.08

资料来源：公司审计报告及2019年一季度合并财务报表，联合评级整理。

2019年1~3月，公司经营活动现金流量净额51.57亿元；投资活动现金流量净额-0.54亿元；筹资活动现金流量净额5.43亿元，现金及现金等价物净增加额56.22亿元；期末现金及现金等价物余额194.08亿元。

总体看，2018年，公司经营活动现金流受回购业务影响，转为净流入状态，公司投资活动现金流转为净流入状态，公司主要通过发行债券进行融资，考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，公司整体现金流状况处于良好水平。

6. 盈利能力

2018年，受证券市场整体成交量持续低迷和投资银行业务证券承销收入规模下降，导致公司经纪业务和投资银行业务手续费及佣金净收入下降，同时，受卖出回购及发债支付利息增加影响，利息净收入规模大幅下降，受上述因素影响，公司收入规模大幅下降，2018年公司实现营业收入27.44亿元，同比减少10.34%。公司营业收入主要来自手续费及佣金净收入和投资收益，2018年，公司实现手续费及佣金净收入11.46亿元，同比下降19.55%；手续费及佣金净收入在营业收入中的占比为41.77%，较上年末下降4.78个百分点；公司利息净收入为-4.48亿元，持续下降；公司投资收益16.83亿元，同比下降15.84%，主要是受市场行情影响，权益投资收益下降所致，投资收益占营业收入的比重为61.33%，较上年末下降4.01个百分点。2018年公司实现其他业务收入3.40亿元，同比增长3.27亿元，主要是主要系子公司大宗商品交易收入增加所致，考虑到该业务利润空间较低，虽收入规模较大，但利润贡献度较低。

表13 公司营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2017年		2018年		2019年1~3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	30.61	100.00	27.44	100.00	11.39	100.00
其中：手续费及佣金净收入	14.25	46.55	11.46	41.77	2.87	25.21
经纪业务手续费净收入	6.63	21.66	4.96	18.08	1.69	14.85
投资银行手续费净收入	6.26	20.46	4.94	18.00	0.90	7.87
资产管理业务手续费净收入	0.84	2.74	0.74	2.69	0.21	1.83
利息净收入	-2.18	-7.11	-4.48	-16.33	0.53	4.62
投资收益	20.00	65.34	16.83	61.33	0.07	0.62
公允价值变动收益	-0.77	-2.52	-0.03	-0.10	7.38	64.78
其他业务收入	0.13	0.42	3.40	12.38	0.55	4.87

资料来源：公司审计报告及2019年一季度合并财务报表，联合评级整理。

2018年公司营业支出25.26亿元，同比增长16.16%，主要系资产减值损失的增长和其他业务成本的增加所致。从支出构成来看，公司营业支出主要由业务及管理费、资产减值损失和其他业务收入构成，占比分别为70.47%、14.89%和13.56%，其中资产减值损失和其他业务成本占比分别上升12.40个百分点和13.02个百分点，占比大幅提升，2018年公司业务及管理费17.80亿元，同比减少

14.51%，主要是职工薪酬减少所致，2018年公司资产减值损失3.76亿元，同比增加3.22亿元，主要是投资股票资产减值损失增加所致，公司其他业务支出主要是子公司大宗商品交易支出，2018年其他业务成本3.42亿元，同比增加3.31亿元，主要是随着业务规模的扩大支出大幅增长所致，2018年公司营业费用率较上年有所下降3.16个百分点，为64.87%，薪酬收入比为45.98%，较上年末下降0.79个百分点，整体看公司费用成本控制能力有所上升。

从盈利规模来看，2018年公司实现净利润2.15亿元，受营业收入规模下降以及资产减值损失和子公司大宗商品交易支出增加的综合影响，导致净利润同比大幅下降68.85%。从盈利能力指标来看，2018年，公司营业利润率为7.95%，自有资产收益率为0.42%，净资产收益率为1.10%，低于行业平均水平，较上年分别下降21.02个百分点、0.94个百分点和2.38个百分点，盈利指标下滑明显。

表14 公司盈利指标（单位：亿元，%）

项目	2017年	2018年	2019年1~3月
营业支出	21.75	25.26	5.44
其中：业务及管理费	20.82	17.80	5.25
净利润	6.91	2.15	4.29
营业利润率	28.95	7.95	52.23
薪酬收入比	46.77	45.98	--
营业费用率	68.03	64.87	46.07
自有资产收益率	1.36	0.42	0.79
净资产收益率	3.48	1.10	2.22

资料来源：公司审计报告及2019年一季度合并财务报表，联合评级整理，相关指标未经年化。

2019年1~3月，公司实现营业收入11.39亿元和4.29亿元，同比分别增长58.71%和64.12%，主要是市场好转，交易性金融资产公允价值变动收益增加所致，营业利润率为52.23%，营业费用率为46.07%，自有资产收益率为0.79%，净资产收益率为2.22%。

总体看，公司营业收入主要来源于经纪业务、信用业务和自营业务，2018年市场环境持续低迷，投资银行业务和经纪业务收入均出现下降，投资收益规模下降，公司盈利水平大幅下降，整体盈利能力一般。

7. 偿债能力

2018年，公司EBITDA为20.53亿元，同比下降17.99%，主要是公司利润总额规模下降所致，公司EBITDA主要由利息支出、资产减值准备和利润总额构成，占比分别为10.44%、18.32%和82.55%；公司EBITDA全部债务比为0.06倍，较上年有所下降，EBITDA对全部债务的保护能力较弱；EBITDA利息倍数由2017年的1.66倍下降至1.21倍，EBITDA对利息的保护能力仍较好。

表15 公司偿债能力指标表（亿元，%，倍）

项目	2017年	2018年
EBITDA	25.03	20.53
EBITDA全部债务比	0.09	0.06
EBITDA利息倍数	1.66	1.21

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至2018年底，公司共获银行授信465.10亿元，还有341.78亿元未使用，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2019年1月10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。

总体看，跟踪期，公司受利润规模下降影响，公司偿债能力指标均有所下降，属于一般水平，但公司作为上市证券公司融资渠道较为畅通，公司整体偿债能力极强。

七、跟踪债券的偿付能力分析

以 2018 年财务数据为基础，公司对存续的公司债券“16 西南 C2”、“17 西南 C1”、“18 西南 C1”的待偿本金合计 59.00 亿元的各项偿付能力指标见下表，除净利润外，其余各项偿付能力指标良好。

表 15 本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

项目	2018 年
净资产/公司债券待偿本金合计（母公司口径）	3.08
EBITDA/公司债券待偿本金合计	0.35
净利润/公司债券待偿本金合计	0.04
经营活动现金净流量/公司债券待偿本金合计	0.40

资料来源：联合评级整理

综合以上分析，并考虑到公司作为重庆市地方国有控股的全国性综合类上市证券公司，资本实力较强且充足性较好，在重庆地区具有一定的区域优势，融资渠道较为畅通，因此公司对“16 西南 C2”、“17 西南 C1”、“18 西南 C1”的偿还能力属极强。

八、综合评价

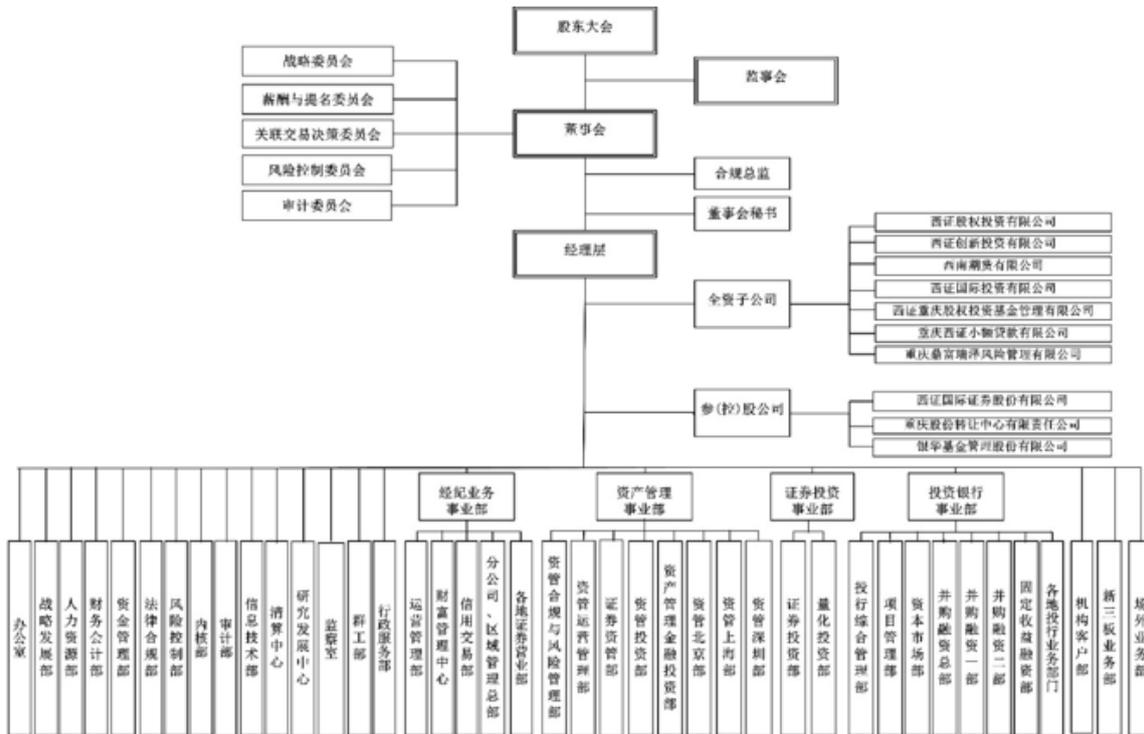
联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对西南证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西南证券”）的跟踪评级反映了其作为重庆市地方国有控股的全国性综合类上市证券公司，跟踪期内，公司仍具有较强综合实力，经纪业务在重庆市内区域内保持较强的优势；公司持续推进综合化运营平台的建设，进一步促进各个业务条线的协同发展，业务收入结构趋于多元化；截至 2018 年末，公司具有一定规模的优质资产，资产质量良好，资本较为充足。

跟踪期内，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，同时公司投资银行业务受到监管处罚等综合因素的影响，公司营业收入及净利润规模有所下降，盈利能力下滑明显。

未来随着资本市场的持续发展、公司业务资格的逐渐恢复和公司业务协同发展的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望有所提升，整体竞争实力将进一步增强。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望“稳定”；同时维持“16西南 C2”、“17西南 C1”、“18西南 C1”债项信用等级为“AA+”。

附件 1 西南证券股份有限公司组织结构图



附件 2 西南证券股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
自有资产（亿元）	493.14	530.75	558.59
所有者权益（亿元）	200.49	189.77	195.76
自有负债（亿元）	292.66	340.98	362.83
自有资产负债率（%）	59.35	64.25	64.95
优质流动资产/总资产（%）	27.01	24.95	19.93
营业收入（亿元）	30.61	27.44	11.39
净利润（亿元）	6.91	2.15	4.29
营业利润率（%）	28.95	7.95	52.23
营业费用率（%）	68.03	64.87	46.07
薪酬收入比（%）	46.77	45.98	--
自有资产收益率（%）	1.36	0.42	0.79
净资产收益率（%）	3.48	1.10	2.22
净资本（亿元）	143.51	125.74	133.44
风险覆盖率（%）	211.53	242.39	237.42
资本杠杆率（%）	25.30	20.73	21.01
流动性覆盖率（%）	469.04	367.97	196.96
净稳定资金率（%）	145.38	145.12	130.34
信用业务杠杆率（%）	52.64	51.33	--
短期债务（亿元）	102.20	194.50	214.74
长期债务（亿元）	169.54	132.37	136.13
全部债务（亿元）	271.74	326.87	350.86
EBITDA（亿元）	25.03	20.53	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.66	1.21	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.06	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.42	0.35	--

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 全部债务=短期债务+长期债务

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

长期债务=长期借款+应付债券

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。