

鹏元资信评估有限公司

信用等级通知书

鹏信评【2014】第 Z【291】号

山西证券股份有限公司：

受贵公司委托，鹏元资信评估有限公司从外部运营环境、经营状况、财务实力、发展前景以及本期债券的增信方式等方面对贵公司拟发行的 10 亿元人民币的公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA+，本期公司债券的信用等级为 AA+。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

鹏元资信评估有限公司

证券评级评审委员会

二零一四年六月十七日

山西证券股份有限公司

**2014 年第一期公司债券
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。


鹏元资信评估有限公司

评级总监：



山西证券股份有限公司

2014年第一期公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券期限：3年

评级日期：2014年06月26日

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：10亿元

增信方式：保证担保

担保人：山西省国信投资（集团）公司

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对山西证券股份有限公司（以下简称“山西证券”或“公司”）本次拟发行的10亿元公司债券（以下简称“本期债券”）评级结果为AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于公司的外部运营环境、经营状况、财务实力、发展前景以及本期债券的增信方式等因素综合评估确定的。

主要财务指标：

项 目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	1,753,646.48	1,650,014.51	1,279,760.88	1,310,138.10
净资产（万元）	406,050.29	397,974.95	441,647.14	426,524.10
净资产（万元）	700,442.02	694,312.32	604,844.77	596,922.36
净资产/各项风险资本准备之和	496.95%	505.32%	1,056.06%	622.01%
净资产/净资产	57.97%	57.32%	73.02%	71.45%
净资产/负债	168.30%	215.10%	950.10%	8,425.04%
净资产/负债	290.31%	375.26%	1,301.18%	11,790.88%
EBITDA（万元）	22,143.42	49,138.04	27,047.30	34,329.16
全部债务（万元）	222,616.18	167,539.04	40,328.30	-
EBITDA 全部债务比	9.95%	29.33%	67.07%	-
EBITDA 利息倍数	7.53	7.45	98.23	2,898.44
营业收入（万元）	43,635.71	131,602.51	104,801.60	109,808.54
营业利润（万元）	17,327.09	33,841.55	18,543.98	26,128.60
经营活动产生的现金流量净额（万元）	44,841.68	-243,742.07	-245,220.78	-467,490.98

注：报告中主要偿债指标均扣除了代理买卖证券款及代理承销证券款的影响，净资产、净资产及与净资产、净资产相关财务指标均为母公司口径财务数据。

资料来源：公司提供

正面:

- 公司以净资本为核心的各项风险管理指标表现较好，具有较高的资产安全性与资本充足性；
- 公司整体偿债能力较强，充足的资本实力对债务的偿还提供了可靠保障；
- 山西省国信投资（集团）公司提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券偿还提供了进一步的保障。

关注:

- 公司为区域特色明显的中型券商，随着省外业务的拓展，面临的市场竞争将加大；
- 证券经纪业务受证券场景气度影响较大，加之互联网金融冲击以及竞争加剧影响，未来公司证券经纪业务佣金率面临下行压力；
- 投资银行业务受证券场景气度和监管政策影响较大，存在一定的不确定性；
- 公司自营业务投资结构发生变化，权益类投资规模较大，未来投资收益或受市场景气度影响而有所波动；
- 公司资产管理业务处于品牌初创期，产品较为单一，托管资产规模相对较小，竞争力有待提高；
- 受市场行情影响，公司盈利水平有所波动。

分析师

姓名： 王晨 李飞宾

电话： 010-66216006

邮箱： wangch@pyrating.cn

一、发行主体概况

公司前身为山西省证券公司，成立于1988年7月，注册资本1,000万元。后经历次股权变更与增资扩股，截至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，注册资本变更为200,000万元，总股本200,000万股。公司于2010年11月4日完成向境内投资者发行人民币普通股39,980万股，并于2010年11月15日在深圳证券交易所挂牌交易，于2010年11月24日办理注册资本变更至239,980万元，总股本增至239,980万股。2013年11月，公司增发新股11,892.52万股，注册资本增至251,872.52万元。截至2014年3月31日，公司注册资本为251,872.52万元，控股股东为山西省国信投资（集团）公司，实际控制人为山西省财政厅。

图1 截至2014年3月31日公司产权和控制关系



资料来源：公司提供

公司主要从事证券经纪业务、投资银行业务、证券自营业务、资产管理业务、期货经纪业务以及融资融券、直投等创新业务。截至2013年末，纳入公司合并范围的子公司共6家。

表1 截至2013年末纳入公司合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
中德证券有限责任公司	100,000	66.7%	证券承销与发行，财务顾问等
格林大华期货有限公司	58,018	100%	商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询

龙华启富投资有限责任公司	20,000	100%	投资与资产管理
龙华启富（深圳）股权投资基金管理有限公司	2,000	100%	股权投资基金管理、投资咨询（不含限制类项目）
山证基金管理有限公司	5,000	100%	投资及投资管理、财务管理及顾问、商务信息咨询
山西中小企业创业投资基金（有限合伙）	20,000	50%	投资及投资管理、财务管理及顾问、商务信息咨询

资料来源：公司提供

截至2013年12月31日，公司总资产为165.00亿元，净资产为39.80亿元，净资产（母公司）为69.43亿元；2013年度，公司实现营业收入13.16亿元，营业利润3.38亿元，经营活动产生的现金流量净额-24.37亿元。

截至2014年3月31日，公司总资产为175.36亿元，净资产为40.61亿元，净资产（母公司）为70.04亿元；2014年1季度，公司实现营业收入4.36亿元，营业利润1.73亿元，经营活动产生的现金流量净额4.48亿元。

二、本期债券概况

债券名称：山西证券股份有限公司2014年公司债券（第一期）；

发行规模：10亿元；

债券期限：3年；附第2年末公司上调票面利率选择权、投资者回售选择权；

债券利率及还本付息方式：本期债券存续期前2年的票面利率固定不变，在本期债券存续期内第2年末，如公司行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券在债券存续期后1年的票面利率为债券存续期前2年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后1年固定不变，若公司未行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券在债券存续期后1年票面利率仍维持原有票面利率不变；本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息；

公司上调票面利率选择权：公司在本期债券第2个计息年度付息日前的第20个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告，公司有权决定是否在本期债券存续期的第2年末上调本期债券后1年的票面利率；

投资者回售选择权：公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券第2个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给公司。本期债券第2个计息年度付息日即为回售支付日，公司将按照深交所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。债券持有人选择将持有的本期债券全部或部分回

售给本公司的，须于公司发出关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告之日起3个交易日内进行回售申报，回售申报经确认后不能撤销；回售申报日不进行申报的，则视为放弃回售选择权，继续持有本期债券并接受上述关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的决定

担保人及担保方式：公司控股股东山西省国信投资（集团）公司为本期债券本息偿付提供无条件的、不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金扣除发行费用后，全部用于补充公司营运资金。

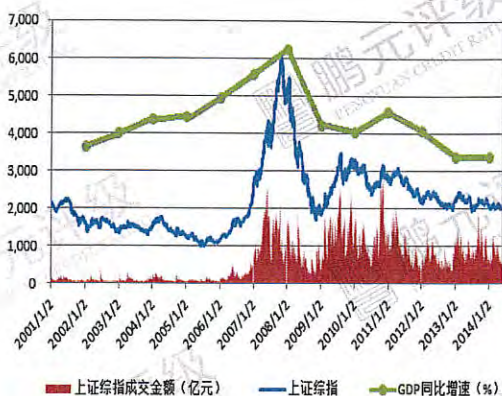
四、运营环境

我国证券市场与宏观经济的发展保持高度的相关性，近年来受宏观经济增速放缓影响，股票市场较为低迷，但债券市场发展较快

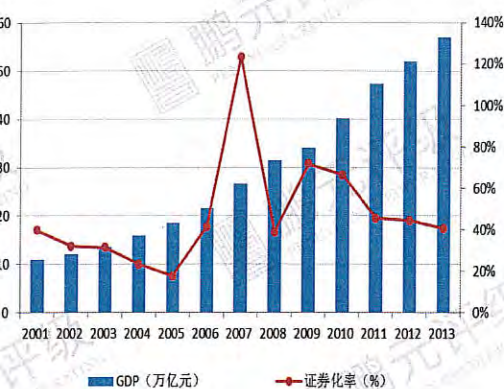
证券行业作为强周期行业，保持着与宏观经济高度的相关性。进入21世纪以来，我国宏观经济一直保持快速发展，GDP同比增速始终保持在8%之上，2001-2007年，GDP同比增速连续上升，2007年达到14.2%的历史高点。在宏观经济的持续高速增长后，我国证券市场在2006年开始复苏，上证综指从最低的998点上涨至最高的6,124点，此时，正是我国宏观经济增速最快的2007年。进入2008年，受到国际金融危机与国内经济调整的影响，我国GDP增速迅速下滑至10%以下，上市公司业绩大幅下降，A股整体市场估值下滑，上证综指在2008年10月跌至近年来最低点，较2007年最高点下跌幅度超过70%。此后，我国宏观经济小幅反弹后增速持续回落，A股市场也在一波小幅反弹后进入漫漫熊市。2012年，我国GDP同比增速历史性的跌破8%，上证综指也一度回落至2,000点之下。同时，证券市场的成交量也随市场行情而波动。随着上证综指和深证成指在2007年达到历史高点，A股成交金额也实现倍增。但最近几年，A股市场持续低迷，成交金额逐年下滑，2013年则有所回升。

图2 近年来我国证券市场与GDP增速

图3 近年来我国GDP与证券化率



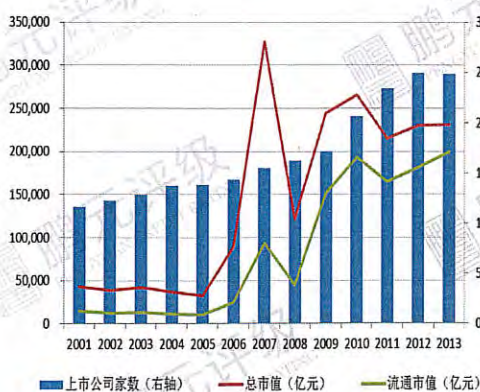
资料来源: Wind资讯



资料来源: Wind资讯

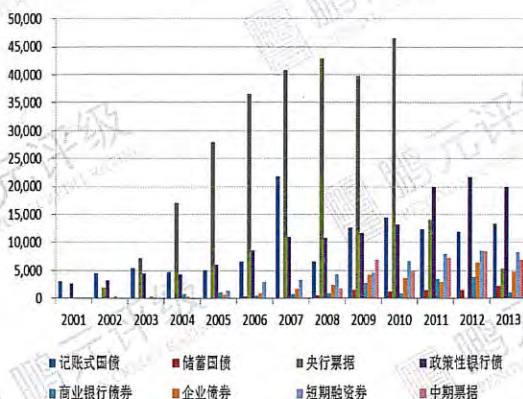
近年来我国债券市场保持较快发展,2001-2013年,我国债券发行规模年复合增长率为23.67%,2012年我国债券发行规模达到74,829.84亿元。政府债券和金融债券一直占据着我国债券市场的主导地位,2013年记账式国债和储蓄国债的发行规模分别为13,374.40亿元和2,169.61亿元。从2003年以来,央行票据一直是我国发行量最大的品种,2010年达到了46,608.00亿元,但2011年央行票据的发行规模被政策性银行债超过,2012年更是零发行,2013年发行量为5,362亿元。政策性银行债的发行规模近年来保持较快增长,2001-2013年年复合增长率为16.56%,2012年我国政策性银行债的发行规模为19,960.30亿元。虽然企业债券在我国债券市场中所占比例不高,但近年来一直保持快速发展,2001-2013年年复合增长率为24.14%,2013年我国企业债券发行规模为4,752亿元,较2012年下降26.60%。此外,短期融资券与中期票据也在我国债券市场中占据着重要地位,短期融资券自2005年重启以来,发行规模逐年增长,2013年已达到8,324.80亿元;中期票据自2008年推出以来,发行规模快速增长,2012年已达到8,423.30亿元,2013年发行规模为6,916.20亿元。

图4 近年来我国上市公司情况



资料来源: Wind资讯

图5 近年来我国债券发行情况(亿元)

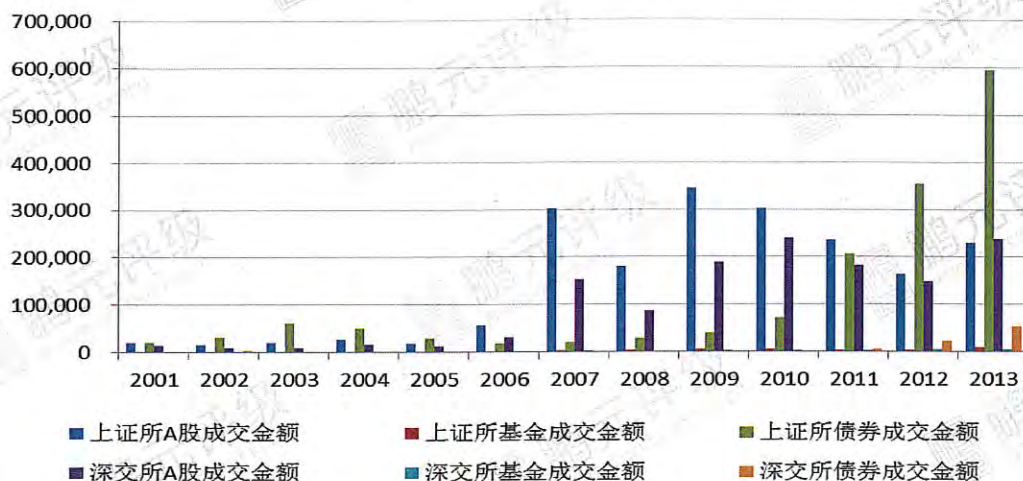


资料来源: Wind资讯

债券成交量在近年来连续增长,2013年上证所债券成交金额已超过A股成交金额总和,达到595,281.31亿元。未来一段时间内,随着我国债券市场的不断发展,债券成交量仍将保

持在较高水平。

图6 2001-2013年我国证券市场成交情况（亿元）



资料来源：Wind资讯

总的来说，近年来我国证券市场一直与我国的宏观经济保持着高度的相关性，证券市场的景气度变化也将持续的影响我国证券行业的经营。

证券公司的盈利水平具有较强的顺周期性，近几年受股市低迷影响盈利水平逐年下降，未来客户资源丰富、资产管理与创新能力较强的大中型证券公司将具备一定的竞争优势

我国证券公司的盈利水平与股票市场行情保持高度的相关性。2007年我国股票市场达到历史高点，全行业证券公司净利润总和也达到历史最高水平，为1,306.62亿元。随着2008年股市的大跌，全行业证券公司净利润总和下降63.50%。2009年股市的反弹促使证券公司的利润水平出现较大幅度的回升，但仍不及2007年的水平。此后我国股市陷入低迷，证券公司净利润水平逐年下降，2013年有所回升，全行业证券公司净利润总和为440亿元，仅为2007年33.69%。短期内，随着股市的低迷，我国证券公司的利润水平仍存在一定的不确定性。

图7 2007-2013年我国证券公司净利润与股票市场的关系



资料来源: Wind资讯、中国证券业协会

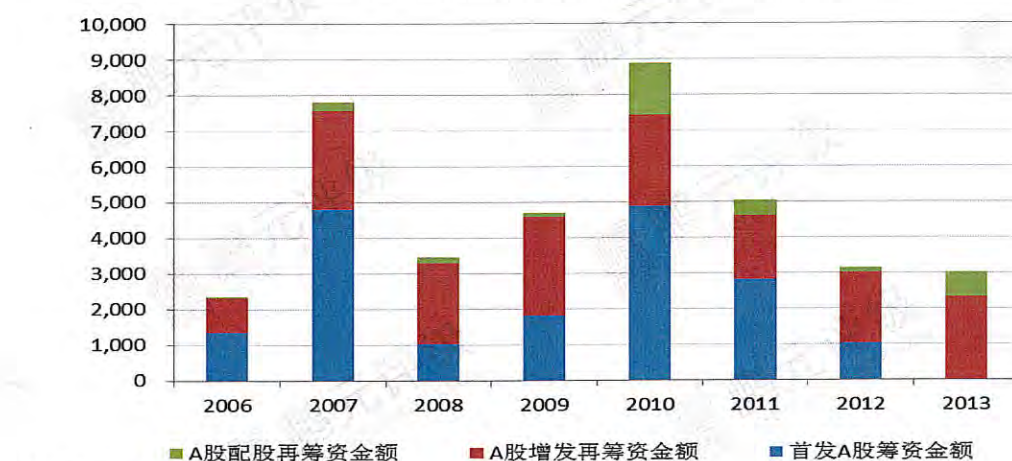
经纪业务作为证券公司的传统业务,一直是证券公司收入的重要组成部分。目前证券公司主要将经纪业务定位于客户买卖证券的交易通道,产品与服务同质化较为严重,证券公司往往通过扩大营业网点与降低佣金作为主要竞争手段,随着激烈的竞争,全国范围内经纪业务的佣金率持续下降,2009年之后持续低迷的市场更是加剧了同业之间的竞争。为了避免证券公司拉低佣金率的不正当竞争行为,中国证券业协会于2010年9月下发了《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》,以规范行业佣金的收取,之后随着各地监管局指导意见的出台,部分地区的佣金率水平已有所回升。但近两年,股票市场持续低迷,证券公司竞争加剧,佣金率已进入下滑趋势。同时,互联网金融对证券行业不断冲击,随着国金证券股份有限公司(以下简称“国金证券”)“佣金宝”的推出(佣金率为万分之二点五),证券行业佣金率下滑加速,预计未来将对证券行业经纪业务产生较大不利影响。

从经纪业务的发展趋势来看,证券公司经纪业务未来将通过提高产品附加价值来开拓新的盈利增长点,将经纪业务的属性从交易通道逐步升级为财富管理。2011年实施的《证券投资顾问业务暂行办法》和《设立新型证券营业部专业评价标准(草案)》的征询意见成为了经纪业务升级的政策导向。未来在政策推动与竞争压力的双重促进下,证券公司将积极提高产品附加价值,完成经纪业务从交易通道到财富管理的升级。

自中国证监会2010年3月批准6家证券公司作为开展融资融券业务的试点以来,证券公司融资融券业务取得较快的发展。目前可以开展融资融券业务的公司已经扩大到84家,其标的股票也从原来的90只成分股上升到700只。目前,具备经纪业务优势的大型券商占据着融资融券业务的主要市场份额,体现出了融资融券业务与经纪业务之间的高度相关性。

证券公司的投行业务收入主要来源于股票和债券保荐承销，因此投行业务收入主要受到股票与债券发行规模的影响。创业板作为A股主板和中小板块市场的重要补充，自2009年开启以来，为证券公司投行业务的发展打开了新的市场空间。近年来我国股票融资规模波动性较大，尤其是2008年与2012年末的两次IPO暂停，2013年全年停滞，证券公司投行业务受到了较大的影响。2013年11月，《中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》发布，其中提出要推进股票发行注册制改革。2014年4月18日以来，证监会分批次发布IPO预披露名单，截至2014年6月13日，证监会分39批共发布491家IPO预披露名单。2014年6月10日，中国证监会核准了10家企业的首发申请，IPO重新开闸。

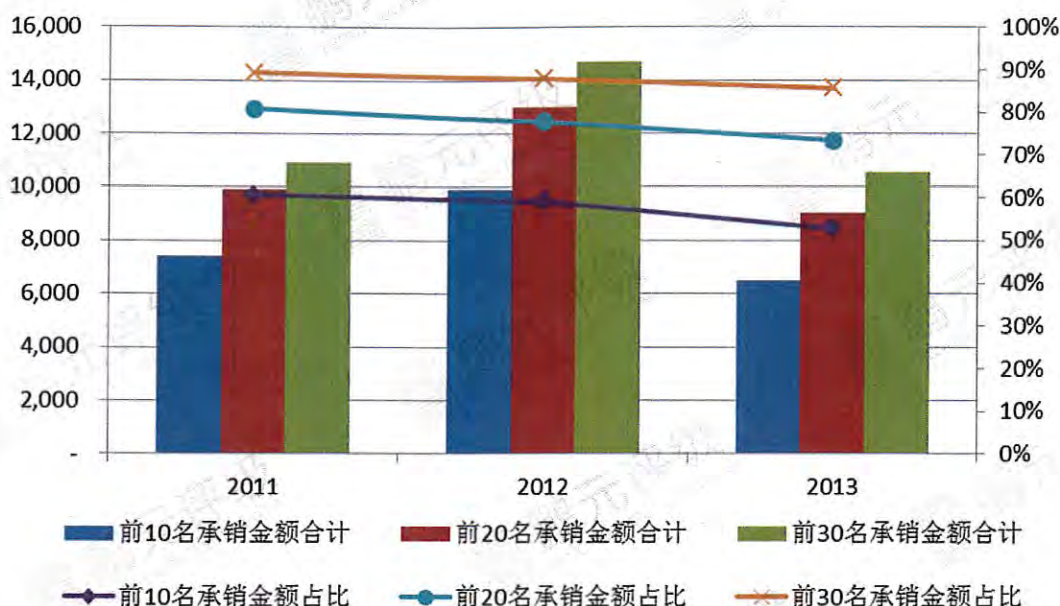
图8 2006-2013年我国股票市场筹资情况（亿元）



近几年债券市场融资规模的扩大为证券公司提供了相对稳定的承销收入。2011年3月证监会推出了公司债券审批的“绿色通道”，审批流程简化和审批周期的缩短，极大的促进了公司债券的发展。2011-2013年，我国企业债券分别发行198支、484支和374只，发行规模分别为2,873.48亿元、6,474.31亿元和4,752.00亿元；2011-2013年，我国公司债券（包含可转债、可分离债与普通公司债）发行规模分别为1,707.40亿元、2,629.02亿元和3,771.22亿元。随着未来我国债券市场的发展，债券承销收入比重的提高将有利于降低证券公司盈利的周期波动性。

目前我国证券公司投行业务行业集中度较高。在开展投行业务的80家左右的证券公司当中，前10家证券公司承销股票和债券的金额合计占比一直维持的50%以上，2011-2013年分别为60.61%、59.16%和52.76%。前30家证券公司承销股票和债券的金额合计占比更是接近90%，2011-2013年分别为89.16%、87.98%和85.62%。未来随着投行业务专业化程度的提高，行业间的竞争将会更加激烈，客户资源丰富与专业化程度更强的大中型证券公司将会获得一定的竞争优势。

图9 2011-2013年我国证券公司投行业务情况（亿元）



资料来源：Wind

整体来看，证券公司的盈利水平具有较强的顺周期性，近几年受股市低迷影响盈利水平不断下降，未来，随着监管的不断放开，客户资源丰富、资产管理与创新能力较强的大中型证券公司将具备一定的竞争优势。

近年来我国证券行业法律法规不断完善，以净资本为核心的证券公司风险管理机制已全面建立，未来证券行业将在自身管理不断完善与监管力度不断增强的推动下保持可持续发展

随着我国证券市场的不断发展，我国证券法律法规也逐步建立起来。《证券法》的出台，进一步确立了我国证券市场法律规范的框架。我国证券公司也随着相关法律法规的不断健全，取得了长足的发展。从2005年7月《证券公司综合治理工作方案》下发以来，我国证券公司经过了3年左右的综合治理，目前高风险业务已经得到有效规范，以净资本为核心的风险管理机制已全面建立。目前，证券行业监管机制、证券公司治理机制、客户资金第三方存管机制等制度不断完善，为证券行业的可持续发展打下了坚实的基础。

近几年，国务院和中国证监会陆续出台多项证券公司监管法律法规，证券公司的监管体系日益完善，有效降低了证券公司运营过程中发生风险的可能性。风险监管一直处于核心地位，以净资本为核心的风险监管体系不断完善，风险监管力度不断加强。2009年5月，中国证监会颁布实施了《证券公司分类监管规定》，根据资本充足、公司治理与合规管理、动态风险监控、信息系统安全、客户权益保护、信息披露等6类评价指标对证券公司进行评价，以评价计分的高低，将证券公司分为A、B、C、D、E五大类11个级别，对不同类别的

证券公司在监管资源分配、现场检查和非现场检查频率等方面区别对待，并将其作为证券公司申请增加业务种类、新设营业网点、发行上市等事项的审慎性条件。该政策的实施进一步加强了监管机构对证券公司的监管力度，完善了证券公司的监管体系。

总体来说，经过近几年的综合治理，证券公司行业规范性和透明度均大幅提升，风险管理与抗风险能力不断加强。近年来连续出台的法律法规为证券行业提供了切实可靠的法律依据，不断加强了对证券行业的监管力度，规范了行业的发展，降低了行业风险发生的可能性。目前，证券公司经营风险显著降低，整体的信用质量明显提升，未来证券行业将在自身管理不断完善与监管力度不断增强的推动下保持可持续发展。

五、公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》、《证券公司治理准则》和深交所《中小企业板上市公司规范运作指引》及其他有关法律、法规的规定运作，形成了以股东大会、董事会、监事会和经营管理层为主体结构的、相互协调与相互制衡的决策与经营管理体系，明确了各方的职责范围，公司日常运作也基本能够按照相关的法规和公司内部控制进行，公司组织结构图见附录四。

股东大会是公司的权力机构，主要负责决定公司经营方针和投资计划等。公司股权结构较集中，截至2014年3月31日，山西省财政厅直接与间接控制公司的股份合计为36.61%，为公司的实际控制人；公司前十大股东合计持有公司71.89%的股份。股权的相对集中增强了公司股东的决策效率及对管理层的监控力度，但这样的股权结构在一定程度上降低了中小股东参与股东大会的积极性，使公司的股东大会对中小股东的保障程度较弱。

公司董事会由12名董事组成，其中独立董事4名，人员构成合理，公司董事履行职责的情况须受到公司监事会的监督。公司董事会主要负责召集股东大会并向股东大会报告工作、决定公司的经营计划和投资方案等。公司董事会设立战略发展委员会、审计委员会、风险管理委员会、薪酬考核与提名委员会等专门委员会，各专门委员会对董事会负责，分别在公司战略发展、审计、风险管理、薪酬考核与提名等方面履行各自职责，各专门委员会委员全部由董事组成，其中薪酬考核与提名委员会和审计委员会的负责人由独立董事担任。公司董事会设董事长，由全体董事的过半数选举产生或罢免，主要负责主持股东大会会议和召集、主持董事会会议等。近两年公司独立董事均能出席董事会会议，未出现缺席现象，并对公司各事项进行审核并出具了独立董事意见。

公司监事会由12名监事组成，其中包括8名股东监事和4名职工监事。监事会依法独立

地对公司财务以及公司董事及其他高管人员履行职责的合法性、合规性进行监督，应当对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见。监事会设主席与副主席各1名，由全体监事过半数选举产生。监事会每6个月至少召开1次会议，2013年公司监事会共召开3次会议。

公司设总经理1名，由董事长提名，董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司管理层在董事会的领导下负责经营管理实务，同时接受监事会的监督。公司根据年度工作目标和计划的完成情况，对高级管理人员进行考核，并根据考核结果发放高级管理人员的奖金。公司董事、监事和其他高级管理人员的绩效评价与激励约束机制不断完善，使高级管理人员的薪酬收入与管理水平、经营业绩紧紧挂钩，以充分调动和激发高级管理人员的积极性和创造力。

公司重视维护投资者关系，积极接待投资者实地调研，目前公司已建立了包括电话、邮件、传真、深交所互动平台及公司网站等沟通渠道，并指定专人负责投资者关系管理工作。信息披露方面，公司按照《上市公司信息披露管理办法》的规定履行相关信息披露义务，同时公司还制定了《信息披露管理制度》和《年报信息披露重大差错责任追究制度》，通过指定媒体发布公司相关信息，使所有投资者平等获悉同一信息，保证了信息披露的真实、准确、完整、及时和公平。

截至2013年末，公司共有员工2,262人，其中证券经纪业务人员占比47.66%，期货经纪业务人员占比为18.04%，投行业务人员占比7.16%；从员工学历来看，本科学历占比为59.90%，硕士及以上学历占比17.02%，整体来看，公司人员学历整体水平较高。

六、经营与竞争

公司主要业务包括证券经纪业务、投资银行业务、证券自营业务、资产管理业务、期货经纪业务等。近年来公司积极开展创新业务，并取得了一定的成绩，但受制于市场环境和政策管制，目前收入仍以传统的证券经纪业务、投资银行业务和证券自营业务为主。2013年公司共实现营业收入131,602.51万元，其中证券经纪业务、投资银行业务和证券自营业务占比分别为52.98%、20.19%和15.69%。

表2 近三年又一期公司营业收入及营业利润率构成情况（单位：万元）

项目	2014年一季度		2013年		2012年		2011年	
	营业收入	营业利润率	营业收入	营业利润率	营业收入	营业利润率	营业收入	营业利润率

证券经纪	17,765.01	60.09%	69,720.24	35.17%	50,768.82	15.46%	67,583.45	38.12%
投资银行	5,162.79	-23.26%	26,573.95	-17.93%	25,736.35	1.92%	24,052.81	2.09%
证券自营	13,821.39	89.59%	20,652.16	84.92%	11,472.41	73.04%	11,348.14	72.50%
资产管理	378.53	-16.52%	778.70	-19.56%	632.86	-46.58%	719.25	-151.13%
期货经纪	5,151.52	5.29%	12,205.77	2.16%	10,136.97	5.65%	5,798.57	-15.66%
其他	1,519.30	-311.93%	2,397.70	-126.58%	6,487.30	23.81%	385.00	-1654.05%
分部间抵销	-162.83	0.00%	-726.01	0.00%	-433.12	0.00%	-78.68	0.00%
合计	43,635.71	39.71%	131,602.51	25.71%	104,801.60	17.69%	109,808.54	23.79%

资料来源：公司提供

受证券市场波动影响，近年来公司经纪业务收入有所波动，市场占有率略有下滑，随着互联网金融的兴起，作为区域性券商，公司市场占有率及佣金率存在持续下滑的可能

公司是山西省内营业网点最多的证券公司，区域优势明显。截至2014年3月末，公司共有69家营业部，其中48家分布在山西省内。公司立足山西市场，当地客户忠诚度较高，保持了较高的佣金率水平。近三年又一期，公司股票基金佣金率分别为1.163%、1.129%、1.140%和1.10%。公司本着“立足山西，面向全国”的营业网点布局发展方向，今后将大力拓展省外市场，2014年3月，公司获得中国证监会山西监管局批复同意，未来6个月内将在上海、南京、武汉、绍兴、金华等地新设立9家营业部；同时在省内实行下沉式深度开发战略。

2013年，随着阶段上涨行情到来，国内股市活跃度有所回升，公司证券经纪业务有所回暖，全年代理买卖股票基金交易额4,441.13亿元，较2012年增长37.69%；平均佣金率为1.140%，同比提高0.011个百分点；实现营业收入69,720.24万元，同比增长37.33%，营业利润率为35.17%，较2012年提高19.71个百分点。同时，融资融券业务的不断发展也在一定程度上提升了公司经纪业务收入与盈利水平。经中国证监会批准，公司于2012年5月8日取得融资融券业务资格，2012年6月，公司融资融券业务正式上线。截至2014年3月末，公司全部69家营业部均开展融资融券业务，正常信用资金账户开户数为21,755户，授信总额度为1,055,817.50万元，融资余额为186,718.74万元，融券市值为80.94万元，2012年至2014年一季度信用账户累计交易量（信用账户中普通交易量和信用交易量总和）为5,373,967.03万元。2012年至2014年一季度融资融券业务累计收入为5,699.55万元。

然而，公司代理买卖股票基金交易额增速低于市场平均水平，2013年沪深两市累计日均成交额为2,214.02亿元，同比增速达到57%。此外，目前全国性大型券商正不断进入山西市场，公司面临的竞争愈发激烈，近年来市场占有率逐年下滑，2014年一季度为0.44%，较2012年已下降0.06个百分点。由于证券经纪业务受市场环境的影响较大，故该项业务收入

未来增长具有一定不确定性。

随着公司省外业务的拓展，总体佣金率可能下滑，面对该局面，公司已采取了一定措施增强竞争力。2013年，公司太原府西分公司获得了“中国最佳投顾团队”称号，公司抓住此契机，以投顾产品作为证券经纪业务的附加产品，与客户签约并适当提高佣金率，2013年佣金率有所回升。然而，2014年2月，国金证券推出的“佣金宝”对整体行业冲击较大，公司佣金率也出现一定下滑。整体来看，目前互联网金融对行业冲击较大，行业佣金率下滑已不可避免，同时随着公司省外市场的拓展，预计未来公司佣金率将不断下滑，从而对公司证券经纪业务造成一定不利影响。

表3 近三年又一期公司证券经纪业务情况（单位：亿元）

项 目	2014 年 1 季度	2013 年	2012 年	2011 年
股票基金交易额	1,115.61	4,441.13	3,225.37	4,639.29
市场占有率	0.44%	0.46%	0.50%	0.54%
托管资产（不含两融）	1,480.80	1,657.07	1,721.09	1,673.64
佣金水平	1.100‰	1.140‰	1.129‰	1.163‰

资料来源：公司提供

为改变证券经纪业务对股票市场行情的过度依赖，近年来公司不断加强推进经纪业务转型力度，在转融通业务、约定购回式证券交易业务等众多领域进行了积极的探索和实践，并实现了一定的收入。

在约定购回式证券交易业务领域，公司于2012年12月21日获上交所批准开展业务，并于2012年12月24日进行首单交易；于2013年2月4日获深交所批准开展业务，并于2013年2月5日进行首单交易。截至2013年末、2014年3月末公司约定购回式证券交易业务规模分别为12,982.37万元和15,886.06万元；2013年与2014年1-3月，公司约定购回式证券交易业务分别实现收入（包括已购回和待购回交易、利息及佣金）921.76万元和281.41万元。

公司自2013年1月18日取得中国证券金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）批复，自批复之日起可开展转融通业务，授信额度为5亿元；2014年3月11日公司收到调整授信额度复函，授信额度上调至10亿元，保证金比例档次仍为20%。2013年与2014年一季度公司分别向中金公司提交转融资申报31笔和5笔，融入资金分别为31.3亿元和5.8亿元。

此外，2013年3月，公司获山西证监局批准，取得代销金融产品业务资格。同时，公司已通过中国证券业协会评审，成为第二批具有柜台交易业务资格的证券公司。

投资银行业务受证券市场环境和监管政策影响较大，存在不确定性；随着新三板市场扩容以做市商为主的交易制度不断完善，公司新三板业务仍有较大的发展潜力

公司投资银行业务分两个板块：一是由控股子公司中德证券有限责任公司（以下简称“中德证券”）开展的证券发行与承销业务、财务顾问业务；二是由公司本部场外市场部从事的新三板和财务顾问业务。其中，中德证券发行与承销业务为公司投资银行业务的核心业务。

中德证券系2009年4月公司与Deutsche Bank Aktiengesellschaft（以下简称“德意志银行”）合资成立。其中，公司出资66,700.00万元，持股66.7%；德意志银行出资33,300.00万元，持股33.3%。德意志银行于1870年在德国成立，是一家全球领先的投资银行。目前，德意志银行在北京、上海、广州和天津都设有分行，核心业务包括企业财务咨询及资本市场业务、交易银行业务、私人及零售银行业务和资产管理业务。2009年8月后，随着中德证券的正式运营，公司将全部与股票和债券发行相关的承销、保荐业务转移至中德证券。借助于国际化的经营理念、专业能力以及本土资源，中德证券投行业务发展较快。根据Wind资讯统计，2013年中德证券股权业务承销规模列全行业19位，在合资证券公司中位列第3位；债券承销规模行业排名第25位，在合资证券公司中列第5位。

投资银行业务受市场环境和监管政策影响较大。自2012年10月以来，A股首次公开发行市场停滞，中德证券股票发行与承销业务受到较大影响。2012年，公司完成股票主承销金额336,458万元，较上年下降64.04%。2013年中德证券仅通过增发完成股票承销386,844万元。2014年国内IPO重启，2014年一季度中德证券完成股票主承销金额40,201万元。

中德证券债券承销业务发展较快，主要承销债券有企业债券、公司债券、特种金融债券等。债券主承销家数由2011年的5家上升到2013年的9家，承销金额由2011年的681,300万元上升到2013年的1,423,000万元。

表4 近三年又一期公司发行与承销业务情况（单位：家、万元）

承销方式	项目	发行类型	2014年1季度	2013年	2012年	2011年
主承销	承销家数	IPO	1	-	2	3
		配股	-	-	1	-
		增发	-	4	2	2
		债券	3	9	6	5
		小计	4	13	11	10
	承销金额	IPO	40,201	-	189,958	216,160
		配股	-	-	56,500	-
		增发	-	386,844	90,000	719,410
		债券	480,000	1,423,000	804,000	681,300
		小计	520,201	1,809,844	1,140,458	1,616,870
	承销收入	IPO	1,678	-5	7,406	7,583

副主承销及分销		配股	-	-	947	-
		增发	-	8,916	2,240	4,220
		债券	2,640	9,673	3,047	1,395
		小计	4,318	18,584	13,640	13,198
	承销家数	IPO	-	-	1	-
		增发	-	-	-	1
		债券	3	23	7	8
		小计	3	23	8	9
	承销金额	IPO	-	-	1,116	-
		增发	-	-	-	55,000
		债券	269,000	2,791,950	760,300	629,000
		小计	269,000	2,791,950	761,416	684,000
	承销收入	IPO	-	-	500	-
		增发	-	-	-	3,780
		债券	-275	1,507	1,321	1,154
		小计	-275	1,507	1,821	4,934

资料来源：公司提供

项目储备方面，截至2014年3月末，中德证券已过会待发行项目共12个，其中债券项目9个，非公开发行项目3个；在会审核项目共17个，包括IPO项目9个（其中主板项目2个，中小板项目5个，创业板项目2个），非公开发行项目2个，债券项目6个。中德证券项目储备较多，为发行与承销业务收入提供了一定保障。

中德财务顾问业务涉及上市公司收购兼并、资产重组、股份回购、非上市公司企业改制等。区别于其他证券公司偏重承销业务的投行业务结构，中德证券的财务顾问业务收入占比较高，使得公司的投行业务结构更接近于国外投行，呈现承销业务和财务顾问业务齐头并进的局面。公司本部场外市场部财务顾问业务规模相对较小，目前业务主要集中在山西省内。最近三年及一期，公司分别实现财务顾问收入3,148.57万元、4,845.22万元、320万元和40.00万元。

公司自2008年取得代办股份转让主办券商业务资格和报价转让业务资格以来，截至2013年末，公司共签约新三板80余家，其中新三板改制挂牌60余家，新三板挂牌及持续督导17家；向全国中小企业股转系统报送8家；公司签约融资财务顾问项目20余个，并购财务顾问项目3个。最近三年及一期公司分别取得代办股份转让业务收入为124.00万元、69.00万元、262.50万元和70.00万元。截至2014年3月31日，公司作为主办券商已推荐9家企业成功挂牌，代办股份转让储备项目达67个，已与北京中关村、张江、沈阳、长沙、福州、深圳等高新区管委会建立了密切的合作关系。

公司代办股权转让业务规模相对较小，随着新三板市场扩容以做市商为主的交易制度完善，公司代办股权转让业务有较大的发展潜力。

整体来看，面对 IPO 停滞和债券市场发行金额下降的不利局面，2013 年公司投行业务实现了逆市增长，并且新三板业务实现了快速发展。然而，一方面，公司在股权与债权市场不断开拓新项目，相关支出规模较大；另一方面，公司新三板业务收入规模较小，而成本相对较高，盈利能力较差，因此当年度公司投资银行业务营业利润率为负。整体来看，投资银行业务受证券市场环境和监管政策影响较大，未来仍存在不确定性；随着新三板市场扩容以做市商为主的交易制度的不断完善，公司新三板业务仍有较大的发展潜力。

公司自营业务坚持稳健的投资原则，并能够根据市场行情积极调整投资策略，近年来自营业务取得了较好业绩，但目前公司权益类投资规模较大，未来投资收益或受市场景气度影响有所波动

公司自营业务主要涉及股票一级市场、二级市场、非公开业务、固定收益业务等。近年来，公司逐步建立和完善证券投资业务管理制度体系，建立了风险控制委员会、风险控制部、资产经营总部总监理三个风险控制层次，对投资决策、投资研究、证券交易、股票池管理、风险预警和内部控制等业务环节进行管理。

公司自营业务坚持稳健的投资原则和多元化投资策略，近年来面对证券市场的波动，逐步加大固定收益类产品的投资比重。2011年，面对新股破发和二级市场风险加大等不利因素，公司适时控制投资规模，及时加大对固定收益类产品配置，同时积极开展以套期保值为目的的股指期货交易，在市场大幅下挫的情况下，一定程度上控制了投资损失。2012年，公司自营业务全面调整资产配置结构，较好地把握了债券市场投资机会，固定收益投资取得良好业绩，同时积极探索新盈利模式，获准开展债券质押式报价回购业务资格。2013年，为提升业务协同效率，公司整合了投资管理总部和金融衍生产品部两个部门，自营业务较好地把握投资范围放开的有利时机，优化了资产配置，积极拓展定向增发、信托产品、股权质押等业务，其中股权质押业务保持较快发展，目前规模较大，有效地规避了二级市场波动风险，以股权质押为导向的投资组合策略取得一定实效。

表5 近三年又一期公司自营业务投资比重（单位：万元）

项 目	2014 年 1 季度	2013 年	2012 年	2011 年
自营权益类证券及衍生品	264,975.08	265,727.87	3,798.17	33,055.62
自营固定收益类证券	112,210.66	128,506.11	327,834.67	99,081.55
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	65.26%	66.77%	0.86%	7.75%
自营固定收益类证券/净资本	27.63%	32.29%	74.23%	23.23%

资料来源：公司提供

近年来公司自营业务取得了较好的业绩，从投资收益来看，近几年保持持续稳定增长，近三年又一期分别实现总投资收益（含公允价值变动收益）-956.43万元、8,821.17万元、10,821.39万元和11,205.71万元。然而，目前公司自营业务的持仓结构主要为权益类证券及证券衍生品，收益水平受市场影响较大，未来或存在一定的波动性。

表6 近三年又一期公司自营业务投资收益明细（单位：万元）

项 目	2014 年 1 季度	2013 年	2012 年	2011 年
证券投资收益	11,972.00	11,343.76	8,358.74	-1,446.66
其中：出售交易性金融资产收益	816.45	-1,186.62	-28,233.86	-2,368.05
出售可供出售金融资产投资收益	8,826.72	1,001.18	197.87	-926.68
出售衍生金融资产收益	152.63	-135.59	630.51	117.35
金融资产持有期间收益	2,176.20	11,664.79	35,764.23	1,730.72
公允价值变动损益	-766.29	-522.37	462.43	490.23
其中：交易性金融资产	-781.99	-508.01	462.43	490.23
利息净收入	2,613.91	9,844.80	2,659.58	12,307.28
分部间抵销	1.77	-14.02	-8.34	-2.72
合计	13,821.39	20,652.16	11,472.41	11,348.14

资料来源：公司提供

公司资产管理业务自设立以来，发展速度不断加快，但目前仍处于发展初期，产品较为单一，托管资产规模相对较小，竞争力有待提高

公司资产管理业务主要包括定向资产管理和集合资产管理。2010年5月，公司成功设立首支集合资产管理计划——“汇通启富1号”，主要投资于各类证券投资基金；2011年6月成立“汇通启富2号”，主要用于混合型投资；2012年11月成立“汇通启富3号”，主要投资于固定收益证券。2012年，公司开展了三笔定向资产管理业务，投资范围全部为上市公司股权质押业务。

2013年以来，随着中国证监会放松行政监管，将常规产品审批制改为报备制，公司资产管理业务产品发行速度加快，投资范围的扩大则拓宽了证券公司集合理财产品的创新空间，定向产品还可以与客户约定投资范围，满足了客户特定的投资目标。2013年6月沪深证券交易所正式推出场内股票质押式回购交易业务后，公司于2013年8月12日在柜台市场完成稳健优选4号集合计划的发行工作，该产品是公司第一只在柜台交易市场上推出的集合产品，是公司第一只发行的与场内股票质押式融资回购交易对接的集合计划，其后公司连续推出稳健优选2号、5号、6号、7号、8号，全部投资于场内股票质押式融资回购交易。2013

年9月4日公司在深圳证券交易所完成同德化工股票5,000万元质押式回购交易；随后，公司于2013年9月26日完成海信资产股票质押定向计划，规模为3,500万元。

同时，公司还推出稳健收益系列分级集合计划。公司作为管理人，以自有资金认购次级份额，给优先份额增信，以此获得稳定收益。2013年5月，公司推出稳健收益1号，共募集资金20亿元，其后连续推出稳健收益2号、3号、4号、5号、7号，主要投资于协议存款与信托计划。此外，公司于2014年3月19日取得中国证监会批复，获得公开募集证券投资基金管理业务资格。

2013年，公司成立并发行12只集合资产管理计划和3笔定向资产管理计划；2014年一季度，公司成立并发行2只集合资产管理计划。截至2014年3月末，公司成立并发行17只集合资产管理计划和6笔定向资产管理计划；集合资产管理业务累计剩余管理规模为198,442.15万元，定向资产管理业务累计剩余管理规模为10,058.64万元。尽管公司资产管理规模快速增长，但管理费率有所下降，因此2013年公司集合资产管理业务净收入水平有所下滑。

表7 近三年又一期公司资产管理业务开展情况（单位：万元）

资产类型	项 目	2014 年 1 季度	2013 年	2012 年	2011 年
集合资产管理	业务规模	198,442.15	207,555.44	78,891.62	77,753.15
	业务净收入	245.25	598.03	618.28	719.25
定向资产管理	业务规模	10,058.64	10,050.78	7,000.00	-
	业务净收入	26.14	124.97	3.37	-

资料来源：公司提供

整体来看，公司资产管理业务自设立以来，发展速度不断加快，但目前仍处于发展初期，产品较为单一，托管资产规模相对较小，远没有达到规模效益，管理费收入低；同时，市场波动加大产品业绩波动，难以获得稳定业绩报酬，公司资产管理业务竞争力仍有待提高。

格林期货与大华期货合并完成并平稳度过了整合期，公司期货板块综合实力得到了大幅提升

2012年以前，公司期货经纪业务以全资子公司大华期货有限公司（以下简称“大华期货”）为运营主体。大华期货拥有上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员资格，中国金融期货交易所交易结算会员资格，经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪，在2013年的期货公司分类监管评级中评为BB级。

2012年4月，公司筹划通过现金和发行股份购买资产的方式购买格林期货有限公司（以下简称“格林期货”）全部股权，同时以格林期货作为存续公司，吸收合并大华期货（格林

期货在2013年的期货公司分类监管评级中评为BBB级)。2013年10月,格林大华期货有限公司(以下简称“格林大华”)成立,公司期货板块综合实力得到了大幅提升,格林大华注册资本为58,018万元,公司持股比例为100%。格林大华成立后,制定了商品向金融转型、单纯经纪业务向综合服务转型、境内业务向跨境和全球资产配置转型的战略目标,2013年公司股指期货交易额达到29,810.91亿元,较2012年增长134.35%。

表8 近三年又一期公司期货业务开展情况(单位:亿元)

期货类型	项目	2014年1季度	2013年	2012年	2011年
商品期货	交易额	5,829.20	25,882.09	26,561.77	15,196.82
	市场占有率	0.97%	1.02%	0.74%	0.55%
股指期货	交易额	4,606.77	29,810.91	12,720.62	8,179.71
	市场占有率	0.84%	1.06%	0.84%	0.93%

资料来源:公司提供

整体来看,格林期货与大华期货合并完成并平稳度过了整合期,公司期货板块综合实力得到了大幅提升,近三年又一期,公司期货经纪业务实现营业收入分别为5,798.57万元、10,136.97万元、12,205.77万元和5,151.52万元。

公司围绕“直投、创投、并购”的业务架构初步建立,未来有望成为新的利润增长点

公司全资子公司龙华启富投资有限责任公司(以下简称“龙华启富”)于2011年7月正式成立并投入运营,龙华启富注册资本1亿元,专业从事直接投资业务。2012年,公司加强项目储备及拓展,已完成龙华启富(深圳)股权投资基金管理有限公司的设立工作,首只直投资基金——新晋商股权投资基金正式开展募集工作,并在2013年继续推进募集工作。为配合山西省政府关于支持中小企业发展的政策导向,2013年6月5日,龙华启富出资5,000万元设立山证基金管理有限公司,2013年6月29日龙华启富创设山西省中小企业创投基金,同时公司对龙华启富增资1亿元,专项投资于其管理的山西省中小企业创投基金。为专业化运作并购业务、创新盈利模式、提升公司竞争力,龙华启富拟设立山证并购基金,目前正在进行前期筹备工作。整体来看,龙华启富围绕“直投、创投、并购”的业务架构初步建立,未来有望成为新的利润增长点。

综合来看,公司收入主要来源于证券经纪、自营投资、投资银行等传统业务,经营业绩随着二级市场行情波动具有明显的周期性,未来融资融券、直投、约定购回式证券交易、股票质押式回购等创新业务有望成为公司新的利润增长点。公司为区位特色明显的中型券商,随着省外业务的拓展,面临的竞争压力将加大。

七、风险管理

公司建立了以净资本为核心的风险控制指标动态监控体系和净资本补足机制，加强风险管理

为加强风险监控，确保在风险可测、可控、可承受的前提下开展各项业务，根据《证券公司风险控制指标管理办法》和《证券公司风险控制指标动态监控系统指引》的要求，公司制定了《风险控制指标动态监控管理办法》，建立了以净资本为核心的风险控制指标动态监控体系。日常工作中，公司通过健全系统组织、完善制度建设、实施系统监控，实现对风险控制指标的动态监控；根据《证券公司风险控制指标监管报表编报指引》、《关于调整证券公司净资本计算标准的规定》和《关于证券公司风险资本准备计算标准的规定》，及时对风险控制指标动态监控系统进行升级，保证系统监控的完整性，确保净资本等各项风险控制指标在任一时点都符合标准。

根据《证券公司风险控制指标管理办法》要求，结合自身资产负债状况和业务发展情况，公司建立了动态的净资本监控和补足机制。当净资本等各项风险控制指标达到预警标准时，公司将采用提高盈利能力、调整利润分配规模、调整资产结构、增发股票等方式补充净资本，使净资本等风险控制指标满足监管部门要求。根据《证券公司压力测试指引（试行）》的要求，公司制定了《压力测试管理办法（试行）》，完善了压力测试机制。公司根据市场变化、业务开展规模和风险水平情况，定期或不定期开展综合压力测试和专项压力测试，测算压力情景下净资本等各项风险控制指标和财务指标的变化情况，评估公司的风险承受能力，确保公司在压力情景下风险可测、可控、可承受。公司对利润分配方案、集合资产管理业务、约定购回式证券交易业务、代销金融产品业务和转融通业务等重大事项，均进行了专项压力测试，测试结果均符合监管要求，并以此作为相关重大决策的依据。

八、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2011-2013年度审计报告以及未经审计的2014年1季度财务报表。2011年7月，公司新设子公司龙华启富，当期将其纳入合并范围。2012年12月，龙华启富新设龙华启富（深圳）股权投资基金管理有限公司，当期将其纳入合并范围。2013年，大华

期货被格林期货合并，新成立格林大华，当期纳入公司合并范围，大华期货不再单独纳入合并范围；龙华启富新设山证基金管理有限公司和山西中小企业创业投资基金(有限合伙)，当期将其纳入合并范围。

根据2013年财政部颁布的《关于印发<证券公司财务报表格式和附注>的通知》的相关规定，公司对于前期比较数据的列报格式进行了调整，以下分析所使用财务报表的前期比较数据按照调整后的列报格式进行了重新列报，涉及科目主要包括融出资金、应收款项、其他资产、应付款项、其他负债以及合并利润表中的收入明细，上述重新列报对公司合并净资产和净利润没有影响。

财务分析

资产流动性

公司资产规模增长较快，流动性较强

公司资产由客户资产和自有资产构成，客户资产主要由客户资金存款、客户备付金和客户存出保证金构成，自有资产主要由自有货币资金、自有结算备付金、融出资金、应收款项、自有存出保证金、可供出售金融资产构成。

2013年公司完成公开增发新股，资产总额得到较大提升。近三年又一期扣除代理买卖证券款及代理承销证券款后的公司自有资产分别为64.27亿元、68.82亿元、92.62亿元和98.84亿元，保持稳定增长。

表9 近三年又一期公司主要资产构成情况(单位:万元)

项 目	2014年3月		2013年		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	730,415.08	41.65%	696,452.02	42.21%	746,446.89	58.33%	980,035.01	74.80%
其中: 客户存款	563,658.37	32.14%	560,388.47	33.96%	506,909.89	39.61%	568,073.40	43.36%
结算备付金	67,174.84	3.83%	55,628.09	3.37%	39,608.43	3.09%	60,962.45	4.65%
其中: 客户备付金	45,768.64	2.61%	36,612.44	2.22%	25,297.96	1.98%	29,652.97	2.26%
融出资金	186,969.48	10.66%	154,196.80	9.35%	19,678.60	1.54%	-	-
应收款项	182,538.02	10.41%	185,776.30	11.26%	5,727.75	0.45%	4,261.59	0.33%
存出保证金	181,485.41	10.35%	154,279.00	9.35%	66,046.89	5.16%	67,862.01	5.18%
可供出售金融资产	209,771.45	11.96%	232,744.69	14.11%	138,319.82	10.81%	81,181.59	6.20%
资产总计	1,753,646.48	100.00%	1,650,014.51	100.00%	1,279,760.88	100.00%	1,310,138.10	100.00%

资料来源: 公司提供

公司货币资金包括客户存款和自有货币资金。近年来客户存款有所波动，主要原因是

随着A股市场波动，二级市场投资者对股票的投资偏好降低。公司自有货币资金逐年减少主要系公司自营业务投资规模加大所致。公司结算备付金包括客户结算备付金和自有结算备付金。结算备付金的规模与A股市场行情关联性较强，2011-2012年A股市场疲软，客户及公司的交易不活跃，用于清算的结算备付金减少；2013年之后，A股市场相对活跃，结算备付金相应增加。公司融出资金主要系融资融券业务融出资金，随着融资融券业务规模的扩大，公司融出资金规模增长迅速，截至2013年末为15.42亿元，其中账龄在3个月内的占比为86.41%，公司对融出资金均未计提坏账准备。公司应收款项主要系应收资产管理计划款项，近年来增长迅速，截至2013年末为18.58亿元，主要为公司自营业务权益类投资，其中规模较大的为应收华证价值5号定向资产管理计划7亿元、应收平安证券-山西证券3号定向资产管理计划2亿元和应收东海证券-上海银行定向资产管理计划2亿元。公司存出保证金主要包括存放于期货交易所及证券登记结算公司的交易保证金及履约保证金，以期货交易保证金为主。公司可供出售金融资产主要包括债券投资、集合资产管理计划投资、权益工具投资，近年来可供出售金融资产增长较快主要系公司不断加大自营业务投资规模所致。

截至2014年3月31日，自有货币资金、自有结算备付金、融出资金、交易性金融资产、可供出售金融资产占扣除代理买卖证券款和代理承销证券款的资产的比重分别为16.87%、2.17%、18.92%、3.47%和21.22%。公司资产流动性较强。

盈利能力

受市场行情影响，公司盈利水平有所波动；目前收入和利润较大程度上依赖于传统的证券经纪业务和投行业务，创新业务有望成为盈利增长点

公司近年的盈利表现具有证券行业普遍的强周期性，营业收入的波动与证券市场特别是股票二级市场的表现呈现高度的正相关性。2011年以来，股票市场持续震荡下行，公司盈利水平持续下滑，2011年和2012年营业收入分别为109,808.54万元和104,801.60万元，同比分别下降26.59%和4.56%；2013年股票市场活跃度有所提高，公司营业收入同比增长25.57%。

表10 近三年又一期公司盈利能力表现（单位：万元）

项 目	2014 年 1 季度	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入	43,635.71	131,602.51	104,801.60	109,808.54
手续费及佣金净收入	20,152.18	83,826.38	66,614.19	80,093.08
其中：经纪业务手续费净收入	15,487.72	60,217.99	44,626.10	59,853.97
投资银行业务手续费净收入	4,393.08	22,827.88	21,341.80	19,519.86

资产管理业务手续费净收入	271.39	723.00	621.64	719.25
投资咨询服务净收入	-	57.51	24.65	-
利息净收入	12,206.45	36,479.66	28,952.41	30,361.18
投资收益	11,973.77	11,343.76	8,358.74	-1,446.66
公允价值变动收益	-766.29	-522.37	462.43	490.23
汇兑收益	23.11	-65.16	-3.51	-106.29
其他业务收入	46.48	540.25	417.35	417.00
营业支出	26,308.62	97,760.96	86,257.62	83,679.94
业务及管理费	23,990.47	90,052.41	80,860.69	78,946.14
营业利润	17,327.09	33,841.55	18,543.98	26,128.60

资料来源：公司提供

证券经纪业务一直是公司最主要的收入来源。随着股票市场的波动，公司经纪业务手续费净收入有所波动，但比例仍然维持在40%左右；此外，佣金率的下滑也对公司经纪业务手续费净收入产生一定不利影响。近年来公司投资银行业务手续费净收入逐年增长，但该业务的开展受证券市场环境和监管政策影响较大，自2012年10月以来，A股首次公开发行市场停滞，公司证券承销与发行业务受到较大影响，未来仍存在不确定性。公司利息收入主要来自于存放同业、融资融券业务以及股权质押业务，近年来始终处于较高水平。公司投资收益受证券市场的波动影响较大，但近年来整体水平不断提升，主要系公司权益类与债券投资业务业绩较好所致。

营业支出方面，证券公司各项业务均具有资金密集型的特点，人力成本在公司营业支出中占比一直很高，且具有一定的刚性。并且，近年营业部网点拓展较快，进一步增加了公司的营业支出。受营业收入波动而营业支出变化相对稳定的影响，公司营业利润近年来波动较大，2011-2013年以及2014年1-3月分别为26,128.60万元、18,543.98万元、33,841.55万元和17,327.09万元。

整体来看，受市场行情影响，公司盈利水平有所波动。目前收入和利润较大程度上依赖于传统的证券经纪业务和投行业务，随着公司在新业务上的不断探索，创新业务存在较大的发展空间，有望成为公司盈利增长点。

杠杆与资本充足性

公司以净资本为核心的各项风险管理指标均优于证监会指定的监管指标，具有较高的资产安全性与资本充足性

公司2010年11月在深交所上市，募集资金300,313.33万元，资本实力快速增长。2012年末母公司净资本额为441,647.14万元，较2011年末增加了15,123.04万元，主要是由于2012年7、8月份调低了自营业务扣减比例所致。截至2013年末，母公司净资本额为397,974.95万元，较2012年末净资本441,647.14万元减少了43,672.19万元，主要为公司2013年度对2012年利润进行现金分红、合并格林期货有限公司及增设分公司所致。

从投资资产的情况来看，公司自营业务坚持稳健的投资原则和多元化投资策略，近年来面对证券市场的波动，逐步加大固定收益类产品的投资比重。2011年-2014年1季度，公司自营固定收益类证券/净资本分别为23.23%、74.23%、32.29%和27.63%。自营权益类证券及衍生品/净资本、自营固定收益类证券/净资本近年来有所波动，但远低于监管指标。从净资本与净资产的比例来看，近年来公司净资本/净资产的比率保持在50%以上，均高于40%的监管指标。从资本充足性来看，公司近几年净资本/各项风险准备金、净资本/负债、净资产/负债均远高于监管指标，资本较为充足。

表11 近三年又一期公司主要风险控制指标（单位：万元）

项 目	预警指标	监管指标	2014年3月	2013年	2012年	2011年
净资本	N/A	N/A	406,050.29	397,974.95	441,647.14	426,524.10
净资产	N/A	N/A	700,442.02	694,312.32	604,844.77	596,922.36
净资本/各项风险资本准备之和	>120%	>100%	496.95%	505.32%	1056.06%	622.01%
净资本/净资产	>48%	>40%	57.97%	57.32%	73.02%	71.45%
净资本/负债	>9.6%	>8%	168.30%	215.10%	950.10%	8425.04%
净资产/负债	>24%	>20%	290.31%	375.26%	1301.18%	11790.88%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	<80%	<100%	65.26%	66.77%	0.86%	7.75%
自营固定收益类证券/净资本	<400%	<500%	27.63%	32.29%	74.23%	23.23%

注：本部分数据采用母公司口径，负债扣除了代理买卖证券款及代理承销证券款的影响。

资料来源：公司提供

整体来看，根据证监会2008年6月公布的《证券公司风险控制指标管理办法》，公司以净资本为核心的各项风险管理指标均远优于证监会指定的监管指标，反应出公司较高的资产安全性与资本充足性。

偿债能力

公司主要偿债指标出现弱化，但整体偿债能力依然较强，充足的资本实力对债务的偿还提供了可靠的基础性保障

公司负债主要由拆入资金、卖出回购金融资产款、代理买卖证券款、应付债券构成。拆入资金主要为转融通业务产生，公司于2013年1月获准开展转融通业务，截至2014年3月末，公司从中国证券金融股份有限公司融入资金5.8亿元。2012年新增卖出回购金融资产款系公司开展了质押式国债回购和债券质押式报价回购业务所致，2013年公司卖出回购金融资产大幅下降主要系2013年公司开展的部分卖出回购金融资产到期，公司进行了回购所致；2014年，质押式国债回购和债券质押式报价回购业务规模继续扩大，公司卖出回购金融资产款达到6.60亿元。公司代理买卖证券款规模随着股市的活跃度而变动，2012年股市低迷，市场资金大量流出，公司代理买卖证券款相应减少；2013年之后，股市活跃度有所提高，代理买卖证券款相应增加。应付债券为公司2013年11月13日发行的10亿元公司债券，票面利率为6.25%。

表12 近三年又一期公司主要负债构成情况（单位：万元）

项 目	2014 年 3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
拆入资金	58,000.00	5.72%	49,000.00	5.34%	-	-	-	-
卖出回购金融资产款	66,020.00	6.51%	20,067.00	2.19%	40,328.30	6.28%	-	-
代理买卖证券款	765,211.74	75.45%	723,847.18	78.90%	591,539.47	92.19%	660,433.87	97.06%
应付债券	98,596.18	9.72%	98,472.04	10.73%	-	-	-	-
负债合计	1,014,227.69	100.00%	917,426.19	100.00%	641,666.35	100.00%	680,459.60	100.00%

资料来源：公司提供

公司负债规模控制在合理范围内，资产负债率较低。公司全部债务由拆入资金、卖出回购金融资产和应付债券构成，近年来，公司通过拆入资金和卖出回购金融资产以及发行公司债券融入资金，全部债务规模增长迅速，截至2014年3月末达到22.26亿元，较2012年末增长452.01%。公司利息支出为代理买卖证券款、拆入资金、卖出回购金融资产以及应付债券的利息支出，近年来，由于证券市场持续低迷，公司盈利水平波动较大，EBITDA利息倍数下滑较大，但整体而言，利润对利息的覆盖程度仍较强。

表13 近三年又一期公司主要偿债能力指标

项 目	2014 年 3 月	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	25.19%	20.90%	7.28%	2.03%
流动比率	3.39	4.90	8.85	35.90
速动比率	3.39	4.90	8.85	35.90
EBITDA（万元）	22,143.42	49,138.04	27,047.30	34,329.16
全部债务（万元）	222,616.18	167,539.04	40,328.30	-
EBITDA 全部债务比	9.95%	29.33%	67.07%	-

EBITDA 利息倍数 7.53 7.45 98.23 2,898.44

注：本部分资产、负债均扣除了代理买卖证券款及代理承销证券款的影响。

资料来源：公司提供

总体来看，公司盈利水平有所波动，主要偿债指标出现弱化，但整体偿债能力依然较强，并且，公司充足的资本实力对债务的偿还提供了可靠的基础性保障。

九、或有事项

截至2013年12月31日，公司尚未完结的重大诉讼案件如下：

公司原子公司山西智信网络有限公司（以下简称“智信网络”）于2004年4月20日在中国农业银行太原市分行漪汾街分理处存入人民币5,000万元。同年4月26日，山西省“7.28”系列金融诈骗案犯罪嫌疑人胡吉贤采取私刻印鉴，伪造转账支票的手段，将前述存款中的人民币3,000万元转入公司前身山西证券有限责任公司在交通银行城北晋安分理处开立的账户。2004年7月2日，智信网络又在中国农业银行太原市分行漪汾街分理处存入人民币5,000万元。同年7月5日，胡吉贤通过加盖伪造印鉴的支票的手段，将该笔存款人民币5,000万元转入公司前身交通银行城北晋安分理处开立的账户。

智信网络后以存单纠纷为由，将中国农业银行太原市分行漪汾街分理处诉至太原市中级人民法院，要求中国农业银行太原市分行漪汾街分理处支付其账户内全部存款（包括上述2笔资金），太原市中级人民法院于2005年4月9日作出（2004）并民初字第368号《民事判决书》。智信网络不服该判决，上诉至山西省高级人民法院。山西省高级人民法院作出了（2005）晋民终字第0208号《民事判决书》。判决生效后，中国农业银行太原市分行漪汾街分理处支付了智信网络人民币8,000万元及相应的利息等。

在中国农业银行太原市分行漪汾街分理处支付了智信网络人民币8,000万元及相应的利息后，中国农业银行太原市分行漪汾街分理处以不当得利为由将公司前身诉至山西省高级人民法院，要求公司前身归还前述人民币8,000万元及相应的利息。山西省高级人民法院于2007年1月31日作出了（2006）晋民初字第16号《民事裁定书》，裁定驳回中国农业银行太原市漪汾街分理处的起诉。原告中国农业银行太原市分行漪汾街分理处不服前述裁定，上诉至最高人民法院。最高人民法院于2007年10月20日作出了（2007）民一终字第59号《民事裁定书》，裁定撤销山西省高级人民法院（2006）晋民初字第16号《民事裁定书》，指令山西省高级人民法院对该案进行审理。后山西省高级人民法院于2008年6月16日作出了

(2007)晋民初字第33号《民事判决书》，判决驳回中国农业银行太原市分行漪汾街分理处的诉讼请求。

中国农业银行太原市分行漪汾街分理处不服上述判决向最高人民法院提起上诉。最高人民法院于2008年12月5日作出了(2008)民一终字第106号《民事裁定书》，裁定撤销山西省高级人民法院(2007)晋民初字第33号《民事判决书》，并将该案发回山西省高级人民法院重审。

2011年1月，山西省高级人民法院向公司送达了《民事裁定书》，认为该案事实认定存在障碍，裁定中止诉讼。

截至本评级报告出具之日，上述案件仍处于中止诉讼状态。上述未完结的诉讼案件所涉及的标的金额占公司截至2013年12月31日净资产金额比例较小，对公司偿债能力影响有限。

十、本期债券条款分析

(一) 本期债券偿还计划

本期债券拟发行规模为10亿元，期限为3年，在存续期内每年付息一次，到期支付本金及最后一期利息，同时附第2年末公司上调票面利率选择权、投资者回售选择权，公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券第2个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给公司。

(二) 本期债券偿债资金来源与主要偿债风险

公司近年经营情况较好，2011-2013年及2014年一季度，公司分别实现营业收入109,808.54万元、104,801.60万元、131,602.51万元和43,635.71万元，2011-2013年均复合增长率为9.47%；实现利润总额27,261.84万元、19,167.92万元、34,728.86万元和17,192.25万元；归属于母公司的净利润分别为19,305.70万元、14,179.85万元、25,858.09万元和12,930.47万元，近三年归属于母公司的年均净利润为19,781.21万元，足以支付本期债券一年的利息。然而，值得关注的是，公司经营活动现金流表现较差，2011-2013年及2014年一季度分别为-467,490.98万元、-245,220.78万元、-243,742.07万元和44,841.68万元。此外，公司经纪业务佣金率未来或将不断下滑，投资银行业务受证券市场环境和监管政策影响较大，存在不确定性，自营业务未来或受市场影响有所波动，资产管理业务产品较为单一，托管资产规模

相对较小；近几年，受市场行情影响，公司盈利水平有所波动，且目前公司主要偿债指标出现弱化，这些均将对公司偿债能力产生一定不利影响。

公司可通过资产变现等途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。截至2014年3月末，扣除客户存款后的货币资金为16.68亿元，扣除客户备付金后的结算备付金为2.14亿元，交易性金融资产为3.43亿元、买入返售金融资产3.28亿元、可供出售金融资产20.98亿元，必要时，公司可获得上述资产变现来获得必要的偿债资金支持。但同时我们也关注上述资产变现所耗费的时间以及可能出现的折价情况。

（三）本期债券保障措施分析

公司控股股东山西省国信投资（集团）公司提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券偿还提供了进一步的保障

1、担保条款

山西省国信投资（集团）公司（以下简称“国信集团”或“担保人”）为本期债券的到期兑付提供全额无条件的、不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息，违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

2、担保人基本情况

山西省国信投资（集团）公司前身为中国人民银行于1985年4月1日批准设立全民所有制企业山西省经济开发投资公司，后更名为山西省信托投资公司。2011年经山西省人民政府晋致函（2001）369号文批准，山西省信托投资公司正式更名为山西省国信投资（集团）公司，性质为省属国有独资金融控股公司。经过一系列增资，截至2013年12月31日，担保人注册资本为327,190万元。

图10 截至2013年12月31日担保人产权及控制关系



资料来源：担保人审计报告

担保人的经营范围包括：投资业务、资产委托管理业务、资产重组、购并业务、公司理财、财务顾问及咨询业务、房地产投资业务、代理财产管理业务和高新技术的开发及推

广。

表14 截至2013年12月31日担保人子公司情况（单位：万元）

子公司全称	业务性质	注册资本	持股比例
山西证券股份有限公司	证券业务	251,873	36.61%
山西信托有限责任公司 ¹	信托业务	135,700	90.70%
山西国际贸易中心有限公司	酒店物业	51,366	100.00%
上海万方投资管理有限公司	投资管理	5,000	100.00%
山西国信文化旅游投资发展有限公司	旅游文化	30,000	85.00%
山西股权交易中心有限公司	托管业务	10,000	66.70%
中德证券有限责任公司	投资银行业务	100,000	66.70%
山西国贸物业管理有限公司	物业管理	300	100.00%
山西光信地产客户服务管理有限公司	物业管理	1,500	100.00%
龙华启富投资有限责任公司	投资管理	20,000	100.00%
龙华启富（深圳）股权投资基金管理有限公司	投资咨询	2,000	100.00%
山证基金管理有限公司	投资与资产管理	5,000	100.00%
山西中小企业创业投资基金	投资与资产管理	20,000	50.00%
山西省中小企业信用担保有限公司	担保业务	66,890	100.00%
山西光信地产有限公司	房地产业	10,200	100.00%
山西帝景房地产开发有限公司	房地产业	6,650	100.00%
品德实业（太原）有限公司	房地产业	5,000	100.00%
山西省产权交易中心（有限公司）	产权交易中介	500	55.64%
格林大华期货有限公司	期货经纪业务	58018	100.00%

资料来源：担保人审计报告

3、担保人业务情况

➤ 证券业务（详见“经营与竞争”部分）

➤ 信托业务

担保人信托业务以子公司山西信托股份有限公司（以下简称“山西信托”）为运营主体，山西信托前身为经中国人民银行批准成立于1985年4月1日的山西省经济开发投资公司，2002年4月，经中国人民银行总行核准，山西省信托投资公司吸收合并太原市信托投资公司，增加了新的股东，重新登记改制为山西信托投资有限责任公司，2007年8月，经中国银行业监督管理委员会核准，公司更名为山西信托有限责任公司。2013年4月，经中国银行业监督管理委员会《中国银监会关于山西信托有限责任公司变更组织形式及公司名称等有关事项的批复》（银监复[2013]183号）批准，山西信托正式更为现名。截至2013年末，山西信托注册资本为13.57亿元。

¹山西信托有限责任公司已于2013年4月更名为山西信托股份有限公司。

表15 近三年山西信托收入及盈利情况（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入	52,276.09	41,361.49	33,023.88
其中：手续费及佣金净收入	51,466.51	30,305.64	22,221.27
营业利润	27,380.52	18,791.28	11,391.14
净利润	20,564.32	13,263.19	8,742.03
营业利润率	39.34%	32.07%	26.47%

资料来源：山西信托 2011-2013 年年报

➤ 酒店与房地产租赁业务

担保人酒店物业与房地产租赁业务的经营主体为子公司山西国际贸易中心有限公司（以下简称“山西国贸”）。山西国贸成立于2002年1月，主要从事山西国际贸易中心项目的经营和管理。山西国际贸易中心位于太原市政治、经济、金融、商务的黄金区域——府西街中段，由两栋42层的主楼、一栋19层的附楼及5层裙楼组成，总建筑面积为18.5万平方米，是集五星级酒店、甲级写字楼、高档商城、酒店式公寓、证券营业大厅、会展中心为一体的5A级智能化建筑。山西国贸营业收入主要来源于酒店餐饮、写字楼租赁与商场联营。近两年，受限制“三公消费”以及奢侈品行业下滑影响，公司酒店餐饮与商场经营业绩严重下滑。

表16 近三年山西国贸经营情况（单位：万元）

项 目	2013 年		2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
酒店餐饮	8,177.89	-12.44%	14,393.95	24.66%	15,881.05	32.75%
写字楼出租	4,573.05	36.03%	4,649.07	29.72%	4,121.95	23.44%
商场联营	4,132.86	4.41%	7,216.41	7.35%	6,863.44	9.84%

资料来源：担保人提供

➤ 其他业务

根据山西省人民政府《关于山西省高校新校区建设项目有关事项的函》（晋政函【2012】63号），担保人作为承贷主体，向国家开发银行山西省分行借款95.0亿元，贷款期限为10年，含宽限期2年，用于山西省高校新校区建设，该项目总投资约为123.4亿元，加上建设期利息7.8亿元，总投资达131.2亿元，其中贷款95.0亿元，项目资本金36.2亿元。

为确保贷款本息按时偿还，山西省政府确定了两部分资金用于担保人贷款的还本付息。第一，对相关高校老校区约1,467亩土地进行保底处置，合计不低于86.6亿元，其中太原市72.6亿元，晋中市14.0亿元。根据山西省财政厅、太原市人民政府、晋中市人民政府和公司签订的《老校区土地处置收益还款支付协议》，太原市和晋中市从2014年起，分8年将上述

土地处置的收益上交山西省财政厅，每年不低于10.75亿元，其中太原市不低于9.0亿元，晋中市不低于1.75亿元，山西省财政厅将上述资金支付给担保人，用于贷款本息偿还。如两市未按期上交，山西省财政厅先行垫付贷款本息，并通过省、市财政决算予以扣缴。第二，山西省财政厅与担保人签订《贷款偿还协议》，由山西省财政厅从2014年起8年内，每年安排6亿元专项资金，合计48亿元，拨付公司专项用于贷款还本付息。

太原市人民政府和晋中市人民政府负责将相关老校区土地变更为商住用地，晋中市人民政府专项安排2,000亩商业用地，与老校区变更后的商住用地，一并用于该项目贷款抵押。

截至2013年末，担保人共收到45亿元该项目贷款，且担保人已全部将该部分贷款发放于该项目，其中国家开发银行山西省分行贷款35亿元，山西省财政厅专项经费10亿元。

4、担保人主要财务指标

表 17 近三年担保人主要财务数据

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	2,755,882.28	2,088,323.80	1,833,164.99
归属于母公司股东权益（万元）	630,603.67	574,810.25	557,583.18
资产负债率	45.02%	33.33%	15.68%
营业收入（万元）	214,447.25	182,495.29	217,906.97
营业利润（万元）	59,820.43	38,488.67	55,679.44
利润总额（万元）	61,591.61	41,982.89	57,678.33
净利润（万元）	43,148.70	28,620.58	40,078.68
营业利润率	27.90%	21.09%	25.55%
经营活动产生的现金流量净额	-530,762.61	-511,440.91	-429,765.47

注：报告中主要偿债指标均扣除了代理买卖证券款及代理承销证券款的影响。

资料来源：担保人审计报告

截至2013年12月31日，担保人资产总额为275.59亿元，归属于母公司股东权益为63.06亿元，扣除代理买卖证券款的资产负债率为45.02%。2013年度，担保人实现营业收入21.44亿元，实现利润总额6.16亿元，经营活动产生的现金流量净额-53.08亿元。

综上，经鹏元评定，国信集团的主体长期信用等级为AA+，其为本期债券本息偿付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了进一步的保障。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2014 年 3 月	2013 年	2012 年	2011 年
资产				
货币资金	730,415.08	696,452.02	746,446.89	980,035.01
其中：客户存款	563,658.37	560,388.47	506,909.89	568,073.40
结算备付金	67,174.84	55,628.09	39,608.43	60,962.45
其中：客户备付金	45,768.64	36,612.44	25,297.96	29,652.97
融出资金	186,969.48	154,196.80	19,678.60	-
交易性金融资产	34,333.09	24,556.24	193,052.85	43,330.25
买入返售金融资产	32,772.85	23,895.78	10,144.25	6,880.00
应收款项	182,538.02	185,776.30	5,727.75	4,261.59
应收利息	12,329.55	9,455.84	6,139.84	5,680.22
存出保证金	181,485.41	154,279.00	66,046.89	67,862.01
可供出售金融资产	209,771.45	232,744.69	138,319.82	81,181.59
长期股权投资	2,001.30	2,001.01	327.20	327.20
固定资产	38,919.25	39,730.49	32,433.82	34,480.40
在建工程	22.89	-	-	-
无形资产	5,608.85	5,836.01	4,600.23	3,946.88
商誉	47,693.99	47,693.99	5,342.28	5,342.28
递延所得税资产	4,581.69	2,976.11	2,283.97	5,145.56
其他资产	17,028.72	14,792.16	9,608.04	10,702.65
资产总计	1,753,646.48	1,650,014.51	1,279,760.88	1,310,138.10
负债				
拆入资金	58,000.00	49,000.00	-	-
卖出回购金融资产款	66,020.00	20,067.00	40,328.30	-
代理买卖证券款	765,211.74	723,847.18	591,539.47	660,433.87
代理承销证券款	-	-	-	7,000.00
应付职工薪酬	5,034.44	3,326.82	1,599.98	5,322.60
应交税费	7,945.34	6,351.13	2,113.21	1,952.21
应付款项	89.07	215.42	155.38	862.00
应付利息	3,210.49	1,475.23	104.57	109.20
应付债券	98,596.18	98,472.04	-	-
递延所得税负债	880.20	1,428.89	-	-
其他负债	9,240.24	13,242.49	5,825.43	4,779.73
负债合计	1,014,227.69	917,426.19	641,666.35	680,459.60
股东权益				
股本	251,872.52	251,872.52	239,980.00	239,980.00
资本公积	315,075.06	321,205.63	260,837.23	254,761.92
盈余公积	21,080.91	21,080.91	18,228.36	16,843.75

一般风险准备	21,080.91	21,080.91	18,228.36	16,843.75
交易风险准备	21,080.91	21,080.91	18,228.36	16,843.75
未分配利润	66,505.65	53,575.18	48,273.75	50,246.72
外币报表折算差额	4.23	-9.25	-	-
归属于母公司股东权益合计	696,700.20	689,886.82	603,776.05	595,519.90
少数股东权益	42,718.58	42,701.51	34,318.49	34,158.60
股东权益合计	739,418.79	732,588.32	638,094.54	629,678.50
负债及股东权益总计	1,753,646.48	1,650,014.51	1,279,760.88	1,310,138.10

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入	43,635.71	131,602.51	104,801.60	109,808.54
手续费及佣金净收入	20,152.18	83,826.38	66,614.19	80,093.08
其中：经纪业务手续费净收入	15,487.72	60,217.99	44,626.10	59,853.97
投资银行业务手续费净收入	4,393.08	22,827.88	21,341.80	19,519.86
资产管理业务手续费净收入	271.39	723.00	621.64	719.25
投资咨询服务净收入	-	57.51	24.65	-
利息净收入	12,206.45	36,479.66	28,952.41	30,361.18
投资收益	11,973.77	11,343.76	8,358.74	(1,446.66)
公允价值变动损益	(766.29)	(522.37)	462.43	490.23
汇兑损失	23.11	(65.16)	(3.51)	(106.29)
其他业务收入	46.48	540.25	417.35	417.00
营业支出	26,308.62	97,760.96	86,257.62	83,679.94
营业税金及附加	2,318.15	7,132.44	4,586.08	4,733.80
业务及管理费	23,990.47	90,052.41	80,860.69	78,946.14
资产减值损失	-	576.11	810.86	-
营业利润	17,327.09	33,841.55	18,543.98	26,128.60
加：营业外收入	23.81	1,105.28	703.81	1,201.65
减：营业外支出	158.65	217.97	79.87	68.41
利润总额	17,192.25	34,728.86	19,167.92	27,261.84
减：所得税费用	4,382.35	10,144.39	4,828.19	7,895.10
净利润	12,809.90	24,584.47	14,339.73	19,366.74
其中：归属于母公司股东的净利润	12,930.47	25,858.09	14,179.85	19,305.70
少数股东损益	(120.58)	(1,273.62)	159.88	61.04
每股收益				
基本每股收益(元)	0.05	0.11	0.06	0.08
稀释每股收益(元)	0.05	0.11	0.06	0.08
其他综合收益	(5,979.43)	3,129.83	6,075.31	(5,999.04)
综合收益总额	6,830.46	27,714.30	20,415.04	13,367.70
其中：归属于母公司股东的综合收益总额	6,813.39	29,331.28	20,255.16	13,306.66
归属于少数股东的综合收益总额	17.07	(1,616.98)	159.88	61.04

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

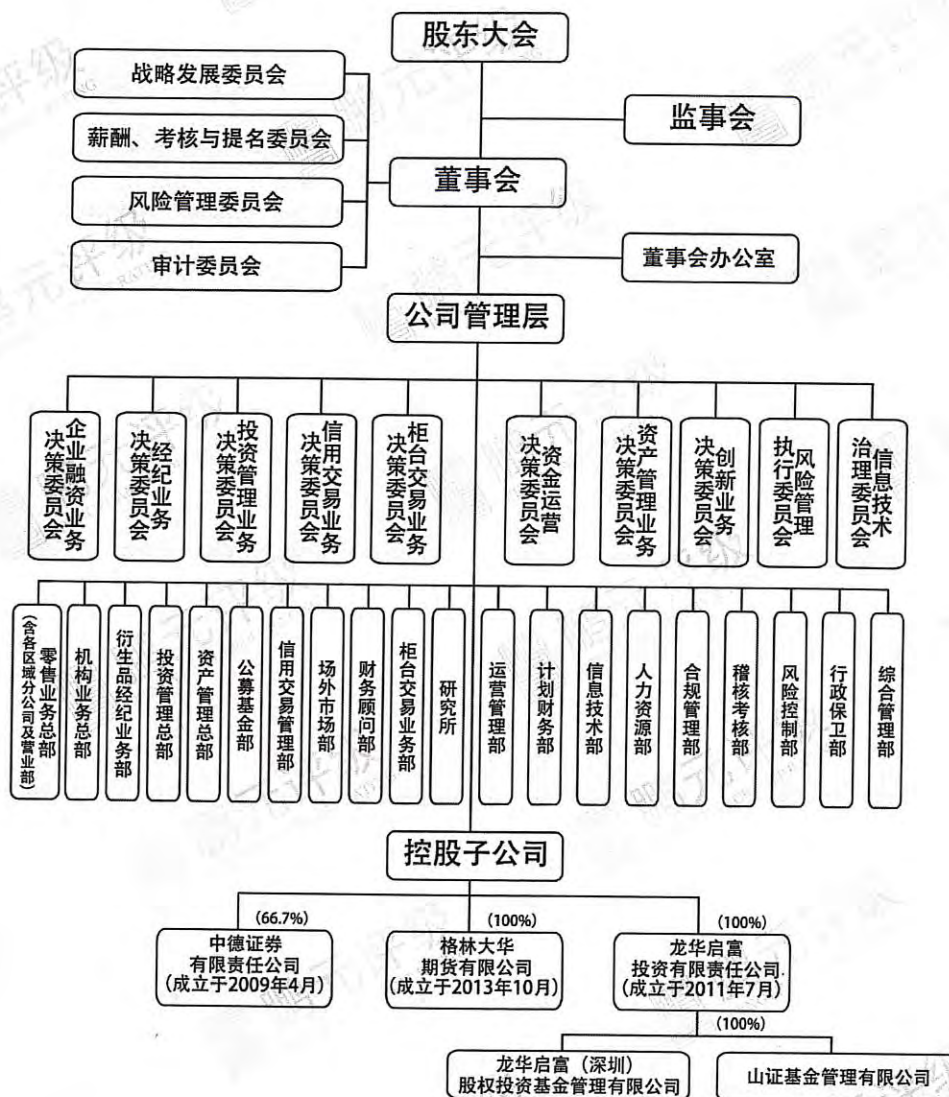
项 目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年	2011 年
一、经营活动产生的现金流量				
处置交易性金融资产净增加额	-	174,503.39	-	-
处置可供出售金融资产净增加额	23,023.49	-	-	-
处置衍生金融资产净增加额	170.11	-	630.51	117.35
代理买卖证券业务收到的现金净额	41,364.56	-	-	-
收取利息、手续费及佣金的现金	36,680.95	138,598.39	99,983.06	120,761.99
拆入资金净增加额	9,000.00	49,000.00	-	-
回购业务资金净增加额	37,075.93	-	37,064.05	30,120.00
收到其他与经营活动有关的现金	1,790.32	14,553.74	2,345.21	10,475.17
经营活动现金流入小计	149,105.36	376,655.51	140,022.82	161,474.50
融出资金净增加额	(32,772.68)	(134,518.20)	(19,678.60)	-
买入交易性金融资产支付的现金净额	(9,465.82)	-	(148,974.90)	(7,161.48)
买入可供出售金融资产支付的现金净额	-	(69,423.58)	(45,826.19)	(70,954.02)
处置衍生金融资产净减少额	-	(135.59)	-	-
回购业务资金净减少额	-	(34,012.83)	-	-
代理买卖证券支付的现金净额	-	(90,565.18)	(68,894.40)	(418,624.51)
支付利息、手续费及佣金的现金	(4,625.69)	(21,166.44)	(10,443.18)	(16,808.20)
支付给职工以及为职工支付的现金	(12,417.10)	(49,948.09)	(46,530.33)	(53,357.49)
支付的各项税费	(5,636.40)	(15,320.25)	(9,102.22)	(16,917.80)
支付其他与经营活动有关的现金	(39,345.99)	(205,307.42)	(35,793.77)	(45,141.98)
经营活动现金流出小计	(104,263.68)	(620,397.58)	(385,243.59)	(628,965.48)
经营活动产生的现金流量净额	44,841.68	(243,742.07)	(245,220.78)	(467,490.98)
二、投资活动产生的现金流量				
取得投资收益收到的现金	1,338.96	529.47	7,150.78	697.79
取得子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	109,320.47	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收到的现金	27.85	53.23	64.31	40.29
收到其他与投资活动有关的现金	44,647.89	45,807.14	200,718.06	1,366.70
投资活动现金流入小计	46,014.69	155,710.31	207,933.15	2,104.77
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	(714.55)	(11,243.18)	(4,890.55)	(5,696.44)
支付其他与投资活动有关的现金	(101,463.67)	(46,943.25)	(29,807.14)	(200,718.06)
投资活动现金流出小计	(102,178.22)	(58,186.42)	(34,697.69)	(206,414.50)
投资活动产生的现金流量净额	(56,163.52)	97,523.89	173,235.46	(204,309.73)
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金	-	10,000.00	-	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	10,000.00	-	-
发行债券收到的现金	-	98,405.83	-	-

筹资活动现金流入小计	-	108,405.83	-	-
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-	(11,999.00)	(11,999.00)	(35,997.00)
支付的其他与筹资活动有关的现金	(7.23)	(43.39)	(43.39)	(11.84)
筹资活动现金流出小计	(7.23)	(12,042.39)	(12,042.39)	(36,008.84)
筹资活动产生的现金流量净额	(7.23)	96,363.45	(12,042.39)	(36,008.84)
四、汇率变动对现金的影响	23.11	(65.16)	(3.51)	(106.29)
五、现金及现金等价物净减少额	(11,305.96)	(49,919.90)	(84,031.22)	(707,915.85)
加：年初现金及现金等价物余额	706,328.29	756,248.19	840,279.40	1,548,195.25
六、年末现金及现金等价物余额	695,022.33	706,328.29	756,248.19	840,279.40

附录三-2 合并现金流量表补充资料 (单位: 万元)

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	24,584.47	14,339.73	19,366.74
加: 资产减值准备计提	576.11	810.86	-
固定资产折旧	4,238.88	4,185.03	3,988.39
无形资产摊销	1,066.85	866.13	827.42
长期待摊费用摊销	2,511.77	2,552.87	2,239.68
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	6.99	12.37	48.42
公允价值变动损失/(收益)	522.37	(462.43)	(490.23)
利息费用/(收入)	423.94	(4,483.71)	(3,449.23)
汇兑损失	65.16	3.51	106.29
递延所得税资产(增加)/减少	(348.44)	2,861.59	(321.79)
递延所得税负债增加	666.09	-	-
经营性应收项目的增加	(226,002.42)	(226,732.33)	(59,769.94)
经营性应付项目的减少	(52,053.83)	(39,174.40)	(430,036.71)
经营活动产生的现金流量净额	(243,742.07)	(245,220.78)	(467,490.98)

附录四 公司组织架构图



附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	$(\text{负债总额} - \text{代理买卖证券款} - \text{代理承销证券款}) / (\text{资产总额} - \text{代理买卖证券款} - \text{代理承销证券款})$
全部债务	拆入资金+卖出回购金融资产+应付债券
债务资本比率	全部债务 / (全部债务+所有者权益)
流动比率	$(\text{货币资金} + \text{结算备付金} + \text{交易性金融资产} + \text{买入返售金融资产} + \text{应收利息} - \text{代理买卖证券款} - \text{代理承销证券款} + \text{应收款项} + \text{融出资金} + \text{预付款项} + \text{其他应收款}) / (\text{拆入资金} + \text{卖出回购金融资产款} + \text{应付职工薪酬} + \text{应交税费} + \text{应付利息} + \text{应付款项} + \text{其他应付款} + \text{预收账款})$
流动比率(担保人)	$(\text{货币资金} + \text{结算备付金} + \text{交易性金融资产} + \text{买入返售金融资产} + \text{应收利息} + \text{应收代位追偿款} + \text{应收分保未到期责任准备金} + \text{应收分保担保赔偿准备金} - \text{代理买卖证券款} - \text{代理承销证券款}) / (\text{卖出回购金融资产款} + \text{应付分保账款} + \text{预收保费} + \text{应付职工薪酬} + \text{应交税费} + \text{应付利息})$
速动比率	$(\text{货币资金} + \text{结算备付金} + \text{交易性金融资产} + \text{买入返售金融资产} + \text{应收利息} - \text{代理买卖证券款} - \text{代理承销证券款} + \text{应收款项} + \text{融出资金} + \text{预付款项} + \text{其他应收款}) / (\text{拆入资金} + \text{卖出回购金融资产款} + \text{应付职工薪酬} + \text{应交税费} + \text{应付利息} + \text{应付款项} + \text{其他应付款} + \text{预收账款})$
速动比率(担保人)	$(\text{货币资金} + \text{结算备付金} + \text{交易性金融资产} + \text{买入返售金融资产} + \text{应收利息} + \text{应收代位追偿款} + \text{应收分保未到期责任准备金} + \text{应收分保担保赔偿准备金} - \text{代理买卖证券款} - \text{代理承销证券款}) / (\text{卖出回购金融资产款} + \text{应付分保账款} + \text{预收保费} + \text{应付职工薪酬} + \text{应交税费} + \text{应付利息})$
EBITDA	利润总额+利息支出-客户资金利息支出+固定资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (利息支出-客户资金利息支出)
利息保障倍数	$(\text{利润总额} + \text{利息支出} - \text{客户资金利息支出}) / (\text{利息支出} - \text{客户资金利息支出})$ 营业利润率=营业利润/营业收入
营业利润率	营业利润/营业收入
总资产报酬率	净利润/[(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100% 其中: 总资产=资产总额-代理买卖证券款-代理承销证券款
归属于上市公司股东的每股净资产	期末归属于上市公司股东的净资产/期末普通股股份总数
每股经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额/期末普通股股份总数
每股净现金流量	现金及现金等价物净增加额/期末普通股股份总数

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

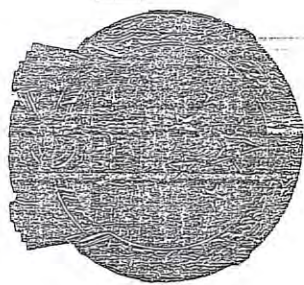
根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对发行主体开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，在受评债券存续期内发行主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据发行主体信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整发行主体信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据发行主体公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站（www.pyrating.cn）公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。



企业法人营业执照 (副本)

名称 鹏元资信评估有限公司

企业类型 有限责任公司

住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼

法定代表人 刘思源

成立日期 一九九三年三月十七日

注册号 440301103519856



重要提示

- 1、经营范围：商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、注册资本：深圳市实行有限责任公司注册资本认缴登记制度。
- 3、信息查询：商事主体经营范围、出资情况、营业期限和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他监管信息，请登录深圳市市场监督管理局临时信用信息公示平台（网址：www.szcredit.com.cn）查询。

登记机关



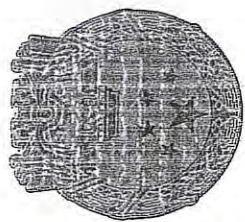
二〇一三



七日



440301103519856



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：鹏元资信评估有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：刘思源

注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼

编号：ZPJ002

中国证券监督管理委员会(公章)

