

信用等级公告

联合[2015]153号

西南证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对西南证券股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2014 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2014 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：



孙宇 钟彤

二零一五年五月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 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

2014 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级: AAA
 发行人主体信用等级: AAA
 评级展望: 稳定
 债券规模: 不超过 60 亿元
 债券期限: 不超过 10 年
 评级时间: 2015 年 5 月 21 日
 主要财务数据:

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015.3
资产总额 (亿元)	172.57	299.98	582.03	658.08
自有资产 (亿元)	125.19	256.66	475.11	510.76
自有负债 (亿元)	21.14	147.42	302.91	328.68
全部债务 (亿元)	17.70	137.28	268.98	285.97
股东权益 (亿元)	104.05	109.24	172.20	182.08
净资本 (亿元)	74.05	61.28	132.33	132.71
净资本/净资产 (%)	71.18	57.42	81.26	77.13
净资本/负债 (%)	350.62	41.81	45.83	43.96
自有资产负债率 (%)	16.89	57.44	63.76	64.35
净资本/各项风险准备之和 (%)	1307.62	526.03	1,011.68	-954.88
营业收入 (亿元)	12.68	19.64	36.75	20.19
净利润 (亿元)	3.42	6.36	13.47	9.72
EBITDA (亿元)	4.20	7.46	17.03	--
营业费用率 (%)	61.76	52.19	46.78	31.16
平均净资产收益率 (%)	3.37	5.97	9.57	5.49
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.24	0.05	0.06	--
EBITDA 利息倍数	11.35	2.40	2.47	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.08	0.17	0.28	--

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、本报告中涉及净资本、净资产及相关的比率均为母公司口径。

分析师

刘洪涛

电话: 010-85172818

邮箱: liuht@unitedratings.com.cn

钟月光

电话: 010-85172818

邮箱: zhongyg@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

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”) 的评级反映了其作为重庆市地方国有控股的上市的全国性综合性证券公司, 能优先获得地方政府的相关支持, 公司 2014 年定向增发的对象多为重庆市政府下辖的地方国资企业。近年来, 公司各项业务发展较快, 经纪业务和投行业务具备明显区域优势, 整体竞争力较强; 公司治理和内部控制体系逐步完善, 风险管理体系持续健全, 风险防控能力得到提高, 2014 年公司在证监会分类评级中为 A 类 AA 级, 年末净资产和净资本分别为 162.85 亿元和 132.33 亿元, 处于行业较好水平, 体现出公司较强的资本实力和风险控制能力。

目前, 公司资产质量良好, 资本较为充足, 盈利能力较强。联合评级同时也关注到经济周期波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

未来随着市场环境的好转以及营业网点数量的增加和创新业务的稳步推进, 公司业务规模有望进一步扩大, 整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 作为国内综合性券商之一, 公司基本实现全牌照经营, 具有一定的规模优势; 并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. 公司经纪业务和投资银行业务在重庆当地市场具有较明显的竞争优势。

3. 公司具有较强的资本实力和风险控制能力, 2014 年公司在证监会分类评级中为 A

为 A 类 AA 级，年末净资产和净资本分别为 162.85 亿元和 132.33 亿元，处于行业较好水平。

4. 公司作为重庆市地方国有控股的上市证券公司，能优先获得地方政府的相关支持，公司 2014 年定向增发的对象大都是重庆市政府下辖的地方国资企业；本次增发完成后，公司资本实力显著增强，资本充足程度进一步提高。

关注

1. 经济周期波动、国内股票市场低迷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. 创新业务发展对公司内部控制、风险管理、资金等方面提出更高要求。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与西南证券股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与西南证券股份有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用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，未因西南证券股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用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。
- 本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由西南证券股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。
- 西南证券股份有限公司本次债券信用等级一年内有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

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。截至2015年3月底，公司注册资本28.23亿元，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，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会（股权结构图见附件1）。

表1 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	32.69
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	5.66
重庆高速公路集团有限公司	5.31
合计	56.57

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2014年末，公司在国内主要城市设有109家营业部，设有北京分公司，控股5家子公司分别为西证股权投资有限公司、西证创新投资有限公司、重庆股份转让中心有限责任公司、西南期货有限公司、西证国际投资有限公司；公司持有银华基金管理有限公司49%的股权，是其第一大股东。截至2014年末，公司员工人数为2,449人。

截至2014年末，公司资产总额582.03亿元，其中客户存款92.54亿元；负债总额409.83亿元，其中代理买卖证券款106.91亿元；所有者权益172.20亿元；母公司净资产132.33亿元。2014年，公司实现营业收入36.75亿元，净利润13.47亿元。

截至2015年3月末，公司资产总额658.08亿元，其中客户存款138.58亿元；负债总额476.00亿元，其中代理买卖证券款147.32亿元；所有者权益182.08亿元，母公司净资产132.71亿元。2015年1~3月，公司实现营业收入20.19亿元，净利润9.72亿元。

注册地址：重庆市江北区桥北苑8号；法定代表人：余维佳。

二、本次债券及债券筹资项目概况

1. 本次债券概况

公司拟发行总规模不超过人民币60亿元（含60亿元）的公司债券，本次发行债券期限为不超过10年（含10年）期，可以为单一年限品种，也可以为多种期限的混合品种。本次发行公司

债券的票面利率及其支付方式由公司与主承销商根据发行情况共同协商确定。本次债券拟分期发行，公司将根据市场情况等要素协商确定各期债券的发行时间、发行规模及其他发行条款。公司将自中国证监会核准发行之日起六个月内完成首期发行，首期发行规模不少于人民币 30 亿元，剩余数量自中国证监会核准发行之日起二十四个月内发行完毕。首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。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金拟用于补充公司营运资金。

三、行业分析

1. 我国证券市场发展状况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。我国证券市场经过逾 20 年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。

(1) 我国证券市场的规模不断扩大，市场活跃度不断提高

股票市场方面，根据 WIND 资讯统计数据，截至 2014 年底，上交所和深交所上市的公司共有 2,613 家，股票市场总市值为 37.25 万亿元，同比增加 61.29%，2014 年股票证券化率为 67.34%，A 股成交额为 73.77 万亿元。

债券市场方面，根据 WIND 资讯统计数据，截至 2014 年底债券余额为 35.92 万亿元，2014 年现券交易成交金额为 40.33 万亿元，回购交易成交金额为 312.11 万亿元；衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2013 年场内商品期货和场内股指期货的成交额分别为 127.97 万亿元和 164.02 万亿元；场内国债期货也于 2013 年 9 月正式启动，2014 年成交额为 0.88 万亿元。

(2) 多层次资本市场已初步建立并不断完善

股票市场方面，中小板和创业板分别于 2004 年和 2009 年设立；新三板自 2012 年开始启动扩容并于 2013 年扩大至全国，截至 2014 年底挂牌企业数量达 1,579 家；区域性股权交易市场建设也在持续推进中，截至 2014 年末全国共建有区域性股权交易市场超过 60 家，可交易股份总量达 130.94 亿股，总市值达 820.53 亿元。

债券市场方面，我国已建立了交易所债券市场和银行间债券市场。此外，证券公司柜台市场也开始发展，2012 年底，开展柜台市场试点工作，截至 2014 年末共有 42 家试点证券公司获得柜台市场试点资格，目前柜台市场以资产管理计划和衍生品交易为主。

(3) 在证券市场持续发展和监管政策推动下，金融创新产品和服务不断推出，如中小企业私募债、中小企业可交换私募债、优先股、融资融券、约定购回式证券交易、股权激励行权融资、股票质押式回购、股指期货、国债期货、场外金融衍生品、RQFII 等。

同时，我国证券市场还处于发展初期，主要体现在：第一，直接融资所占比例较低。目前，我国企业外部融资大多依靠银行贷款。根据中国人民银行的数据统计，2013 年新增社会融资中，国内非金融机构部门贷款融资占融资总额的比例为 80.21%；2014 年 1~6 月新增社会融资中，国内非金融机构部门贷款融资占融资总额的比例为 75.88%。第二，股票市场、债券市场结构失衡。根据 WIND 资讯数据，截至 2013 年末，我国债券余额总额为 29.95 万亿元，是 GDP 的 52.65%，是股票市值的 1.25 倍。根据世界银行数据统计，截至 2012 年末，美国债券市场未偿还金额为 38.64 万亿美元，是 GDP 的 2.38 倍，是股票市值的 2.07 倍。第三，机构投资者持股比例较小，不利于

证券市场的成熟稳定发展。

2004年~2007年，证券行业监管机构对行业进行了综合治理，有效化解了历史遗留问题，证券行业开始了健康有序的发展。近年来，监管机构推动证券行业创新发展，证券公司家数、全行业营业收入、净利润、总资产、净资产和净资本保持增长趋势。

表 2 2012年~2014年证券行业概况

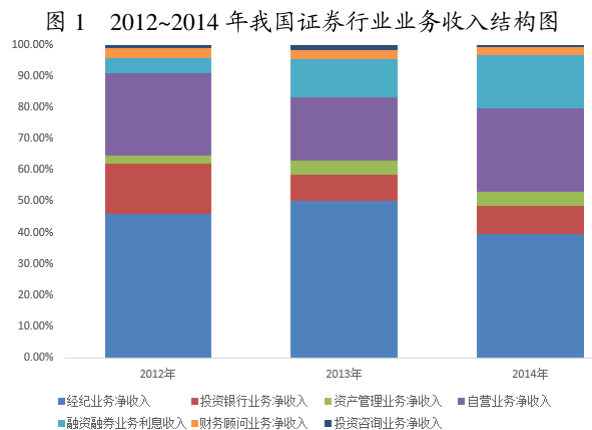
项 目	2012年/2012年末	2013年/2013年末	2014年/2014年末
证券公司家数(家)	114	115	120
盈利家数(家)	99	104	119
盈利家数占比(%)	86.84	90.43	99.17
营业收入(亿元)	1,294.71	1,592.41	2,602.84
净利润(亿元)	329.30	440.21	965.54
总资产(万亿元)	1.72	2.08	4.09
净资产(亿元)	6,943.46	7,538.55	9,205.19
净资本(亿元)	4,970.99	5,204.58	6,791.60

数据来源：中国证券业协会。

证券市场的快速发展一定程度上推动了我国经济的增长，未来随着证券市场的持续发展，证券场所肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。证券市场快速发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

2. 证券业务

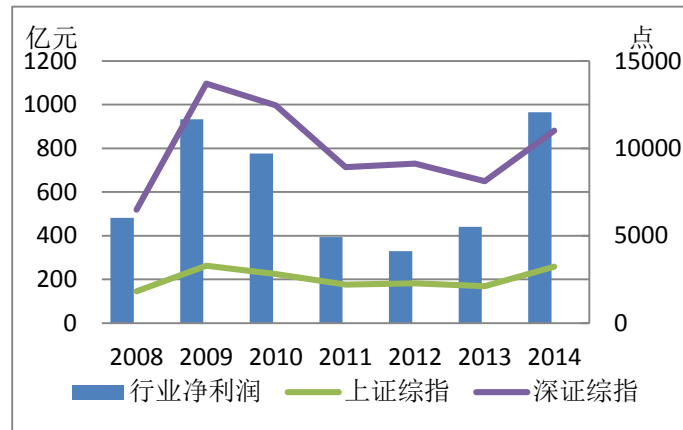
我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。证券经纪业务是我国证券公司目前最主要的业务组成部分，是收入的主要来源，收入占比均在40%以上。近年来，自营业务和融资融券业务发展较快，相关业务收入规模增长较快，2012~2014年，年均增长率56.45%和191.27%，投资银行业务近年来受IPO发行速度的影响，收入规模变化不大，资产管理业务发展较快，收入持续增长，但整体收入规模相对较小。另外，股指期货、证券直投等创新性业务对证券公司的盈利贡献度也在不断增强。



资料来源：中国证券业协会网站。

由于证券公司的收益水平与证券市场交易量正相关，近三年我国证券行业净利润呈现持续增长态势。

图 2 2008~2014 年证券行业净利润情况图



资料来源：中国证券业协会网站。

经纪业务

由于市场竞争加剧，经纪业务市场平均佣金率不断下滑。加之金融危机后，股票市场交易量持续萎缩，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降，也导致了证券公司盈利水平的大幅下滑。在市场竞争日趋激烈之时，证券公司的经纪业务面临新的业务发展机遇和调整。

2012 年 11 月，证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定》，意味着证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”，经纪业务迎来新的发展机遇。同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战，证券公司的经纪业务即将进入转型期，轻型营业部应运而生。

近年来融资融券业务的发展以及现金管理型产品的推出将为经纪业务带来新的增长动力。随着经纪业务竞争的加剧，证券公司将逐步向全方位金融服务提供商转变，借助业务间的相互协同为经纪业务发展提供支持，通过为投资者提供差异化和高附加值的综合化服务来提升市场竞争力。此外，持续的行业佣金战以及互联网金融的影响，倒逼证券公司向互联网经营模式和营销渠道创新转型，给券商传统经纪业务佣金模式带来了较大冲击。经纪业务也从传统的股票交易业务，增加了财富管理的理念，开展多金融产品交叉营销，提升经纪业务的活力。经历了行业的周期性调整，券商逐渐完成了传统经纪业务的转型，同时受益于证券市场交易活跃度的提升及融资融券规模的大幅增加，2014 年行业经纪业务实现收入 1,049.48 亿元，较 2013 年增长 38.23%。

投资银行业务

目前证券公司的投资银行业务仍以证券承销与保荐业务为主。近年来，随着股票市场融资功能的逐步完善，企业对股票融资的需求不断增加，债市融资规模也快速扩大。

2014 年，证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入 240.19 亿元，约占全行业营业收入的 9.02%。在证券市场中，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，导致了较高的业务集中度，近年来股票及债券承销金额中排名前十家证券公司的市场份额合计约占 55%。合资证券公司依靠其全球化的网络以及人才优势，迅速抢占高端市场，与国内证券公司展开了激烈竞争。

在中小项目的承销业务上，一些证券公司通过其区域性特点和差异化策略，占有一定的市场份额，逐步形成自身品牌。未来债券市场的持续快速发展和并购重组业务的推动，将成为证券公

司投资银行业务的增长点。此外随着新三板的扩容和国际板开板的临近，未来这两个领域能够持续推动证券公司投资银行业务的发展。

2014年，受益于IPO的重启和定向增发规模的快速增长，证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入240.19亿元，占全行业营业收入的9.23%，较2013年有明显上升。未来在资产证券化的推行、股票发行注册制改革、新三板扩容与升级等方面投资银行业务面临着较大的发展机会。

在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司的流动性。同时，股票承销业务受监管审批政策的影响较大，IPO政策的变化对承销与保荐业务具有较大影响。

自营业务

自营业务主要包括债券投资和股票投资。债券投资收益是证券公司投资收入的主要来源之一，相对股票投资而言，债券投资收益相对稳定。证券公司自营业务规模受到资本金规模的限制，风险总体可控，但股票投资与证券市场行情关联度高，收益波动性较大。2012年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。

资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小。目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，原有的业务限制有望进一步放宽。这有助于推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2012年以来，证券公司与银行合作开展的通道类业务带动证券公司受托资产管理规模爆发式增长。截至2014年底，证券公司行业受托的资产管理规模约为7.97万亿元，同比增加54.46%。由于通道类资产管理业务的收费较低，对证券公司收入贡献较小。

创新业务

2012年以来，证券公司创新业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的创新业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务、股票质押式回购业务等。创新业务的逐步推进将有助于优化证券公司业务结构，提升盈利水平。

融资融券业务方面，近年证券公司信用业务发展速度较快，其中融资融券业务自2010年3月31日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，根据沪深交易所公布的数据显示，截至2014年12月末，证券市场融资融券余额为10,256.56亿元，较上年增长6,800.29亿元，增长速度较去年上升195.98%。融资融券的相关业务是券商创新业务的主力部分，发展的速度迅速，为券商业绩的增长贡献较大，两融业务稳步上升。

总体看，证券公司在国内资本市场快速发展过程中获得了良好的发展机遇，传统业务持续较快发展，新业务机会不断增多，市场竞争格局不断变化。未来几年，随着多种鼓励创新和监管放松政策的持续落实，证券公司的收入结构有望得到优化，但目前证券市场的波动使证券公司短期内的盈利水平承压较大。

3. 市场竞争

证券公司是证券市场重要的中介机构，与证券市场的发展相辅相成。证券公司提供证券市场

投融资及投资管理等中介服务，证券公司作为机构投资者也是证券市场主要的机构参与者。

中国证券业协会对证券公司 2014 年度经营数据进行了统计。证券公司未经审计财务报表显示，120 家证券公司全年实现营业收入 2,602.84 亿元，各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入 1,049.48 亿元、证券承销与保荐业务净收入 240.19 亿元、财务顾问业务净收入 69.19 亿元、投资咨询业务净收入 22.31 亿元、资产管理业务净收入 124.35 亿元、证券投资收益（含公允价值变动）710.28 亿元、融资融券业务利息收入 446.24 亿元，全年实现净利润 965.54 亿元，119 家公司实现盈利。据统计，截至 2014 年底，120 家证券公司总资产为 4.09 万亿元，净资产为 9,205.19 亿元，净资本为 6,791.60 亿元，客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.2 万亿元，托管证券市值 24.86 万亿元，受托管理资金本金总额 7.97 万亿元。

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力，也有部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势。如公司不能在激烈的竞争环境中快速提高自身的资本实力、抓住发展机遇，将可能面临业务规模萎缩、盈利能力下滑等经营压力。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，行业集中度可能进一步上升。

尽管我国金融业实行分业经营体制，但随着各种创新业务品种和模式的推出，国内商业银行、信托公司、保险公司及其他非银行金融机构通过各种金融产品和业务的开拓创新，向证券公司传统业务领域不断渗透。商业银行在资本实力、资产规模、品牌影响、网点覆盖等诸多方面比证券公司具备明显的竞争优势，而信托公司近年来也快速扩张，凭借其运作机制灵活、业务涉足广泛等独特优势，对证券公司经营带来一定挑战。

此外，在证券行业转型和创新的背景下，互联网在提高证券市场效率、减少交易成本的同时，通过对证券销售、证券交易和融资渠道等方面的渗透，逐渐打破证券行业依靠牌照和通道盈利的固有格局。国金证券与腾讯网合作推出网上超低交易佣金率开户、天弘基金与支付宝合作实现基金规模急速攀升，都是互联网金融的典型案例。证券公司如不能在互联网金融领域迅速布局并实现业务转型升级，将可能在互联网金融的浪潮中受到较大冲击，甚至面临行业竞争地位急剧下降的风险。

总体看，证券行业转型和创新以及监管理念和市场环境的变化，使得证券行业竞争日益激烈。

4. 风险因素

在 2001~2004 年期间证券公司集中爆发破产清算风险后，监管部门推行的综合整治措施和客户交易结算保证金第三方存管政策改善了证券行业发展环境，加强了风险监控力度，证券行业迎来了新的稳定发展期。目前，证券公司普遍将完善公司治理结构作为风险管理的重要组成部分，明确了不同主体在风险管理上的职能；通过制定基本风险管理制度、内部控制制度或定期制作风险评估报告，明确风险管理的具体方法。依据监管要求，各证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据，风险管理能力较行业综合治理之前有了明显的进步。现阶段我国证券公司面临的主要风险包括以下几个方面：

市场风险

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。由于

我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。

流动性风险

在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务流程来控制人为失误；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。

法律政策风险

法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面，一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场的波动影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

从我国实际情况看，证券公司在风险管理方面普遍面临着一些问题和挑战：第一，我国证券公司开展风险管理的时间还不长，由于产品和业务种类并不完善，风险复杂程度与国际同行业相比仍然较低，全面风险管理的理念未在行业内得到普遍重视。第二，随着全面风险管理理念的提出，证券公司面临着将已有的证券交易、结算、财务管理等不同信息系统进行整合的重要任务，基础数据和信息系统框架的整合成为制约证券公司风险管理水平提升的瓶颈。第三，受国内金融市场成熟度的限制，证券公司普遍缺乏风险对冲的工具，市场创设对冲产品的机制不足，市场风险管理工具的应用仍然有限。第四，证券公司对于操作风险基本处于定性管理阶段，缺乏量化管

理的工具和手段。第五，由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，证券公司在创新活动中可能面临因管理水平、技术水平、风险控制能力、配套设施和相关制度等方面不能与创新业务相适应而导致的经营风险。

5. 监管与政策支持

我国金融行业实行分业经营和分业管理体制，证监会是证券业监督管理机构。中国证券业协会在证监会的监督指导下，制定证券业执业标准和业务规范，进行证券业自律管理。中国证券投资者保护基金有限责任公司负责证券投资者保护基金的筹集、管理和使用，并参与证券公司风险处置。借助于严格的市场准入条件控制证券公司经营牌照的发放，一定程度上降低了市场竞争度，使已有的证券公司获得了市场进入政策的保护。

经过历时三年的证券公司综合治理，一批问题证券公司得到处理，证券公司业务经营得到规范，风险得到有效化解。2007年8月，综合治理结束后，证券行业也随之转入了常规监管阶段。此后，证监会陆续出台了多项规章制度，并逐步建立起以净资本为核心监管指标、实施证券公司分类监管的监督管理机制，对我国证券公司整体经营业绩和风险管理能力的提升起到了积极的推动作用。

2012年以来，证监会出台多项措施支持行业创新，包括提高证券公司理财类产品创新能力、放宽业务范围和投资方式限制、扩大代销金融产品范围、鼓励券商参与场外市场建设和中小企业私募债试点等，这对证券公司加强业务创新、调整盈利结构、转变经营发展模式具有积极推动作用。此外，证监会还通过降低净资本扣减比例和风险资本准备计算标准等措施放松对证券公司的净资本要求，通过拓宽证券公司债务融资渠道，扩大其运营资金的来源，这对证券公司提高财务杠杆起到积极作用。但是，相应也会使其面临更大的风险暴露。

为此证监会将继续推进证券公司创新发展的同时，要求证券公司在创新发展过程中要提高风险控制能力和合规管理水平，增强风险防范能力。中国证券业协会发布并实施了《证券公司全面风险管理规范》及《证券公司流动性风险管理指引》，要求证券公司建立全面风险管理体系，设立首席风险官，安排专职人员、专门部门开展流动性、市场、信用、操作等风险的管理工作；针对流动性管理，新设流动性覆盖率和净稳定资金率等两项监管指标，要求证券公司按期达到指标要求。这标志着证券公司已进入全面风险管理时代。

2014年以来，随着以融资融券业务为代表的资本中介业务的大幅增长，证券公司对资金的需求日益增加，2014年11月，证监会证券基金机构监管部和中国证券业协会分别发布了《关于鼓励证券公司进一步补充资本的通知》和《证券公司资本补充指引》，目的在于推动证券公司建立健全资本管理机制，拓宽资本补充渠道，提高资本质量，强化资本约束。

全国中小企业股份转让系统（以下简称“全国股份转让系统”）是经国务院批准，依据证券法设立的全国性证券交易场所，2012年9月正式注册成立，是继上海证券交易所、深圳证券交易所之后第三家全国性证券交易场所。2013年底，新三板方案突破试点国家高新区限制，扩容至所有符合新三板条件的企业。截至2014年底，已有近2,100家企业在新三板股挂牌，市场容量增长较快。

总体看，未来一段时间，证券公司将迎来业务创新和发展的良好外部机遇，资本实力、管理水平、创新能力以及人才储备等因素是影响证券公司市场竞争力的主要因素。

四、规模与竞争力

作为全国性综合类上市证券公司之一，公司成立以来成功申请了多项业务资格，在夯实传统业务的同时，坚持业务创新，取得了多项创新业务资格。公司相继获得代销金融产品、保险资金受托管理、股票质押式回购、转融券、全国中小企业股份转让系统主办券商、为期货公司提供中间介绍业务（IB 业务）等多项创新业务资格。截至 2014 年底，公司净资产和净资本分别为 162.85 亿元和 132.33 亿元，处于行业靠前水平。2012~2014 年，公司在证监会分类评级中分别为 A 级、A 级和 AA 级，处于行业较好水平，体现出公司较强的资本实力和风险控制能力。

从经纪业务看，2014 年公司共完成 23 家网点新建开业，正式运营网点数由 2013 年的 86 家上升到 109 家。其中重庆地区 42 家，实现了对重庆区县的全覆盖，其他 67 家分布在北京、上海、天津、广东、浙江等全国 27 个省、直辖市及自治区，公司业务覆盖区域更广，网点分布更为优化。

从投行业务看，2014 年共计完成了 2 个首次公开发行项目、17 个再融资项目、22 个债券主承销项目，累计承销金额 276.60 亿元，完成 20 个重大资产重组并购项目，并购业务家数市场排名第一，再融资业务家数在行业中继续保持领先地位。在中国证券业协会对 2014 年度证券公司从事上市公司并购重组财务顾问业务执业能力专业评价中，继续获评为 A 类。2014 年，公司还获得上海证券报评选的“最快进步投行”等荣誉称号。

公司的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”)，截至 2015 年 3 月 31 日，重庆渝富持有公司 32.69% 的股权。重庆渝富成立于 2004 年 2 月，注册资本金 100 亿元人民币，是重庆市国有资产管理监督委员会出资组建的国有独资综合性资产经营管理公司，主要经营范围包括重庆市政府授权范围内的资产收购、处置及相关产业投资，投资咨询，财务顾问，企业重组兼并顾问及代理等。

重庆渝富通过处置消化重庆国有企业（含金融机构）不良资产、为重庆国企提供资金支持等有力推动了重庆国企的改革及全市金融生态环境的改善，同时重庆渝富注重推进金融股权投资，先后完成了证券公司、商业银行等重组上市，并组建了多家担保企业及产品交易所，还通过积极引进重庆外部企业，加强与外资合作，积极探索新型金融产业发展模式，为产业结构调整夯实资金支持基础，成为涉及地产、金融资本、产业资本等领域的综合性金融控股集团。

总体看，公司综合实力较强，控股股东实力较强，创新业务有望成为公司未来业务发展的增长点。公司营业网点覆盖重庆所有区县，具备很强的区域竞争实力。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》、《证券公司治理准则(试行)》、《上市公司治理准则》等法律、法规和规范性文件的规定，制定了一整套公司治理制度，建立了由股东大会、董事会、监事会和经理层相互分离、相互制衡的公司治理架构。各治理主体在职权范围内各司其职，确保公司治理的规范有效。

股东大会是公司的最高权力机构。公司按照《公司法》和《公司章程》的要求，召集、召开股东大会，表决程序和决议内容符合相关要求。近年来，公司股东大会表决通过了非公开发行股票、设立子公司等议案，确保股东享有充分的知情权、参与权和决策权。

董事会是公司的常设决策机构，对股东大会负责。公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名。董事会下设 5 个专门委员会，分别是战略委员会、审计委员会、风险控制委员会、关联交易决策委员会、薪酬与提名委员会。其中，审计委员会、薪酬与提名委员会以及关联交易决策委员会的主任委员均由独立董事担任。近年来，公司董事会召开多次会议，审议通过了开展各项

创新业务、年度工作报告及内部控制评价报告等议案。

监事会是公司的内部监督机构，负责对董事、高级管理人员履职情况进行监督。公司监事会由 3 名监事组成，其中职工监事 1 名。近年来，公司监事会会议审议通过了更换监事等议案，并就公司的经营管理情况、重大决策、财务状况及内幕信息知情人登记制度的执行情况发表了意见。监事会还通过列席董事会和经理层会议履行监督职能。

公司高级管理人员包括总裁 1 名、副总裁兼董事会秘书 1 名、副总裁兼合规总监 1 名，另有副总裁 3 名。公司总裁主持经营管理工作，并对董事会负责。公司高级管理人员拥有丰富的金融监管或金融行业经营管理经验。

总体看，公司按照上市公司要求建立了较为健全的公司治理架构，股东大会、董事会、监事会以及经理层运作规范，公司治理水平逐步提高。

2. 内部控制

公司根据《企业内部控制基本规范》、《上海证券交易所上市公司内部控制指引》、《证券公司内部控制指引》等相关法规的规定，在考虑风险识别与评估、信息沟通与反馈、监督与评价等内部控制要素的前提下，按照健全、合理、制衡、独立等原则，不断健全内部控制体系。2012 年，公司根据经营管理和业务发展需要，对组织机构进行全面调整并梳理了部门职责，搭建了经纪业务事业部、资产管理事业部、证券投资事业部和投资银行事业部四大事业部，新设了机构客户部等部门，机构设置更加合理(组织架构图见附录 2)。公司建立了四个层级的内部控制架构体系，即董事会及其下设的风险控制委员会—经理层、合规总监及风险与合规管理委员会—内控部门—各职能部门及业务单元。合规总监是公司高级管理人员，由一名副总裁兼任，负责全面协调公司合规风险的识别和管理，为经营活动提供合规建议，对公司经营管理活动与员工执业行为合规性进行监督和检查。

公司针对各业务条线和中后台部门制定了内部控制制度，规范业务流程，将内部控制风险监测覆盖到公司各个业务环节。鉴于证券行业的特殊性，公司重视建立健全业务部门之间的信息隔离墙制度，确保公司经纪、投资银行、证券自营、资产管理、证券研究和投资咨询等各项业务在人员、资金、信息等方面的有效隔离。

公司审计监察部通过常规审计、专项审计以及联合检查等方式对分支机构和业务部门开展现场稽核，通过查阅相关业务和财务资料，并参照相关制度要求核查业务开展情况，对检查中反映的问题提出整改建议，并督促分支机构及时整改。公司按照企业内部控制基本规范等相关法规和监管规则的要求，开展内部控制自我评价工作，公开披露年度内部控制自我评价报告。

总体看，公司内部控制组织架构比较健全，内部控制机制较为完善，对业务风险的监控比较到位，较好地支撑了各项业务的发展。

六、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入稳步提升，营业收入主要来源于手续费及佣金净收入、利息净收入及投资收益等，公司收入结构情况如表 3 所示。

表3 公司营业收入情况表（单位：亿元、%）

项 目	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	7.34	57.90	10.15	51.67	19.24	52.35
其中：经纪业务手续费净收入	3.79	29.92	5.56	28.30	8.05	21.90
投资银行业务手续费净收入	3.21	25.33	3.69	18.79	9.69	26.37
资产管理业务手续费净收入	0.34	2.69	0.58	2.96	1.01	2.75
利息净收入	1.99	15.69	1.27	6.44	1.98	5.39
投资收益	-2.42	-19.11	8.88	45.20	12.49	33.99
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1.16	9.13	1.46	7.43	1.58	4.30
公允价值变动收益	5.43	42.82	-1.34	-6.83	3.02	8.22
汇兑收益	0.00	0.03	-0.01	-0.07	-0.03	-0.09
其他业务收入	0.34	2.67	0.70	3.58	0.05	0.14
营业收入	12.68	100.00	19.64	100.00	36.75	100.00

资料来源：公司提供。

从业务条线来看，随着证券交易市场转好，近三年公司经纪业务手续费净收入持续增长。2014年，经纪业务手续费净收入实现 8.05 亿元，较 2013 年增长 44.78%，对营业收入贡献度为 21.90%。2012 年，监管层对新股发行机制的改革和 IPO 暂停对公司 IPO 业务影响较大，公司投资银行业务手续费净收入对营业利润的贡献较小。为适应市场变化，公司积极开展再融资、并购业务，加大债券承销业务拓展力度。公司的证券投资收益主要来源于持有期间取得的收益、交易性金融资产和可供出售金融资产的投资收益及公允价值变动，近年来公司调整权益类收益与固定收益类投资的比重，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。2014 年，公司投资收益 12.49 亿元，对营业收入的贡献度 33.99%，较 2013 年略有波动，这主要是因为 2014 年度投资收益的增长速率小于营业收入的增长速率所致。2012~2014 年，公司公允价值变动收益分别为 6.43 亿元、-1.34 亿元和 3.02 亿元，呈现较大波动性。2013 年利率市场波动较大，导致公司公允价值变动出现亏损。近两年，公司加大创新业务的推进力度，在融资融券、股票质押和约定购回等业务收入上面实现突破。

总体看，近年来公司营业收入持续增长，证券经纪业务、投资银行业务、融资融券业务和证券投资业务在业务收入中占比较高。

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。其中，运营管理部提供业务运营支持、对经纪业务条线各部门进行绩效考核以及合规管理；信用交易部负责融资融券、约定购回、信用交易衍生品等业务的运维工作；财富管理中心负责客户咨询服务、金融产品推广销售等工作；机构客户部负责基金、私募等机构客户的开发和维护、建立公司产品批发销售渠道等工作；东北及西北管理总部负责管辖区域的综合经纪业务管理。公司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。

近年来，公司加快了证券营业部的建设步伐，截至 2014 年末，公司在国内主要城市设有 109 家营业部（包括在建营业部）。近年来公司不断加大营销队伍的培训力度，以满足营业部转型的需要。受股票市场行情低迷的影响，传统经纪业务佣金收入对公司收入贡献度明显下降。为此，公司加大力度推进营业部业务转型，拓展代销金融产品等业务，成为为客户提供全方位服务的综合平台。

2010 年，公司获得融资融券业务试点资格，此后公司融资融券业务取得较快发展。截至 2014 年末，公司融资融券业务余额 83.75 亿元，相当于 2013 年末的 3.77 倍。2012 年以来，公司陆续获准开展约定购回式证券交易业务、转融通业务、代销金融产品业务及股票质押式回购交易业务，其中股票质押式回购交易与约定购回证券交易业务得到较快发展，截至 2014 年末，两项业务合计余额 67.97 亿元。

近年来，股票市场行情的低迷和佣金下滑的竞争态势对公司经纪业务收入影响较大，公司传统通道业务占比下降，创新业务实现突破，成为经纪业务收入的重要组成部分。2014 年，公司融资融券、股票质押以及约定购回业务收入合计 1.88 亿，占经纪业务收入比重达到 12.78%。创新业务的发展带动公司经纪业务收入实现增长，2014 年公司经纪业务实现营业收入 14.71 亿元，相比 2013 年增长 52.54%。公司重庆市内的营业部在佣金率上具有较强的定价权，而北京、上海等地的营业部则面临较大的竞争压力，目前公司整体的佣金率略高于行业平均水平。由于营业部的设立已经放开，公司经纪业务面临的竞争压力将逐步加大。

总体看，公司经纪业务发展受市场环境的影响较大，随着证券公司同质化竞争加剧，证券行业经纪业务佣金率将趋于平均化，公司加快经纪业务转型，通过加强客户服务团队建设，不断提升团队人员的专业能力，通过代销业务，丰富客户资产配置的选择，为客户提供全方位服务的综合平台。

投资银行业务

公司投资银行业务主要向客户提供股票及债券承销、资产重组及并购的财务顾问等服务。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。近年来，公司投资银行业务推行核心客户战略，通过整合业务资源，推进了股权、债券、并购业务的全面发展。2012~2014 年，公司完成了多项 IPO 项目、再融资项目、债券融资项目以及并购重组财务顾问项目（见表 4）。公司投资银行业务在加强风险管理的基础上，抓住综合业务平台建设契机，积极实施业务创新，重点推进并购业务和债券承销业务。其再融资、并购业务在市场上具有较强竞争力，近两年公司再融资项目家数和并购业务家数的市场排名靠前。同时，公司加速开发投行类新业务、新品种，成功参与市场首只商业银行减记二级资本债——滨海农商行减记二级资本债的承销工作。此外，公司场外交易业务进一步加强新三板和重庆 OTC 项目的调研、储备和开发，新增签约企业 31 家，成功完成 2 单重庆股份转让中心挂牌项目。公司中小企业私募债业务成功发行首单私募债券项目，并已储备项目 57 个，备案项目 2 个。

表 4 投资银行项目家数及收入情况表（单位：亿元）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
IPO 家数	--	4	2
再融资家数	5	7	17
主承销债券家数	13	9	22
并购重组家数	8	41	20
投资银行业务手续费净收入	3.21	3.69	9.69

资料来源：公司提供。

总体看，公司在再融资、并购业务在市场上具有较强竞争力。

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。公司自营业务优化资金配置，通过合理使用股指期货、国债期货和利率互换等金融衍生工具，对股票和固定收益类证券实施套期保值，探索出自营业务低风险盈利模式。

截至 2014 年末，公司自营证券投资余额 221.04 亿元，较之前两年涨幅明显，其中债券投资余额为 130.90 亿元，占自营业务投资总额的 59.22%，债券投资占比略有下降；证券公司理财产品投资余额为 38.00 亿元，占自营业务投资总额的 17.19%；权益类投资余额为 39.80 亿元，占自营业务投资总额的 18.01%，较上年大幅上升；2013 年公司开始进行衍生金融资产投资，期末余额 0.39 亿元，截至 2014 年底，公司无衍生金融资产（见表 5）；固定收益投资占比下降和权益类投资占比上升，显示出公司自营证券投资风险加大。2012~2014 年，公司的投资收益（不含对联营企业投资收益）及公允价值变动收益合计分别为 1.85 亿元、6.08 亿元和 13.93 亿元，自营业务收入增幅明显。2014 年，公司自营业务投资主要由固定收益类产品构成，面临的市场风险显著提升，其中交易性金融资产实现公允价值变动收益 3.45 亿元，较 2013 年大幅上升。此外，可供出售金融资产的公允价值变动对资本公积的增长起到了促进作用，2014 年增加了 7.00 亿元。

表 5 自营证券投资结构表（单位：亿元）

项 目	2012 年末	2013 年末	2014 年末
交易性金融资产	55.04	132.74	148.55
其中：债券	28.30	113.12	122.51
基金	25.50	8.69	2.84
股票	1.24	10.15	23.20
其他	-	0.78	-
可供出售金融资产	2.67	25.53	72.49
其中：债券	-	-	8.39
基金	0.21	0.08	0.02
股票	1.73	0.42	16.60
证券公司理财产品	0.69	24.93	38.00
银行理财产品	0.05	-	1.51
其他	-	0.10	7.96
衍生金融资产	-	0.39	0.00
其中：利率互换	-	0.39	0.00
合计	57.71	158.66	221.04

资料来源：公司提供。

总体看，证券自营投资业务受市场波动影响较大，公司通过加强风险把控及套期保值的对冲活动，近年来实现较好的收益。

资产管理业务

公司资产管理事业部下设资管综合业务部、证券资管部、融资理财部和资管上海部。公司资产管理业务起步较晚，近两年公司加大了资产管理产品开发力度。2012 年，公司发行了首只集合现金管理产品“双喜增利”和首只结构型固定收益理财产品“西南盈佳 1 号”。2013 年，公司资

产管理业务平台建设初见成效，资管产品涵盖委托贷款、信用证、委托债券投资等创新类通道业务品种，并推出了客户保证金管理、结构化权益类投资、交易所股权质押融资等创新产品，进一步丰富了资产管理业务产品线。截至 2014 年末，公司受托管理客户资产规模为 1,212.79 亿元，传统通道业务增速明显放缓。2012~2014 年，公司分别实现资产管理业务营业收入 0.35 亿元、0.59 亿元和 1.10 亿元。公司资管业务进一步完善资产管理业务平台，拓宽业务范围，资管产品已涵盖委托贷款、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、交易所股权质押融资等创新产品。

总体看，公司资产管理业务拥有较大的发展空间，公司需加大产品研发力度，提高产品收益水平，提升资产管理业务的核心竞争力。

主要控股和参股公司业务

公司全资子公司——西证股权投资有限公司（以下简称“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 2014 年末，西证投资总资产 13.40 亿元，净资产 11.98 亿元。西证投资在加强内部建设的基础上，加大力度进行项目开发和维护，2014 年持续加强项目的考察、投资和维护，完成股权项目投资 7 个，投资总额 2.25 亿元。2014 年，西证投资实现营业收入 510.93 万元，净利润-6,543.71 万元。总体看，西证投资处于前期项目培育阶段，随着直接投资项目的逐步退出，西证投资对公司的收入贡献有望提高。

重庆股份转让中心有限责任公司（以下简称“重庆 OTC”）由成立于 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。2014 年末，重庆 OTC 总资产 4.81 亿元，净资产 1.87 亿元，全年实现营业收入 4,354.83 万元，净利润 1,265.39 万元。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。

2013 年 4 月，公司设立全资子公司西证创新投资有限公司（以下简称“西证创新”），注册资本 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。2014 年末，西证创新总资产 11.67 亿元，净资产 0.91 亿元，全年实现营业收入 5,423.42 万元，净利润 1,909.52 万元。

2013 年 10 月，公司完成对西南期货经纪有限公司的全资收购，并于 2014 年 1 月更名为西南期货有限公司（以下简称“西南期货”），经营范围为商品期货经纪、金融期货经纪。2013 年 10 月，公司董事会同意对西南期货增资 4.5 亿元，其中 2.5 亿元首期增资已于 2014 年 3 月完成，注册资本相应增至 3 亿元。2014 年末，西南期货总资产 6.20 亿元，净资产 2.93 亿元，全年实现营业收入 2,144.73 万元，净利润 92.72 万元。随着增资以及业务的逐步开展，西南期货对公司的收入贡献有望提高。

2013 年 11 月，公司在香港设立全资子公司西证国际投资有限公司（以下简称“西证国际”），注册资本 0.2 亿元港币。2013 年 10 月和 2014 年 1 月，公司董事会分别同意对西证国际增资 0.8 亿元港币和 2 亿元港币，增资完成后，注册资本将达到 3 亿元港币，截至目前，增资已完成。截至 2014 年末，西证国际总资产 2.33 亿元、净资产 2.29 亿元；实现营业收入-680.07 万元，净利润-793.67 万元。

银华基金管理有限公司(以下简称“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。2014 年，银华基金总资产 16.17 亿元，净资产 13.84 亿元；实现营业收入 10.87 亿元，营业利润 4.54

亿元，净利润 3.34 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收入来源。

3. 重要事项

2013 年 12 月，中国证监会证监许可[2013]1533 号文《关于核准西南证券股份有限公司非公开发行业股票的批复》核准了公司非公开发行股票。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，认购价格为 8.62 元/股。本次发行募集资金总额为 43.10 亿元，募集资金净额为 42.50 亿元。截至 2015 年 3 月 31 日，重庆渝富持有公司股份 9.23 亿股，占公司总股本的 32.69%。控股股东、实际控制人仍保持其控制地位。

公司作为重庆市地方国有的上市证券公司，能优先获得地方政府的相关支持，公司本次定向增发的对象大都是重庆市政府下辖的地方国有企业。本次募集资金全部用于增加公司资本金，以扩大业务规模，优化业务结构，补充营运资金，提高公司的综合竞争力。本次募集资金符合公司整体战略发展方向，具有较好的发展前景和经济效益，未来将进一步提升公司的经营业绩。

4. 未来发展

公司将坚持“为投资者、为客户、为实体经济创造价值”的经营宗旨，把诚信作为发展最重要的基础，抓住全面深化改革的历史机遇，在西部大开发和新一轮国资改革中，立足重庆，紧紧围绕和服务实体经济，全面推进业务转型和创新发展，持续强化风控合规管理能力，按“有战略目标、有能力活力、有法规纪律、有道德责任”的四有企业标准，将公司建成重庆和西部金融企业的标杆，力争尽早跻身国内券商第一阵营，以优异的业绩回报股东和社会，为长江上游区域性金融中心建设，为重庆和西部经济发展做出更大贡献。

公司将从以下几方面保障总体战略目标的实现：第一，进一步开发重庆和西部市场，针对区域内不同类型客户的投融资需求提供包括上市、再融资、并购、资产管理、财务顾问等金融服务，并通过子公司进一步增加对实体经济的投入；第二，加速完善综合业务平台的建设，向客户提供全业务链条、全业务牌照、全金融功能的服务；第三，建设海外平台，加速完成香港子公司的增资工作，畅通境内外融资渠道；第四，搭建期货平台，全面开展 IB 业务，推动期货业务规模和业务收入的快速突破；第五，发挥区域股权市场协同效应，构建差异化竞争力；第六，完善考核和激励体系，打造优秀团队；第七，强化内部管理，控制各类风险，保障业务转型战略的实施。

总体看，公司设立的战略目标较为合理，制定的措施切实可行，这将有利于公司推进业务转型，提升竞争力。

七、风险管理分析

公司采用分层架构、集中管理模式对整体风险进行管理。公司建立了四个层级的风险管理组织架构：即董事会及其风险控制委员会—经营管理层、合规总监及风险与合规管理委员会—风险控制部、法律合规部、审计监察部等内控部门—各职能部门及业务单位。公司董事会负责督促、检查、评价公司风险管理工作。董事会设风险控制委员会，负责制订公司风险管理制度、目标和政策。公司经理层负责经营管理过程中风险管理工作的落实，合规总监是公司高级管理人员，负责全面协调公司合规风险的识别和管理，经理层设风险与合规管理委员会，统筹公司风险管理工作，对风险评估报告、创新业务和产品方案进行审查。公司风险控制部、法律合规部、审计监察部分别独立行使相应的内部控制与风险管理职能，对公司面临的合规、操作、市场、信用和流动

性等主要风险进行事前、事中和事后管理。各业务事业部设立履行合规与风险管理职责的专岗，协助建立内部风险管理制度，并对所开展的业务进行风险识别、评估、管理和控制。

1. 市场风险管理

公司建立了由董事会、投资决策委员会及自营部门组成的投资业务三级决策与授权体系，通过独立于业务部门的风险控制部对公司的市场风险进行评估、监测和报告，对重大风险项目提出整改与处置建议，将公司整体市场风险水平控制在适当的范围之内。公司通过压力测试方式对持仓证券面临极端情况下的可能损失进行评估，风险控制部通过设置一系列宏观及市场场景，计算公司全部持仓在单一情景或不同情景同时发生的不同状况下的可能损失，衡量评估公司整体的市场风险。公司面临的市场风险主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。

价格风险主要是指公司持有的权益类资产投资由于价格变化而带来的风险，该风险主要来源于公司的权益类自营业务。公司通过动态调整股票、债券等自营资产配置比重，分散投资以降低价格风险。公司还通过加强股指期货套期保值等衍生品的研究，使用数量化模型开展股指期货套期保值业务，对冲股票价格风险。近年来，公司在自营业务整体投资规模大幅增长的情况下，降低权益类资产的投资比重，减小证券投资收益和公允价值波动，但依然维持一定的投资规模，因此公司面临的价格风险构成其自营业务的主要市场风险之一。

利率风险主要由于市场利率变动带来的风险，该风险主要来源于公司生息资产和付息负债匹配情况以及固定收益类自营业务。公司保持客户资金存款和代理买卖证券款期限基本匹配，总的看来，公司的利率敏感性资产和负债的期限结构基本匹配，利率重定价风险敞口较小。近年来，公司固定收益类投资力度明显加大，所面临的利率风险显著提高。公司加强了对国家货币政策动向和市场利率走势的研究，通过控制债券投资久期和杠杆率来控制债券投资的利率风险。

汇率风险是指因外汇汇率变动导致的风险。公司外币资产及负债占整体的资产及负债比重不大，且外币资产及负债均为外币经纪业务，不涉及自营业务。公司面临的汇率风险小。

总体看，公司自营业务对整体收入水平影响较大，公司面临的市场风险，尤其是权益类投资的价格风险和固定收益类投资的利率风险较大。公司需提升市场风险的管理技术水平，加大市场风险对冲力度，降低市场波动对公司收入的不利影响。

2. 信用风险管理

公司面临的信用风险主要来自两个方面：一是融资融券、约定购回式证券交易等信用交易类业务客户违约给公司带来损失的风险；二是债券投资的违约风险，即所投资债券之发行人或交易对手出现违约、拒绝支付到期本息，导致资产损失和收益变化所形成的风险。

针对信用交易类业务带来的信用风险，公司通过制定和完善业务管理制度，从客户风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓等多个环节进行把控。由于融资融券业务对担保物范围和保证金比例都有较为严格的规定，同时逐日盯市和强制平仓机制能够保证公司在风险触发时较快的处置抵押证券，公司能够将融资融券类信用风险控制较低水平。公司按照事前、事中、事后的控制流程对约定购回式证券交易业务的风险进行集中管理。公司建立了约定购回式证券交易业务的风险监控系统，系统通过独立采集交易、账户、清算、财务等相关业务系统的数据供风险监控使用。公司还设置了总规模、履约保障、单一证券持仓市值与公司净资本比例等风险监控指标，风险控制部设置专职岗位对约定购回式证券交易业务进行实时监控。

针对债券投资业务带来的信用风险，公司通过分散投资、控制单一债券集中度、选择高信用等级债券产品、密切跟踪投资债券发行主体的经营情况和信用评级变化等措施进行把控。公司建

立了对持有债券的内部评级体系，对普通工商企业与政府融资平台采用不同的评级体系。公司尽量规避发行主体为光伏、太阳能、钢铁、航运等产能过剩或亏损行业的债券，对民营企业债券投资持谨慎态度。近年来，公司加大了债券投资力度，随着债券投资规模的上升，公司需完善内部评级体系的建设，提高对债券信用风险的管理水平。

总体看，公司不断完善针对各类业务的信用风险控制措施，信用风险控制成效较好。

3. 流动性风险管理

公司流动性风险主要来自两个方面：一是资产的流动性风险，由于资产不能及时变现或变现成本过高带来损失的风险；二是负债的流动性风险，公司缺乏现金不能维持正常的业务支出或不能按时支付债务，以及由于流动资金不足无法应付客户大规模赎回公司管理产品的风险。此外，投资银行业务大额包销、自营业务投资规模过大等因素，都会给公司带来流动性风险。

公司对资金进行统一管理和运作，资金的拆借、回购等业务由财务资金部集中管理，以保证公司的流动性水平。从负债结构看，公司的负债主要由应付短期融资款、卖出回购金融资产款和证券经纪业务产生的代理买卖证券款构成。作为上市公司，公司融资渠道较为通畅，且代理买卖证券款对应的客户资金存款由托管银行监控，公司不能支配和挪用，因此公司负债的流动性风险可控。从资产结构看，公司扣除客户资金存款和客户备付金后的自有资产中，自有货币资金、交易性金融资产、买入返售金融资产等可快速变现资产占比较高，公司资产流动性良好。截至 2014 年末，公司可快速变现资产对自有负债的覆盖率为 137.58%，公司整体流动性较好。

目前，公司的杠杆水平不高，配置资产变现能力较强，整体流动性压力不大。随着融资融券、约定购回、股票质押等创新业务的发展，公司对资金的需求上升，这对公司的流动性管理水平提出了更高要求。

4. 操作风险管理

公司的操作风险主要是由于公司内部流程不完善、人为操作失误、信息系统故障或不完善、交易故障等原因而导致的风险。风险控制部是公司操作风险的牵头管理部门，各业务部门、职能部门等按照职责分工，分别履行本部门业务和工作的操作风险管理。公司不断加强内控制度体系建设，对公司各项管理制度和业务流程进行了梳理，确定各项业务流程的风险控制点。公司就各业务线流程存在的不足以及风险管理措施进行修正和完善，强化问责制，加强职业操守和职业道德教育。信息技术风险是证券公司操作风险的重要组成部分，公司加强了信息技术系统的建设和运维，按照操作管理程序进行定期或不定期的检查和维护，以保证系统的安全、可靠和稳定运转。

公司建立了以《信息隔离墙管理办法为基础》，以《信息隔离观察名单与限制名单管理办法》、《信息隔离跨墙人员管理办法》等制度为配套的信息隔离墙管理制度体系，从公司高管分工、部门设置、业务运作、岗位分离等方面做出了相对独立的规定，确保各项业务在人员、资金、信息等方面的有效隔离，规范各项业务的独立决策运作。

公司采取多方面措施防范控制创新业务的风险。公司建立创新业务和产品的决策与授权体系，明确开展创新业务各相关部门的职责及流程，对创新业务实行集中管理、审慎推进。公司结合财务状况和业务发展的需要，对创新业务和产品规模进行总体规模控制和风险限额管理，确保将相关风险控制在公司可承受的范围之内。法律合规部与风险控制部在创新业务和产品前期阶段便参与其中，制定规范的业务流程和风控方案，重点审查信息隔离机制、权限控制、客户适当性管理措施等，防范内幕交易等操作风险。

总体看，公司建立了较为全面的风险管理制度，较好地支撑了各项业务的发展。但随着创新

业务的深入开展，公司需进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。此外，中国证券业协会发布的《证券公司全面风险管理规范》和《证券公司流动性风险管理指引》对公司的风险管理水平提出了更高要求，有助于公司在创新发展过程中控制风险底线、提高风险管理水平。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2013~2014 年度合并财务报表，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对 2013 年、2014 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

2014 年 3 月 3 日，公司第七届董事会第二十四次会议审议通过《关于公司会计政策变更的议案》，决定自 2014 年 1 月 1 日起按照财政部财会[2013]26 号文件、中国证监会《证券公司年度报告内容与格式准则（2013 修订）》（证监会公告[2013]41 号）的要求及相关准则，编制公司 2013 年度及以后期间的财务报告。本次变更属于会计报表及附注项目的列示调整，对公司的资产、负债、损益、现金流量等均不产生影响，只需对当期报表的比较期数据进行重述。

2014 年 6 月 12 日，公司第七届董事会第二十七次会议审议通过《关于公司会计估计变更的议案》，根据中国证监会会计部函[2013]295 号文件的相关规定，公司对可供出售金融资产计提减值的条件作出相应变更，采用未来适用法处理，无需对以前年度进行追溯调整，因此不会对公司已披露的财务报表产生影响。

2014 年 10 月 23 日，公司第七届董事会第三十二次会议审议通过《关于公司会计政策变更的议案》，同意公司执行国家财政部 2014 年年初的发布《企业会计准则第 39 号—公允价值计量》、《企业会计准则第 2 号—长期股权投资》等九项企业会计准则，相应修订公司会计政策，对相关会计科目进行追溯调整，并同意公司在 2014 年年度报告中根据《企业会计准则第 9 号-职工薪酬》补充披露该会计政策变更的对公司的相关影响。

经公司第七届三十二次董事会审议通过，公司自 2014 年 7 月 1 日起执行财政部于 2014 年制定的《企业会计准则第 39 号——公允价值计量》、《企业会计准则第 40 号——合营安排》、《企业会计准则第 41 号——在其他主体中权益的披露》，和经修订的《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》、《企业会计准则第 9 号——职工薪酬》、《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》、《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》，同时在本财务报表中采用财政部于 2014 年修订的《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》。

截至 2014 年末，公司资产总额 582.03 亿元，其中客户存款 92.54 亿元；负债总额 409.83 亿元，其中代理买卖证券款 106.91 亿元；所有者权益 172.20 亿元；母公司净资产 132.33 亿元。2014 年，公司实现营业收入 36.75 亿元，净利润 13.47 亿元。

2. 资产质量与流动性

近三年，公司股票质押式回购业务和融资融券业务的快速发展以及公司自营业务规模的增加，公司可变现资产三年复合增长 207.66%，使公司自有资产三年复合增加 194.82%。公司自有资产以可快速变现资产为主，截至 2014 年底，公司自有资产为 475.11 亿元，以可快速变现资产为主，占比为 87.72%，较年初提高 1.40 个百分点。可供出售金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、融出资金和买入返售金融资产仍是可快速变现资产的主要组成部分，其余为自有货币资金和备付金，截至 2014 年底，该四项资产在可快速变现资产中的占比分别为 6.00%、35.64%、20.09%和 20.32%。近三年，公司可快速变现资产结构有所变化，买入返售金融资产和融

出资金占比有所上升。

表 6 公司资产情况表 (单位: 亿元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
自有资产	125.19	256.66	475.11
可快速变现资产	96.64	221.55	416.75
其中: 可供出售金融资产	1.94	0.50	25.01
以公允价值计量且其变动 计入当期损益的金融资产	55.04	132.74	148.55
融出资金	5.26	22.24	83.75
买入返售金融资产	17.29	19.58	84.67
资产总额	301.35	653.27	1233.84

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集合理财产品与信托计划已剔除。

截至 2014 年底, 公司可供出售金融资产账面价值为 72.49 亿元, 较年初增加 116.91%, 系可供出售债务工具和可供出售权益工具大幅增加以及权益工具公允价值大幅变动所致。截至 2014 年底, 公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产账面价值为 148.55 亿元, 同比增加 11.91%, 主要是公允价值变动所致, 占比为 35.64%; 截至 2014 年底, 公司融出资金账面余额为 83.75 亿元, 较年初大幅增长了 276.70%, 主要系融资融券业务规模的大幅增长所致。截至 2014 年底, 公司买入返售金融资产余额为 84.67 亿元, 较年初大幅增加 332.65%, 主要系买入返售的债券规模增加所致。

从现金流来看, 2012 年和 2013 年, 经营活动现金流均为净流出, 2014 年, 由于客户交易结算资金净流入金额大幅增加, 使得经营性现金流由净流出转为净流入, 2014 年经营性现金净流入 55.75 亿元; 2012~2014 年, 公司投资活动现金流均为净流出, 整体投资活动现金流量净额规模较小; 2013 年和 2014 年, 受公司发行债券和吸收投资资金的影响, 公司筹资活动现金流为较大规模的净流入状态, 2014 年为 48.29 亿元, 同比增加 52.47%。整体看, 作为上市的证券公司, 公司融资渠道较为畅通, 整体现金流状况处于较好水平。

表 7 公司现金流量情况表 (单位: 亿元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
经营性现金流量净额	-3.93	-9.68	55.75
投资性现金流量净额	-5.78	-23.17	-29.97
筹资性现金流量净额	-0.94	31.68	48.29
现金及现金等价物净增加额	-10.65	-1.19	74.04
年末现金及现金等价物余额	63.63	62.43	136.47

资料来源: 公司年报。

总体看, 公司变现能力强的债券投资以及融出资金在自有资产占比较高, 因此公司整体资产的质量较高、流动性较好。公司融资渠道较为畅通, 整体现金流状况处于较好水平。

3. 负债及杠杆水平

2012 年和 2013 年, 公司自有负债规模保持相对稳定, 分别为 21.14 亿元和 147.42 亿元, 自有负债以卖出回购金融资产款为主, 其中, 2013 年, 公司负债新增应付短期融资款 34.00 亿元;

2014年，主要受公司发行债券、卖出回购业务和代理买卖证券款规模大幅增加的影响，公司自有负债规模大幅增长。截至2014年底，公司自有负债余额302.91亿元，较年初大幅增长105.47%，其中，卖出回购金融资产款占比为69.18%，应付债券占比为9.90%，拆入资金占比为9.51%。（见表8）。2012~2014年，公司自有负债占负债总额的比重波动上升，2012~2014年末，该指标分别为30.85%、77.29%和73.91%。截至2014年底，公司卖出回购金融资产款为218.65亿元，较年初大幅增加399.03%，按标的物来看，主要为债券和信用业务债权收益权，占比分别为21.50%和73.13%。2014年，公司新增应付债券49.80亿元，系公司发行50亿元公司债券所致。

由于公司自有负债规模的大幅上升，近三年，公司的自有资产负债率分别为16.89%、57.44%和63.76%，上升明显，但结合公司所处的证券行业来看，整体处于适中水平。

表8 公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2012年	2013年	2014年
自有负债	21.14	147.42	302.91
其中：卖出回购金融资产款	15.70	90.68	209.55
拆入资金	2.00	12.60	28.82
应付债券	--	--	30.00
应付短期融资款	--	34.00	0.61
非自有负债	47.38	43.32	106.91
其中：代理买卖证券款	47.38	43.32	106.91
负债合计	68.52	190.74	409.82
自有资产负债率	16.89	57.44	63.76

资料来源：公司年报，联合评级整理。

近年来，为支持信用类等业务的发展，公司通过卖出回购、发行债券等途径加大融入资金力度，公司净资本/负债、净资产/负债指标明显下降，杠杆水平有所提高，截至2014年末，公司净资本/各项风险资本准备之和为1,011.68%，净资本/负债为45.83%，净资产/负债为56.40%，公司财务杠杆水平持续上升。

总体看，随着公司业务发展，公司自有负债明显增加，公司杠杆水平持续上升，但仍有加大杠杆的空间。

4. 资本充足性

近年来，公司主要通过增资扩股、利润留存和发行次级债券等途径补充资本。2014年，公司发行新股以股本，公司股本增加5.00亿，达28.23亿元。资本公积增加54.14%，达106.75亿元。截至2014年底，公司股东权益合计172.20亿元，较年初增加57.63%，其中股本28.23亿元、资本公积106.75亿元、未分配利润11.30亿元、一般风险准备9.34亿元、交易风险准备0亿元、其他综合收益6.83亿元，少数股东权益4.70亿元。公司股本和资本公积占比较大，公司股东权益的稳定性较好。

截至2014年底，公司净资本和净资产规模分别为132.33亿元和162.85亿元，其中净资本增加71.05亿元，净资产增加56.11亿元。截至2014年底，公司的各项风险资本准备之和为13.08亿元，较年初增加1.43亿元，系公司各项经营规模扩大所致。

从主要风控指标来看，受公司净资本上升和净资产有所下降的影响，公司净资本/净资产指标由2013年底的57.42%上升到2014年底的81.26%；由于公司各项风险准备之和增加幅度较大，公司净资本/各项风险准备之和指标由2013年底的526.03%上升到2014年底的1,011.68%。

表9 公司风险控制指标监管报表

项 目	监管标准	预警指标	2012 年	2013 年	2014 年
净资本（亿元）	--	--	74.05	61.28	132.33
净资产（亿元）	--	--	104.03	106.74	162.85
净资本/各项风险准备之和（%）	>100	>120	1,307.62	526.03	1,011.68
净资本/净资产（%）	>40	>48	71.18	57.42	81.26
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	<100	<80	12.90	70.67	68.19
自营固定收益类证券/净资本（%）	<500	<400	66.06	199.87	96.55

数据来源：公司风险控制指标监管报表。

总体看，公司所有者权益保持稳定增长，公司各项风险控制指标处于行业较高水平，资产充足性较好。

5. 盈利能力

近年来，公司营业收入呈持续较快增长态势。2012~2014 年，公司营业收入年均复合增长率为 70.24%。2014 年，公司实现营业收入 36.75 亿元，主要来源于手续费及佣金净收入及投资收益，其中手续费及佣金净收入是公司最主要的收入来源。近年来，随着证券市场逐步回暖，二级市场交易规模的增加以及 IPO 业务的放开，公司证券经纪、投资银行、资产管理业务净收入保持增长态势。2012~2014 年，公司手续费及佣金净收入年均复合增长率 59.61%。2014 年，公司实现手续费及佣金净收入 18.70 亿元。得益于本期行情较好，经纪业务、投行业务、资管业务手续费及佣金增加。随着公司自营业务的增长以及对金融产品的投资，公司投资收益保持增长态势。2013~2014 年，公司投资收益年均复合增长率 40.63%。2014 年，公司实现投资收益 12.49 亿元。近年来，公司公允价值变动收益呈波动变化，对营业收入有一定的影响。

表 10 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
营业收入	12.68	19.64	36.75
营业支出	8.84	11.98	20.29
其中：业务及管理费	7.83	10.25	17.19
营业利润	3.84	7.66	16.46
营业利润率	30.28	39.00	44.79
利润总额	3.85	7.09	16.64

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从营业支出来看，近年来，公司进行了较好的成本管理，营业支出增幅明显低于营业收入的增长幅度。2014 年公司营业支出 20.29 亿元，三年复合增长率为 51.50%。从支出构成来看，2014 年，公司营业支出中业务及管理费占 84.74%，其中人力成本占业务及管理费的 71.91%；营业费用率由 2013 年的 52.19% 下降至 2014 年的 46.78%；2012~2014 年薪酬收入比各为 41.06%、37.05% 和 35.41%，呈下降态势。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司净利润快速增长，年均复合增长率 98.46%；2014 年公司实现净利润 13.47 亿元，受益于公司利润的大幅增长，公司平均自有资产收益率和平均净资产收益率均较 2013 年有明显提升，分别达 3.68% 和 9.57%，盈利能力得以进一步提高，整体处于较高水平。

表 11 公司盈利指标 (单位: 亿元、%、倍)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
净利润	3.42	6.36	13.47
薪酬收入比	41.06	37.05	35.41
营业费用率	61.76	52.19	46.78
平均自有资产收益率	4.00	3.33	3.68
平均净资产收益率	4.73	5.97	9.57

资料来源: 公司审计报告、联合评级整理。

与国内同行业其他已披露年报的上市证券公司比较, 公司各项主要盈利指标处于中上水平(如下表所示)。

表 12 2014 年主要证券公司盈利指标情况 (单位: 亿元、%)

公司名称	营业利润率	净资产收益率	净利润/营业收入
国元证券	51.49	8.29	39.35
广发证券	48.92	13.53	38.41
西南证券	44.79	9.71	36.65
兴业证券	44.81	12.87	34.69
东北证券	44.70	13.16	34.77
国海证券	36.62	10.67	28.11

资料来源: Wind 资讯。

注: Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看, 近年来, 公司营业收入和利润规模均增长较快, 盈利能力保持较高水平。

6. 偿债能力

截至 2014 年底, 公司总债务规模为 268.98 亿元, 三年复合增长率为 389.83%, 其中短期债务 238.98 亿元, 长期债务 30 亿元。

近年来, 随着公司营业利润的增长, 公司 EBITDA 指标逐年增长, 2012~2014 年, 公司 EBITDA 分别为 4.20 亿元、7.46 亿元和 17.03 亿元; 同期, 公司债务规模也有所增长, 使得公司 EBITDA 全部债务比由 2012 年的 0.24 倍下降到 2014 年的 0.06 倍, EBITDA 对全部债务的保护能力不强; EBITDA 利息倍数由 2012 年的 11.35 倍下降到 2014 年的 2.47 倍, EBITDA 对利息的保护能力仍较强。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 2014 年底, 公司可快速变现资产/自有负债为 1.38 倍, 该类资产可对债务形成良好保障。

表 13 公司偿债能力指标表

项 目	2012 年末	2013 年末	2014 年末
总债务 (亿元)	17.70	137.28	268.98
自有资产负债率 (%)	16.89	57.44	63.76
可快速变现资产/自有负债 (倍)	4.57	1.50	1.38
EBITDA (亿元)	4.20	7.46	17.03
EBITDA 全部债务比	0.24	0.05	0.06
EBITDA 利息倍数 (倍)	11.35	2.40	2.47

资料来源: 公司审计报告、联合评级整理。

总体看, 近年来, 公司债务负担显著提升, 资产及盈利对自有负债的保障程度有所降低; 但考虑到公司债务规模增长能够增加公司的营运资金, 从而有利于盈利水平的提高, 公司对本期债券的偿还能力仍属很强。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券发行对公司目前负债的影响

截至 2014 年末，公司自有负债合计为 302.91 亿元。本期拟发行公司债规模不超过 60 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度适中，债务负担将有所增加。

以 2014 年末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 60 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为 76.38%，债务负担水平有所上升，但结合公司所处的证券行业来看，整体处于适中水平。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年末的财务数据为基础，按照公司发行 60 亿元公司债券估算可快速变现资产、EBITDA 和股东权益对本次债券本金的保障倍数（详见下表）。

表 14 本次债券偿付能力指标（单位：倍）

项 目	2014 年末
可快速变现资产/本期债券本金	6.95
EBITDA/本期债券本金	0.28
股东权益/本期债券本金	2.87

资料来源：公司审计报告、联合评级整理。

公司持有较大规模的可快速变现资产，该类资产可对债务形成良好保障；2014 年，公司 EBITDA 对本期债券的本金覆盖程度尚可，考虑到公司因发行债券增加的营运资金，主要用于与公司主营业务相关的用途，以支持公司的长期发展及核心竞争力的培育，未来公司盈利能力将进一步增强。此外，公司作为上市公司拥有较为顺畅的融资渠道，能够为本期债券提供较强的现金流保障。

综合以上分析，并考虑到公司作为全国性综合类证券公司，创新业务稳步推进、盈利水平较高等因素，公司对本次债券的偿还能力很强。

十、综合评价

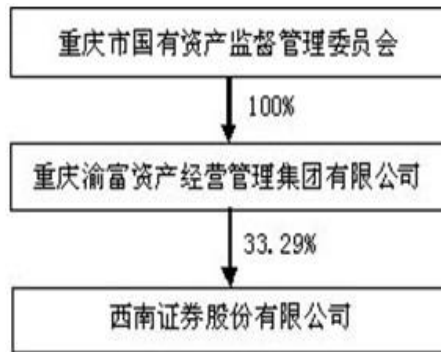
公司作为国内综合性券商之一，拥有稳定优质的客户群，整体竞争力较强，且股东实力雄厚、支持力度较大；近年来，公司的公司治理和内部控制体系逐步完善，风险管理体系持续健全，风险防控能力得到提高。公司将自身定位于全方位的财务管理机构，着力构建新的业务模式和盈利模式，业务结构有望趋向均衡，收入结构有望多元化。

目前，公司资产质量良好，负债水平合理，资本较为充足，盈利能力正常。联合评级同时也关注到经济周期波动、国内股票市场低迷以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

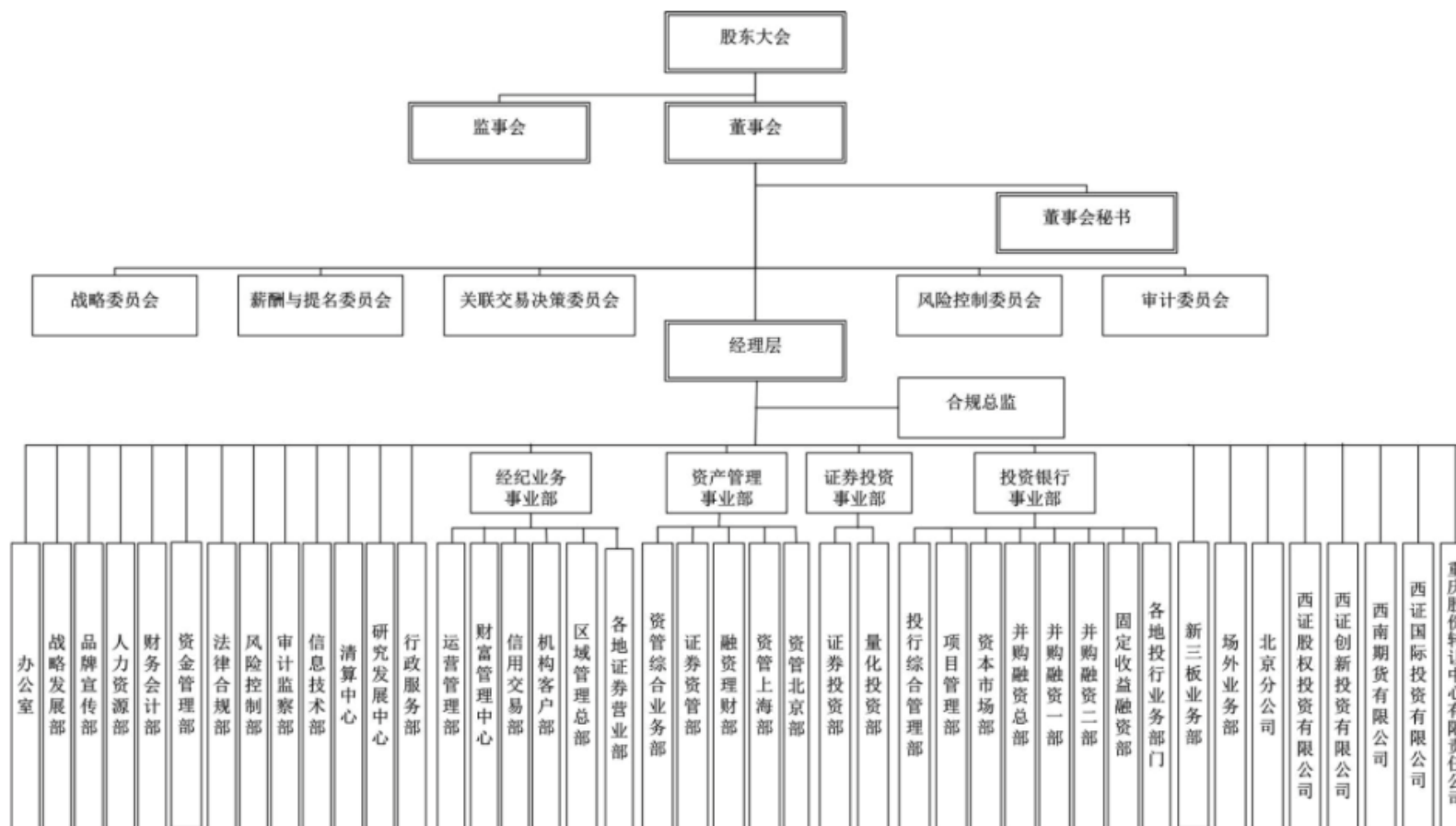
未来随着市场环境的好转以及营业网点数量的增加和创新业务的稳步推进，公司经营规模有望进一步扩大，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 西南证券股份有限公司股权结构图



附件 2 西南证券股份有限公司组织结构图



附件 3-1 西南证券股份有限公司
合并资产负债表（资产）
（单位：人民币亿元）

项 目	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年 3 月末
资产：				
货币资金	56.16	48.55	114.90	159.95
其中：客户存款	40.53	40.78	92.54	138.58
结算备付金	7.46	13.89	23.82	20.30
其中：客户备付金	6.72	8.08	18.89	11.53
融出资金	5.26	22.24	83.75	126.27
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	55.04	132.74	148.55	179.93
衍生金融资产	0.00	0.39	0.00	0.07
买入返售金融资产	17.29	19.58	84.67	31.74
应收款项	0.04	0.04	1.15	0.32
应收利息	0.82	1.97	3.32	4.15
存出保证金	1.17	2.35	8.07	10.78
可供出售金融资产	2.67	33.42	72.49	72.39
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	17.82	15.76	16.56	16.70
投资性房地产	0.82	0.45	0.49	0.49
固定资产	2.94	2.83	2.95	2.94
在建工程	0.00	0.21	1.00	1.43
无形资产	1.71	1.65	1.71	1.68
商誉	0.00	0.41	0.41	2.79
递延所得税资产	1.72	1.52	2.33	2.44
其他资产	1.64	2.00	15.86	23.72
资产总计	172.57	299.98	582.03	658.08

附件 3-2 西南证券股份有限公司
合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币亿元）

项 目	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年 3 月末
负债：				
短期借款	0.00	0.00	0.00	2.60
应付短期融资款	0.00	34.00	0.61	0.00
拆入资金	2.00	12.60	28.82	23.60
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.00	0.00	9.79	14.76
衍生金融负债	0.00	0.00	0.06	0.49
卖出回购金融资产款	15.70	90.68	209.55	212.80
代理买卖证券款	47.38	43.32	106.91	147.32
应付职工薪酬	2.25	2.90	7.09	5.58
应交税费	0.45	0.51	2.97	5.52
应付款项	0.01	4.29	0.16	0.19
应付利息	0.03	0.48	2.24	2.83
预计负债	0.00	0.64	0.70	0.88
应付债券	0.00	0.00	30.00	46.97
递延所得税负债	0.07	0.10	2.92	3.23
其他负债	0.62	1.22	8.02	9.23
负债合计	68.52	190.74	409.83	476.00
股东权益：				
股本	23.23	23.23	28.23	28.23
资本公积	68.93	69.25	106.75	106.80
其他综合收益	0.00	-0.16	6.83	5.97
盈余公积	3.22	3.71	5.06	5.06
一般风险准备	2.84	6.65	9.34	9.34
交易风险准备	2.84	0.00	0.00	0.00
未分配利润	2.99	5.51	11.30	20.94
归属于母公司股东权益合计	104.05	108.19	167.50	176.34
少数股东权益	0.00	1.04	4.70	5.74
所有者权益合计	104.05	109.24	172.20	182.08
负债及所有者权益总计	172.57	299.98	582.03	658.08

附件 4 西南证券股份有限公司
合并利润表

(单位：人民币亿元)

项 目	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年 1~3 月
一、营业收入				
手续费及佣金净收入	7.34	10.15	19.24	7.06
其中：证券经纪业务净收入	3.79	5.56	8.05	3.83
投资银行业务净收入	3.21	3.69	9.69	2.86
资产管理业务净收入	0.34	0.58	1.01	0.12
利息净收入	1.99	1.27	1.98	2.05
投资收益	-2.42	8.88	12.49	9.32
公允价值变动收益	5.43	-1.34	3.02	1.75
汇兑收益	0.00	-0.01	-0.03	0.00
其他业务收入	0.34	0.70	0.05	0.01
营业收入合计	12.68	19.64	36.75	20.19
二、营业支出				
营业税金及附加	0.66	1.11	2.22	0.99
业务及管理费	7.83	10.25	17.19	6.29
资产减值损失	0.22	0.14	0.82	0.01
其他业务成本	0.14	0.48	0.06	0.03
营业支出合计	8.84	11.98	20.29	7.32
三、营业利润	3.84	7.66	16.46	12.87
加：营业外收入	0.03	0.09	0.19	0.00
减：营业外支出	0.01	0.66	0.01	0.00
四、利润总额	3.85	7.09	16.64	12.87
减：所得税费用	0.43	0.73	3.17	3.15
五、净利润	3.42	6.36	13.47	9.72
其中：归属于母公司所有者的净利润	3.42	6.30	13.39	9.65
少数股东损益	0.00	0.06	0.08	0.07
六、其他综合收益	1.63	0.16	6.99	-0.86
七、综合收益总额	5.05	6.53	20.46	8.86
归属于母公司所有者的综合收益总额	0.00	6.47	20.38	8.79
归属于少数股东的综合收益总额	0.00	0.06	0.08	0.07

附件 5 西南证券股份有限公司

合并现金流量表

(单位: 人民币亿元)

项 目	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年 1-3 月
一、经营活动产生的现金流量:				
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产净增加额	-3.66	-75.51	-1.21	-25.03
收取利息、手续费及佣金的现金	11.50	15.71	30.73	13.58
拆入资金净增加额	2.00	10.60	16.22	-5.22
回购业务资金净增加额	6.41	72.71	51.49	54.20
代理买卖业务的现金净增加额	0.00	0.00	63.59	40.41
融出资金净减少额	0.00	0.00	0.00	0.05
收到其他与经营活动有关的现金	0.79	5.15	0.26	1.04
经营活动现金流入小计	17.04	28.67	161.09	79.03
融出资金净增加额	2.72	16.98	61.51	42.52
投资交易性金融资产净增加额	7.48	4.40	0.00	0.00
支付利息、手续费及佣金的现金	2.40	4.88	8.44	4.82
支付给职工以及为职工支付的现金	5.20	6.62	8.95	5.92
支付的各项税费	0.80	1.63	3.43	2.09
支付其他与经营活动有关的现金	2.38	3.85	23.00	1.46
经营活动现金流出小计	20.97	38.35	105.33	56.80
经营活动产生的现金流量净额	-3.93	-9.68	55.75	22.23
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	8.74	0.35	0.00	6.36
取得投资收益收到的现金	0.39	3.46	3.80	3.65
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.66	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	9.13	4.47	3.80	10.02
投资支付的现金	14.48	27.79	31.83	4.02
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.44	0.62	1.92	0.53
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	-0.76	0.00	2.26
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.02	0.47
投资活动现金流出小计	14.91	27.65	33.78	7.28
投资活动产生的现金流量净额	-5.78	-23.17	-29.97	2.73
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	46.09	0.00
取得借款收到的现金	0.00	0.00	0.00	4.09
发行债券所收到的现金	0.00	34.00	30.61	10.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	9.75	7.13
筹资活动现金流入小计	0.00	34.00	86.46	21.22
偿还债务支付的现金	0.00	0.00	34.00	4.09
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0.94	2.32	4.17	0.05
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	0.16
筹资活动现金流出小计	0.94	2.32	38.17	4.30
筹资活动产生的现金流量净额	-0.94	31.68	48.29	16.92
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	-0.01	-0.03	-0.11
五、现金及现金等价物净增加额	-10.65	-1.19	74.04	41.78
加: 期初现金及现金等价物余额	74.27	63.63	62.43	136.47
六、期末现金及现金等价物余额	63.63	62.43	136.47	178.25

附件 6 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
自有负债	总负债-代理买卖证券款
自有资产负债率	自有负债/自有资产
营业利润率	营业利润/营业收入
营业费用率	业务及管理费/营业收入
平均资产收益率	净利润/平均自有资产
平均净资产收益率	净利润/平均净资产
EBITDA	利润总额+利息支出-客户资金存款利息支出+固定资产折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (利息支出-客户资金存款利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+交易性金融资产+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

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

长期债务=长期借款+长期债券

附件 7 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。

联合信用评级有限公司关于 西南证券股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年西南证券股份有限公司发布年度报告后 2 个月内对西南证券股份有限公司 2014 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

西南证券股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。西南证券股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注西南证券股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现西南证券股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如西南证券股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况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，直至西南证券股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站和交易所网站予以公布并同时报送西南证券股份有限公司、监管部门、交易机构等。

