

# 跟踪评级公告

联合〔2020〕1047号

---

西部证券股份有限公司：

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公开发行的“15西部02”进行跟踪评级，确定：

**西部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”**

**西部证券股份有限公司公开发行的“15西部02”的债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月二十一日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

# 西部证券股份有限公司 公开发行公司债券2020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	待偿本金	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15西部02	22.77亿元	(3+2)年	AAA	AAA	2019-6-21

跟踪评级时间：2020年5月26日

## 财务数据：

项目	2018年	2019年	2020年3月
自有资产（亿元）	422.31	354.84	/
自有负债（亿元）	248.01	177.47	/
所有者权益（亿元）	174.30	177.37	179.91
优质流动资产/总资产（%）	22.24	30.13	24.94
自有资产负债率（%）	58.73	50.01	/
营业收入（亿元）	22.37	36.81	9.20
净利润（亿元）	2.02	6.16	2.55
营业利润率（%）	11.08	20.40	37.07
净资产收益率（%）	1.15	3.50	1.43
净资本（亿元）	155.50	151.96	151.99
风险覆盖率（%）	300.48	325.77	337.89
资本杠杆率（%）	36.00	42.38	40.49
短期债务（亿元）	214.09	138.08	/
全部债务（亿元）	242.77	167.09	/
EBITDA（亿元）	11.43	14.31	/
EBITDA利息倍数（倍）	1.43	2.47	/
EBITDA全部债务比（倍）	0.05	0.09	/
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.50	0.63	/

注：1. 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；2. 本报告如涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径；3. 2020年3月数据未经审计，相关指标未年化；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，股东背景强大，自身资本实力很强，在陕西省内保持较强区域优势。2019年，公司证券经纪业务、证券自营业务和投资银行业务发展状况良好，营业收入和净利润大幅提升，具有较强的竞争力。截至2020年3月末，公司资产流动性和质量较好，资本较充足。

同时，联合评级也关注到经济周期波动、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能会对公司经营带来的不利影响。公司股票质押回购业务违约涉及金额较大，计提减值规模较大。此外，2019年以来，公司因存在违规行为受到监管机构的行政监管措施，内控管理水平仍有待提高。

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。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“15西部02”的债项信用等级为AAA。

## 优势

**1. 公司股东背景强大，保持较强的区域竞争优势。**公司作为陕西省国资委旗下企业，系陕西省内唯一A股上市证券公司，股东支持力度大，在陕西省内具有明显的渠道网点优势，继续保持了较强区域竞争优势。

**2. 业务竞争力较强。**2019年，公司证券经纪业务、证券自营业务和投资银行业务发展状况较好，收入大幅增长，具有较强的竞争力。

**3. 资产流动性较好。**截至2020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。

## 关注

**1. 公司经营易受经营环境波动影响。**公司主要业务与证券市场高度关联，经济周期波动、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素可能导致公司未来收入有较大的波动性。

**2. 分类评级有所下降，内控管理和风控水平有待完善。**2019年，公司被监管部门采取了4次主要监管措施，涉及分支机构管理和资管产品展期及资管业务信息系统等方面的问题。2019年公司分类评级降为B类B级，新一年度分类评价期间也收到了行政监管措施，内控管理仍需继续完善。

**3. 公司债务偏短期，存在一定短期流动性压力。**截至2019年末，公司全部债务中短期债务占比为82.64%，占比较高，债务结构有待优化，需关注短期流动性压力。

## 分析师

贾一晗 登记编号（R0040216120001）

刘 嘉 登记编号（R0040218110003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次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他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：

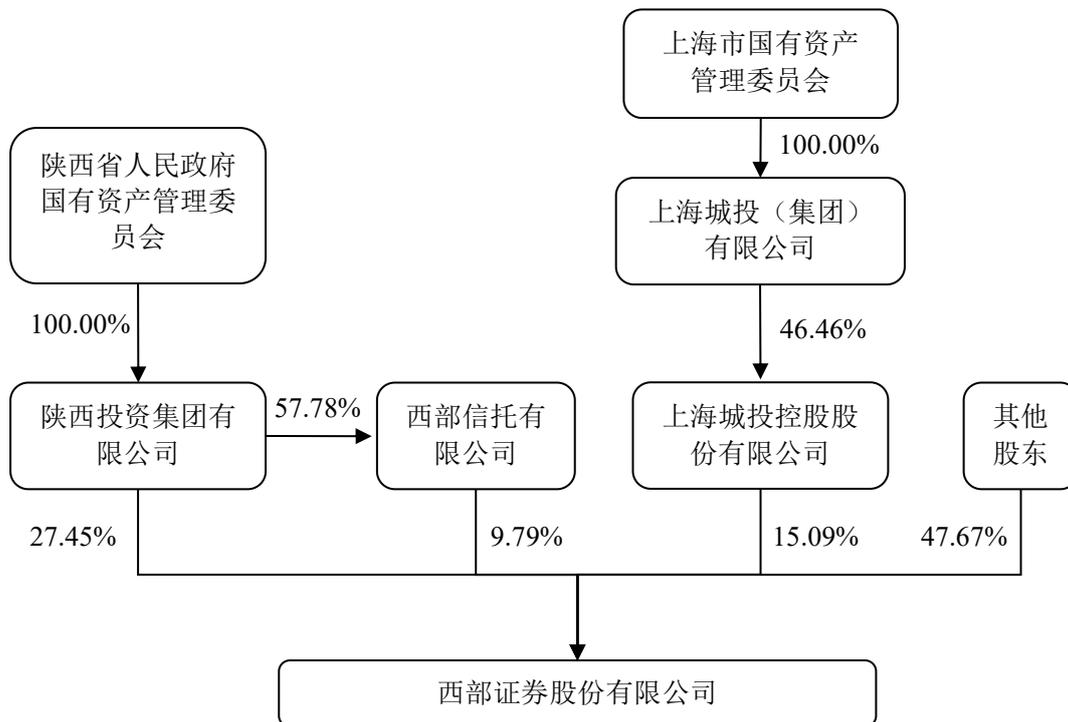


联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

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）。截至 2019 年 3 月末，公司股本为 35.02 亿股，公司第一大股东陕西省电力建设投资开发公司（以下简称“陕电投”）持股比例为 25.88%，公司实际控制人为陕西省国资委（股权结构图详见下图）。根据公司 2018 年 12 月 27 日发布的公告，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。截至 2020 年 3 月末，公司股本为 35.02 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，公司实际控制人为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”），股权结构详见下图。截至 2020 年 3 月末，公司股东北京远大华创投资有限公司持有的流通股 1.18 亿股和西部信托有限公司持有的流通股 0.86 亿股被司法冻结，占公司总股本的比例为 5.82%；公司控股股东陕投集团所持公司的股票不存在被质押的情况。

图 1 截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司的经营范围：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；股票期权做市；为期货公司提供中间介绍业务。

截至 2019 年末，公司设置了证券事务部、稽核部、合规管理部、风险管理部、总经理办公室、计划财务部、资金管理部、人力资源部、战略管理部、法律事务部、信息技术部、清算部、安全保卫部、党群工作部、纪检监察部、企业文化部、财富与运营管理部、网络金融部、信用业务总部、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、资本市场部、固定收益部、国际业务部、投资银行业务质量控制部、研究发展中心、托管业务部、做市业务管理部 30 个职能部门。截至 2019 年末，公司设有已开业的 107 家证券营业部，10 个分公司，4 个以及子公司：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”）和西部利得基金管理有限公司（以下简称“西部利得”）；在职员工合计 2,749 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 485.98 亿元，其中客户资金存款 96.61 亿元，客户备付金 16.93 亿元；负债总额 308.62 亿元，其中代理买卖证券款 120.94 亿元；所有者权益 177.37 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 176.59 亿元，母公司口径净资本 151.96 亿元。2019 年，公司实现营业收入 36.81 亿元，净利润 6.16 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.10 亿元；经营活动现金流净额 29.98 亿元，现金及现金等价物增加额为 23.82 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 509.10 亿元，其中客户资金存款 100.76 亿元，客户备付金 20.32 亿元；负债总额 329.19 亿元，其中代理买卖证券款 127.89 亿元；所有者权益 179.91 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 179.12 亿元，母公司口径净资本 151.99 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.20 亿元，净利润 2.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.54 亿元；经营活动现金流净额 16.18 亿元，现金及现金等价物增加额为 15.34 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。

## 二、跟踪债券概况

### 15 西部 02

“西部证券股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券(品种二)”，发行规模 25.70 亿元，债券面值 100 元，平价发行，期限为 3+2 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券已于 2015 年 9 月 24 日发行结束，发行票面利率为 4.08%，每年付息一次，到期还本，付息日为 2016 年至 2020 年每年的 9 月 22 日，若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日期为自 2016 年至 2018 年每年的 9 月 22 日。本期债券于 2015 年 11 月 26 日起在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“15 西部 02”，证券代码“112283.SZ”。

公司上调 2018 年 9 月 22 日—2020 年 9 月 21 日票面利率为 4.60%。根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的回售申报数据，“15 西部 02”的回售金额为 3.05 亿元（含利息），剩余金额为 22.77 亿元。本期债券存续期内，公司均按期足额支付“15 西部 02”利息及回售本金。

截至目前，公司所募集资金扣除发行费用后全部用于补充营运资金。以上资金完全通过募集资金专项账户运作，与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。

## 三、行业分析

2019 年监管层继续强化对证券公司的监管并多维度完善监管框架；2019 年受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善，自营投资和信用业务占比明显提升，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；股票质押业务规模收缩，业务风险得以缓释。

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。2019年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少42家证券公司领超过200份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力。据不完全统计，截至12月13日，年内至少有42家证券公司因存在各种违规行为遭处罚，涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理问题等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。监管层多维度完善监管框架，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

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

截至2019年底，133家证券公司总资产为7.26万亿元，较2018年底增加15.97%；净资产为2.02万亿元，较2018年底增加6.88%，净资本为1.62万亿元，较2018年底增加3.18%，资本实力保持稳定。2019年，133家证券公司中，120家公司实现盈利，全年实现营业收入3,604.83亿元和净利润1,230.95亿元，分别同比增长35.37%和84.77%，经营业绩大幅改善。

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

资本市场利好政策的不断推出将改善证券公司经营环境，证券市场预计将保持长期回暖趋势；但疫情全球蔓延背景下，证券市场短期内承压。未来证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向。

2019年12月，中央经济工作会议指出“今年以来，金融风险有效防控；我国金融体系总体健

康，具备化解各类风险的能力”；“实现明年预期目标，要坚持稳字当头”。预计随着金融监管制度进一步完善，资本市场将保持平稳运行。证券市场稳中向好、两融标的扩容将助力自营、经纪及信用业务的发展；资本市场利好政策将为投行业务带来增量，加之证券公司持续推进资管业务向主动管理转型，预计证券公司 2020 年业务发展将稳中向好。但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。

受新冠疫情影响，一季度经济数据惨淡，资本市场避险情绪上升，为稳定市场预期、提振市场信心，国家推出一系列流动性宽松政策，疫情短期内未对股市造成较大影响。随着疫情全球化蔓延，国际资本市场走弱使我国证券市场承压。长期来看，A 股回暖趋势不改，疫情对证券行业中长期基本面影响不大，监管层面逆周期调控及资本市场改革政策的出台，有利于驱动证券公司全年业绩的提升。

近年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，未来业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。2020 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，2019 年 11 月证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向。

#### 四、管理与内控

**2019 年以来，公司管理层进行有所调整；公司内控管理水平需进一步完善提高。**

2019 年以来，公司董、监、高均有变动，除正常任期届满离任外，庄启飞因工作变动原因辞去公司董事职务，截至公司年报披露日（2020 年 4 月 2 日），董事会、监事会和高级管理层已完成换届选举、聘任工作，人员变动较大。

2019 年，公司进一步开发合规管理信息系统，持续跟踪分析合规政策动态、行业监管动向和业务环境变化，将合规政策的最新要求及时传达至公司董事会或高级管理人员，并督导公司有关部门持续完善制度流程，包括新制定《西部证券股份有限公司投资银行类业务涉及关联方项目合规审查工作指引》《西部证券股份有限公司投资银行类业务聘请第三方机构管理细则》2 项投行业务合规制度及《西部证券股份有限公司证券分析师协同开展科创板相关业务的跨、回墙操作规程》，修订及新制定《西部证券股份有限公司洗钱风险管理办法》《西部证券股份有限公司反洗钱工作管理制度》《西部证券股份有限公司反洗钱风险监控名单管理办法》和《西部证券股份有限公司洗钱风险应急计划》4 项反洗钱制度。

2019 年，公司共召开股东大会 5 次，董事会 12 次，监事会 7 次。公司股东大会审议通过了利润分配预案、修订公司章程的提案、董事会下设专业委员会工作报告、设立另类投资子公司的提案等。

2019 年 3 月，公司收到内蒙证监局《关于对刘强采取认定不适当人选行政监管措施的决定》（（2019）3 号），指出刘强在担任包头钢铁大街营业部负责人期间，不落实证监会关于账户实名制的监管要求，组织账户出借及配资活动，并为双方提供担保，扰乱证券市场秩序。内蒙证监局对刘

强采取认定不适当人选的行政监管措施。公司已免除刘强分支机构负责人职务，并启动了对刘强的问责程序。公司已向内蒙证监局提交了《西部证券股份有限公司关于免除刘强分支机构负责人决定的报告》。

2019年4月，公司收到上海监管局《关于对西部利得基金管理有限公司采取责令改正措施的决定》（沪证监决（2019）43号），指出西部利得未建立控制严密、高效运作的内部监控体系。上海证监局对西部利得采取责令改正措施。收函后，西部利得对事件发生的过程进行了调查，对相关业务流程进行了认真检视，研究制定了整改落实方案。2019年5月，西部利得向上海证监局提交了《关于收到上海监管局对我司采取责令改正措施决定的整改汇报》。

2019年6月，公司收到上海证监局下发的《监管关注函》（沪证监机构字（2019）191号），指出公司上海漕东支路证券营业部存在实际运营地址不符的问题，营业部已完成整改工作。2019年11月，公司向上海证监局提交了《整改报告》。

2019年6月，公司收到陕西证监局下发的《监管关注函》（陕证监函（2019）194号），指出公司在资管产品展期及资管业务信息系统方面存在问题。公司上海第二分公司已将资管业务信息系统升级，并解决相关问题。有关涉及展期的资管产品均已按照陕西证监局的要求进行整改。

在中国证监会对证券公司的分类监管评级中，公司2019年分类监管评价结果为B级，分类监管评价结果较上年BB级有所降低，内控管理水平有待进一步提升。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

**2019年，得益于市场回暖以及各项业务积极发展，公司营业收入和净利润实现较大幅度增长，增幅优于行业平均水平；2020年以来，受新冠疫情影响，公司营业收入和净利润大幅下降，经营业绩波动较大。**

2019年，证券市场行情回暖，公司营业收入和净利润均大幅上升。2019年，公司实现营业收入36.81亿元，同比大幅增长64.51%，增长幅度高于行业平均水平（+35.37%），实现净利润6.16亿元，同比大幅增长205.38%，增长幅度高于行业平均水平（+84.77%）。

2019年，受证券市场回暖影响，公司主要业务板块均实现较好发展。从收入结构看，自营业务发展较好，并且仍然为公司第一大收入来源，2019年占比40.35%，较上年增长1.51个百分点。经纪业务实现收入7.90亿元，投行业务实现收入2.40亿元，同比均有所增长，占比分别为21.46%和6.51%。信用交易业务实现收入3.88亿元，较上年有所下降，主要系股票质押式回购业务规模下降所致，占公司营业收入的比重为10.54%，较上年末下降10.42个百分点。2019年，公司其他业务实现收入6.37亿元，同比大幅增长，占营业收入的比重升至17.32%，主要系子公司西部期货基差业务收入增加所致。固定收益业务主要系债券承销业务，公司资产管理业务和固定收益业务对收入贡献度较低，2019年占比分别为1.33%和2.49%。

表1 近年来公司各项业务收入情况（单位：亿元、%）

业务类型	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	6.25	27.91	7.90	21.46
证券自营业务	8.69	38.84	14.85	40.35
投资银行业务	0.71	3.16	2.40	6.51

资产管理业务	0.85	3.79	0.49	1.33
信用交易业务	4.69	20.96	3.88	10.54
固定收益业务	0.35	1.58	0.92	2.49
其他	0.84	3.76	6.37	17.32
<b>合计</b>	<b>22.37</b>	<b>100.00</b>	<b>36.81</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司年报，联合评级整理

2020年1—3月，受新冠疫情全球化扩散影响，股票市场振幅加剧，公司实现营业总收入9.20亿元，同比下降30.95%，降幅大于行业平均水平（-3.50%），主要系资产管理业务收入下降和交易性金融资产公允价值下降所致；公司实现净利润2.55亿元，同比下降56.23%，降幅大于行业平均水平（-11.69%）。

## 2. 业务运营

公司经纪业务在陕西省内继续保持较强竞争优势；经纪业务以买卖股票和债券业务为主；2019年，得益于证券市场交投活跃度提升，代理买卖证券交易量回升带动公司证券经纪业务收入增长。

2019年，国内资本市场改革开放步伐加快，A股市场成交量显著回升，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，调整财富管理体系内部机构设置，将原运营管理总部、零售与机构业务部合并为财富与运营管理部，将原网络金融与财富管理部更名为网络金融部；优化经纪业务网点布局，建立经纪业务分支机构区域督导模式，加强风险管控。

2019年，公司未新设分支机构，截至2019年末，公司拥有107家已开业证券营业部，其中陕西省60家，在陕西省内仍具有明显的渠道网点优势和较强的市场竞争力，同时在北京、上海、深圳、广州、成都、济南、天津、兰州等重要城市也都设立了营业部，基本形成了立足陕西、覆盖全国主要城市的经纪业务网络。2019年，公司为了提高分支机构运营效率，回归业务本源，对与公司云南分公司和南宁分公司进行撤销。

证券经纪业务收入仍为公司营业收入重要来源。2019年，公司代理买卖证券交易额为1.46万亿元，同比增长17.74%，主要系证券市场回暖，交易量大幅增加所致；其中，代理买卖股票交易额0.91万亿元（占比62.33%）、代理买卖债券交易额0.54万亿元（占比36.99%）、代理买卖基金交易额0.01万亿元（占比0.68%），公司经纪业务以代理买卖股票和债券为主。截至2019年末，公司代理买卖股票交易额0.91亿元，较上年末增长33.82%，市场份额为36.20%，与2018年基本持平。2019年，公司代理买卖股票交易额回升，当年实现经纪业务收入7.90亿元，同比增长26.45%。佣金率方面，2019年以来没有显著变化，基本与2018年持平，仍然高于市场平均水平。

表2 公司经纪业务情况（单位：万亿元、%）

业务类型	2018年		2019年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	0.68	37.70	0.91	36.20
基金	0.01	5.00	0.01	3.40
债券	0.55	11.50	0.54	10.90
<b>合计</b>	<b>1.24</b>	<b>18.30</b>	<b>1.46</b>	<b>19.10</b>
<b>佣金率</b>		<b>0.70</b>		<b>0.70</b>

资料来源：公司提供

2020年1—3月，公司实现经纪业务手续费净收入2.49亿元，同比增长13.15%，主要系代理买卖证券业务净收入和融资融券手续费净收入有所增长所致。

**债券承销、股票承销和财务顾问业务收入是投资银行业务收入的主要来源，2019年取得较好发展；目前公司项目储备较好，未来公司投行业务收入有望保持增长。**

公司大投行业务主要包括投资银行业务、固定收益业务和新三板挂牌业务。公司投资银行业务主要由投资银行总部负责开展，固定收益业务由固定收益部负责开展，新三板挂牌业务主要由北京第一分公司负责开展。

公司2019年实现投资银行业务手续费及佣金净收入3.18亿元，同比增长49.30%。从具体业务量来看，2019年，公司完成2单IPO项目；债券承销方面，公司债券承销业务全年债券主承销数量为27只，主承销金额189.60亿元，主承销金额有所下降主要系债券市场违约风险加剧，投资者风险偏好收紧，公司存量客户中、低信用等级债券发行难度增加，公司债券承销业务亦有所下滑所致；获得主承销佣金收入1.15亿元，同比增长32.18%，主要系平均承销费率上升所致。财务顾问方面，2019年公司实现财务顾问业务收入1.04亿元，同比下降9.91%。

股转推荐挂牌业务方面，2019年，公司新增推荐挂牌3家，新增挂牌数量大幅减少，主要系新三板市场萎缩所致。截至2019年末，公司累计推荐新三板挂牌企业达到262家，行业排名第17名。国际业务方面，完成1单跨境融资财务顾问业务。

表3 公司投行业务情况表（单位：家、亿元）

项目	2018年	2019年
股票主承销家数	0	2
股票主承销金额	0.00	15.05
股票主承销佣金收入	0.00	0.97
债券主承销家数	25	27
债券主承销金额	192.49	189.60
债券主承销佣金收入	0.87	1.15
财务顾问业务收入	1.11	1.04

资料来源：公司提供

项目储备方面，截至2019年末，公司IPO在审项目共7个，债券承销项目2个，另外有拿到批文未发行的项目14个（1个IPO项目，13个债券承销项目）。

2020年1—3月，公司实现投资银行业务手续费净收入1.17亿元，同比增长0.57%。

**公司证券自营业务以债券投资为主，2019年自营业务投资规模有所下降；近两年，公司证券自营业务发展状况较好，为公司第一大收入来源。**

公司自营业务主要以权益投资、固定收益投资和金融衍生品投资为主，由上海第一分公司负责开展。2019年，公司权益投资以中、大盘股为主，固定收益投资以利率债以及高信用等级债券为主，大多为持有至到期。

从规模上看，截至2019年末，公司证券自营业务规模237.64亿元，较上年末下降20.17%，主要系债券和基金投资规模下降所致。从投资结构来看，公司证券自营业务以债券投资为主，2018—2019年公司债券投资规模分别为255.28亿元和206.04亿元，占证券投资规模的比重分别为85.75%和86.71%，占比有所上升；投资债券信用评级以AA以上为主，2018—2019年，AA以上级别的债券占债券投资金额的比重分别为99.08%和96.51%。截至2019年末，公司AA+及以上的债券投资规模171.37亿元，占比为72.11%，均较上年末有所下降，主要系公司综合考虑不同债券品种的收益性、

流动性和安全性，通过加强信用风险管理对债券持仓结构进行调整所致；截至 2019 年末，公司债券持仓中，利率债占比约为 10.24%。截至 2019 年末，公司债券持仓中有 7 只债券涉及违约，违约金额 2.44 亿元，已计提减值准备 1.98 亿元。公司基金投资主要包括权益类基金和固收类基金，2018—2019 年，公司基金投资规模分别为 22.47 亿元和 8.84 亿元，占公司证券投资规模的比重分别为 7.55%和 3.72%，目前持仓的基金主要是货币性基金和股票型基金。2018—2019 年，股票投资规模分别为 2.76 亿元和 3.71 亿元，占证券投资规模的比重分别为 0.93%和 1.56%，在公司证券投资规模中占比较低。

表 4 公司主要证券投资结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比
债券	255.28	85.75	206.04	86.71
其中：AA	31.41	0.30	27.47	11.56
AA+及以上	221.52	74.14	171.37	72.11
股票	2.76	0.93	3.71	1.56
基金	22.47	7.55	8.84	3.72
理财产品	7.00	2.35	5.08	2.14
资管计划	0.81	0.27	11.75	4.94
其他	9.39	3.15	2.22	0.93
<b>合计</b>	<b>297.70</b>	<b>100.00</b>	<b>237.64</b>	<b>100.00</b>
自营权益类证券及其衍生品/净资本		2.48		5.90
自营非权益类证券及其衍生品/净资本		181.69		149.94

资料来源：公司提供

2018—2019 年末，公司（母公司口径）自营非权益类证券及其衍生品/净资本指标为 181.69%和 149.94%；自营权益类及证券衍生品/净资本指标为 2.48%和 5.90%，均优于监管标准。2020 年 1—3 月，公司自营业务收入 2.58 亿元，同比大幅下降 60.61%，主要系受疫情影响，A 股指数振幅加大所致。截至 2020 年 3 月末，公司自营业务持仓债券的风险状况较 2019 年末无变化。

**2019 年，公司资产管理业务规模呈持续下降趋势，业务结构仍以定向产品为主；主动管理规模和占比整体呈下降态势，公司主动管理能力有待加强，资产管理业务整体竞争力一般。**

2018—2019 年，公司资产管理业务收入有所下降，主要系受资管新规影响，公司资产管理业务规模持续下降所致；资产管理业务收入在公司营业收入中占比较低，分别为 3.79%和 1.33%。

截至 2019 年末，公司资产管理业务规模 293.14 亿元，较上年末下降 33.75%，主要系公司按照资管新规调整业务布局，积极对相关产品进行整改所致。公司资产管理业务以定向业务为主，2018—2019 年，公司定向规模分别为 364.30 亿元和 251.67 亿元，2019 年末较上年末下降 30.92%，占公司资产管理业务规模的比重分别为 82.34%和 85.85%，占比有所上升，公司资管业务以定向资管业务为主。截至 2019 年末，公司主动管理规模为 54.34 亿元，较上年末下降 44.44%；2018—2019 年，主动管理规模在公司资产管理业务规模中占比分别为 22.11%和 18.54%，占比有所下降，公司主动管理能力有待提升。

表5 公司（母公司口径）资产管理业务规模情况（单位：亿元）

项目		2018年		2019年	
		期末规模	管理费收入	期末规模	管理费收入
产品类型	集合	42.35	0.35	30.22	0.15
	定向	364.30	0.29	251.67	0.15
	专项	35.80	0.02	11.25	0.00
<b>合计</b>		<b>442.45</b>	<b>0.66</b>	<b>293.14</b>	<b>0.30</b>
管理方式	主动管理		97.81		54.34
	被动管理		344.64		238.79

资料来源：公司提供

2020年1—3月，公司资产管理业务手续费净收入0.03亿元，同比大幅下降62.38%；母公司口径资产管理业务手续费收入0.05亿元，同比下降50.99%。

公司信用交易业务以融资融券业务为主；2019年公司无新增股票质押业务规模，信用业务整体收入有所下滑；公司股票质押回购业务违约涉及金额较大需关注相关信用风险及违约处置情况。

2019年，公司信用交易业务实现收入3.88亿元，同比下降17.27%，主要系股票质押式回购业务规模下降所致。

表6 信用交易业务情况表（单位：户、亿元、%）

项目	2018年	2019年
期末融资融券账户数目	41,382	42,573
期末融资融券余额	35.00	43.84
融资融券利息收入	3.49	3.50
期末股票质押业务回购余额	44.38	35.12
股票质押业务利息收入	1.13	0.40
信用业务杠杆率	36.30	36.58

资料来源：公司提供

融资融券业务方面，2019年证券市场成交量较上年大幅增长，公司融资融券业务规模日均余额有所上升。截至2019年末，公司融资融券业务余额43.84亿元，较上年末增长25.26%，主要系证券市场回暖，客户融资意愿增强所致。2019年公司实现融资融券业务利息收入3.50亿元，与上年基本持平。

股票质押式回购业务方面，截至2019年末，公司股票质押式回购业务余额35.12亿元，较上年末下降20.87%，主要系根据行业展业情况及监管导向，2019年公司暂缓开展新增业务所致。公司股票质押式回购业务中，自有资金出资18.86亿元，其中违约项目16.56亿元；资管出资16.27亿元，其中违约项目12.77亿元。2019年公司实现股票质押业务利息收入0.40亿元，同比下降64.60%，主要系无新增项目收入且违约项目不产生收入所致。2020年以来，公司股票质押式回购业务无新增违约情况。

截至2019年末，公司股票质押式回购业务违约项目中，公司涉及“乐视网”股东贾跃亭等四人、“ST\*信威”股东王靖、“ST\*中南”股东江阴中南重工集团有限公司（以下简称“中南重工”）共六起诉讼事项，融出资金（本金）合计16.90亿元，其中“乐视网”股东贾跃亭等四人合计11.06亿元，“ST\*信威”股东王靖5亿元，“ST\*中南”股东中南重工0.84亿元。发生风险后，经协商，“乐视网”收回资金合计0.875亿元，“ST\*中南”收回资金0.03亿元，合计收回资金0.905亿元，违约本金合计15.995亿元，其中“乐视网”股东贾跃亭等四人10.185亿元、“ST\*信威”股东王靖5亿元、“ST\*

中南”股东中南重工 0.81 亿元，目前均在执行过程中。截至 2019 年末，公司对违约的股票质押业务计提减值准备 14.02 亿元，计提较充分。

截至 2019 年末，公司信用业务杠杆率 36.58%，较年初上升 0.28 个百分点，信用业务杠杆水平处于较低水平。截至 2020 年 3 月末，公司信用业务杠杆率 26.07%，较上年末下降 10.51 个百分点。

**2019 年公司主要控股参股子公司发展情况尚可，其中西部期货对公司整体收入贡献度较高。**

#### 西部期货

截至 2019 年末，公司持有西部期货 100%的股权。2019 年，受经贸摩擦以及 A 股市场快速回暖等因素的多重作用，国内期货热点板块频现，金融期货再次松绑，西部期货客户权益较上年同期出现明显增长，股票期权开户数量及规模大幅增长。2019 年，西部期货实现营业收入 6.14 亿元，期货总体市场份额为 1.18%。西部期货加大机构客户拓展力度，实现 IT 架构全面升级优化；此外，西部期货向其下设风险管理子公司西部永唐增加注册资本 5,000 万元人民币，增资完成后西部永唐的注册资本增至 1 亿元人民币。

#### 西部优势资本

截至 2019 年末，公司持有西部优势资本 100%的股权。2019 年，西部优势资本聚焦“文化旅游”“综合体育”两个发力点，并稳步开展类 Reits 业务。西部优势资本发起宁波富邦西部体育文化产业投资合伙企业（有限合伙）总规模 5 亿元，已完成基金备案，并已完成对首单项目潮庭体育的投资。此外，公司拟作为某上市公司投资顾问，推进与上市公司合作设立专项并购基金，已签署合作框架协议。同时，公司正稳步推进成都文旅生活美学基金、赣州文旅产业发展基金、赞基金等一系列新基金的方案落地执行工作。

#### 西部证券投资

截至 2019 年末，公司持有西部证券投资 100%的股权。公司第五届董事会第三次会议、2018 年度股东大会审议通过《关于设立另类投资子公司的提案》，同意出资 10 亿元设立另类投资子公司。2019 年 9 月 19 日，公司发布了《关于设立另类投资子公司的公告》，公司设立的另类子公司西部证券投资已完成工商登记手续并取得营业执照，经营范围为：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）。截至 2019 年末，西部证券投资资产总额 2.01 亿元，所有者权益 2.00 亿元；2019 年，西部证券投资实现收入 0.01 亿元，净利润 0.004 亿元。

#### 西部利得

截至 2019 年末，公司持有西部利得 51%的股权。2019 年，西部利得紧跟行业政策导向结合市场趋势，积极完善产品策略及布局；基金管理规模持续增长，业务转型初见成效。2019 年，西部利得实现营业收入 2.47 亿元，同比增幅 48.43%，利润总额 0.12 亿元，同比增幅 145.58%。截至 2019 年末，西部利得公募、专户管理规模共计 532 亿元，较上年末增加 24%，其中：受益于货币基金和多只新发基金，公募基金管理规模 419 亿元，较上年末增加 43%；非货币公募基金管理规模 176 亿元，较上年末增加 88%。此外，西部利得与恒生电子签署了《战略合作协议》，双方将在公募基金、私募资产管理方面就所需要的 IT 技术、软件系统及创新业务等领域加强合作交流，通过技术为金融赋能，切实提升资产管理人的金融科技能力。

### 3. 未来发展

公司战略目标比较清晰，定位较为明确；公司主要业务与证券市场高度关联，受证券市场波动和相关监管政策变化等因素影响较大，未来发展存在一定不确定性。

公司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。未来，公司将把握证券行业和资本市场改革窗口期，围绕以“战略为始、业务为本、组织为根、人才为源、机制为链”的管理思路，重塑发展战略，强化内控体系建设，加强职能管控及协同机制，努力提升经营策略的前瞻性、针对性、有效性，推进业务结构转型升级，实现经营业绩的合理增长和质的稳步提升，促进公司的可持续发展。公司主要业务与证券市场高度关联，2020年以来，受疫情影响，证券市场波动较大，公司未来发展存在一定不确定性。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2018—2019年审计报告，均经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留的审计意见，2020年第一季度财务数据未经审计。

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。

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。西部证券投资于2019年9月17日成立，截至2019年末西部证券投资注册资本10.00亿元，实收资本2.00亿元，公司持股100.00%。公司2019年减少纳入合并范围的结构化主体2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。

### 2. 资金来源与流动性

公司自有负债及债务规模有所下降，杠杆水平处于行业适中水平；公司债务偏短期，需关注短期集中兑付压力。

截至2019年末，公司负债总额为308.62亿元，同比下降11.43%，公司自有负债为177.47亿元，较年初下降28.44%，主要系应付债券和次级债规模减少所致。2019年，自有负债占公司负债总额的比重为57.54%，较上年末下降13.64%，主要系债券正回购业务规模减少导致卖出回购金融资产款大幅下降所致。截至2019年末，公司负债总额中占比较大的科目为卖出回购金融资产款（占比38.35%）、代理买卖证券款（占比39.19%）和应付债券（占比7.45%）。

截至2019年末，公司卖出回购金融资产款118.37亿元，较上年末下降33.99%，主要系债券正回购业务规模减少所致。截至2019年末，公司应付债券22.99亿元，较上年末增长1.39%。截至2019年末，公司次级债券6.02亿元，较上年末基本持平。

表7 公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2018年末	2019年末	2020年3月末
负债总额	348.43	308.62	329.19
自有负债	248.01	177.47	/
其中：卖出回购金融资产款	179.31	118.37	130.38
拆入资金	15.00	9.00	4.00
交易性金融负债	0.00	10.21	10.48
应付债券	22.67	22.99	23.27
应付短期融资款	1.80	0.00	0.00
次级债券	6.00	6.02	6.10

非自有负债	100.43	131.15	/
其中：代理买卖证券款	89.73	120.94	127.89
全部债务	242.77	167.09	/
其中：短期债务	214.09	138.08	/
长期债务	28.67	29.01	/
净资本/负债	63.02	86.35	80.36
净资产/负债	70.57	101.27	95.57
自有资产负债率	58.73	50.01	/

资料来源：公司财务报告、监管报表、联合评级整理

从负债水平来看，截至 2019 年末，公司自有资产负债率 50.01%，较上年末下降 8.72 个百分点，杠杆水平有所下降，处于行业适中水平。截至 2019 年末，母公司口径净资本/负债、净资产/负债分别为 86.35%和 101.27%，较上年末分别上升 23.33 个百分点和 30.70 个百分点，优于监管标准。

从有息债务来看，截至 2019 年末，公司全部债务为 167.09 亿元，较上年末下降 31.17%，主要系卖出回购金融资产款大幅减少所致；其中，短期债务占比 82.64%，较年初下降 5.55 个百分点，但公司债务结构仍偏短期。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 329.19 亿元，较年初增加 6.66%，主要系证券市场交易量增加导致代理买卖证券款增长所致。

#### 公司资产规模有所波动，优质流动资产规模较大，整体资产质量和流动性较好。

截至 2019 年末，公司资产总额为 485.98 亿元，较上年末下降 7.03%；公司资产以自有资产为主，截至 2019 年末，自有资产 354.84 亿元，占资产总额的比重为 73.01%；截至 2019 年末，公司资产总额 485.98 亿元，其中，货币资金（占比 24.85%）、结算备付金（占比 5.91%）、融出资金（占比 9.45%）和交易性金融资产（占比 48.59%）在资产总额中占比较高。

截至 2019 年末，货币资金 120.75 亿元，较上年末增长 23.55%，主要系证券市场回暖，交易量大幅增加，经纪业务客户资金存款增加所致；其中，自有货币资金 24.14 亿元，较上年末增长 4.42%。截至 2019 年末，公司结算备付金 28.71 亿元，较上年末增长 4.71%，主要系客户交易量变动影响。截至 2019 年末，公司融出资金 45.93 亿元，较上年末增长 26.83%，主要系证券市场回暖，融资融券业务规模增加所致；融出资金期限以 6 个月以上为主，占比为 46.78%。截至 2019 年末，公司交易性金融资产 236.12 亿元，均为 2019 年新增，主要系公司实施新金融会计准则影响所致。交易性金融资产主要由债券（占比 86.96%）和公募基金（占比 5.27%）组成，其余少量为股票、资管计划、信托计划和其他等。截至 2019 年末，公司变现受限制的交易性金融资产 130.37 亿元，其中，变现受限制的债券为 130.11 亿元，系卖出回购抵押物。截至 2019 年末，公司买入返售金融资产 9.98 亿元，较上年末大幅下降 72.91%，主要系 2019 年末公司债券逆回购和股票质押式回购业务规模减少所致。

2018—2019 年末，公司优质流动资产分别为 93.60 亿元和 106.72 亿元；优质流动资产/总资产分别为 22.24%和 30.13%，呈波动上升态势，优质流动资产规模较大且占比较高，资产的流动性好。

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额为 509.10 亿元，较年初增长 4.76%，构成较年初变化不大。

表 8 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
资产总额	522.73	485.98	509.10
其中：自有货币资金	23.11	24.14	28.81

自有结算备付金	12.40	11.78	15.06
融出资金	36.21	45.93	49.09
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	262.09	--	--
交易性金融资产	--	236.12	231.14
买入返售金融资产	36.82	9.98	18.55
可供出售金融资产	35.61	--	--
债权投资	--	4.96	4.68
其他债权投资	--	7.96	6.82
其他权益工具投资	--	1.00	1.04
<b>自有资产</b>	<b>422.31</b>	<b>354.84</b>	/
优质流动资产	93.60	106.72	92.25
优质流动资产/总资产	22.24	30.13	24.94

注：上表中的总资产、优质流动资产均取自监管报表  
资料来源：公司财务报告、监管报表，联合评级整理

### 3. 资本充足性

**公司资本规模及构成保持稳定，各项风险控制指标表现良好，资本充足性较好。**

公司所有者权益变化不大，截至 2019 年末，公司股东权益 177.37 亿元，归属于母公司所有者权益 176.59 亿元。其中，公司股本、资本公积和未分配利润分别占比 20.17%、54.74%和 10.31%，股本和资本公积占比较高，公司股东权益的稳定性较好。公司第五届董事会第十二次会议审议通过的 2019 年度利润分配预案为：分配现金股利 2.21 亿元（含税），占公司 2019 年归属于母公司净利润的比重为 34.59%，分配力度较大，剩余利润留存对公司资本补充作用一般。

截至 2019 年末，公司母公司口径净资本和净资产规模较年初均较年初变化不大，分别为 151.96 亿元和 178.22 亿元，净资本均为核心净资本。从主要风控指标来看，截至 2019 年末，公司母公司口径的净资本/净资产指标为 85.27%，较年初下降 4.04 个百分点；资本杠杆率为 42.38%，较年初上升 6.38 个百分点；各项风险资本准备之和由年初的 51.75 亿元降至 46.65 亿元；风险覆盖率指标由年初的 300.48%上升至 325.77%。总体看，公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 9 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 3 月末	监管标准	预警标准
核心净资本	152.50	151.96	151.99	--	--
附属净资本	3.00	0.00	0.00	--	--
净资本	155.50	151.96	151.99	--	--
净资产	174.11	178.22	180.76	--	--
净资本/净资产	89.31	85.27	84.09	≥20	≥24
各项风险资本准备之和	51.75	46.65	44.98	--	--
风险覆盖率	300.48	325.77	337.89	≥100	≥120
资本杠杆率	36.00	42.38	40.49	≥8	≥9.6

数据来源：公司监管报表，以上指标均为母公司口径

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 179.91 亿元，规模及构成均较年初变化不大；各项风控指标均符合监管标准。

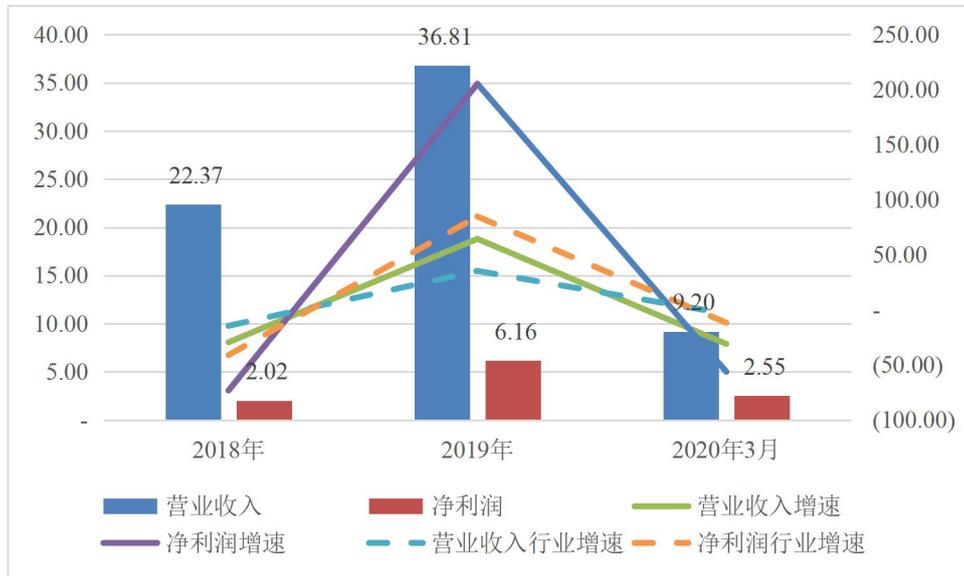
### 4. 盈利能力

**2019 年，受益于证券市场回暖，公司全年盈利情况有所回升；公司盈利情况受证券市场波动影**

响较大，整体盈利能力一般。

2019年，得益于市场回暖以及公司各项业务积极发展，公司营业收入36.81亿元，同比大幅增长64.51%，增幅高于行业平均。

图2 公司营业收入和净利润情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合评级整理

2019年，公司营业支出29.30亿元，同比增长47.26%，主要系职工薪酬以及计提减值准备增加所致。公司营业支出以业务及管理费为主，2019年业务及管理费为17.35亿元，同比增长18.10%，占公司营业支出的比重为59.21%，同比下降14.52个百分点；2019年，公司计提减值准备为6.53亿元，同比增长33.39%，占公司营业支出的比重为22.30%，同比下降2.32个百分点。2019年，公司营业费用率为47.13%，同比下降18.52个百分点；公司薪酬收入比为31.98%，同比下降8.97个百分点。

从盈利情况来看，2019年公司净利润6.16亿元，同比增长205.38%，主要系证券市场回暖，公司营业收入大幅增加所致。2019年，公司营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率分别为20.40%、1.59%和3.50%，分别同比上升9.32、1.08和2.35个百分点，公司盈利能力有所回升。

表10 公司盈利指标表（单位：%、名）

项目	2018年	2019年	2020年3月
营业费用率	65.65	47.13	46.39
薪酬收入比	40.95	31.98	/
营业利润率	11.08	20.40	37.07
自有资产收益率	0.51	1.59	/
净资产收益率	1.15	3.50	1.43
净资产收益率排名	50	/	/

注：2020年3月数据未年化

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从同行业对比来看，公司2019年负债水平较低、盈利能力和盈利稳定性一般、营业费用率低于对比企业平均水平，如下表所示。

表 11 证券公司 2019 年财务指标比较 (单位: %)

企业名称	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
国元证券股份有限公司	3.70	1.59	52.19	25.03	57.75
中银国际证券股份有限公司	6.46	2.40	62.90	19.71	59.72
华西证券股份有限公司	10.19	4.55	50.72	22.13	61.20
<b>上述样本企业平均值</b>	<b>6.78</b>	<b>2.85</b>	<b>55.27</b>	<b>22.29</b>	<b>59.56</b>
西部证券	3.50	1.59	47.13	46.77	50.01

资料来源: 公司审计报告、财务报表、公开资料, 联合评级整理

2020 年 1—3 月, 公司实现营业收入 9.20 亿元, 同比下降 30.95%; 公司实现净利润 2.55 亿元, 同比下降 56.23%。

#### 5. 偿债能力

公司整体偿债指标表现一般, 但考虑到公司具备很强的运营能力和资本实力, 同时作为上市公司, 融资渠道多样, 直接和间接融资能力很强, 整体偿债能力仍属极强。

2019 年, 公司流动性覆盖率 396.90%, 较上年上升 78.94 个百分点, 净稳定资金率为 194.87%, 较上年上升 16.24 个百分点, 均优于监管指标; 公司短期偿债指标表现较好。

截至 2019 年末, 公司 EBITDA 为 14.31 亿元, 同比增长 25.20%; EBITDA 以利润总额和利息支出为主, 2019 年利润总额占比为 50.93%, 利息支出占比为 43.04%。2019 年, EBITDA 利息倍数为 2.47 倍, EBITDA 对利息支出可以形成有效覆盖; 公司 EBITDA 全部债务比为 0.09 倍, EBITDA 对全部债务保障程度一般。

表 12 公司偿债能力指标表 (单位: 亿元、倍)

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
流动性覆盖率	317.96	396.90	648.39
净稳定资金率	178.63	194.87	184.35
EBITDA	11.43	14.31	/
EBITDA 利息倍数	1.43	2.47	/
EBITDA 全部债务比	0.05	0.09	/

资料来源: 公司审计报告, 联合评级整理

截至 2019 年末, 公司银行授信额度 96.90 亿元, 已使用额度 22.40 亿元; 公司无对外担保情况。预计负债方面, 截至 2019 年末, 公司未决诉讼或仲裁形成的或有负债如下:

2001 年郭东梅诉公司西安康乐路营业部 (以下简称“康乐路营业部”) 61 万元存单纠纷一案, 2003 年 12 月铜川市中级人民法院终审判令康乐路营业部一次性兑付原告现金 45 万元。康乐路营业部于 2004 年 3 月向陕西省高级人民法院提出申诉, 2005 年 10 月铜川市中级人民法院经再审程序审理后, 维持终审判决, 康乐路营业部又于 2005 年 11 月向陕西省高级人民法院提出申诉, 法院已受理, 尚未判决。考虑可能发生的损失, 公司按 45 万元计提预计负债。

重大未决诉讼方面, 截至 2019 年末, 公司尚未了结的重大诉讼或仲裁案件如下:

公司系湖南尔康制药股份有限公司 (以下简称“尔康制药”) IPO 及再融资项目的保荐机构, 尔康制药因 2015 年、2016 年年度报告虚增营业收入和利润, 构成虚假陈述, 被中国证监会于 2017 年 8 月 8 日立案调查, 并于 2018 年 6 月 13 日被中国证监会湖南监管局行政处罚。部分股民以此为由起诉尔康制药、公司和天健会计师事务所, 主要诉讼请求基本一致且均为: 尔康制药赔偿投资损失、

佣金损失、印花税损失和利息损失；被告二公司、被告三天健会计师事务所与被告一承担连带责任，目前损失赔偿诉讼案件共 53 起，涉诉金额 5,236.20 万元。2019 年 6 月，法院对部分投资者诉尔康制药及西部证券进行开庭，该案已作出部分裁决，裁决尔康制药向股民承担赔偿责任，公司不承担责任。

2016 年 7 月 29 日，安徽盛运环保集团（以下简称“盛运环保”）非公开发行公司债券，募集资金 5 亿元，公司为主承销商及受托管理人。2019 年 8 月 2 日，该债券到期并未兑付，盛运环保构成实质性违约。2019 年 9 月 27 日，因到期未能偿还本息，投资者之一广州证券股份有限公司以证券纠纷为由，对盛运环保及本公司提起诉讼，同时要求公司承担连带赔偿责任，赔偿其本息合计 11,540 万元。2019 年 10 月 25 日，公司收到安徽省安庆市中级人民法院传票，公司在提交答辩状期间对管辖权提出异议。2019 年 12 月 2 日，公司收到安徽省安庆市中级人民法院关于管辖权异议的《民事裁定书》，裁定将案件移送至安徽省合肥市中级人民法院。截至 2019 年 12 月 31 日，公司尚未收到法院受理传票。

公司作为吉林森东电力设备股份有限公司（以下简称“森东电力”）新三板挂牌的主办券商，森东电力因《公开转让说明书》《2015 年半年度报告》以及《2015 年年度报告》披露虚假记载，构成信息披露违法事项，于 2016 年 10 月 31 日终止股票挂牌，并于 2019 年 7 月 25 日被中国证监会吉林监管局处以行政处罚。股民刘丽梅以证券虚假陈述责任纠纷为由起诉森东电力、公司、中兴华会计师事务所、北京中天华资产评估公司以及北京东易律师事务所，主要诉求为：要求森东电力及被告二公司赔偿其经济损失 1,452,821.00 元，由被告三中兴华会计师事务所、被告四北京中天华资产评估有限以及被告五北京东易律师事务所等中介机构承担连带赔偿责任。2019 年 12 月 25 日，公司收到吉林省吉林市中级人民法院传票，通知本案将于 2020 年 1 月 20 日开庭。公司于 2019 年 12 月 30 日提交管辖权异议申请，截至 2019 年 12 月 31 日，法院尚未出具管辖权异议受理文书。

根据人民银行征信报告，截至 2020 年 4 月 8 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

## 七、跟踪债券偿还能力分析

“15 西部 02”待偿债券本金 22.77 亿元，公司净资产、EBITDA 和经营活动现金流量净额对“15 西部 02”待偿债券本金能起到良好的保障作用。此外，考虑到公司作为全国性综合类 A 股上市证券公司之一，具有很强的直接和间接融资能力，同时，公司在股东背景、资本实力、业务规模和资产质量等方面具有优势，公司对“15 西部 02”的偿还能力极强。

表 13 跟踪债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2019 年	2020 年 3 月
净资产/待偿债券本金	7.79	7.90
净利润/待偿债券本金	0.27	0.11
EBITDA/待偿债券本金	0.63	/
经营活动现金流量净额/待偿债券本金	1.32	0.71

资料来源：联合评级整理

## 八、综合评价

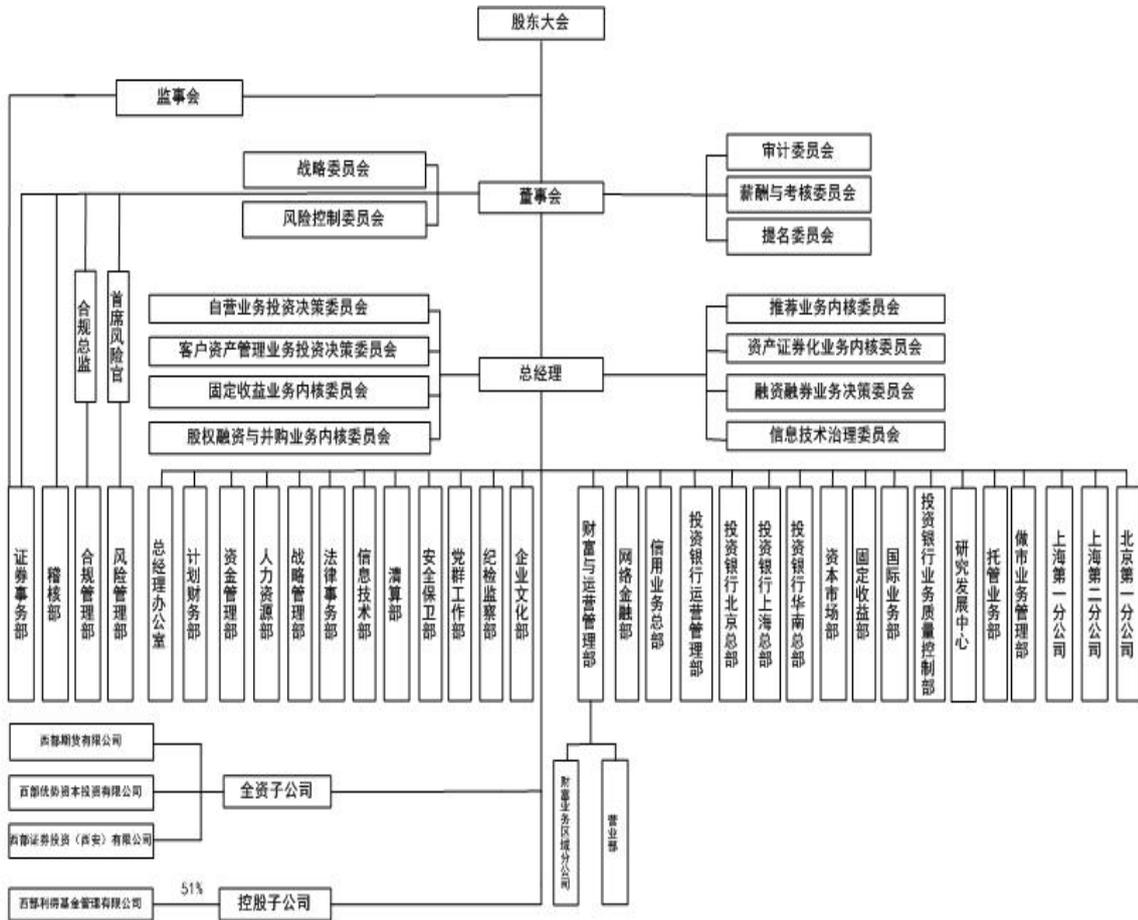
公司作为全国性综合类上市证券公司，股东背景强大，自身资本实力很强，在陕西省内保持较强区域优势。2019年，公司证券经纪业务、证券自营业务和投资银行业务发展状况良好，营业收入和净利润大幅提升，具有较强的竞争力。截至2020年3月末，公司资产流动性和质量较好，资本较充足。

同时，联合评级也关注到经济周期波动、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能会对公司经营带来的不利影响。公司股票质押回购业务违约涉及金额较大，计提减值规模较大。此外，2019年以来，公司因存在违规行为受到监管机构的行政监管措施，内控管理水平有待提高。

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。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“15西部02”的债项信用等级为AAA。

附件 1 西部证券股份有限公司  
组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



## 附件 2 西部证券股份有限公司 主要财务指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
自有资产 (亿元)	422.31	354.84	/
所有者权益 (亿元)	174.30	177.37	179.91
自有负债 (亿元)	248.01	177.47	/
自有资产负债率 (%)	58.73	50.01	/
优质流动资产/总资产 (%)	22.24	30.13	25.75
营业收入 (亿元)	22.37	36.81	9.20
净利润 (亿元)	2.02	6.16	2.55
营业利润率 (%)	11.08	20.40	37.07
营业费用率 (%)	65.65	47.13	46.39
薪酬收入比 (%)	40.95	31.98	/
自有资产收益率 (%)	0.51	1.59	/
净资产收益率 (%)	1.15	3.50	1.43
净资本 (亿元)	155.50	151.96	151.99
风险覆盖率 (%)	300.48	325.77	337.89
资本杠杆率 (%)	36.00	42.38	40.49
流动性覆盖率 (%)	317.96	396.90	648.39
净稳定资金率 (%)	178.63	194.87	184.35
信用业务杠杆率 (%)	36.30	36.58	/
短期债务 (亿元)	214.09	138.08	/
长期债务 (亿元)	28.67	29.01	/
全部债务 (亿元)	242.77	167.09	/
EBITDA (亿元)	11.43	14.31	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.43	2.47	/
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.05	0.09	/
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.50	0.63	/

### 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%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值×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+应付短期融资款+拆入资金+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+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

EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表

## 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。