

跟踪评级公告

联合[2018]517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 C1”、“16 西南 C2”、“17 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：

二零一八年 十二月十八日

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 2018 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	债券规模	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 C1	30 亿元	2+3 年	AA+	AA+	2017/6/9
16 西南 C2	30 亿元	3 年	AA+	AA+	2017/6/9
17 西南 C1	10 亿元	3 年	AA+	AA+	2017/9/12

跟踪评级时间：2018 年 5 月 18 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	710.00	636.94	672.60
自有资产（亿元）	577.08	538.07	--
股东权益（亿元）	196.68	200.49	199.80
自有负债（亿元）	380.40	337.58	--
自有资产负债率（%）	65.92	62.74	--
营业收入（亿元）	36.32	30.61	7.18
净利润（亿元）	9.13	6.91	2.61
营业利润率（%）	31.88	28.95	47.55
平均净资产收益率（%）	4.65	3.48	1.31
净资本（亿元）	147.92	143.51	141.98
风险覆盖率（%）	268.11	211.53	201.95
资本杠杆率（%）	22.28	25.30	24.16
短期债务（亿元）	170.57	102.21	169.86
全部债务（亿元）	305.04	271.74	339.40
EBITDA（亿元）	26.07	25.03	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.93	1.66	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.09	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.37	0.36	--

注：1、本报告中涉及净资本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、2018 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；截至 2017 年末，公司资产以可快速变现资产为主，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，盈利能力有所下滑。

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 C1”、“16 西南 C2”、“17 西南 C1”债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司作为国内综合性上市券商之一，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，有利于公司发挥业务协同效应，扩大收入和盈利来源。

2. 截至 2017 年末，公司资产以可快速变现资产为主，资产质量良好，资本较为充足。

关注

1. 经济周期变化、市场波动及相关监管政策的变化等因素对证券公司经营带来的影响值得关注。

2. 公司经纪业务和自营业务收入受证券市场行情影响较大,且投资银行业务因立案调查事件受到了一定不利影响。2017 年,受市场行情较为低迷及监管处罚影响,公司营业收入及净利润规模有所下降,盈利能力有所下滑。

3. 由于投资银行业务违规扣分事项等影响,2017 年,公司在证监会分类评级为 C 级,较 2016 年 A 级降幅较大,对公司各类业务的造成一定的不利影响,公司内控水平需要进一步提升。

分析师

陈 凝

电话: 010-85172818

邮箱: chenn@unitedratings.com.cn

贾一晗

电话: 010-85172818

邮箱: jiaiyh@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：


陈崇 廖一峰

联合信用评级有限公司

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。2014年2月，公司向原股东重庆市城市建设投资（集团）有限公司、重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司、重庆高速公路集团有限公司和重庆市水务资产经营有限公司定向增发普通股5亿股，发行价格为每股8.62元，共募集资金43.10亿元。

2015年9月，公司2015年第四次临时股东大会决议同意以截至2015年6月30日的公司总股本28.23亿股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股，共计转增28.23亿股。转增后，公司总股本增至56.45亿股，其中的新增无限售流通股于2015年9月30日上市交易。

截至2018年3月底，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2018年3月底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
中国建银投资有限责任公司	5.82
重庆市城市建设投资（集团）有限公司	5.41
重庆高速公路集团有限公司	5.31
合计	50.62

资料来源：公司提供

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2017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5家一级子公司，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”）、重庆股份转让中心有限责任公司（以下简称“重庆OTC”）、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。截至2017年末，公司员工人数为2,906人。

截至2017年末，公司资产总额636.94亿元，其中客户存款82.39亿元；负债总额436.46亿元，其中代理买卖证券款98.88亿元；所有者权益200.49亿元，其中归属于母公司的所有者权益193.84亿元；母公司口径净资本143.51亿元。2017年，公司实现营业收入30.61亿元，净利润6.91亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.69亿元，现金及现金等价物净增加额-57.77亿元，期末现金及现金等价物余额159.43亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 672.60 亿元，其中客户存款 97.83 亿元；负债总额 472.80 亿元，其中代理买卖证券款 118.68 亿元；所有者权益 199.80 亿元，其中归属于母公司所有者权益 193.77 亿元；母公司口径净资产 141.98 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.18 亿元，净利润 2.61 亿元，其中归属于母公司净利润 2.62 亿元；现金及现金等价物净增加额 21.33 亿元，期末现金及现金等价物余额 180.76 亿元。

注册地址：重庆市江北区桥北苑 8 号；法定代表人：吴坚。

二、跟踪债券概况

“16 西南 C1”

“西南证券股份有限公司 2016 年第一期次级债券”发行规模 30 亿元，债券为 5 年期，附第 2 年末发行人赎回选择权，起息日为 2016 年 6 月 2 日，到期日为 2021 年 6 月 2 日；票面利率为 3.63%。本期债券于 2016 年 6 月 23 日起在上交所挂牌交易。本期债券简称为“16 西南 C1”，上市代码为“135524.SH”。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2017 年 6 月 2 日，公司按时、足额支付了“16 西南 C1”2016 年 6 月 2 日至 2017 年 6 月 1 日期间的利息。本期债券的募集资金在扣除发行费用后，全部用于补充公司营运资金。截至报告出具日期，尚未到发行人行权期。

“16 西南 C2”

“西南证券股份有限公司 2016 年第二期次级债券”发行规模 30 亿元。期限为 3 年，起息日为 2016 年 9 月 20 日，到期日为 2019 年 9 月 20 日；票面利率为 3.49%。本期债券于 2016 年 10 月 17 日起在上交所挂牌交易。本期债券简称为“16 西南 C2”，上市代码为“135856.SH”。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的募集资金在扣除发行费用后，全部用于补充公司营运资金。2017 年 9 月 20 日，公司按时、足额支付了“16 西南 C2”2016 年 9 月 20 日至 2017 年 9 月 19 日期间的利息。

“17 西南 C1”

“西南证券股份有限公司 2017 年非公开发行次级债（第一期）”发行规模 10 亿元，债券为 3 年期，起息日为 2017 年 12 月 21 日，到期日为 2020 年 12 月 21 日；票面利率为 6.27%。本期债券于 2018 年 1 月 10 日起在上交所挂牌交易。本期债券简称为“17 西南 C1”，上市代码为“150058.SH”。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的募集资金在扣除发行费用后，全部用于补充公司营运资金。截至报告出具日期，尚未到期本期债券第一个付息日。

募集资金方面，“16 西南 C1”、“16 西南 C2”、“17 西南 C1”均已按照合同或相关约定按期足额付息兑付，未发生违约情况。

三、行业分析

严监管环境和活跃度较低的市场环境下，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，业务结构同质化依旧明显，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。

2017 年以来，证券行业在监管趋严和市场交投活跃度较低的环境下，业绩分化有所加深，风险事件逐步得到控制。行业监管思路明确为依法监管、从严监管、全面监管，在投行业务、股票

质押业务、再融资业务以及资产管理业务等方面相继出台政策法规，并加大违规事件的惩处力度；此外，证监会修订并发布了《证券公司分类监管规定》，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，引导行业聚焦主业发展，对证券行业整体信用能力的提升是利好。

2017 年，证券市场呈现结构性行情，绩优股涨幅较大，中小盘股连续下跌，指数处于震荡并小幅上升趋势，但整体市场活跃度较上年有所下降。从业务表现看，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，但降幅有所收窄；经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。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，2017 年，131 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,113.28 亿元，全年实现净利润 1,129.95 亿元，分别同比减少 5.08% 和 8.47%。从收入结构来看，2017 年证券公司经纪业务和投行业务收入占比有所下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源。2017 年，证券投资收益（含公允价值变动）占比 27.66%，较上年度提高 10.32 个百分点；代理买卖证券业务净收入收入占比较去年减少 5.73 个百分点至 26.37%；证券承销与保荐业务净收入占比 12.34%，较上年度减少 3.51 个百分点；财务顾问业务净收入、投资咨询业务净收入、资产管理业务净收入和利息净收入的占比分别为 4.03%、1.09%、9.96% 和 11.18%。截至 2017 年底，131 家证券公司总资产为 6.14 万亿元，较 2016 年底增加 6.04%；净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，较 2016 年底分别增加 12.80% 和 7.48%，资本实力有所提升。

2018 年，证券行业“强监管”态势将进一步延续，对证券公司风控能力和合规管理提出了更高要求，全行业业绩将保持平稳；同时，随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，行业分化将进一步加大，行业龙头位置将更加明显。

2018 年，伴随着我国经济增速和结构的调整，资本市场将在强监管的背景下持续深化改革，并逐渐回归资源有效配置的本质功能，证券公司肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。“十九大”报告明确提出“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重”，资本市场承担着为实体经济提供必要的资金支持的重要作用。2018 年初，受美联储加息和中美贸易摩擦影响，证券市场振幅加剧。预计 2018 年证券市场将延续结构性行情，IPO 保持常态化发行趋势，同时出现系统性风险的概率较低，从而推动证券行业的业务转型，以创新能力带动直接融资市场，更好的服务实体经济，持续优化收入结构，全行业业绩将保持平稳。同时，2018 年预计强监管的态势将会进一步延续，《证券公司分类监管规定》更加强调全面风险管理；《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》继续倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点。

随着监管强化和市场环境变化，证券行业竞争愈加激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。大、中、小型证券公司业绩分化格局将进一步显现，大型证券公司得益于多元化的业务布局，经营业绩受市场环境和监管政策变动的影响较小。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势；同时《证券公司分类监管规定》利好综合性大证券公司，行业集中度可能进一步上升，中小券商的竞争压力将进一步提高。

总体看，在金融去杠杆和严监管的背景下，证券公司需进一步提高风控能力和合规管理能力，全行业业绩将保持平稳，行业分化将进一步加剧，行业龙头地位将更加明显，中小券商竞争压力将进一步加重。

四、管理与内控分析

跟踪期内，公司高级管理人员存在一定变动，2017年3月，原董事王珠林和江峡任职期满离职，新任董事分别为张刚和万树斌，张刚曾任职于重庆渝富办公室主任、总经理，重庆市公共交通站场集团有限公司；万树斌曾任职于中国建银投资有限责任公司集中采购办公室、资产管理分公司等；2017年5月，原独立董事吴军、刘轶茂、张力上任任职期满离职，新任独立董事分别为赵如冰、罗炜、傅达清，赵如冰曾任职于长城证券有限责任公司景顺长城基金管理有限公司，罗炜曾任职于北京汇冠新技术股份有限公司，傅达清曾任职于重庆城市交通开发投资（集团）有限公司外部等；原监事高志文任职期满离职，由原职工监事李波任职监事，新任职工监事为赵天才；2017年7月，原副总裁、原董事会秘书徐鸣镝因个人原因提出离职，新任副总裁为张纯勇曾任职于西南期货担任董事长，公司高级管理层人员变动未对公司经营状况造成较大影响。

制度方面，公司修订了《西南证券股份有限公司压力测试管理办法》，建立压力测试机制，对极端情景下公司可能面临的市场风险进行分析，极端情景主要包括：经济衰退、证券市场价格及利率大幅变动、特殊风险事件等。通过压力测试评估公司自有资金投资在极端情况下的可能损失金额，判断公司整体的市场风险是否在可承受范围之内，并拟定应对措施。公司还修订了《西南证券股份有限公司流动性风险管理办法》，明确公司流动性风险管理的目标、原则、组织体系和工作方法，分别从流动性限额、融资策略、现金流缺口、日间流动性管理、优质流动性资产配置、压力测试、应急计划等方面加强流动性管理，增强公司应对流动性冲击的能力。

2017年5月，证监会针对公司大有能源2012年非公开项目未勤勉尽责对公司出具《行政处罚决定书》，同年5月，证监会以在鞍重股份2016年重大资产重组项目未勤勉尽责对公司出具《行政处罚决定书》，公司投资银行业务存在重大缺陷，公司投资银行业务中的保荐业务和财务顾问业务受到一定不利影响。针对上述投资银行业务的重缺陷，公司正在对投资银行业务进行全面的整改，具体整改措施如下：（1）公司一级部门内核部作为公司内核委员会的常设机构，与公司合规、风控部门一同构成投行类业务内部控制的第三道防线，实现公司层面对投行类业务风险的整体管控，其部门负责人为公司内核负责人；在投资银行事业部内成立合规部门，提升投资银行业务一线合规管理专业性与有效性；（2）更新完善投资银行业务制度体系；（3）建立完善投资以安徽国业务绩效考核机制；（4）对现有投资银行类项目开展自查整改工作。

分类评级方面，2016年公司在证监会分类评级中为A类A级别，2017年，公司投资银行业务受到监管处罚，分类评级大幅降至C级，风险控制水平有待提升。

总体看，跟踪期内，公司管理层出现了一定的变动，随着外部环境的不断变化，公司不断完善制度建设。公司投资银行业务受监管处罚，分类评级大幅下降，风险控制管理水平需不断提高。

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、自营业务和投资银行业务是公司主要收入来源。2017年受市场环境及公司部分业务受限影响，公司营业收入及净利润规模下滑明显。2017年，公司实现营业收入30.60亿元，同比减少15.75%，实现净利润6.91亿元，同比减少24.30%，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，%）

板块	2016 年度		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
经纪业务（含融资融券业务）	13.47	37.09	13.34	43.59
投资银行业务	12.20	33.59	5.69	18.59
资产管理业务	1.35	3.72	1.09	3.56
自营业务	8.65	23.82	10.59	34.61
其他	0.65	1.78	-0.11	-0.35
合计	36.32	100.00	30.60	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

2017年，公司收入结构变化较大，经纪业务收入和自营业务收入占比大幅上升，投资银行业务收入占比大幅下降。受监管处罚和政策变动影响，2017年，公司投资银行业务实现营业收入5.69亿元，同比下降53.36%，在营业收入中的占比为18.59%，占比较上年下降15.00个百分点。2017年，公司经纪业务（含融资融券业务）实现营业收入13.34亿元，同比小幅下降0.97%，主要是信用业务的增长所致，经纪业务收入在营业收入中的占比为43.59%，较上年上升6.50个百分点，仍为公司营业收入第一大来源。2017年，公司自营业务实现营业收入10.59亿元，同比增长22.43%，主要系公司把握市场行情，调整投资策略，救市投资资金及债券投资收益增长所致，在营业收入中的占比为34.61%，较上年上升10.79个百分点，为公司营业收入的重要来源。2017年，公司资产管理业务实现营业收入1.09亿元，同比下降53.36%，主要系在监管趋严的背景下，公司适时的进行了资产业务的调整所致；在营业收入中的占比为3.56%，较上年下降0.16个百分点，占比相对较小。2017年，公司其他收入为-0.11亿元，为亏损，主要系公司代理买卖证券规模下降，客户保证金利差收入减少所致。

2018年1~3月，公司实现营业收入7.18亿元，同比增长41.52%，净利润2.61亿元，较上年同期增加2.39亿元，从收入构成来看，主要来源于手续费及佣金收入和投资收益，收入结构较上年变化不大。

总体看，2017年，受外部市场及监管处罚影响，公司营业收入和净利润规模大幅下降，盈利能力下滑显著。同时，联合评级也关注到，公司经纪业务和自营业务收入占比较高，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。

2017 年受监管处罚影响，公司未进行新网点的铺设，通过打造“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 2017 年末，公司在国内主要城市

设有 94 家营业部，其中重庆地区 44 家，实现了对重庆区县的全覆盖，在重庆市仍具有一定的区域优势，并在深圳、重庆、上海、浙江等地设立 34 家分公司，公司利用网点为前段抓手，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。2017 年证券市场整体低迷，成交量下降明显，2017 年公司代理买卖证券交易额为 2.84 万亿元，同比下降 10.21%。在市场份额方面，公司股票、基金占市场份额的比重为 0.79%，债券占市场份额的比重为 0.39%，债券市场份额进一步提升。公司 2016 年经纪业务平均佣金率为 0.0456%，较上年下降 0.014%，但高于行业平均水平，未来仍存在下降空间。收入方面，2017 年公司经纪业务手续费净收入 6.63 亿元，同比减少 21.47%。

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	2016 年		2017 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票、基金	2.21	0.80	1.80	0.79
债券	0.92	0.20	1.04	0.39
合计	3.13	--	2.84	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司经纪业务在重庆市仍具有较强的区域竞争优势，受市场环境的影响，2017 年公司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。截至 2017 年底，公司在中国证券业协会注册的保荐代表人共 52 名。

2017 年，公司股权融资方面，完成 IPO 项目 2 个，与 2016 年持平，承销金额 11.32 亿元，较上年增长 17.67%。2017 年，债券市场发行萎缩，整体市场发行量下滑较明显，公司债券承销项目规模亦大幅下降，累计完成债券主承销发行项目 22 个，累计承销金额约 164.64 亿元，同比下降 72.80%。再融资业务方面，受监管影响公司再融资业务受限，再融资项目及承销规模大幅下降，2017 年公司再融资项目完成 7 个，累计承销金额 118.14 亿元，同比下降 46.48%，2017 年，公司投资银行业务实现手续费及佣金净收入 6.26 亿元，同比下降 54.22%。

财务顾问业务方面，公司 2017 年担任财务顾问并涉及发行股份的重大资产重组项目 6 家（按照证监会核准批复统计），实现财务顾问净收入 2.50 亿元，同比减少 47.92%，主要是受监管处罚及外部市场环境的综合影响所致。

新三板业务方面，2017 年公司抓住市场机遇，适时调整业务结构，共完成推荐挂牌项目 57 单，排名市场第 13 位，市场份额占比 2.3%；协助 62 家挂牌企业进行股票发行融资共计 67 次，发行金额 34.00 亿元，发行收入占比不断提升；新三板托管账户达 2,106 户，托管股份 72.2 亿股，托管市值达 247 亿元，受托新三板股票资产继续保持稳定增长。

2017 年 3 月，公司收到《中国证券监督管理委员会调查通知书》，被证监会立案调查，由于证监会立案调查事件，2017 年上半年，公司投资银行业务中的保荐业务和财务顾问业务受到一定

不利影响，项目开展受到一定的限制，因此项目及团队存在一定的流失，对投资银行业务产生不利的影响。2017年，公司新增设内核委员会，是公司开展投资银行类业务的非常设内核机构，内核委员由公司内部的专业人士和外部专家组成，由公司聘任。公司内部专业人士应包括法律合规部、风险控制部、内核部、质量控制部门和投资银行类业务部门具有一定工作经验的人员。内核委员会需对首次公开发行股票并上市的保荐业务、上市公司证券发行的保荐业务、上市公司并购重组等投资银行业务进行表决，并履行最终审批决策职责。

表4 公司投资银行业务情况表（单位：亿元，个）

项目	2016年		2017年	
	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额
首次公开发行	2	9.62	2	11.32
再融资发行	12	220.73	7	118.14
债券发行	61	605.32	22	164.64
合计	75	835.67	31	294.10

资料来源：公司提供

投行项目储备方面，截至2017年底，公司在审项目：IPO项目1个、上市公司再融资项目2个、固定收益类项目11个、新三板项目6个。此外，未申报的储备项目：IPO项目15个、上市公司再融资项目4个、固定收益类项目20个、资产证券化项目2个、新三板项目501个、财务顾问项目11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，跟踪期内，受监管调查及行业的综合影响，公司投资银行业务收入规模大幅下降；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。

2017年，公司自营业务投资规模有所增加。截至2017年末，公司自营投资业务规模为284.84亿元，较年初增长26.45%，主要系股票和基金投资规模增加所致。在投资结构方面，公司自营业务以债券投资为主，2017年量化投资业务降低了债券持仓久期及杠杆，并转换了股票持仓的整体价值风格。其中，债券投资余额为163.05亿元，余额占比57.24%，较上年末下降4.49个百分点；股票投资余额为42.83亿元，余额占比15.04%，较上年末上升2.06个百分点；基金投资规模为61.45亿元，余额占比21.57%，较上年末上升7.23个百分点，以货币基金和其他证券投资基金为主。2017年，公司自营业务收入为10.59亿元，同比增长22.43%，主要系公司把握市场行情，调整投资策略使得债券投资收益增加所致。截至2017年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为50.84%，较上年上升0.68个百分点，自营固定权益类证券及其衍生品/净资本为130.78%，较上年上升21.31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	2016 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比
股票	33.87	12.98	42.83	15.04
债券	161.04	61.73	163.05	57.24
基金	37.40	14.34	61.45	21.57
证券公司理财产品	18.92	7.25	14.47	5.08
银行理财产品	9.66	3.70	3.04	1.07
合计	260.89	100.00	284.84	100.00

资料来源：公司提供

总体看，受市场行情影响，2017 年自营投资业务收入规模大幅增长。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。

2017 年公司着力发展主动管理型业务，压缩通道业务规模，调整业务结构，截至 2017 年末，公司在运行资产管理计划 183 只，母公司管理的资产管理计划 167 只，其中主动管理计划 65 只，定向通道产品 102 只。截至 2017 年末，公司资产管理业务规模为 929.97 亿元，较上年末下降 14.79%，主要系在资管新规的影响下，公司调整业务架构压缩通道业务规模所致；其中，公司集合资产管理业务规模为 262.09 亿元，较年初大幅增长 26.50%；公司定向资产管理业务规模为 640.37 亿元，较上年末大幅下降 26.61%；公司专项资产管理业务规模为 27.51 亿元，较上年末大幅增长 136.54%。2017 年，受公司业务规模下降影响，公司资产管理业务实现管理费净收入同比减少 17.18%，收入金额 1.35 亿元，其中集合资产管理业务收入有所下降，主要是 2016 年公司使用自有资金进行定向投资获得了较高的收益，导致 2016 年收入水平大幅提升。

表 6 公司资产管理业务规模及收入情况（单位：亿元）

项目	2016 年末		2017 年末	
	规模	管理费净收入	规模	管理费净收入
集合资产管理业务	207.18	0.84	262.09	0.77
定向资产管理业务	872.53	0.77	640.37	0.56
专项资产管理业务	11.63	0.02	27.51	0.02
合计	1,091.35	1.63	929.97	1.35

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司积极调整资产管理业务结构，资产管理业务发展较好，但目前对公司营业收入贡献较小，未来有望进一步提升。

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。

2017 年，公司大力发展融资融券业务，不断丰富融券品种，提高资金运作效率。截至 2017

年末，公司融资融券业务账户数目 3.10 万户，较年初增加 1,379 户，账户余额合计 82.29 亿元，较上年末增长 6.81%，主要系受市场行情影响，融资融券业务规模增长所致。2017 年公司融资融券业务利息收入 6.22 亿元，同比减少 3.12%。

表 7 公司融资融券业务情况 (单位: 户, 亿元)

项目	2016 年末	2017 年末
融资融券账户数目	29,665	31,044
融资融券账户余额	77.04	82.29
融资融券利息收入	6.42	6.22

资料来源：公司提供

股票质押和约定购回业务方面，截至 2017 年底，公司股票质押回购交易余额 17.90 亿元，2017 年实现利息收入 0.89 亿元，同比增长 2.43%，近两年公司股票质押回购业务未发生重大风险事件；约定购回账户余额为 1.50 亿元，2017 年实现利息收入 0.09 亿元，同比下降 34.74%，主要是约定购回业务规模下降所致。

截至 2017 年末，公司信用杠杆率为 54.49%，较上年小幅下降。

总体看，公司信用交易业务仍以融资融券业务为主，2017 年融资融券业务稳定发展，股票质押回购业务稳健发展；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，收入增长存在一定不确定性。

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 2017 年末，西证投资总资产 12.54 亿元，净资产 12.38 亿元；2017 年实现营业收入 1.00 亿元，净利润 0.24 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。

重庆 OTC 成立于 2009 年的重庆股份转让中心转制而来，业务范围包括推荐企业进入全国场外市场挂牌、提供股权转让平台、提供股权登记托管等股权增值服务。公司持有重庆 OTC 53% 的股权。2016 年，重庆 OTC 进一步完善企业孵化培育体系，力助中小微企业拓宽融资渠道，新增挂牌企业 170 家，交易额、融资额等主要指标在国内区域市场中位居前列。截至 2017 年末，重庆 OTC 总资产 5.27 亿元，净资产 2.61 元；实现营业收入 0.68 亿元，净利润 0.16 亿元。未来公司将进一步发挥重庆 OTC 以私募股权和私募债权流转为核心的业务优势，为非上市股份公司股份、有限公司股权以及其他各类权益的登记、托管、挂牌、交易、结算及投融资提供场所和服务。

西证创新成立于 2013 年，注册资本金 6 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 2017 年末，西证创新总资产 24.06 亿元，净资产 22.99 亿元；2017 年实现营业收入 1.76 亿元，亏损 0.23 亿元。

西南期货于 2013 年成为公司全资子公司，注册资本 3 亿元。2016 年，西南期货及时调整经营思路，商品期货经纪业务成交金额同比增长 37%，在运行 20 只期货资产管理计划，管理规模 5 亿元；成功升级中金所结算会员，并取得中国银行间市场交易商协会会员资格，进一步强化核心投资能力；积极筹建风险管理业务，推动信息化建设由技术保障型向技术推动型转变。截至 2017 年末，西南期货总资产 14.96 亿元，净资产 5.36 亿元；2017 年实现营业收入 0.83 亿元、净利润 0.17 亿元。

西证国际成立于 2013 年，资本金 10 亿元港币。截至 2017 年末，西证国际总资产 22.93 亿元，净资产 6.62 亿元；实现营业收入 0.11 亿元，净利润 13.84 万元。

银华基金成立于 2001 年 5 月，注册资本 2 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 49% 股权，为其第一大股东。截至 2017 年末，银华基金总资产 29.92 亿元，净资产 21.87 亿元；2017 年实现营业收入 16.58 亿元，净利润 4.01 亿元。总体看，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，未来有望为公司提供比较稳定的盈利来源。

总体看，2017 年，公司子公司业务发展相对稳定，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

2018 年，证券行业监管制度的进一步完善和业务的创新发展都将进入新的纪元，在这样的时代环境下，公司将继续坚持以客户为中心的经营宗旨和服务实体经济的重要导向，遵循“坚持以人为本，坚持市场化道路，坚持创新发展，坚守合规底线和风控边界”四大指导方针，牢牢把握“一带一路”、西部大开发、长江经济带发展等重要战略发展机遇，基于自身条件，大力推动业务模式的转型和产品服务的创新，进一步完善综合金融服务模式，全面升级内部管理体系，统筹协调国内国际市场。

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 2016~2017 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。近年来，公司合并范围变化无较大变化。总体看，公司财务数据可比性较强。公司提供的 2017 年半年报未经审计。

截至 2017 年末，公司资产总额 636.94 亿元，其中客户存款 82.39 亿元；负债总额 436.46 亿元，其中代理买卖证券款 98.88 亿元；所有者权益 200.49 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 193.84 亿元；母公司口径净资本 143.51 亿元。2017 年，公司实现营业收入 30.61 亿元，净利润 6.91 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.69 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 672.60 亿元，其中客户存款 97.83 亿元；负债总额 472.80 亿元，其中代理买卖证券款 118.68 亿元；所有者权益 199.80 亿元，其中归属于母公司所有者权益 193.77 亿元；母公司口径净资本 141.98 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.18 亿元，净利润 2.61 亿元，其中归属于母公司净利润 2.62 亿元；现金及现金等价物净增加额 21.33 亿元，期末现金及现金等价物余额 180.76 亿元。

2. 资产质量与流动性

2017 年，公司资产管理规模有所下降，截至 2017 年末，公司资产总额 636.94 亿元，较上年末下降 10.18%；同期，公司自有资产规模为 538.07 亿元，较上年末小幅下降 6.76%。公司自有资产以可快速变现资产为主，截至 2017 年底，公司可快速变现资产为 460.07 亿元，可快速变现资产占自有资产比重 85.50%，较上年末上升 3.33 个百分点。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产、融出资金和自有货币资金是可快速变现资产的主要组成部分，截至 2017 年底，该四项资产在可快速变现资产中的占比分别为 48.59%、14.08%、19.05% 和 11.24%。2017 年，公司可快速变现资产结构有所变化，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和融出资金占比略有上升，自有资金和可供出售金融资产占比略有下降。

表 8 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末
自有资产	577.08	538.07
可快速变现资产	474.21	460.07
其中：自有货币资金	69.50	51.69
自有结算备付金	5.61	1.75
融出资金	80.42	87.64
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	215.34	223.57
买入返售金融资产	29.45	30.65
可供出售金融资产	73.88	64.77
资产总额	710.00	636.94

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

注：可快速变现资产中的可供出售金融资产中，证券公司理财产品、银行理财产品及其他已剔除。

截至 2017 年底，公司货币资金为 134.08 亿元，较上年末下降 21.26%，主要系客户存款资金减少所致；融出资金规模为 87.64 亿元，较上年末增长 7.14%，主要系受市场行情影响公司两融业务规模增加所致，从融出资金期限来看，以 3~6 个月为主，占比为 70.05%，流动性较好，计提减值准备 0.17 亿元，计提充分；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 223.57 亿元，较上年末增长 5.02%，主要系股票投资规模增加所致，其构成以债券为主，占比为 69.44%；买入返售金融资产为 30.65 亿元，较上年末增长 9.06%，主要系股票质押式回购业务规模增加所致，从买入返售标的来看，以股票和债券为主，占比分别为 70.61%和 29.39%；可供出售金融资产账面价值为 88.59 亿元，较上年末下降 27.27%，主要系投资的基金与理财产品减少所致，可供出售金融资产以基金、股票和证券公司理财产品为主，占比分别为 27.80%、36.49%和 19.96%。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 672.60 亿元，较上年末增长 5.60%，公司资产总额以融出资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产为主，资产结构较上年末变化不大。

总体看，2017 年，公司自有资产仍以可快速变现资产为主，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

2017 年公司负债规模有所下降。截至 2017 年底公司负债总额和自有负债规模分别为 436.46 亿元和 337.58 亿元，较上年末分别下降 14.74%和 11.26%，主要系应付短期融资款减少所致。截至 2017 年末，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 33.55%和 57.93%，应付短期融资款大幅下降至 4.01 亿元。截至 2017 年底，公司应付短期融资款为 4.01 亿元，较上年末减少 69.67 亿元，主要系公司偿还短期公司债券所致；卖出回购金融资产款为 98.18 亿元，较上年末小幅增长 1.33%；应付债券 169.54 亿元，较上年末增长 27.58%，主要系公司新增发行次级债券所致，发行金额 10.00 亿元，票面利率 6.27%。

截至 2017 年末，公司净资本/负债和净资产/负债指标分别为 52.24%和 69.60%，较上年末分别上升 2.84 个百分点和 7.68 个百分点，均高于行业监管标准；截至 2017 年末，公司的自有资产负债率为 62.74%，较上年末下降 3.18 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	2016 年末	2017 年末
自有负债	380.40	337.58
其中：卖出回购金融资产款	96.81	98.18
应付债券	134.48	169.54
应付短期融资款	73.68	4.01
非自有负债	187.75	143.79
其中：代理买卖证券款	132.92	98.88
负债合计	513.32	436.46
自有资产负债率	65.92	62.74
净资本/负债	49.40	52.24
净资产/负债	61.92	69.60

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

有息债务方面，截至 2017 年末，公司总债务规模 271.74 亿元，较上年末下降 10.92%，主要系公司偿还到期短期公司债导致的应付短期融资款下降所致。从债务结构看，截至 2017 年末，公司短期债务占比 37.61%，长期债务占比 62.39%，短期债务占比下降 18.31 个百分点，债务结构有所优化，但仍以短期债务为主。

从公司发行债务集中兑付情况来看，截至 2017 年末，公司存续期内债务合计 186.20 亿元，到期情况如下表，存在一定债务集中兑付压力。

表 10 截至 2017 年底起末公司债务期限分布情况（单位：亿元，%）

期限	2018 年到期	2019 年到期	2020 年到期	合计
金额	94.00	82.20	10.00	186.20
占比	50.48	44.15	5.37	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至2018年3月末，公司负债总额472.80亿元，较上年末增长8.33%，公司负债以以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、卖出回购金融资产款、应付债券为主，公司负债结构较上年末变化不大。截至2017年末，公司全部债务为339.40亿元，较上年末增长24.90%，其中短期债务占比50.05%，短期债务占比较上年末上升12.44个百分点，主要是卖出回购金融资产款的增加所致。

总体看，2017年受偿还到期公司债影响，公司自有负债及债务规模有所下降，自有资产负债率处于适中水平，短期债务占比有所下降，债务结构有所优化。

4. 资本充足性

公司主要通过发行次级债、利润留存等方式补充资本。公司近两年所有者权益变动不大。截至 2017 年末，公司合并所有者权益合计 200.49 亿元，较上年末变化不大；其中归属于母公司的所有者权益中，股本占 29.12%、资本公积占 40.07%、一般风险准备占 10.02%，资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性较好。公司 2017 年度利润分配方案为：以公司截至 2017 年末总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.50（含税），实际分配现金利润为 2.82 亿元，现金分红金额同比下降 50.00%，现金分红占公司当年净利润的 42.20%，公司分红力度仍属较大。

截至 2017 年末，公司净资本为 143.51 亿元，较上年末下降 2.98%，其中核心净资本 121.51 亿元，附属净资本 22.00 亿元。截至 2017 年末，公司净资产为 191.20 亿元，较上年末增长 3.11%，

小幅增长。从主要风控指标来看，截至 2017 年末，公司净资本/净资产指标为 75.06%，较上年末下降 4.71 个百分点，主要是公司分类评级下降，导致所需计提的风险准备大幅增加，进而减少了净资本所致；资本杠杆率为 25.30%，较上年末上升 3.02 个百分点；杠杆水平有所上升；风险覆盖率指标为 211.53%，较上年末下降 56.58 个百分点，主要是由于计入附属净资本的次级债存续期限减少，折算金额减少所致。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。

表 11 公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末	监管标准	预警标准
核心净资本	111.92	121.51	119.98	--	--
附属净资本	36.00	22.00	22.00	--	--
净资本	147.92	143.51	141.98	--	--
净资产	185.43	191.20	191.36	--	--
各项风险准备之和	55.17	68.46	70.30	--	--
风险覆盖率	268.11	211.53	201.95	≥100	≥120
资本杠杆率	22.28	25.30	24.16	≥8	≥9.6
净资本/净资产	79.77	75.06	74.19	≥20	≥24

数据来源：公司净资本监管报表及公司提供

流动性指标方面，截至 2017 年末，公司流动性覆盖率和净资金稳定率分别为 234.05%和 148.96%，流动性覆盖率较上年末下降 174.99 个百分点，净资金稳定率较上年末上升 3.58 个百分点，流动性指标优于监管要求水平。

截至 2018 年 3 月末，公司净资产 141.98 亿元，较上年末减少 1.07%，其中核心净资本 119.98 亿元，净资本及核心净资本保持稳定；同期，公司各项风险准备之和 70.30 亿元，较上年末增长 2.69%，风险控制指标方面，同期，公司风险覆盖率 201.95%，资本杠杆率 24.16%，杠杆率及覆盖率有所下降，净资本/净资产 74.19%，较上年各年末下降 0.87 个百分点；流动性指标方面，同期，公司流动性覆盖率和净资金稳定率分别为 485.61%和 143.38%，流动性覆盖率大幅提升，资金稳定率有所下降，但仍符合监管要求，公司各类风险控制指标保持稳定，部分指标优于行业监管水平。

总体看，公司资本实力较强，2017 年受分类评级下降影响，公司净资本规模有所下降，未来有望分类评级的提升，保障净资本充足，目前但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，2017 年，公司经营活动现金流波动较大，2016~2017 年，公司经营性现金流净额分别为-106.16 亿元和-41.61 亿元，2017 年流出规模大幅下降，主要是经纪业务市场趋于稳定，代理买卖证券款余额下降幅度放缓所致，2017 年公司经营活动现金流入为 50.90 亿元，同比下降 36.84%，主要是经纪业务和投资银行业务手续费及佣金收入下降所致；2017 年公司经营活动现金流出为 92.51 亿元，同比下降 50.46%。2016~2017 年，公司投资性现金流净额分别为-3.64 亿元和 43.30 亿元，2017 年投资活动现金流转为净流入状态，主要是收回部分银行理财投资的资金，导致投资活动现金流入规模大幅增加。2016~2017 年，公司筹资性现金流量净额分别为 62.66 亿元和 -58.93 亿元，2017 年筹资活动现金流转为净流出状态，主要是 2016 年公司发行债券导致筹资活动现金流入规模大幅增加，而 2017 年公司发行债券规模较小，现金流入规模下降所致。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。

表 12 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
经营性现金流量净额	-106.16	-41.61	16.07
投资性现金流量净额	-3.64	43.30	5.24
筹资性现金流量净额	62.66	-58.93	0.34
现金及现金等价物净增加额	-46.59	-57.77	21.33
期末现金及现金等价物余额	217.20	159.43	180.76

资料来源：公司审计报告及2018年3月合并财务报表，联合评级整理。

2018 年 3 月，公司经营活动现金流转为净流入状态，经营活动现金流量净额 16.07 亿元；投资活动现金仍为净流入状态，净流入规模有所下降，为 5.24 亿元；筹资活动现金流量净额转为净流入状态，流入规模为 0.34 亿元；现金及现金等价物净增加额 21.33 亿元，期末现金及现金等价物余额 180.76 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流受市场影响波动较大，受收回部分投资资金影响，公司投资活动现金流转为净流入状态，受发行债券规模变动影响，筹资活动现金流呈现一定的波动，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

2017 年，证券市场整体成交量持续低迷，作为公司营业收入主要来源的经纪业务受市场因素影响，收入规模大幅下降，同时作为公司重要收入来源的投资银行业务因监管处罚受限，导致 2017 年公司营业收入同比下降 15.72%，达 36.32 亿元。公司营业收入主要来自手续费及佣金净收入和投资收益，2017 年，公司实现手续费及佣金净收入 14.25 亿元，同比下降 40.98%，主要系投资银行业务收入及经纪业务收入下降所致；手续费及佣金净收入在营业收入中的占比为 20.46%，较上年末下降 17.20 个百分点；公司投资收益 20.00 亿元，同比增长 45.91%，主要系可供出售金融资产实现的收益增加所致，投资收益占营业收入的比重为 65.34%，较上年末上升 27.60 个百分点，占比大幅上升。公司营业收入主要来源于经纪业务和自营业务，上述业务易受外部市场环境的影响，收入稳定性偏弱。

表 13 公司营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	36.32	100.00	30.61	100.00	7.18	100.00
其中：手续费及佣金净收入	24.13	66.45	14.25	46.55	2.67	37.22
经纪业务手续费净收入	8.44	23.24	6.63	21.66	1.42	19.84
投资银行手续费净收入	13.68	37.66	6.26	20.46	0.71	9.83
资产管理业务手续费净收入	1.13	3.11	0.84	2.74	0.29	4.11
利息净收入	0.34	0.95	-2.18	-7.11	-0.47	-6.58
投资收益	13.71	37.74	20.00	65.34	5.72	79.71
公允价值变动收益	-2.85	-7.85	-0.77	-2.52	-0.23	-3.16

资料来源：公司审计报告及 2018 年 3 月合并财务报表，联合评级整理。

2017 年公司营业支出 21.75 亿元，同比下降 12.11%，主要系税金及附加以及业务及管理费减

少所致。从支出构成来看，2017 年公司营业支出中业务及管理费占比 95.75%，占比较上年末上升 1.45 个百分点；2017 年，由于营业收入下滑较大，公司营业费用率较上年有所上升，为 68.03%，薪酬收入比为 0.47 倍，较上年无变化，整体看公司成本控制能力有所下降。

从盈利规模来看，2017 年公司实现净利润 6.91 亿元，同比下降 24.30%。从盈利能力指标来看，2017 年，公司营业利润率为 28.95%，平均自有资产收益率为 1.24%，平均净资产收益率为 3.48%，分别同比下降 2.93 个百分点、0.47 个百分点和 1.17 个百分点，盈利能力有所下滑，根据证券业协会披露的证券公司经营数据，联合评级经计算所得 2017 年行业平均净资产收益率为 6.48%，公司该项指标位于行业中下游水平，盈利能力有待提升。

表 14 公司盈利指标（单位：亿元，%，倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
营业支出	24.74	21.75	3.76
其中：业务及管理费	23.33	20.82	3.72
净利润	9.13	6.91	2.61
营业利润率	31.88	28.95	47.55
薪酬收入比	0.47	0.47	--
营业费用率	64.23	68.03	51.77
平均自有资产收益率	1.71	1.24	--
平均净资产收益率	4.65	3.48	1.31

资料来源：公司审计报告及 2018 年 3 月合并财务报表，联合评级整理。

注：2018 年 3 月合并财务报表未经审计，相关指标未经年化。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.18 亿元，同比增长 41.52%，净利润 2.61 亿元，较上年同期增加 2.39 亿元，主要是 2017 年一季度，因结构化主体亏损、浮亏均较大，因此营收净利润均较低，而该部分结构化主体在本期末均已结束或已扭亏为盈，从收入构成来看，主要来源于手续费及佣金收入和投资收益，收入结构较上年变化不大；从支出情况来看，同期，公司营业支出 3.76 亿元，较上年同期减少 22.70%，主要是绩效支出下降所致；从盈利能力指标来看，公司营业利润率为 47.55%，平均净资产收益率为 1.31%，2018 年一季度，公司经营状况良好。

总体看，公司营业收入主要来源于经纪业务和自营业务，2017 年市场环境持续低迷及受监管处罚导致部分业务开展受限等综合因素的影响，公司盈利能力有所下降，处于行业中下游水平。

7. 偿债能力

2017 年，公司 EBITDA 为 25.03 亿元，同比下降 3.97%，主要是公司利润规模下降所致，公司 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成，占比分别为 33.66%和 60.13%；公司 EBITDA 全部债务比为 0.09 倍，较上年无变化，EBITDA 对全部债务的保护能力较弱；EBITDA 利息倍数由 2016 年的 1.93 倍下降至 1.66 倍，EBITDA 对利息的保护能力仍较好。另一方面，考虑到公司持有较大规模的可快速变现资产，截至 2017 年底，公司可快速变现资产/自有负债为 1.36 倍，保障程度较上年末有所上升，该类资产可对债务形成良好保障。

表 15 公司偿债能力指标表（亿元，%，倍）

项目	2016 年	2017 年
总债务	305.04	271.74
自有资产负债率	65.92	62.74
可快速变现资产/自有负债	1.25	1.36

EBITDA	26.07	25.03
EBITDA 全部债务比	0.09	0.09
EBITDA 利息倍数	1.93	1.66

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至2017年底，公司共获银行授信290.55亿元，还有185.83亿元未使用，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2018年4月17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，2017年公司债务负担有所下降，受利润规模下降影响，EBITDA有所减少，考虑到公司可快速变现资产对自有负债保障能力较好、EBITDA利息倍数等偿债能力指标良好以及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

从资产情况来看，截至2017年底，公司可快速变现资产为460.07亿元，为公司“16西南C1”、“16西南C2”、“17西南C1”本金合计（70.00亿元）的6.57倍，公司可快速变现资产对债券的覆盖程度高；净资产（母公司口径）为191.20亿元，为债券本金合计（70.00亿元）的2.73倍，公司较大规模的可快速变现资产和净资产能够对“16西南C1”、“16西南C2”、“17西南C1”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为25.03亿元，为债券本金合计（70.00亿元）的0.36倍，公司EBITDA对“16西南C1”、“16西南C2”、“17西南C1”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动净现金流-41.61亿元，无法对债券本金合计（70.00亿元）形成保障。

综合以上分析，考虑到公司作为综合类上市证券公司，在资本实力和业务规模等方面具有优势，公司对“16西南C1”、“16西南C2”、“17西南C1”的偿还能力仍极强。

八、综合评价

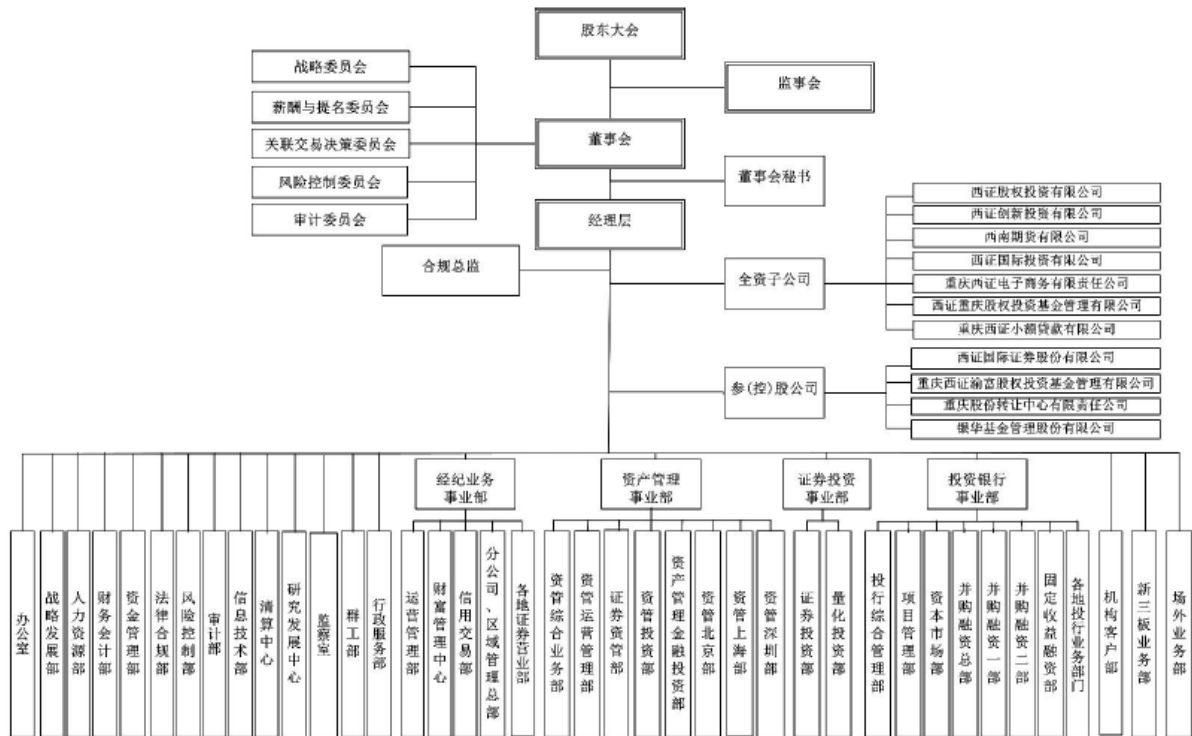
公司作为重庆市地方国有控股的全国性综合类上市证券公司，跟踪期内，公司仍具有较强综合实力，经纪业务在重庆市区域内保持较强的优势；公司持续推进综合化运营平台的建设，进一步促进各个业务条线的协同发展；截至2017年末，公司资产以可快速变现资产为主，资产质量良好，资本较为充足。

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，盈利能力有所下滑。

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C1”、“16西南C2”、“17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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	710.00	636.94	672.60
自有资产（亿元）	577.08	538.07	--
可快速变现资产（亿元）	474.21	460.07	--
所有者权益（亿元）	196.68	200.49	199.80
自有负债（亿元）	380.40	337.58	--
自有资产负债率（%）	65.92	62.74	--
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.39	1.57	--
营业收入（亿元）	6.32	30.61	7.18
净利润（亿元）	9.13	6.91	2.61
营业利润率（%）	31.88	28.95	47.55
营业费用率（%）	64.23	68.03	51.77
薪酬收入比（倍）	0.47	0.47	--
平均自有资产收益率（%）	1.71	1.24	--
平均净资产收益率（%）	4.65	3.48	1.31
净资本（亿元）	147.92	143.51	141.98
风险覆盖率（%）	268.11	211.53	201.95
资本杠杆率（%）	22.28	25.30	24.16
流动性覆盖率（%）	234.05	469.041	485.61
净稳定资金率（%）	148.96	145.38	143.38
短期债务（亿元）	170.57	102.21	169.86
长期债务（亿元）	134.48	169.54	169.54
全部债务（亿元）	305.04	271.74	339.40
EBITDA（亿元）	26.07	25.03	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.93	1.66	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.09	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.37	0.36	--

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
年均增长率	$[(\text{本期}/\text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有资产负债率	自有负债/自有资产 $\times 100\%$
营业利润率	营业利润/营业收入 $\times 100\%$
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入 $\times 100\%$
营业费用率	业务及管理费/营业收入 $\times 100\%$
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产 $\times 100\%$
平均净资产收益率	净利润/平均净资产 $\times 100\%$
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	(融出资金+买入返售金融资产-买入返售中债券回购部分)/所有者权益 $\times 100\%$
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+融出资金+买入返售金融资产+可供出售金融资产 -客户资金存款-客户备付金-扣除不能快速变现的投资资产

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。