

西部证券股份有限公司 2026 年 面向专业投资者公开发行公司债券 (第二期) 信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕1977号

联合资信评估股份有限公司通过对西部证券股份有限公司及其拟2026年面向专业投资者公开发行的公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定西部证券股份有限公司主体长期信用等级为AAA，西部证券股份有限公司2026年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年四月十五日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受西部证券股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



西部证券股份有限公司 2026 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2026/04/15

债项概况 本期债项发行规模为不超过 20.00 亿元（含），期限为 3 年。本期债项采取单利按年计息，不计复利，按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金兑付一起支付。本期债项募集资金扣除发行费用后，拟将不超过 20.00 亿元用于偿还到期有息债务。本期债项无担保。

评级观点 公司作为陕西省唯一上市的全国性综合类证券公司，股东背景很强，业务牌照齐全，治理架构较为健全和完善，风险管理体系较完善；公司业务运营多元化程度较高，多项业务排名行业中上游，具有很强的行业竞争力；2023—2025 年，受大宗贸易净额法列示影响，公司营业收入持续下降；净利润持续增长，整体盈利能力较强；截至 2025 年末，公司资本实力很强，资本充足性良好，杠杆水平一般，资产流动性很好。2025 年 9 月，公司成为国融证券股份有限公司主要股东，公司业务竞争力有望得到进一步增强。本期债项发行后，主要财务指标对发行后全部债务的覆盖程度仍属一般水平。

个体调整：无。

外部支持调整：公司股东实力很强，能够在资本金补充、品牌推广、客户渠道拓展等方面为公司提供较大支持。

评级展望 未来，随着资本市场的持续发展、各项业务的推进以及与国融证券进一步整合，公司业务规模有望进一步提升，整体竞争实力有望维持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司资产质量恶化，预计资产质量将持续下降或公司资产减值计提严重不足；公司发生重大风险、合规事件或治理内控问题，预期对公司业务开展、融资能力等造成严重影响。

优势

- **股东背景很强，能够为公司提供较大支持。**公司控股股东陕西投资集团有限公司作为陕西省政府资本运作平台之一，区域地位突出，公司作为陕西投资集团有限公司旗下企业，系陕西省内唯一一家 A 股上市证券公司，股东支持力度较大。
- **公司多项业务排名行业中上游水平，行业竞争力很强，区域竞争优势明显。**公司多项业务处于行业中上游，具备较强的行业竞争力；截至 2025 年末，公司在陕西省内设有 57 家证券营业部，省内具有明显的渠道网点优势，区域竞争优势很强。
- **资产流动性很好，资本充足。**截至 2025 年末，公司优质流动性资产占总资产比重很高，资产流动性很好；净资产为 299.74 亿元，风险覆盖率为 302.03%，资本充足性良好。

关注

- **公司经营易受外部环境影响。**公司主要业务与证券市场高度关联，经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能导致未来收入存在较大波动性。受市场因素以及收入确认政策的影响，2023—2025 年，公司营业收入持续下滑。
- **公司面临一定的短期集中偿付压力。**截至 2025 年末，公司面临行业内普遍存在的短期集中偿还压力问题，需对短期债务到期兑付情况保持关注。
- **严监管态势持续，公司合规内控压力加大。**目前，严监管趋势延续，中介机构责任被进一步压实，公司面临行业内普遍存在的合规与内部控制压力增加。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 证券公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
			公司治理	2
		自身竞争力	风险管理	2
			业务经营分析	1
			未来发展	2
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	2
			资本充足性	1
			杠杆水平	1
		流动性	1	
		指示评级		
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

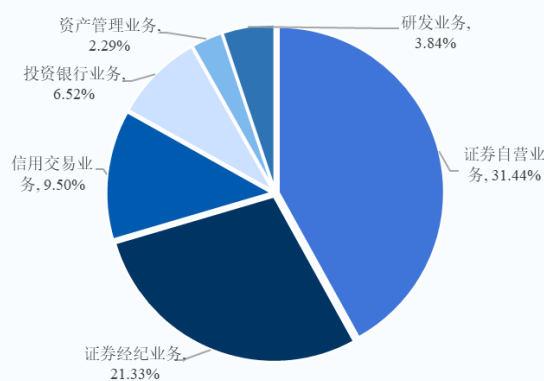
主要财务数据

项目	合并口径		
	2023年	2024年	2025年
资产总额（亿元）	962.21	959.64	1216.61
自有资产（亿元）	832.83	771.61	888.16
自有负债（亿元）	551.60	481.46	567.90
所有者权益（亿元）	281.23	290.15	320.26
自有资产负债率（%）	66.23	62.40	63.94
营业收入（亿元）	68.94	67.12	59.85
利润总额（亿元）	15.32	17.42	22.66
营业利润率（%）	22.40	25.94	37.91
营业费用率（%）	33.09	37.27	46.19
薪酬收入比（%）	22.46	26.18	31.90
自有资产收益率（%）	1.46	1.78	2.18
净资产收益率（%）	4.33	5.00	5.94
盈利稳定性（%）	40.98	39.10	16.73
短期债务（亿元）	338.80	265.91	357.74
长期债务（亿元）	157.20	167.26	156.30
全部债务（亿元）	496.00	433.18	514.03
短期债务占比（%）	68.31	61.39	69.59
信用业务杠杆率（%）	36.42	40.49	53.37
净资本（亿元）	229.89	239.71	211.10
优质流动性资产（亿元）	189.76	235.01	230.59
优质流动性资产/总资产（%）	23.17	31.18	28.99
净资本/净资产（%）	82.24	83.29	70.43
净资本/负债（%）	42.62	51.45	42.58
净资产/负债（%）	51.82	61.77	60.46
风险覆盖率（%）	292.29	352.73	302.03
资本杠杆率（%）	26.46	30.31	25.75
流动性覆盖率（%）	251.95	293.16	249.85
净稳定资金率（%）	176.67	197.62	197.93

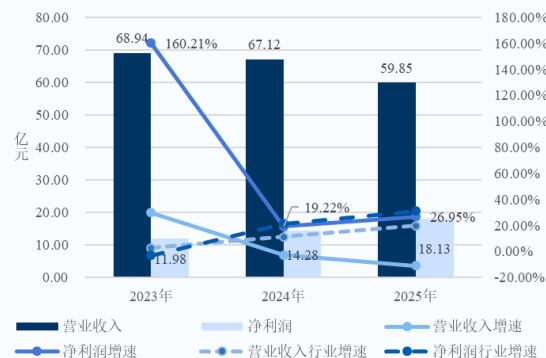
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径

资料来源：联合资信根据公司财务报表及风险控制指标监管报表整理

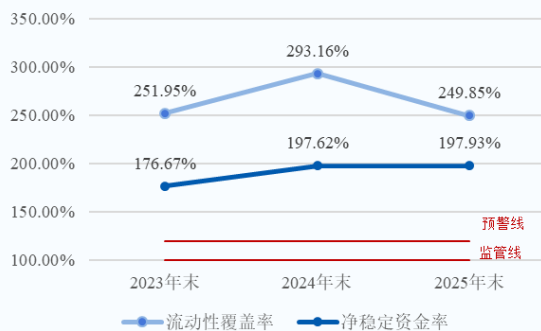
2025年公司营业收入构成



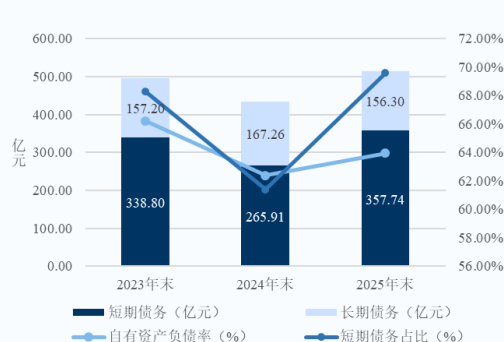
2023—2025年公司营业收入及净利润情况



2023—2025年末公司流动性指标



2023—2025年末公司债务及杠杆水平



同业比较（同业对比数据截至 2025 年底/2025 年）

主要指标	信用等级	净资本（亿元）	净资产收益率（%）	盈利稳定性（%）	流动性覆盖率（%）	净稳定资金率（%）	风险覆盖率（%）	资本杠杆率（%）
公司	AAA	211.10	5.94	16.73	249.85	197.93	302.03	25.75
信达证券	AAA	249.26	7.34	12.93	190.34	170.51	205.98	18.01
东兴证券	AAA	286.56	6.82	36.49	312.06	192.11	321.16	29.51
华安证券	AAA	187.55	9.10	24.62	628.70	165.87	220.00	19.62

注：信达证券股份有限公司简称为信达证券，东兴证券股份有限公司简称为东兴证券，华安证券股份有限公司简称为华安证券
 资料来源：联合资信根据公开信息整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2026/03/13	刘鹏 薛峰	证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208 证券公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读原文
AAA/稳定	2017/06/23	张祎 张晨露	联合信用评级有限公司证券公司主体及债项评级方法	阅读原文
AA+/稳定	2015/06/19	张开阳 刘克东	联合信用评级有限公司证券公司主体及债项评级方法	阅读原文

注：1.2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号；2.上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘 鹏 liupeng@lhratings.com

项目组成员：姜羽佳 jiangyi@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、主体概况

西部证券股份有限公司（以下简称“公司”或“西部证券”）是在陕西证券有限公司、宝鸡证券公司、陕西信托投资有限公司和陕西省西北信托投资有限公司整体或所属证券营业部合并重组的基础上，于 2001 年 1 月以发起设立方式设立的股份有限公司，初始注册资本为 10.00 亿元。历经多次股权变更和增资后，2012 年 5 月，公司在深圳交易所挂牌上市（证券简称：“西部证券”，证券代码：“002673.SZ”），上市后公司注册资本变更为 12.00 亿元。2019 年，陕西省电力建设投资开发公司（2021 年 12 月注销）将所持有的 9.06 亿股股份（占公司总股本的 25.88%）全部无偿划转给陕西投资集团有限公司（以下简称“陕投集团”），本次无偿划转后，公司控股股东变更为陕投集团。2021 年 1 月，公司非公开发行 A 股 9.68 亿股上市，募集资金总额 75.00 亿元，发行后股本为 44.70 亿元。截至 2025 年末，公司注册资本及股本均为 44.70 亿元，陕投集团直接和间接合计持有公司 36.79% 的股份，并通过控制董事会成为公司控股股东和实际控制人，股权结构详见附件 1-1；控股股东不存在质押持有公司股权的情形。

公司主要业务包括证券经纪业务、投资银行业务及资产管理业务等。

截至 2025 年末，公司建立了完整的前中后台部门架构（组织架构图详见附件 1-2），公司设有 12 家分公司，98 家证券营业部；全资子公司 3 家，控股子公司 2 家，详情见图表 1。

图表 1 • 截至 2025 年末公司全资及控股子公司情况

子公司全称	简称	业务性质	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)
西部期货有限公司	西部期货	期货经纪、资产管理等	8.00	100.00	62.47	8.90
西部优势资本投资有限公司	西部优势	私募基金	12.00	100.00	11.33	10.28
西部证券投资（西安）有限公司	西部证券投资	股权投资	10.00	100.00	11.55	10.55
国融证券股份有限公司	国融证券	证券	17.83	64.60	193.51	42.58
西部利得基金管理有限公司	西部利得	基金	3.70	51.00	7.38	4.79

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司注册地址：陕西省西安市新城区东大街 319 号 8 幢 10000 室；法定代表人：徐朝晖。

二、本期债项概况

公司拟发行“西部证券股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”（以下简称“本期债项”），发行规模不超过 20.00 亿元（含），期限为 3 年。本期债项为固定利率债券，簿记建档发行，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商协商确定；债券票面利率采取单利按年计息，不计复利，按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债项募集资金扣除发行费用后，拟将不超过 20.00 亿元用于偿还到期有息债务。

本期债项无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2025 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。

2025 年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域发展分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。信用方面，2025 年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力，科技金融不断深化也成为日益重要的支撑力量。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

展望 2026 年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化同样不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代化产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期发展提供了坚实支撑。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察年报（2025 年 12 月）](#)》。

四、行业分析

2024 年，沪深两市指数和成交规模总体呈“先抑后扬”的格局；受益于 9 月下旬国家经济利好政策的颁布，四季度市场交投活跃度显著提升，证券公司经纪、信用、自营等核心业务收入实现情况较好。2025 年三季度，股票证券市场震荡上行，沪深两市成交额同比、环比均大幅增长，期末债券市场指数较年初小幅下降；证券公司业绩增长与资本市场波动性相关度很高，仍存在较大不确定性；证券公司业务同质化明显，头部效应显著；行业严监管基调持续，整体行业风险可控。

证券公司业绩和市场高度挂钩、盈利波动性大。2024 年，A 股沪深两市总体呈“先抑后扬”的格局，受益于 9 月下旬行业利好政策的颁布，三季度末股票指数快速上涨，交投活跃度显著上升，全年沪深两市成交额同比有所增长。截至 2024 年末，债券市场收益率震荡上行，期末债券市场指数较年初大幅上涨，市场存量债券余额较上年末有所增长。2025 年三季度，中央会议精神积极稳妥化解地方政府债务风险，增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头。资本市场活跃度同比大幅提升，使得证券公司财富管理、自营板块业务收入同比增长，其中自营板块权益类好于上年同期；投资银行业务股权融资业务回暖，同比收入有所好转，但整体压力仍在；资产管理产品存续规模小幅提升，但对券商行业营业收入贡献度仍较弱；证券行业监管处罚频次同比略有下降，引导行业合规发展；行业整体业绩预计稳步上升，经营风险可控，行业信用水平保持稳定。

证券公司发展过程中存在业务同质化严重等特点，大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面较中小券商具备优势，行业集中度维持在较高水平。2025 年以来，多起并购重组案或将进一步完善，推动行业竞争格局重塑，中小券商需打造核心竞争力，逐步转向差异化竞争。

证券公司出现重大风险事件的概率较小，但合规与风险管理压力有所提升，涉及业务资质暂停的重大处罚是影响券商个体经营的重要风险之一。根据 Wind 统计数据，2025 年三季度，监管机构对证券公司的处罚频率同比有所下降，但未来“严监管、防风险”仍是监管的主旋律，需要重点关注证券公司内部控制制度健全情况以及业务开展过程中的人员尽职尽责相关操作情况。未来，我国将坚持“稳中求进”的经济发展策略，该策略有助于实体经济和资本市场的稳健发展，但证券公司业绩增长与资本市场波动性相关度很高，国内经济的多重不确定性因素和严峻复杂的国际形势仍给证券公司经营带来较大不确定性。

完整版证券行业分析详见《[2025 年三季度证券行业分析](#)》。

五、规模与竞争力

公司是陕西省唯一上市的全国性综合类证券公司，具备较为完整的证券业务板块以及多元化经营的发展模式，综合竞争力很强。

公司是陕西省唯一上市的全国性综合类证券公司，业务牌照齐全，2025 年实现对国融证券的合并，综合竞争力较强。截至 2025 年末，公司净资本 211.10 亿元，资本实力很强；公司设有 12 个分公司，证券营业部 98 家，其中陕西省内 57 家，立足西部，面向全国，通过自身的营业网点优势，拓展各项业务，具有很强区域竞争优势；根据 Wind 公开数据，2025 年，公司营业收入排名 19 位，自营业务收入排名 14 位，总资产排名 20 位，多项排名行业中上游，具备很强的竞争实力。

联合资信选取了综合实力接近的可比企业。与可比企业相比，公司资本实力、盈利能力一般，盈利稳定性较好，资本杠杆率较高。

图表 2 • 2025 年同行业公司竞争力对比情况

对比指标	西部证券	信达证券	东兴证券	华安证券
净资本（亿元）	211.10	249.26	286.56	187.55
净资产收益率（%）	5.94	7.34	6.82	9.10
盈利稳定性（%）	16.73	12.93	36.49	24.62
资本杠杆率（%）	25.75	18.01	29.51	19.62

资料来源：联合资信根据公开资料整理

六、管理分析

1 法人治理

公司搭建了较为健全和完善的公司治理架构；“两会一层”平稳运行，治理水平很好；管理层经验丰富。

公司按照《公司法》《证券法》等相关法律法规的要求，不断完善法人治理结构，建立健全合规风控制度和内控管理体系，形成了股东大会、董事会和经营管理层相互分离、相互制衡的公司治理结构。

股东大会是公司的最高权力机构，由股东按照其持有的股份数行使表决权。

董事会是公司的常设决策机构。截至 2025 年末，董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 4 名、职工董事 1 名，董事会设董事长一人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会下设战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会、审计委员会和风险控制委员会。董事由股东大会选举或更换，任期三年。

公司自 2025 年 11 月起不再设置监事会，监事会的职责由董事会下设的审计委员会行使。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。总理由董事会聘任或者解聘。截至 2025 年末，公司设 1 位总经理、1 位合规总监兼首席风险官、3 位副总经理，1 位财务总监，1 位首席信息官，1 位董事会秘书。

公司董事长徐朝晖女士，1973 年 5 月出生，本科学历，工商管理硕士，历任陕西秦龙电力股份有限公司董事会秘书、总经理助理、证券部经理、办公室主任；公司经纪业务管理总部副经理；陕投集团金融证券部副主任、主任；西部信托有限公司董事长、党委书记，自 2018 年起担任公司党委书记、董事长。

公司总经理齐冰先生，1972 年 2 月出生，本科学历，工商管理硕士，民盟盟员，经济师，历任公司投资管理总部交易员；客户资产管理总部投资经理助理、研究员；投资管理总部研究员、投资经理；公司银证通营销中心副总经理；公司西安吉祥路营业部副总经理；公司客户资产管理总部副总经理（主持工作）、总经理；公司上海第二分公司总经理；西部信托有限公司总经理助理、副总经理兼董事会秘书；公司监事、合规管理部总经理、合规总监、首席风险官。齐冰先生自 2021 年 2 月 2 日起，担任公司总经理。

2 管理水平

公司建立了较为完善的内部控制体系，组织架构设置及内部控制制度能够满足业务开展需要；公司针对出现的问题进行积极整改，但仍需进一步加强内控管理。

公司依据《企业内部控制规范》《证券公司内部控制指引》《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》《证券公司全面风险管理规范》等法律法规的精神及要求，建立了合规与风险管理的组织体系。

合规管理机制方面，公司通过建立合规管理组织架构，制定和执行合规制度，培育合规文化，防范和应对合规风险，监测、检查经营活动，促进公司内控体系的健全和有效，实现外部监管与公司内部约束的有效统一。公司建立了与自身经营范围、业务规模相适应的合规管理组织体系。董事会对公司合规管理承担最终责任；高级管理人员负责落实合规管理目标，对合规运营承担责任；各部门、分支机构及子公司负责落实本单位的合规管理目标，并对本单位合规运营承担责任；合规总监直接向董事会负责，对公司及其工作人员的经营管理和执业行为的合法合规性进行审查、监督和检查。

根据公司公告的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2023—2025 年度内部控制审计报告，公司保持了有效的财务报告内部控制，内控有效性较强。

2023 年以来，公司受到的监管处罚及措施主要涉及证券研究报告业务内控机制不健全、投行业务部分项目质控与内核意见跟踪落实不到位、科创板项目询价操作失误等方面，公司针对上述事项均已进行了整改。整体看，公司内控管理水平仍有待进一步提高。

七、经营分析

1 经营概况

2023—2025 年，公司营业收入持续下降，2025 年公司完成对国融证券合并，证券自营业务和经纪业务始终为公司最主要收入来源。

2023—2025 年，公司营业收入持续下降。2024 年，营业收入同比下降 2.64%，主要系西部期货部分业务合约采用净额法列示。2025 年，营业收入同比下降 10.84%，主要系大宗商品贸易业务收入同比减少。2025 年 10 月，公司完成对国融证券合并，其中，购买日至期末国融证券实现营业收入 2.49 亿元。

从收入构成看，2023—2025 年，公司收入构成变化较大，其中，证券自营业务收入波动增长，占比持续增长，2023 年以来均为第一大收入来源；受益于证券市场交投活跃度提升以及合并国融证券，代理买卖证券业务交易量规模提升，经纪业务收入规模及占比均持续增长，始终为公司第二大收入来源；信用交易业务收入规模较为稳定，2025 年占比有所提升；投资银行业务收入规模和占比均波动增长；资产管理业务和研发业务对收入贡献度不高；其他业务收入板块包含公司总部运营业务、子公司业务、纳入合并范围的结构化主体开展的投资业务以及合并抵销，该板块营业收入规模、占比持续下降，主要系西部期货部分业务合约采用净额法列示、大宗商品贸易业务收入下降等综合所致。

图表 3 · 公司营业收入结构

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
证券自营业务	17.60	25.53	20.65	30.77	18.82	31.44
证券经纪业务	7.71	11.18	9.76	14.54	12.77	21.33
信用交易业务	5.06	7.34	4.99	7.43	5.69	9.50
投资银行业务	3.47	5.04	2.74	4.09	3.90	6.52
资产管理业务	1.10	1.60	1.68	2.50	1.37	2.29
研发业务	1.98	2.87	1.46	2.17	2.30	3.84
其他	32.02	46.44	25.84	38.50	15.01	25.08
营业收入合计	68.94	100.00	67.12	100.00	59.85	100.00

注：本表营业收入构成与审计报告中列示口径存在差异系子公司数据列示于其他项中
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 业务经营分析

(1) 证券经纪业务

公司经纪业务在陕西地区具有很强的区域竞争优势，佣金率水平较高；2023—2025 年，公司代理买卖证券交易额持续增长。

公司证券经纪业务主要包括代理买卖证券业务、交易单元席位租赁、代销金融产品及子公司西部期货的期货经纪等业务。公司证券经纪业务坚持“深耕西部、面向全国”的布局特点，加快传统经纪业务的财富管理模式转型向纵深推进。受益于市场行情较好，2023—2025 年，公司证券经纪业务收入持续增长，年均复合增长 28.70%，2025 年，公司证券经纪业务收入同比增长 30.77%。

在代理买卖证券业务方面，2023—2025 年，受益于市场交投活跃度较好影响，公司代理买卖证券交易额持续增长，年均复合增长 34.04%。但受行业竞争激烈影响，公司平均佣金率水平波动下降，对业务收入造成了一定的影响；2025 年，公司经纪业务平均佣金率为 0.44%，仍处于行业较高水平，主要系陕西省内佣金率较高所致。2023—2025 年，受佣金率波动下降以及代理买卖证券交易量增长等综合因素影响，公司交易单元席位租赁收入分别为 1.93 亿元、1.30 亿元和 1.99 亿元，收入波动增长；代销金融产品业务收入分别为 0.21 亿元、0.40 亿元和 0.57 亿元，主要系代销金融产品规模增长导致；期货经纪业务收入分别为 1.53 亿元、2.92 亿元和 2.42 亿元，波动增长，2025 年期货经纪业务收入同比下降。

图表 4 · 公司代理买卖证券交易额数据（单位：万亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
股票	1.09	1.44	2.33
基金	0.16	0.05	0.08
其他	1.21	1.30	2.01
合计	2.46	2.79	4.42
平均佣金率（‰）	0.47	0.43	0.44

注：表格数据口径为母公司口径
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）投资银行业务

2023—2025 年，公司投资银行业务收入波动增长，债券业务区域竞争力很强，股权业务受政策影响有所波动；期末投行项目储备情况较好。

公司的投资银行业务主要包括证券承销与保荐业务和财务顾问业务等。

2023—2025 年，公司投资银行业务收入波动增长，年均复合增长 5.97%，主要系公司承销债券金额持续增长以及承销股权类项目金额有所波动综合所致。

股权业务方面，2023 年，公司对接陕西省 24 条重点产业链主企业，以国家级专精特新“小巨人”企业、高新技术企业为拓展重点，公司 IPO 承销金额 29.05 亿元、再融资承销 6.36 亿元。受监管政策变化及市场变化等因素，2024 年，公司未实现股权项目发行，同期公司股权业务收入为 0。2025 年，公司实现再融资项目 1 个，承销金额 10.95 亿元。

债券承销业务方面，公司发挥区位优势及专业优势，大力开展绿色债、乡村振兴债等创新业务，为“一带一路”、陕西特色文旅等优质项目提供了保障。2023—2025 年，公司承销债券金额持续增长，债券承销金额年均复合增长 27.95%，2025 年，公司主承销发行债券 174 只，承销规模 635.63 亿元，分别同比增长 61.11%和 14.24%，市场份额稳居陕西省第一。

2023—2025 年，公司财务顾问业务规模较小。

从投行项目储备来看，截至 2025 年末，公司在审项目 29 个（含 IPO 项目 4 个、债券项目 20 个、财务顾问 2 个、再融资项目 3 个）；已拿批文未实施项目 21 个（均为债券项目）。总体来看，公司投资银行项目储备情况较好。

图表 5 · 公司投资银行业务情况

项目	2023 年		2024 年		2025 年		
	数量（家）	承销规模（亿元）	数量（家）	承销规模（亿元）	数量（家）	承销规模（亿元）	
股权	IPO	2	29.05	0	0	0	0
	再融资	2	6.36	0	0	1	10.95
	北交所	0	0.00	0	0	0	0
债券承销	72	388.26	108	556.38	174	635.63	
财务顾问	0	--	1	--	1	8.90	

注：表格数据口径为母公司口径
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）证券自营业务

2023—2025 年，公司期末证券自营业务规模波动下降，截至 2025 年末，投资结构以债券投资为主，股票占比有所提升。自营业务收入受市场波动影响较大，需关注公司面临的信用及市场风险。

公司自营投资板块以绝对收益为核心目标。在权益类业务方面，公司聚焦高股息资产，完善 OCI 策略、标的池构建以及建仓方案，实现“分红+资本利得”的双重收益。在固定收益类业务方面，面对市场利率下行趋势，公司加大对可转债、可交债、REITS 以及海外债方面的配置并加强利率债的波段交易。在衍生品交易与做市业务方面，依托做市商牌照、场外交易商牌照，实现对客与自营投资融合的投资理念。

2023—2025 年，受市场行情影响，公司证券自营业务收入波动增长，年均复合增长 3.39%。其中，2024 年，A 股市场行情在经历年内两次深度探底后于三季度快速实现风格切换，指数及成交量大幅走高，受益于此，公司自营投资业务收入同比增长 17.32%。

2025 年，受资本市场波动加大及市场利率下行等综合影响，公司证券自营业务收入同比下降 8.89%。

2023—2025 年末，公司证券自营业务规模波动下降；2024 年末，公司证券自营业务规模较上年末下降 17.23%，主要系公司期末主动减持流动性较好的高评级债券、获利了结所致；2025 年末，公司证券自营业务规模较上年末增长 4.35%，主要系股票投资规模增长导致。从投资结构来看，2023—2025 年末，公司证券投资结构始终以债券投资为主，占比保持在 70%以上；截至 2025 年末，公司债券投资规模 344.93 亿元，主要围绕国有企业和城投平台（根据国务院一揽子化债名单等政策文件选择），需要关注其信用风险，剩余的债券主要为无级别国债、地方债、利率债等品种，AA+及以上规模占比有所提升。2023—2025 年末，公司理财产品规模、资管计划规模持续下降，规模很小；基金投资规模持续增长。截至 2023、2024 年末，股票投资规模占比很低，受益于 2025 年市场行情较好，公司期末持有股票投资规模较大，公司聚焦高股息资产，完善 OCI 策略、标的池构建以及建仓方案，提升相关标的组合配置占比，实现“分红+资本利得”的双重收益。

截至 2025 年末，公司自营业务存续的违约债券有 1 笔，该债券 2023 年 1 月初次违约，2025 年部分完成债转股，股票已经解禁，账面价值 0.14 亿元，规模很小，已经制定处置方案，未来择机减持，需关注回收情况。

2023—2025 年末，公司自营权益类证券及其衍生品/净资产指标波动增长，自营非权益类证券及其衍生品/净资产指标波动下降，均优于监管指标要求，两项指标均优于监管标准（≤100%和≤500%）。

图表 6 • 公司证券投资情况

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
债券	451.06	79.74	357.83	76.42	344.93	70.60
其中：AA+及以上	227.56	50.45	143.92	40.22	228.57	66.27
AA	30.52	6.77	26.84	7.50	30.21	8.76
基金	44.51	7.87	55.31	11.81	62.00	12.69
股票	2.23	0.39	1.03	0.22	37.50	7.68
资管计划	38.68	6.84	25.16	5.38	18.11	3.71
理财产品	27.10	4.79	14.48	3.09	8.27	1.69
其他	2.09	0.37	14.41	3.08	17.77	3.64
合计	565.67	100.00	468.22	100.00	488.58	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资产 (%)		10.46		1.97		19.26
自营非权益类证券及其衍生品/净资产 (%)		220.64		199.19		212.01

注：1. AA+及以上、AA 占比为占债券的比例，其他占比为占自营证券总规模的比重；2. 本表数据为母公司口径；3. “其他”主要为投资的私募基金份额、合伙企业份额、非上市公司股权等

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(4) 资产管理业务

2023—2025 年，公司期末证券资产管理业务规模持续增长，业务收入波动增长。

公司资产管理业务主要包括定向资产管理业务、集合资产管理业务和专项资产管理业务。

2023—2025 年末，公司资产管理业务规模持续增长，年均复合增长 6.39%，公司以纯债类固定收益产品为基础，推进多元化产品布局，产品线实现显著丰富，其中，渠道建设方面，银行代销产品保有规模较上年末提升显著。2023—2025 年，公司资产管理业务收入实现波动增长，年均复合增长 11.47%，但收入贡献仍然较小。

从业务结构来看，2023—2025 年末，公司资产管理业务结构中，随着集合业务规模的大幅上升，其占比持续提升，截至 2025 年末，集合业务成为第一大占比业务；专项业务占比持续下降；定向业务规模、占比持续增长。

2023 年以来，公司资管计划无新增违约项目；截至 2025 年末，公司资管业务存续产品不存在违约情况。

图表 7 • 公司资产管理业务情况

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末	
	规模 (亿元)	占比 (%)	规模 (亿元)	占比 (%)	规模 (亿元)	占比 (%)
定向	28.87	8.97	43.85	12.26	73.79	20.26

集合	108.67	33.78	127.48	35.64	181.41	49.81
专项	184.22	57.25	186.34	52.10	109.01	29.93
合计	321.76	100.00	357.68	100.00	364.20	100.00

注：2023年及以后，公司往期被动管理已基本到期，不再区分主被动管理；表格数据口径为母公司口径
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(5) 信用交易业务

2023年以来，公司融资融券业务期末余额持续增长；股票质押业务规模较为稳定，但风险项目规模较大，需关注相关信用风险及违约处置情况。

公司信用交易业务以两融业务和股票质押业务为主。

2023—2025年，受益于市场交投活跃，公司借助线上创新工具与金融科技手段提升服务效能，增强客户粘性，公司期末融资融券业务余额持续增长，融资融券利息收入波动增长，主要系日均余额存在波动以及市场利率竞争激烈等综合所致。

2023—2025年，公司审慎开展新增股票质押业务，重点关注陕西省内优质客户。公司股票质押式回购业务往期风险项目金额较大，2023—2025年，公司审计报告口径买入返售金融资产款中的股票质押式回购余额持续下降，年均复合下降4.38%，扣除其中已逾期项目金额，账面余额分别为2.93亿元、2.10亿元和2.08亿元，正常存续项目金额相对较小。2023—2025年，股票质押业务利息收入规模较小。

2023—2025年末，公司信用交易业务杠杆率持续增长，仍然处于较低水平。

图表8·公司信用交易业务情况

项目	2023年/末	2024年/末	2025年/末
期末融资融券余额（亿元）	83.86	99.94	123.15
融资融券利息收入（亿元）	5.02	4.87	6.01
期末股票质押业务回购余额（亿元）	18.56	17.60	16.97
股票质押业务利息收入（亿元）	0.20	0.16	0.11
信用业务杠杆率（%）	36.42	40.49	53.37

注：1. 本表中年度融资融券和股票质押业务利息收入取自公司年报中利息净收入板块；2. 本表中融资融券账户余额数据为公司年报中融券业务余额与融出资金合计数，期末股票质押业务回购余额取自公司年报附注中买入返售金融资产板块；3. 表格期末股票质押业务回购余额未扣除已逾期金额
 资料来源：联合资信根据公司定期报告整理

违约项目方面，截至2025年末，公司股票质押业务期末待购回初始交易金额自有资金出资16.97亿元，其中，股票质押业务风险项目的金额为14.89亿元，已经全额计提减值准备；公司两融业务违约客户2户，本金金额12.59万元，涉及金额很小；公司对违约项目均通过司法手段追偿，后续需关注信用交易业务的违约风险及对风险项目处置情况。

(6) 子公司情况

子公司业务运营较好，其中期货板块对公司收入贡献很大，但整体利润贡献不高。

公司的期货板块、基金等业务主要由其控股子公司来开展。

西部期货成立于1993年3月，经营范围为：商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询；资产管理业务；公开募集证券投资基金销售。截至2025年末，西部期货总资产62.47亿元，净资产8.90亿元。2025年，西部期货营业收入10.63亿元，净利润0.15亿元。

西部优势成立于2014年5月，主营业务为：公司及下设基金管理机构以自有资金投资于西部优势设立的私募基金；通过私募基金对项目进行投资；经中国证券监督管理委员会认可开展的其他业务。截至2025年末，西部优势总资产11.33亿元，净资产10.28亿元。2025年，西部优势营业收入0.46亿元，净利润0.09亿元。

西部证券投资成立于2019年9月，主营业务为：从事《证券公司证券自营投资品种清单》所列品种以外的金融产品投资（许可项目除外）、股权投资业务（许可项目除外）。截至2025年末，西部证券投资总资产11.55亿元，净资产10.55亿元。2025年，西部证券投资营业收入0.60亿元，净利润0.34亿元。

西部利得成立于2010年7月，主营业务为：基金募集、基金销售、资产管理和中国证监会许可的其他业务。截至2025年末，西部利得总资产7.38亿元，净资产4.79亿元。2025年，西部利得营业总收入4.56亿元，主要来自公募基金管理费收入和特定客

户资产管理费收入，净利润 0.64 亿元。

国融证券成立于 2002 年 4 月，主营业务为：证券经纪、证券投资咨询、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理等，截至 2025 年末，国融证券总资产 193.51 亿元，净资产 42.58 亿元。

3 未来发展

公司制定符合自身特点的战略规划，发展前景良好。但经营易受市场经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响，后续需要关注公司与国融证券的整合进度及整合效果，未来发展存在一定不确定性。

未来，公司将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，走中国特色金融发展之路，展现党委在现代金融企业法人治理中的核心作用，发挥国有金融资本重要功能，适应市场新需求、新变化。调整自身定位，提供多样化专业性的金融产品和服务，满足现代化产业体系的有效需求。坚守合规风控管理底线，完善内部控制机制，践行可持续发展理念，发展新质竞争力，发挥“和合文化”作用，凝聚内部治理共识，多措并举提升国有控股上市公司发展质量，做到“以客户为中心，提供全生命周期服务”，朝着“立足西部服务全国，以专业化业务与客户共同成长的一流上市综合型投资银行”的战略愿景迈进。2025 年 9 月，北京长安投资集团有限公司等公司持有的国融证券股份已经完成过户，公司合计持有国融证券 64.5961% 的股份，后续需要关注公司与国融证券的整合进度及整合效果。

八、风险管理分析

公司建立了较为健全的全面风险管理体系，风险管理水平可满足公司经营需要；但随着业务规模的扩张和严监管态势的延续，公司需进一步提高风险管理水平。

公司从风险管理制度、组织、系统、指标、人员及应对处置等方面加强全面风险管理体系建设，完善公司风险管理制度，健全风险管理组织架构，加强信息系统建设，强化对各业务风险的识别与控制，针对净资本、流动性等核心风控指标、各风险类型实行重点管理，逐步建立起适应公司经营水平和业务规模的风险管理支持体系，确保各项业务在运营过程中的风险可测、可控、可承受。

公司明确董事会、经理层、各部门、分支机构及子公司履行全面风险管理职责分工，建立多层次、相互衔接、有效制衡的运行机制。董事会是风险管理的最高决策机构，承担全面风险管理的最终责任。董事会下设风险控制委员会，按公司规定履行风险控制职责。经理层对全面风险管理承担主要责任，履行制定风险管理制度；建立健全公司全面风险管理的组织架构；制定董事会设定的风险偏好、风险容忍度以及重大风险限额等的具体执行方案；定期评估公司整体风险和各类重要风险管理状况，将风险管理的有效性纳入高级管理人员、各部门、分支机构、子公司及全体工作人员的绩效考核范围等职责。公司设首席风险官，首席风险官作为公司高级管理人员负责全面风险管理工作，向董事会和总经理报告。

九、财务分析

公司 2023—2025 年财务报表均经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均被出具了无保留的审计意见。

2023—2025 年，公司会计估计无重大变更。公司在 2023 年 1 月 1 日执行财政部于 2022 年 11 月发布的《企业会计准则解释第 16 号》（财会〔2022〕31 号），对往期数据进行了追溯调整。本报告所使用公司 2023 年财务数据为 2024 年审计报告期初数据，2024 年财务数据为 2025 年审计报告期初数据。

2023—2024 年末，公司合并范围无重大变化；2025 年，公司对国融证券实现非同一控制下企业合并，国融证券规模较大，对财务数据可比性造成了一定影响。

整体来看，公司财务数据可比性较强。

1 资金来源与流动性

2023—2025 年末，公司负债及全部债务规模均波动增长，杠杆水平整体处于行业一般水平；债务期限偏短，需关注流动性管理。

公司主要通过卖出回购金融资产、公司债券、收益凭证、短期融资券的方式来满足业务发展对资金的需求，融资方式较为多元化。

2023—2025 年末，公司负债总额波动增长，年均复合增长 14.73%，其中 2025 年末增幅较大主要系并购国融证券及公司代理买卖证券款规模、卖出回购金融资产款增长等综合所致；负债以自有负债为主，但占比持续下降。按科目来看，负债主要构成中，卖出回购金融资产款是回购业务形成，标的物以债券、同业存单等为主，截至 2025 年末，卖出回购金融资产款较年初增长 21.09%，主要系并购国融证券及自营业务质押式卖出回购业务规模增长；代理买卖证券款是代理客户买卖证券业务形成，截至 2025 年末，代理买卖证券款较年初增长 75.28%，主要系并购国融证券及普通经纪业务规模增加；应付短期融资款主要是短期融资券和收益凭证；公司应付债券规模有所下降，主要系到期兑付债券等综合因素所致；其他主要包括交易性金融负债、拆入资金等。

图表 9 • 公司负债结构

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
负债总额	680.97	100.00	669.49	100.00	896.35	100.00
按权属分：自有负债	551.60	81.00	481.46	71.91	567.90	63.36
非自有负债	129.38	19.00	188.03	28.09	328.44	36.64
按科目分：卖出回购金融资产款	246.34	36.17	133.46	19.93	161.61	18.03
代理买卖证券款	128.49	18.87	186.56	27.87	327.00	36.48
应付债券	152.90	22.45	163.79	24.46	153.07	17.08
应付短期融资款	48.26	7.09	41.31	6.17	72.37	8.07
其他	104.98	15.42	144.37	21.57	182.30	20.34

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2023—2025 年末，公司全部债务规模波动增长，年均复合增长 1.80%；债务结构以短期为主，需关注流动性管理情况。

从杠杆水平来看，2023—2025 年末，公司自有资产负债率处行业一般水平；母公司口径净资本/负债波动下降，净资产/负债波动增长，均能够满足相关监管要求。

图表 10 • 公司债务及杠杆水平

项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末
全部债务（亿元）	496.00	433.18	514.03
其中：短期债务（亿元）	338.80	265.91	357.74
长期债务（亿元）	157.20	167.26	156.30
短期债务占比（%）	68.31	61.39	69.59
自有资产负债率（%）	66.23	62.40	63.94
净资本/负债（%）	42.62	51.45	42.58
净资产/负债（%）	51.82	61.77	60.46

资料来源：联合资信根据公司财务报表及风险控制指标监管报表整理

从有息债务偿还结构来看，截至 2025 年末，公司 2026 年内到期债务占比 77.94%，债务结构偏短期，需关注流动性管理情况。

图表 11 • 截至 2025 年末公司有息债务到期期限结构

到期期限	金额（亿元）	占比（%）
2026 年到期	390.44	77.94
2027 年到期	55.54	11.09
2028 年及以后	54.93	10.97
合计	500.91	100.00

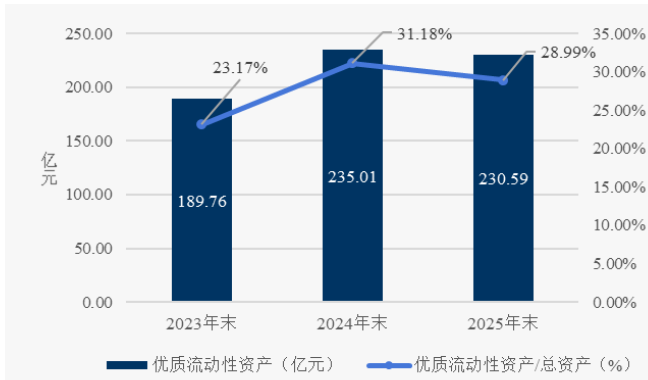
注：本表中合计数与上文中全部债务的差额系扣除衍生金融负债和租赁负债科目所致

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司流动性指标整体表现很好。

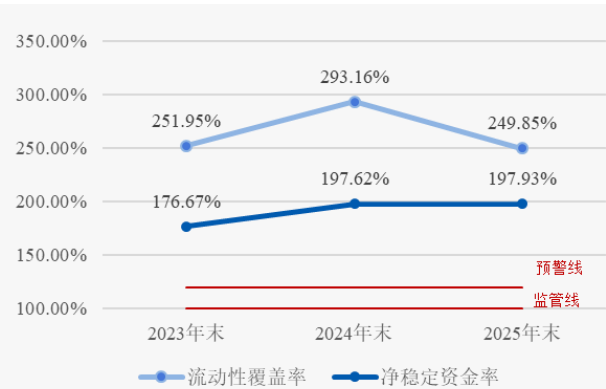
2023—2025 年末，公司优质流动性资产占总资产比重波动提升，处于很好水平，高流动性资产应对短期内资金流失的能力很强；2023—2025 年末，公司净稳定资金率持续提升，流动性覆盖率波动下降，长期稳定资金支持公司业务发展的能力很好。

图表 12 • 公司优质流动性资产指标



资料来源：联合资信根据公司风险控制指标监管报表整理

图表 13 • 公司流动性相关指标



资料来源：联合资信根据公司风险控制指标监管报表整理

2 资本充足性

2023—2025 年末，公司所有者权益持续增长，所有者权益规模很大且结构较好，资本充足性良好。

受并购国融证券及利润留存影响，2023—2025 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 3.85%，截至 2025 年末，公司所有者权益较上年末增长 10.38%，以归属于母公司所有者权益为主；归属于母公司所有者权益中，实收资本和资本公积占比合计为 67.91%，所有者权益稳定性较好。利润分配方面，2023—2025 年公司分红金额分别为 4.02 亿元、4.36 亿元和 5.36 亿元，占上一年度归属于母公司所有者的净利润 93.43%、38.29%和 38.17%。综合来看，公司分红力度较大，利润留存对所有者权益的补充效果一般。

图表 14 • 公司所有者权益结构

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
归属于母公司所有者权益	279.44	99.36	288.11	99.30	301.39	94.11
其中：实收资本	44.70	15.99	44.70	15.51	44.70	14.83
资本公积	159.97	57.25	159.97	55.52	159.97	53.08
一般风险准备	28.62	10.24	31.59	10.97	35.14	11.66
未分配利润	32.85	11.76	37.18	12.90	45.02	14.94
其他	13.31	4.76	14.68	5.09	16.56	5.49
少数股东权益	1.79	0.64	2.04	0.70	18.87	5.89
所有者权益合计	281.23	100.00	290.15	100.00	320.26	100.00

注：本表中归属于母公司所有者权益子项下占比的分母均为归属于母公司所有者权益
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

公司母公司口径风险控制指标方面，2023—2025 年末，公司净资本及净资产规模较为稳定，变动不大，各项风险控制指标表现良好。

图表 15 • 母公司口径期末风险控制指标

项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	监管标准	预警标准
核心净资本 (亿元)	229.89	239.71	211.10	--	--
附属净资本 (亿元)	0.00	0.00	0.00	--	--
净资本 (亿元)	229.89	239.71	211.10	--	--
净资产 (亿元)	279.54	287.78	299.74	--	--
各项风险资本准备之和 (亿元)	78.65	67.96	69.89	--	--
风险覆盖率 (%)	292.29	352.73	302.03	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率 (%)	26.46	30.31	25.75	≥8.00	≥9.60
净资本/净资产 (%)	82.24	83.29	70.43	≥20.00	≥24.00

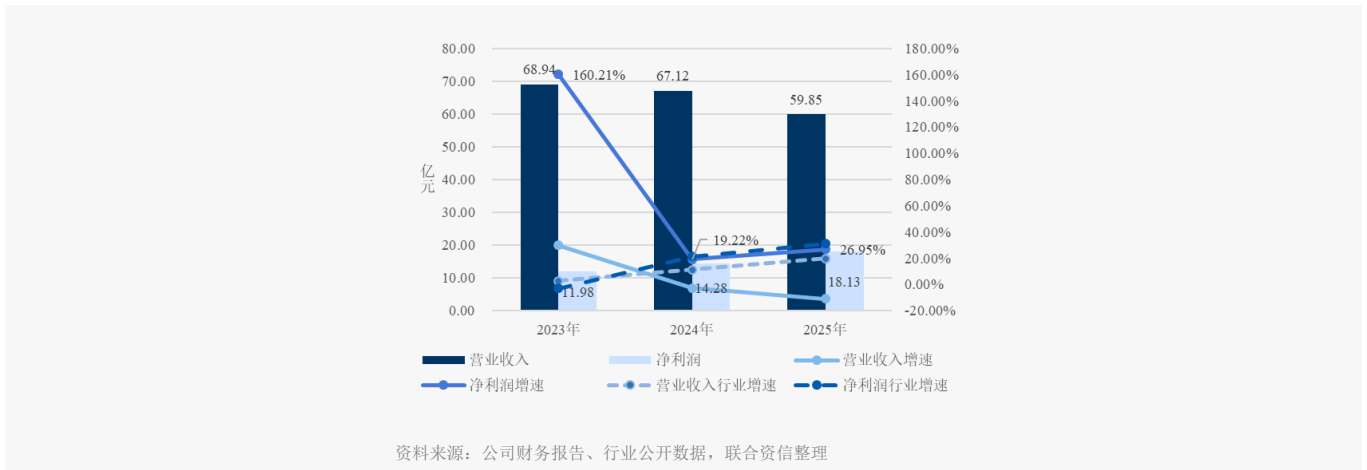
资料来源：公司风险控制指标监管报表，联合资信整理

3 盈利能力

2023—2025 年，受证券市场波动等因素影响，公司净利润持续增长，盈利指标持续提升，盈利稳定性很好，整体盈利能力较强。

2023—2025 年，公司营业收入情况详见“经营概况”。

图表 16 · 公司营业收入和净利润情况



2023—2025 年，公司营业支出持续减少，年均复合减少 16.66%，2024 年，公司营业支出同比下降 7.08%，主要系西部期货子公司上海西部永唐投资管理有限公司部分业务合约采用净额法列示导致其他业务成本下降，2025 年营业支出同比下降 25.25%，主要系大宗商品贸易业务成本同比减少导致。从构成来看，业务及管理费和其他业务成本是公司营业支出最主要的组成部分，业务及管理费主要为人力成本，其他业务成本主要是西部期货子公司的大宗商品销售成本。公司各类减值损失全部为信用减值损失，2023 年，公司信用减值损失小幅冲回系买入返售金融资产预期信用减值损失减少所致，2024、2025 年信用减值损失规模很小。

图表 17 · 公司营业支出构成

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
业务及管理费	22.81	42.65	25.01	50.32	27.64	74.40
各类减值损失	-0.01	-0.02	0.03	0.05	0.10	0.27
其他业务成本	30.39	56.81	24.33	48.95	8.96	24.11
其他	0.30	0.56	0.34	0.68	0.45	1.21
营业支出	53.50	100.00	49.71	100.00	37.16	100.00

注：各类减值损失含资产减值损失、信用减值损失及其他资产减值损失
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023—2025 年，公司净利润持续增长；薪酬收入比、营业费用率持续增长，整体来看，成本控制能力较好；随着公司净利润的增长，营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率均持续增长，盈利稳定性很好，盈利能力处于行业较好水平。

图表 18 · 公司盈利指标表

项目	2023 年	2024 年	2025 年
营业费用率 (%)	33.09	37.27	46.19
薪酬收入比 (%)	22.46	26.18	31.90
营业利润率 (%)	22.40	25.94	37.91
自有资产收益率 (%)	1.46	1.78	2.18
净资产收益率 (%)	4.33	5.00	5.94
盈利稳定性 (%)	40.98	39.10	16.73

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 其他事项

公司或有风险较小。

截至 2025 年末，联合资信未发现公司存在对外担保事项。

截至 2025 年末，公司计提预计负债 0.48 亿元，主要系子公司国融证券为“16 宁远高”债券的主承销商和受托管理人，宁夏回族自治区银川市中级人民法院就债券持有人提起的诉讼作出一审判决，判决国融证券赔偿损失，相关诉讼现处于二审中，除此之外，联合资信未发现公司存在作为被告的涉案金额超过 1000 万元并且占公司最新一期经审计净资产绝对值 10% 以上的重大诉讼、仲裁事项。

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2026 年 3 月 12 日查询日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类信贷信息记录。

截至 2026 年 4 月 15 日，根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

截至 2025 年末，公司（母公司口径）获得商业银行的授信总额度共 733.50 亿元，其中已使用授信额度 189.42 亿元，间接融资渠道畅通。

十、ESG 分析

公司环境风险很小，积极履行企业的社会责任，公司整体 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司所属行业为金融行业，面临的环境风险很小。

社会责任方面，公司于 2025 年末解决就业 4688 人。公司持续为全体在职职工投保互助保障综合险，减轻职工经济负担，提高报销比例。公司与陕西省白水、延川县和商洛一区六县共 9 个县签订“一司一县”帮扶协议，通过产业帮扶、公益帮扶、消费帮扶等多个方面开展具体工作。为进一步贯彻乡村振兴战略，更好履行企业社会责任，凸显帮扶工作成效，公司在前期已提供 100 万元开展白水、延川县郭家山村苹果示范园项目第一期、第二期建设的基础上，再次提供帮扶资金 50 万元开展苹果示范园项目第三期建设。

公司暂未设置专门的 ESG 管治部门或组织，但定期披露社会责任报告，ESG 信息披露质量较好。公司推行董事会的多元化建设，截至 2025 年末，公司董事会共 11 名，其中独立董事 4 名，女性董事 2 名，董事会多元化程度较好。

十一、外部支持

公司控股股东综合实力很强，能够给予公司较大支持。

公司控股股东陕投集团作为陕西省政府资本运作平台之一，区域地位突出，纳入合并报表范围内的主要全资及控股二、三级子公司近百家，已经形成以贸易行业、金融证券、化工行业、电力行业、煤田勘探与开发、煤炭生产和房地产与酒店为主的综合业务体系，金融业务范围涵盖金融领域多个子行业，其中子公司西部证券是陕西省内唯一一家 A 股上市证券公司，具有重要地位。截至 2025 年 9 月末，陕投集团总资产 3125.01 亿元，所有者权益 972.59 亿元；2025 年前三季度，陕投集团实现营业收入 283.49 亿元，净利润 53.62 亿元，是国内综合实力排名靠前的省属大型国有集团企业。

公司系陕西省唯一一家 A 股上市证券公司，在陕西省内具有很强的竞争优势，控股股东在资本金补充、品牌推广、客户渠道拓展等方面均能提供较大支持。

十二、债券偿还风险分析

本期债项发行后，各项指标对全部债务的覆盖程度较发行前有所下降，但仍属一般水平。考虑到公司资本实力很强，资产流动性很好及融资渠道畅通等因素，公司对本期债项偿还能力极强。

1 本期债项对公司现有债务的影响

截至 2025 年末，公司全部债务 514.03 亿元，本期债项发行规模不超过 20.00 亿元（含），以 2025 年末的财务数据为基础，假设本期债项募集资金金额为 20.00 亿元，在其他因素不变的情况下，本期债项发行后，公司全部债务规模将增长 3.89%，自有资产负债率增加 0.79 个百分点至 64.74%，考虑到本期债项募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还到期有息债务，本期债项对公司债务水平影响较小。

2 本期债项偿还能力

以相关财务数据为基础，按照本期债项发行 20.00 亿元估算，公司所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额对本期债项发行后的全部债务覆盖程度较发行前均有所下降，仍属一般水平。本期债项发行对公司偿债能力影响尚可。

图表19 · 本期债项偿还能力测算

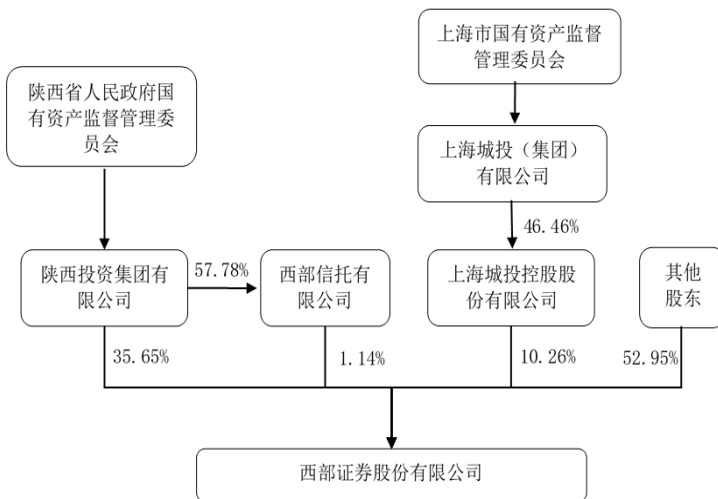
项目	2024 年末		2025 年末	
	发行前	发行后	发行前	发行后
全部债务（亿元）	433.18	453.18	514.03	534.03
所有者权益/全部债务（倍）	0.67	0.64	0.62	0.60
营业收入/全部债务（倍）	0.15	0.15	0.12	0.11
经营活动现金流入额/全部债务（倍）	0.83	0.80	1.11	0.41

资料来源：联合资信根据公司财务报告、提供资料整理

十三、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年末）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值的绝对值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动性资产/总资产	优质流动性资产/总资产×100%; 优质流动性资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
短期债务	短期借款+卖出回购金融资产款+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+交易性金融负债+其他负债科目中的短期有息债务
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他负债科目中的长期有息债务
全部债务	短期债务+长期债务

附件 3-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 3-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 3-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

西部证券股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。