

信用评级公告

联合〔2021〕727号

联合资信评估股份有限公司通过对浙商证券股份有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估，确定浙商证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，浙商证券股份有限公司 2021 年度第一期短期融资券信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年二月五日



浙商证券股份有限公司

2021年度第一期短期融资券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA
本期短期融资券信用等级：A-1
评级展望：稳定

债项概况：

本期短期融资券发行规模：15.00 亿元
本期短期融资券期限：88 天
偿还方式：到期一次还本付息
募集资金用途：补充公司经营流动资金需求

评级时间：2021 年 2 月 5 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司行业信用评级方法	V3.1.202011
证券公司主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	1
			风险管理	1
			业务经营分析	1
			未来发展	1
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	2
			资本充足性	2
			杠杆水平	2
		流动性因素		1
		调整因素和理由		

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对浙商证券股份有限公司（以下简称“公司”或“浙商证券”）的评级反映了公司作为全国综合性上市证券公司，股东背景很强，业务资质齐全，各项主要业务行业排名上游；近年来，业务整体发展良好，公司综合实力很强，资本较充足，资产流动性较好。2020 年 11 月，公司非公开发行股票已经中国证券监督管理委员会审议批复，若本次增发完成，公司资本实力将进一步增强。

同时，联合资信也关注到公司营业收入易受证券市场环境的影响及短期债务占比较高因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司资本规模的进一步增长，公司各项业务的持续发展，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期短期融资券还本付息能力最强，安全性最高。

优势

1. 公司股东背景很强，且股东对公司支持力度较大；公司具有很强的区域竞争优势。公司实际控制人浙江省交通投资集团有限公司区域地位突出、综合实力很强，公司在其运营体系内具有重要的战略地位，可获得较大的支持；同时公司为全国综合性上市证券公司，在省内网点布局广泛，深扎浙江省内市场，具有很强的区域竞争优势。
2. 近年来公司整体业务发展良好。近年来，公司营业总收入及近利润规模呈波动增长趋势，公司综合实力很强，处于行业上游水平。
3. 公司资本较充足，资产流动性较好。近年来优质流动资产整体呈上升趋势，资产流动性较好。

关注

1. 公司业务经营易受运营环境变化影响。公司盈利主要来自于经纪业务、自营业务、信用业务和期货业务，易受经济周期波动、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素影响，公司营业收入的增长存在一定不确定性。

分析师

董日新 姚 雷

邮箱: lianhe@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)

网址: www.lhratings.com

2. 需对公司流动性管理保持关注。近年来, 公司负债规模随着业务的进一步开展持续增长, 债务期限以短期为主, 需对公司流动性管理情况保持关注。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
自有资产 (亿元)	425.67	474.07	543.14	/
自有负债 (亿元)	290.53	337.42	394.59	/
所有者权益 (亿元)	135.14	136.64	148.56	187.51
优质流动性资产/总资产 (%)	16.09	24.89	21.06	/
自有资产负债率 (%)	68.25	71.18	72.65	/
营业收入 (亿元)	46.11	36.95	56.59	70.91
利润总额 (亿元)	14.05	9.91	12.89	13.78
营业利润率 (%)	30.38	26.55	22.89	19.48
净资产收益率 (%)	9.22	5.42	6.79	6.11
净资本 (亿元)	116.44	129.37	125.11	194.65
风险覆盖率 (%)	329.96	300.39	289.86	386.68
资本杠杆率 (%)	25.57	22.49	20.77	21.78
短期债务 (亿元)	116.60	138.38	161.49	218.50
全部债务 (亿元)	218.10	267.88	304.73	371.37
EBITDA/本期短期融资券额度 (倍)	1.60	1.43	1.72	/

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告将其他应付款以及长期应付款的带息借款计入有息债务; 3. 公司 2020 年 1-9 月合并财务报表未经审计, 相关指标未年化

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

主体评级历史:

信用 等级	评级 展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由浙商证券股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

浙商证券股份有限公司

2021 年度第一期短期融资券信用评级报告

一、主体概况

浙商证券股份有限公司（以下简称“公司”或“浙商证券”）前身系金信证券有限责任公司（以下简称“金信证券”），公司成立于2002年5月，初始注册资本为5.20亿元。2006年6月，浙江上三高速公路有限公司（以下简称“上三高速”）分别受让金信信托投资股份有限公司、台州市台信投资管理有限公司和通和投资控股有限公司持有的公司股权合计3.664亿元，占出资额总额的70.46%，成为公司控股股东。2006年8月，金信证券更名为浙商证券有限责任公司。2007年11月，公司注册资本增至15.20亿元。2008年4月，公司注册资本由15.20亿元增至21.20亿元。2011年2月，公司注册资本由21.20亿元增至29.15亿元。2012年9月，公司改制为股份有限公司，名称变更为现名，注册资本增至30.00亿元。2017年6月，公司正式于上交所主板上市，股票代码为“601878.SH”。截至2020年8月25日，公司于2019年3月发行的可转换公司债券，公司股份总数增至36.14亿股，截至2020年9月末，公司注册资本和实收资本均为36.14亿元，上三高速持股比例为58.79%，上三高速控股股东为浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“沪杭高速”），浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交投集团”）通过控股沪杭高速对公司形成实际控制，公司实际控制人为浙江交投集团。截至2020年9月末，公司控股股东持有的公司股权不存在被质押情况。

公司经营范围：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；融资融券；证券投资基金代销；代销金融产品。

截至2020年10月9日，公司内设了33个业务及职能部门。截至2019年末，公司主要控股子

公司包括浙商期货有限公司（以下简称“浙商期货”）、浙江浙商资本管理有限公司（以下简称“浙商资本”）、浙江浙商证券资产管理有限公司（以下简称“浙商资管”）、浙江浙期实业有限公司（以下简称“浙期实业”）、浙商国际金融控股有限公司（以下简称“浙商国际”）和浙商证券投资有限公司（以下简称“浙商投资”）；重要参股子分别为公司浙商基金管理有限公司和浙江股权服务集团有限公司。

截至2019年末，公司合并资产总额674.04亿元，其中客户资金存款145.42亿元，客户备付金23.99亿元；负债总额525.48亿元，其中代理买卖证券款129.74亿元；所有者权益合计148.56亿元，全部系归属于母公司的所有者权益；母公司口径的净资产125.11亿元；2019年，公司实现营业收入56.59亿元，利润总额12.89亿元，净利润9.68亿元，全部系归属于母公司所有者净利润；经营活动现金流量净额4.06亿元，现金及现金等价物净增加额53.07亿元。

截至2020年9月末，公司合并资产总额852.77亿元，其中客户资金存款162.19亿元，客户备付金30.17亿元；负债总额665.27亿元，其中代理买卖证券款149.92亿元；所有者权益合计187.51亿元，全部系归属于母公司的所有者权益；母公司口径的净资产194.65亿元；2020年1—9月，公司实现营业收入70.91亿元，利润总额13.78亿元，净利润10.27亿元，全部系归属于母公司净利润，现金及现金等价物净增加额29.94亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市江干区五星路201号；法定代表人：吴承根。

二、本期短期融资券概况

1. 本期短期融资券概况

截至本报告出具日，公司已发行且尚在存

续期内的短期融资券合计 30.00 亿元。公司拟在不超过 69.00 亿元额度内发行 2021 年度第一期短期融资券（以下简称“本期短期融资券”），本期短期融资券发行规模为 15.00 亿元。本期短期融资券面值 100 元，按面值平价发行；本期短期融资券期限为 88 天。本期短期融资券为固定利率，票面利率由公司与主承销商根据簿记建档结果确定。本期短期融资券采用单利按年计息，不计复利，到期一次还本付息。

本期短期融资券无担保。

2. 本期短期融资券募集资金用途

本期短期融资券募集资金用途为补充公司经营流动资金需求。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35% 回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因

素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三

季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1% 和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳

定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作

用下，就业压力有所减缓。9月城镇调查失业率5.4%，较6月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020年前三季度，城镇居民人均可支配收入3.3万元，比上年同期名义增长2.8%，名义增速比上年同期回升1.3个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020年前三季度，全国实现减税降费累计2.09万亿元。其中，新增减税降费1.37亿元，翘尾新增减税降费7265亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020年前三季度，全国累计发行国债4.80万亿元，较上年同期（2.99万亿元）大幅增长；发行地方政府债券5.68万亿元，较上年同期（4.18万亿元）增长35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至2020年9月底，在实行直达管理的1.70万亿元资金中，各地已将1.57万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出1.02万亿元，占中央财政已下达地方资金的61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9月份三次降准释放长期流动性1.75万亿元，开展中期借贷便利MLF操作，净

投放中期流动性4100亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率LPR均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020年9月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.34%、5.21%和4.52%，较6月（分别为4.14%、5.11%和4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内

生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业分析

公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等，核心业务属证券行业。

1. 证券行业概况

股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长。根据交易所公布的数据，截至 2019 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3777 家；股票市场总市值为 59.29 万亿元，较 2018 年底增长 36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019 年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加

13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

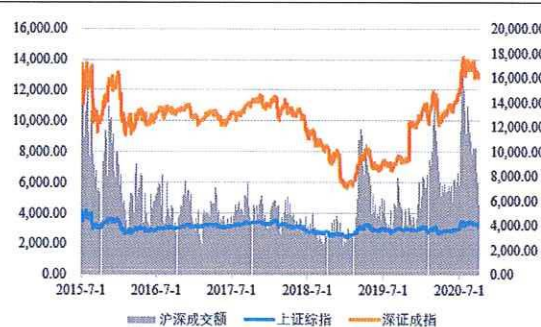
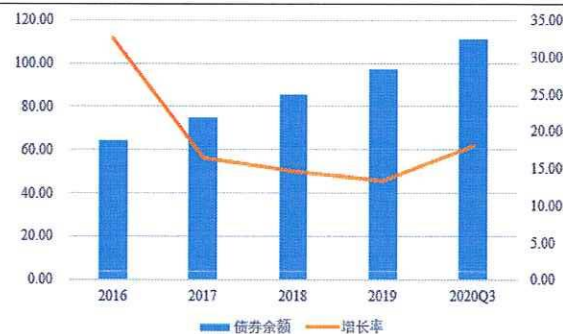


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：WIND，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。

随着资本市场建设力度的加大，证券市场规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影

响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2015—2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019 年增幅较大；盈利能力呈现倒 U 型走势，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年证券公司盈利水平小幅下降，2018 年盈利水平进一步大幅下降；2019 年，受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 2 证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数（家）	125	129	131	131	133
盈利家数（家）	124	124	120	106	120
盈利家数占比（%）	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入（亿元）	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83
净利润（亿元）	2447.63	1234.45	1129.95	666.20	1230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3604.83 亿元和净利润 1230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

2020 年前三季度，随着国内疫情防控落实和复工复产推进，我国经济稳步增长，A 股指数逐步企稳，中小创指数和沪深交易额大幅增长。其中上证综指涨幅 4.31%，深成指涨幅 21.32%，沪深交易额同比增长 59.12%。截至 2020 年 9 月底，135 家证券公司总资产为 8.57 万亿元，较 2019 年底增长 18.04%；净资产为 2.24 万亿元，较 2019 年底增长 10.89%，净资本为 1.79 万亿元，较 2019 年底增长 10.49%。2020 年前三季度，135 家证券公司实现营业收入 3423.81 亿元，实现净利润 1326.82 亿元，分别同比增长 31.08%和 42.51%，经营业绩同比大幅增长，其中有 126 家公司实现盈利。

2. 行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管

态势将延续；2020 年多项利好政策密集出台，新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，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，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。

2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019 年 7 月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019 年 10 月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020 年 1 月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。

2020年2月,《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》等再融资新规颁布,为上市公司再融资松绑,增强资本市场服务实体经济的能力,助力上市公司抗击疫情,国内经济全面修复。

2020年3月,新《证券法》正式实施,加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制,公司债、企业债注册制已全面实施,创业板注册制改革正式落地。2020年6月,《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》等四文件发布,创业板试点注册制。

2020年5月,《关于修改<证券公司次级债管理规定>的决定》发布,次级债公开发行放开,拓宽证券公司融资渠道,有助于证券公司降本增效。

2020年7月,证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》,此次修订进一步体现合规审慎导向,引导差异化发展,对规模指标有所弱化,利好中小型券商,但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月,证监会发布了最新证券公司分类结果,参选的98家证券公司中,32家券商评级上调,25家券商评级下降,39家评级与2019年持平。从评价结果来看,2020年分类评级结果较上年有所提升,中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加,体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

3. 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主;2019年证券公司盈利水平显著上升,前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成,近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度,同时经纪业务佣金率水平逐年下探,经纪业务收入占比不断下降,但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017年,经纪业务和投行业务收入占比有一定下降,自营业务和资产管理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,资产管理业务保持了较快发展速度,但整体收入规模仍相对较小;2018年,受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响,证券公司各板块收入均有所下滑,自营业务收入占比增加至30%以上,投行和经纪业务收入占比下降。2019年,受股票市场回暖、交投活跃度提升影响,以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升;经纪业务收入占比较为稳定。2020年前三季度,经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升,自营投资收入占比有所下降,除此之外其他业务收入占比变动较小。

图3 我国证券行业业务收入结构图(单位: %)



资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；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。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。2020年前三季度，证券公司代理买卖证券业务净收入900.08亿元，同比增长43.94%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，

投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下降10.58%，延续下降走势。科创板方面，自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委，109家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模1027.22亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019年证券公司承销各类债券金额7.78万亿元，同比增长31.92%。基于上述因素，2019年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入482.65亿元，同比增长30.46%。2020年前三季度，投行业务收入482.20亿元，同比增长51.72%。

就市场格局来看，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，显示该业务集中度较高。2019年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为48.36%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为42.42%。

联合资信也关注到，在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时，科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资本且令其面临更大投资风险，或将减弱证券公司盈利稳定性；因此，此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，该业务与证券市场关联度高，面临较

高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，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，意味着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。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长 51.46%，成为第一大收入来源。2018 年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018 年债券市场新增 43 家违约主体，较 2017 年 9 家大幅增加，违约金额达 1154.50 亿元，系 2017 年违约金额的 3.42 倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续 2018 年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长。同时，2019 年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2019 年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020 年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63 亿元，同比增长 15.35%。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

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。2013 年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，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。2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于

规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2019 年末，证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元，较 2018 年末下降 12.90%；2019 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.16 亿元，同比基本持平。2020 年前三季度，证券公司资管业务收入 212.64 亿元，同比增长 11.54%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2019 年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。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，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2019 年末，融资融券余额 1.02 万亿元，较 2018 年末增长 34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至 2019 年 11 月末，深沪两市股票质押回购融资余额 9429 亿元，较 2018 年末下降 20.94%；股票质押回购质押股票总市值 1.8 万亿元，占 A 股总市值 3.3%，较 2018 年末下降 1.3 个百分点，较 2017 年底峰值下降 2.90 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司为 469 家，较年初减少

117家,降幅分别为13.80%和20.00%。截至2020年9月末,全市场质押股份市值占总市值比重为6.21%,较年初下降1.46个百分点;控股股东(按第一大股东口径统计,下同)持股质押比例超过80%的上市公司家数亦持续下降,高比例质押风险继续化解。2019年,证券公司实现利息净收入463.66亿元,同比大幅增长115.81%。2020年前三季度,证券公司利息净收入445.60亿元,同比增长28.27%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大,一旦发生股价下跌、维保比例下滑,证券公司将面临资金损失的风险。2019年,已有至少5家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时,联合资信也关注到,目前质押规模仍然较大,未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。

4. 市场竞争

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。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展,净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。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。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019年,国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市,2020年以来,湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”,中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司已实现A股上市。2020年以来已有7家上市券商完成定向增发募集货币资金,其中海通证券和国信证券分别募资200.00亿元和150.00亿元,资本金规模大幅提升,行业内头部效应有所加强。另外,受新三板流动性等原因的影响,国都证券、华龙证

券、开源证券、粤开证券等多家新三板挂牌证券公司未来将筹备A股上市,其中华龙证券和开源证券已于新三板退市。区域竞争方面,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,比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019年10月,证监会宣布,自2020年4月1日起,取消证券公司外资股比限制。截至2020年12月末,中国内地外资控股证券公司已达8家,其中四家为新设立合资证券公司(野村东方国际证券有限公司、大和证券(中国)有限责任公司、星展证券(中国)有限公司、摩根大通证券(中国)有限公司),另外4家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司(瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司)。此外,证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券2家国内券商,行业竞争进一步加剧。短期来看,国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势,证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限;长期来看,随着证券行业进一步开放,外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战,放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机,有利于证券行业整体优化。

2019年11月,证监会明确表态要打造“航母级证券公司”,同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面,具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司,也将引导证券公司实现差异化和专业化发展,重塑证券公司竞争格局。2020年7月,证监会提出,鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段;2020年3月,中信证券完成对广州证券股份有限公司100%股权的并购,进一步稳固了其龙头券商的地位;4月,天风证

券已基本完成对恒泰证券 29.99%股权的收购；10 月，国联证券和国金证券因合并过程中为核心条款未达成一致意见，宣布终止并购，成为继 6 月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此，证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显，市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位，弥补自身业务短板，实现跨区域的资源调配。随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券

公司行业市场集中度大幅提高。按 2019 年末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计 2354.94 亿元，净利润 780.77 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.89%和 62.75%。截至 2019 年底，前十大证券公司资产总额为 4.51 万亿元，占全行业总资产的 62.78%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 60%，行业集中度较高。

表 3 截至 2019 年末主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1654.50	7917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1460.94	5593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1411.19	6367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1256.55	5621.81	248.63	90.57
5	广发证券	941.37	3943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2246.44	140.93	49.14
合计		10200.34	45056.60	2354.94	780.77

数据来源：Wind

5. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

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。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。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

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。债券投资业务方面，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。2018—2019 年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，证券公司面临信用风险加大。

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将产生流动性风险。

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操作风险；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。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对于证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

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行情影响较大，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。

6. 未来动向

监管力度加强，证券行业严监管态势将延续；需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

目前，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。2014 年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

2020 年 7 月，广发证券及 14 名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，

同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对 2021 年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为 2021 年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关合规、风险事件的发生需保持关注。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019 年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019 年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于 2019 年明确表态要打造“航母级证券公司”，于 2020 年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019 年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月末，公司注册资本及实收资本均为36.14亿元，上三高速为公司控股股东，持股比例58.79%，公司实际控制人为浙江交投集团。

2. 企业规模和竞争力

公司作为全国综合性上市证券公司，深耕浙江省内市场，具有很强的区域竞争优势；主要业务行业排名上游水平，综合实力很强。

公司作为全国综合性上市证券公司，业务牌照齐全，公司在浙江省人民政府发布的“凤凰行动¹”及一系列省委省政府的战略部署中担当重要角色，具有重要的区域战略地位。公司利用浙江省的市场背景、渠道资源和竞争优势积极开展各类业务，截至2020年9月末，公司共有营业部100家，实现全国各省会城市布局，其中浙江省内设有营业部73家，具有很强的区域竞争优势。截至2019年末，公司母公司口径净资产125.11亿元，资本实力很强，公司客户资产管理业务收入、融资类业务收入和证券经纪业务均处于行业上游水平，综合实力很强。

表4 2017-2019年公司主要业绩排名 单位：名

项目	2017年	2018年	2019年
净资本	33	31	33
营业收入	22	24	29
证券经纪业务收入	22	24	24
客户资产管理业务收入	26	28	28
投资银行业务收入	30	35	40
融资类业务收入	32	30	25
证券投资收入	33	34	31

注：2019年“客户资产管理业务收入”排名为“资产管理业务收入排名”，公式为“资产管理业务净收入-资产管理业务月均受托资产总净值*万分之3”

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

¹ 浙江省人民政府计划经过4年（2017-2020年）的努力，进一步巩固提升浙江省在资本市场上的全国领先地位，建设金融强省，部署企业上市和并购重组工作，促进经济转型升级。

3. 人员素质

公司高级管理人员从业经验丰富，员工整体素质较高。

公司董事长吴承根，1965年7月出生，硕士。1983年7月至2006年1月先后在中国人民银行浙江省分行、国家外汇管理局浙江分局、浙江省人民政府证券期货监管办公室、中国证监会浙江监管局工作；2006年2月至2006年6月任浙江省人民政府金信证券重组工作组常务副组长；2007年1月至今在公司工作，现任公司董事长。

公司总裁王青山，1981年12月出生，硕士。曾任浙江省交通投资集团财务有限公司副总经理、总经理；沪杭高速党委委员兼浙商证券党委书记；浙商证券监事会主席。现任沪杭高速党委委员，公司董事、总裁、党委委员，兼任浙商资管董事，浙商期货董事，浙商投资董事长，浙江浙商创新资本管理有限公司董事长。

截至2019年末，公司员工人数合计3367人，其中本科及以上学历员工占比为88.21%，从专业构成来看，证券经纪业务人员占比为52.57%，投资银行业务人员占比为9.15%，资产管理业务人员占比为4.25%，信息技术人员占比为3.27%，公司人员整体素质较高，专业构成合理。

4. 外部支持

公司实际控制人资本实力很强，公司作为浙江交投集团重要的金融板块运营主体，具有重要的战略地位，对公司支持力度较大。

公司实际控制人浙江交投集团是浙江省人民政府国有资产监督管理委员会全资控股的国有企业。浙江交投集团主要从事浙江省交通基础设施建设与经营为主的多元化经营，主要业务包括交通基础设施建设与经营、工程施工、货物销售、化工业务、汽车销售、租赁及维修业务、铁路运输服务及其附属业务等。浙江交投集团是省级交通基础设施投融资平台和综合交通体系建设的运营主体，统筹承担全省高速公路

路、铁路、重要的跨区域轨道交通和综合交通枢纽等交通基础设施投融资、建设、运营及管理职责，并协同地市及其他交通基础设施投资建设，是浙江省内最大的国有独资交通基础设施投资运营公司，具有明显的区域垄断经营优势。截至2019年末，浙江交投集团资产总额为4809.45亿元，所有者权益合计1593.05亿元，2019年实现营业收入1423.79亿元，净利润79.25亿元。浙江交投集团资本实力很强，实现营业收入和净利润规模较大。

公司作为浙江交投集团金融板块的经营主体，在业务资源及资本补充等方面均可获得浙江交投集团较大支持。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91330000738442972K），截至2021年1月4日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2020年9月末，公司获得银行授信总量为564.09亿元，已使用授信额度为126.48亿元，融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为完善。

根据《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》和《上市公司治理准则》等法律、法规和规范性文件，公司建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理人员组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司董事会设立了审计委员会、合规与风险控制委员会、提名与薪酬委员会以及战略发

展委员会四个专门委员会，并制定了相应的议事规则，明确了权责和决策程序。公司董事会设有9名董事，其中3名独立董事，不少于董事会全体董事人数的三分之一。根据董事会各专门委员会议事规则，公司独立董事分别担任了审计委员会、合规与风险控制委员会及提名与薪酬委员会的召集人。独立董事严格依照有关法律、法规和《公司章程》的要求，独立履职、勤勉尽责，及时了解公司经营、积极参与公司决策，在公司法人治理结构的完善与规范化运作等方面发挥了积极的作用，维护了公司整体利益和中小股东的合法权益。

公司监事会由3名监事组成，其中股东代表监事2名、职工代表监事1名。公司监事由股东大会选举或更换，职工代表监事由公司职工代表大会民主选举产生。监事每届任期3年，任期届满，连选可以连任。公司历次监事会会议的召集、提案、出席、议事、表决、决议及会议记录均按照《公司法》《公司章程》等要求规范运作，对公司财务状况、风险管理及控制、董事会运作情况、董事及高级管理人员履职情况等重大事宜实施有效监督。

公司经营管理层人员由董事会聘任，负责公司日常经营管理工作，对董事会负责。公司制定了《总裁工作制度》，明确规定了以总裁为代表的公司管理层的职责和权力。公司有高级管理人员7名，高管人员均具有担任上市公司和证券公司高级管理人员的任职资格。

2. 管理水平

公司部门设置齐全、内部管理制度较为健全。

公司从公司层面、部门层面、子公司层面均建立了健全的内控组织架构。在公司层面，公司在《公司章程》等文件中明确了股东大会、董事会、监事会、经营管理层、合规总监、首席风险官职责。股东大会及其授权的董事会行使决策权，监事可列席董事会会议，对董事、高级管理人员履行公司职务的行为进行监督，同时建立了独立董事制度，并在董事会下设战

略发展委员会、合规与风险控制委员会、提名与薪酬委员会、审计委员会以形成较合理的决策机制；经营管理层负责具体的内部控制决策并组织实施；合规总监是公司的合规负责人，对公司及其工作人员的经营管理和执业行为的合规性进行审查、监督和检查；首席风险官负责公司全面风险管理工作。

部门层面，公司设立风险管理部、计划财务部、法律合规部、审计部、投资银行质量控制部、投资银行内核办公室、董事会办公室，及其他中后台具有内部控制管理职责的部门，履行各类风险识别、评估、监控、报告等职责，同时要求各业务部门（含分支机构）承担内部控制的直接责任，公司还在各分支机构、主要业务部门聘任合规、风控管理人员，负责所在部门、业务线或分支机构的合规管理与风险控制相关事宜。

子公司层面，公司各子公司建立相对完备独立的内部控制体系，同时公司风险管理部、法律合规部等内部控制相关部门给予必要的支持。

公司设立了由董事会及其下设专门委员会、合规总监、合规管理部门及合规专员组成的三级合规管理架构，坚持“全员合规、合规从经营层做起、合规人人有责、合规创造价值、合规是企业生存发展底线”的合规理念，在实施覆盖决策、执行、监督全过程合规管理体系的基础上，突出各业务条线合规管理部门及专职合规专员的一线监督作用，细化和强化投资者适当性管理，有力保障公司各项业务持续规范发展。近年来，公司为加强合规管理，特修订公司章程及公司合规管理制度、合规人员管理办法、合规考核办法、违规违纪处罚办法等合规管理相关制度，开展培训，强化主体责任。为分支机构配备专职或兼职合规管理人员，为自营、投行、财富管理业务线配备专职合规管理人员；选派子公司合规负责人。同时聘请外部机构开展主要业务线的合规管理有效性评估，按要求开展合规考核，由合规总监出具专项合规性考核意见。

2017年4月19日，浙江证监局作出《关于对浙商证券股份有限公司采取责令改正监管措施的决定》（〔2017〕21号）。公司因个别员工风险意识薄弱，在防范员工私下接受客户委托买卖证券、代客操作等方面，存在内控制度不健全、合规管理落实不到位、制度执行不力等问题。

2017年11月13日，浙江证监局作出《关于对浙商证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（〔2017〕70号）。公司作为杭州西湖投资集团有限公司（以下简称“杭州西投”）公司债券的受托管理人，未能采取有效措施及时发现、防止杭州西投2017年1月发生的募集资金挪用行为。

2018年1月11日，北京证监局作出《关于对浙商证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（〔2018〕7号）。具体内容涉及浙商证券未在“*ST弘高”2016年年报披露日（2017年4月29日）后的15日内及时向北京证监局报告并公告持续督导意见、“*ST弘高”董事会审计委员会在2016年年报工作期间未能勤勉尽责，浙商证券未能有效督促“*ST弘高”按照《上市公司治理准则》的要求规范运作，此外浙商证券在向北京证监局报告的核查意见中，就“*ST弘高”独立董事2016年年度工作期间的履职情况、“*ST弘高”2016年业绩快报信息披露依据充分性等问题发表的专业意见与事实不符。

2018年1月25日，青岛证监局对浙商证券青岛深圳路证券营业部作出《关于对浙商证券股份有限公司青岛深圳路证券营业部采取出具警示函措施的决定》（〔2018〕3号）。具体内容有：经公司自查发现并向青岛证监局报告、检查核实确认，营业部2016年存在员工违规为客户融资提供便利的问题。

2018年12月3日，中国证券业协会作出《关于对浙商证券股份有限公司采取自律惩戒措施的决定》（〔2018〕20号），公司根据协会相关规定提出书面异议申请。2019年5月13日，中国证券业协会作出《自律惩戒措施最终决定

意见书》（〔2019〕3号），维持原决定。协会认为，公司作为杭州西投和万丰奥特控股集团有限公司公司债券的受托管理人，在履职过程中，存在未及时发现发行人未按募集说明书约定用途使用募集资金，未按规定或受托管理协议约定及时针对上述募集资金使用问题发布临时受托管理事务报告，且未在年度受托管理事务报告中对上述募集资金使用问题进行披露的情形。

2019年12月16日，中国证监会对公司出具《关于对浙商证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（〔2019〕52号）。中国证监会认为，公司存在以下问题：一是自营、投行部门未配备专职合规人员；个别分支机构未配备合规人员；部分分支机构合规人员不具备3年以上相关工作经验。二是合规部门合规人员并非100%由合规总监考核。三是未对子公司进行现场合规检查。四是未能持续跟踪合规有效性评估发现问题的规范落实情况。公司已针对上述问题进行整改。

2017—2020年，公司在证监会公布的证券公司分类评级中均为A类A级，处于行业较好水平，公司合规管理及风险控制水平较好。

七、重大事项

2019年5月19日，公司发布了非公开发行A股股票预案，本次非公开发行的发行对象为不超过35名（含）的特定投资者，发行数量不超过10亿股（含），募集资金总额不超过100.00亿元（含），扣除发行费用后将全部用于补充公司资本金、营运资金及偿还债务，以提升公司的市场竞争力和抗风险能力。公司于2020年11月30日收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准浙商证券股份有限公司非公开发行股票的批复》。若本次增发完成，公司资本实力将进一步增强，有利于各项业务的开展及综合实力的

提升。

八、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，受市场环境影响，公司营业总收入波动较大，2019年和2020年前三季度营业总收入同比增幅较大。同时，公司业务以经纪、自营及信用业务等为主，易受市场环境

影响，收入稳定性偏弱。公司业务包括经纪业务、自营投资业务、信用业务及期货业务等，2017—2019年，公司营业总收入呈波动增长趋势，年均复合增长10.79%，2018年受证券市场震荡及监管审批政策收紧影响，公司主要业务均出现下降，营业收入同比下降19.87%。2019年证券市场行情好转，公司主要业务均有所增长，其中自营投资业务增幅较大，2019年，公司实现营业总收入56.59亿元，同比增长53.17%。

从营业总收入构成来看，公司营业总收入主要来源于经纪业务、自营投资业务、信用业务和期货业务。2017—2019年，经纪业务收入占比持续下降，受市场行业及佣金率下滑的综合影响，收入规模波动下降，2019年经纪业务实现收入10.11亿元，占比为17.87%。2017—2019年，自营投资业务收入占比持续上升，收入规模呈持续增长趋势，年均复合增长32.13%，2019年实现收入8.38亿元，同比大幅增长76.86%，主要受市场行情影响所致。2017—2019年，信用业务占比有所波动，2019年占比下降至19.34%，2019年实现收入10.95亿元，同比增长15.11%。2017—2019年，期货业务占比有所波动，2019年占比上升至48.13%，2019年期货业务收入同比大幅增长85.19%，主要系浙商期货现货销售业务收入增长所致。资产管理业务、投资银行业务和直投业务收入占比较低，2017—2019年，投资银行业务收入占比持续下降，2019年收入占比下降至5.54%。

表5 公司营业总收入构成情况 单位：亿元、%

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

经纪业务	10.56	22.91	8.15	22.06	10.11	17.87
自营投资业务	4.80	10.41	4.74	12.82	8.38	14.81
资产管理业务	3.54	7.67	2.64	7.13	3.83	6.77
投资银行业务	4.86	10.54	2.86	7.75	3.13	5.54
信用业务	9.21	19.98	9.51	25.74	10.95	19.34
直投业务	0.12	0.26	0.23	0.62	0.47	0.83
期货业务	18.49	40.09	14.71	39.81	27.24	48.13
其他及抵消	-5.47	-11.86	-5.88	-15.92	-7.52	-13.28
合计	46.11	100.00	36.95	100.00	56.59	100.00

资料来源：公司年报，联合资信整理

从利润情况来看，2017—2019年，公司利润总额呈波动下降趋势，年均复合下降4.23%，2019年营业总收入增幅低于利润增幅主要系利润空间较小的现货交易业务收入大幅增长所致。2019年，公司实现利润总额12.89亿元，同比增长30.04%。

2020年1—9月，公司实现营业总收入70.91亿元，同比大幅增长72.61%，主要系市场回暖，公司各项业务收入均有所增长所致。2020年1—9月，公司实现利润总额13.78亿元，实现净利润10.27亿元，同比分别增长45.12%和44.91%，前三季度营业收入及利润表现优于行业平均水平。

2. 业务概况

公司经纪业务在浙江省内具有很强的区域竞争优势，整体收入水平行业上游。近年来业务开展受市场行情影响较大，2019年受证券市场回暖影响，收入规模 and 市场份额有所回升。

公司经纪业务依托浙江省发达的资本市场，通过合理布局营业网点、全面打造高素质人才队伍、建立健全服务体系，实现了收入结构的

持续优化和业务的稳定发展。截至2020年9月末，公司共有122家分支机构，其中分公司22家，营业部100家，分布22个省市，其中浙江省内拥有73家营业部，具有很强的区域竞争优势。

经纪业务与市场景气度紧密相关，2017—2019年，代理买卖证券规模有所波动，2018年同比下降20.56%，2019年受益于行情回暖，以及公司加大产品和客户引进，公司代理买卖证券规模同比大幅增长37.30%至55677.44亿元。从市场份额来看，2017—2019年，公司股票基金市场份额整体有所下降，2019年为1.05%。从佣金率来看，2017—2019年，受证券公司客户非现场见证开户、网上开户政策的实施和“一人多户”放开，行业竞争加剧以及互联网金融冲击影响，公司佣金费率进一步下降，2017—2019年，公司平均佣金率分别为0.051‰、0.040‰和0.031‰。2017—2019年，公司经纪业务实现收入分别为10.56亿元、8.15亿元和10.11亿元，在证券业协会公布的证券公司经营业绩排名中，2017—2019年公司经纪业务收入排名分别为第22名、第24名和第24名，处于行业上游水平。

表6 公司代理买卖证券情况 单位：亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年
股票	27716.24	19335.67	27983.75
基金	107.56	171.42	423.51
债券	23223.74	21044.16	27270.18
合计	51047.54	40551.25	55677.44
股票基金市场份额	1.16	1.01	1.05

资料来源：公司年报，联合资信整理

近年来，公司进一步助推分支机构向财富管理转型，新增产品销售规模大幅提升。公司持续打造线上平台，实现线上与线下渠道联动，满足不同类型客户需求，提供增值服务。截至2019年末，公司共有理财顾问676人，投资顾问101人。2019年，公司全年新增产品销售247.00亿元，同比增长14.90%，期末产品保有量205亿元，同比增长15.80%。

公司信用业务以融资融券业务为主。近年来，信用业务规模受市场行情影响有所波动，2019年受市场回暖影响，融资融券业务规模有所增长，收入规模处于行业上游水平；受股票质押业务风险提升的影响，公司持续压降股票质押业务规模。

公司信用类业务包括融资融券业务、约定购回式证券交易业务和股票质押式回购交易业务。近年来，公司强化融资融券客户服务，融资融券账户数量持续增加，截至2019年末，公司融资融券账户数据为4.06万户，2017—2019年末，融资融券业务规模呈波动增长趋势，2018年末较上年末下降26.84%，主要系市场行情影响所致，截至2019年末，融资融券业务余额为86.57亿元，较上年末增长49.85%，主要系市场回暖影响所致，期末有负债的融资融券客户平均维持担保比例280.76%。2017—2019年，融资融券业务实现收入呈波动下降趋势，2019年实现融资融券业务收入5.71亿元，同比增长8.76%。在证券业协会公布的证券公司经营业绩排名中，2017—2019年，公司融资融券业务利息收入排名分别为27名、第31名和第30名，处于上游水平。2018年，公司未主动及时追保客户2名，合计平仓金额仅13.84万元，未发生一例资不抵债风险和投诉纠纷。2019年，公司共发生强制平仓业务10笔，涉及金额118.35万元，涉及客户3名。2020年1—9月，公司平仓项目15笔，涉及金额1.29亿元，涉及客户11名，截至2020年9月末，公司融资融券业务无涉及金额超过1000万元的诉讼、仲裁事项。

公司股票质押业务以“优质公司、熟悉客户、擅长领域”为展业导向，坚持服务实体经

济和上市公司大股东，有序调整存量项目结构。2017—2019年，受市场行情影响，公司持续压降股票质押式回购业务规模，截至2019年末，公司股票质押式回购业务待购回余额为52.99亿元，较上年末下降20.18%。2017—2019年，公司股票质押式回购业务实现收入呈持续增长趋势，主要系2017年业务大部分集中在年末，因此年末余额规模较大，同时2018年和2019年公司在风险可控的基础上调整了风险溢价，整体利率有上升所致，2019年，股票质押式回购业务实现收入5.71亿元，同比增长15.22%。在证券业协会公布的证券公司经营业绩排名中，2017—2019年，公司股票质押业务利息收入分别排名第48名、第34名和第24名，逐年提升。

截至2020年9月末，公司融资融券业务余额为141.52亿元，较上年末大幅增长63.47%；2020年1—9月，融资融券业务实现收入5.79亿元。截至2020年9月末，公司股票质押式回购业务待购回余额为33.70亿元，较上年末下降36.40%，进一步下降；2020年1—9月，股票质押式回购业务实现收入2.26亿元。截至2020年9月末，存量股票质押式回购项目仅“ST中新”项目低于追保线，涉及融资本金1.80亿元，公司已计提减值准备0.96亿元，目前管理人对“ST中新”的股票进行挂牌拍卖，因无人竞买暂停挂牌拍卖。

2017—2019年末，公司信用业务杠杆率分别为93.00%、79.97%和92.00%，杠杆率水平适中。

表7 公司信用业务情况 单位：万户、亿元

项目	2017年末 /2017年	2018年末 /2018年	2019年末 /2019年
融资融券账户数目	3.73	3.80	4.06
融资融券业务余额	78.97	57.77	86.57
融资融券业务收入	5.97	5.25	5.71
股票质押式回购业务待购回余额	91.44	66.39	52.99
股票质押式回购业务收入	1.55	3.22	3.71

资料来源：公司年报，联合资信整理

近年来，公司投资银行业务收入波动下降，收入贡献度持续下降，收入主要来源于债券承销项目收入，2019年公司债券承销项目收入同比大幅增长，收入规模处于行业中游水平。

公司投资银行业务坚持“股债并重”的发展方针，公司不断加强投资银行能力建设和队伍建设，重点挖掘股权项目机遇，提升债券业务规模，打造业务储备梯队，进一步提升业务规模。2017—2019年，公司投资银行业务实现收入分别为4.86亿元、2.86亿元和3.13亿元，占比分别为10.54%、7.75%和5.54%。在证券业协会公布的证券公司经营业绩排名中，2017—2019年，公司投资银行业务收入排名分别为30名、第35名和第40名，处于行业中游水平。

股权类项目方面，2017—2019年，受政策波动等因素影响，公司股权类项目承销规模整体呈下降趋势，2018年降幅较大。2019年，公司无完成的IPO主承销项目，完成增发项目主承销1次，承销金额4.67亿元，完成可转债项目主承销1次，承销金额6.34亿元。债权类项目方面，2018年公司债券项目主承销次数小幅下降，为

33次，承销金额为216.09亿元。2019年公司深耕浙江省内项目，深入贯彻“特色+聚焦”的发展战略，加强重点地区、重点客户、重点业务的服务能力建设，承销次数为74次，大幅上升，承销金额为475.98亿元，同比大幅增长120.27%，在浙江省内，公司在公司债、企业债承销金额及单数位列第1名。并购及财务顾问业务方面，2017—2019年，公司完成并购项目分别为11家、10家和4家，完成财务顾问项目分别为167家、121家和242家，实现并购及财务顾问业务净收入分别为1.00亿元、0.71亿元和0.56亿元。

承销项目违约情况，公司承销的湖州金泰科技股份有限公司发行的“12金泰债”于2014年发生违约，涉及本金及利息合计3300万元；洛娃科技实业集团有限公司（以下简称“洛娃科技”）发行的“17洛娃科技CP001”于2018年违约，公司作为洛娃科技已发行的公司债券“15洛娃01”“16洛娃01”的主承销商、部分债券持有人代表，已经提起仲裁，要求其清偿“15洛娃01”“16洛娃01”本息合计13.76亿元，目前案件仍在审理中。

表8 公司投资银行业务主承销项目情况 单位：次、亿元

项目	2017年		2018年		2019年	
	次数	金额	次数	金额	次数	金额
IPO	4	22.59	2	26.73	0	0.00
增发	6	62.80	2	5.18	1	4.67
可转债	1	16.00	0	0.00	1	6.34
债券发行	36	250.16	33	216.09	72	475.98
合计	47	351.55	37	248.00	74	487.00

资料来源：公司年报，联合资信整理

从投行项目储备来看，截至2020年末，公司在审项目55个（含IPO项目13个、债券项目38个、再融资项目4个）；已拿批文未实施项目116个（含IPO项目1个、债券项目112项个、再融资项目3个）；在审再融资项目4单（含1单可转债项目、3单非公开发行股票项目），项目储备充足。

2017—2019年末，公司自营投资业务规模呈持续增长趋势，投资品种以债券为主，2019年收入规模大幅增长，处于行业上游水平。

公司自营投资业务由股票投资、固定收益

类投资以及其他投资等组成。公司自营投资业务以投研为驱动，加强对重点领域、重点资产的研究，积极把握资本市场机遇，保持稳定收益率，2019年债券自营投资主动压缩债券投资规模，不断优化投资持仓结构，重点提升高等级信用债、可转债的投资比重。2017—2019年末，公司自营投资业务规模呈持续增长趋势，年均复合增长21.46%，2018年公司加大债券投资规模，2019年主要系私募产品投资增加所致。截至2019年末，公司自营投资业务规模为222.15

亿元，较上年末增长3.13%。从投资结构来看，自营投资业务以债券投资为主。2017—2019年末，债券投资占比分别为80.83%、88.73%和78.15%。此外，公司还投资基金、股票、券商资管产品和信托产品等，2018年末基金、股票、券商资管产品和信托产品投资规模均有所下降，2019年末有所回升，但整体占比不高。2017—2019年，公司自营投资业务实现收入分别为4.80亿元、4.74亿元和8.38亿元，收入呈波动增长趋势，2018年收入同比下降，主要系股票投资收益下降所致，2019年收入同比大幅增长76.86%，

主要系股票和债券投资收益均增长所致。截至2020年9月末，公司所投资的标的未发生违约情况。在证券业协会公布的证券公司经营业绩排名中，2017—2019年，公司证券投资收入排名分别为第33名、第34名和第31名，处于上游水平。

2017—2019年，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本分别为2.48%、3.87%和12.34%；自营固定收益类证券/净资本分别为123.95%、146.43%和157.24%，均满足监管要求。

表9 公司自营投资业务结构 单位：亿元、%

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	121.91	80.83	191.43	88.73	173.89	78.15
基金	6.92	4.59	6.04	2.80	7.70	3.46
股票（含融出证券）	10.11	6.70	6.66	3.09	8.33	3.74
券商资管产品	9.15	6.07	6.88	3.19	9.57	4.30
信托产品	2.54	1.68	1.53	0.71	7.03	3.16
其他	0.19	0.13	3.21	1.49	15.99	7.19
合计	150.82	100.00	215.75	100.00	222.51	100.00

资料来源：公司提供

公司资产管理业务以单一资产管理业务为主，近年来受资管新规出台影响，受托管理资产规模持续下降，2019年受主动管理产品规模增加影响，管理费收入规模增长。

公司通过全资子公司浙商资管开展资产管理业务，并于2014年8月获得公募基金的牌照。目前公司资产管理业务主要包括集合资产管理、定向资产管理、专项资产管理和公募资管业务等。受资管新规出台影响，公司持续压降通道业务规模，2017—2019年末，公司资产管理业务规模持续下降，年均复合下降9.36%，截至2019年末，公司受托管理资产规模为1395.74亿元，较上年末小幅下降0.46%，主要系单一管理资产业务规模下降所致，公司管理资产主要以

单一资产管理业务为主，占比为52.07%，2019年公司大力开展公募基金业务，期末管理资产规模为75.01亿元，较上年末大幅增加61.46亿元。从管理方式来看，2017—2019年末，主动管理资产占比分别为44.37%、43.77%和53.52%。管理费收入方面，2017—2019年，公司实现管理费收入分别为3.54亿元、2.67亿元和3.83亿元，2018年实现管理费收入同比下降24.58%，主要系受资管新规影响，公司管理资产规模下降所致，2019年管理费收入同比增长43.45%，主要系资管产品结构调整所致。在证券业协会公布的证券公司经营业绩排名中，2017—2019年，公司资产管理业务收入排名分别为第26名、第28名和第28名，处于上游水平。

表10 公司资产管理业务情况 单位：亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年
----	--------	--------	--------

管理资产类型	单一资产管理业务	1039.47	867.61	726.82
	集合资产管理业务	646.70	521.00	563.23
	专项资产管理业务	3.40	0.00	30.67
	公募资产管理业务	9.44	13.56	75.01
	合计	1699.01	1402.16	1395.74
管理方式	主动管理方式	753.87	613.71	747.02
	被动管理方式	945.16	788.45	648.72

注：数据合计与分项加总不一致，主要系四舍五入所致
资料来源：公司年报及公司提供，联合资信整理

公司期货业务由浙商期货负责运营，期货业务稳步发展；此外公司还积极发展私募基金管理业务，促进收入多元化。

公司通过全资子公司浙商期货开展期货业务。近年来，浙商期货运营平稳，以打造研究型衍生品综合服务商为核心目标，依托传统期货经纪业务，结合风险管理子公司的基差贸易、场外衍生品业务和做市商业业务，创新能力不断提升。截至2019年末，浙商期货拥有期货经纪业务资格的营业部共有24家，分公司2家，此外浙商国际已于2016年3月获得期货业务牌照，公司境外期货业务取得一定进展。为积极应对证券市场不确定性，公司推出证券、期货“双经纪”业务模式，业务增量较为明显。2019年浙商期货全年完成期货代理交易额5.54万亿元，同比上升36.44%，主要系股指期货松绑、商品期货回暖；日均客户权益64.35亿元，较上年增长11.18%；当年浙商期货实现营业收入27.24亿元，其中仓单贸易收入24.17亿元，净利润1.33亿元。

浙商证券的私募基金管理业务通过其全资子公司浙商资本开展。浙商资本于2012年2月成立，主营业务包括股权投资或与股权相关的债权投资、基金的募集和管理、投资顾问、投资管理、财务顾问等，截至2019年末，浙商资本注册资本为5.00亿元，并已转型为私募基金管理公司。从区域与行业来看，公司的直投业务立足于浙江区域，依托省内资源优势，重点选择区域内风险较低、具有良好成长性的项目，主要投资于TMT、医疗医药、环保等行业，目前已经形成天使创业投资基金、医药健康基金、传媒运营基金、娱乐基金、环保产业基金、产

业并购引导基金和浙商转型升级母基金等股权投资业务链布局。截至2019年末，浙商资本累计投资项目10个，投资额9.00亿元；当年实现2个投资项目退出。

3. 未来发展

公司制定了明晰的战略目标，不断提升综合经营竞争力。同时需关注宏观经济环境、监管政策及市场环境变化对公司发展规划带来的不确定性影响。

近年来，公司逐步成长为在全国具有一定影响力和竞争力的上市券商。公司提出了“坚定改革创新，迈向第一梯队”的战略要求，未来十年公司将通过“创局、创能、创效”，突破固有限制，增加前进动能，实现提升公司地位、丰富公司内涵、增强公司形象的战略目标。

公司以服务实体经济为使命，通过对标行业标杆、稳步前移优势业务、快速追赶短板业务、深化内部管理变革、持续提升金融科技水平、有效提升风险管理能力，不断推进公司突破迈向一流券商的各类竞争壁垒，实现稳步进入一流梯队的目标。

九、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理机制，较好地保障了各项业务的稳健发展；但随着业务规模进一步发展，公司需进一步提高风险管理水平。

董事会及其下设的合规与风险控制委员会负责审议批准公司全面风险管理的基本制度、政策、程序、风险偏好、风险容忍度和重大风

险限额等，审议公司定期风险评估报告，持续推进风险文化建设。

经营管理层及其下设的风险控制委员会主要负责对公司重大业务、重大合同及创新业务事项进行风险评估并制定风险控制方案，对公司重大风险事项进行评估并制定风险控制及处理方案，并对公司总体风险状况进行评估，提出完善公司风险管理和内部控制的建议和措施。

公司首席风险官组织制订和修订公司风险管理制度并执行到位；组织推动公司风控体系建设，并持续完善；组织制订公司各种风险管理政策措施，推动风控政策措施的执行和落实；定期或不定期组织对公司（包括子公司）重点业务风险隐患排查和监测检查，识别和评估业务承担的风险等。

风险管理部、法律合规部、计划财务部、办公室和投行内核办公室等风险管理部门和审计部协助首席风险官开展风险控制工作，负责确认和评估公司及各分支机构在经营活动过程中面临的风险，并采取措施进行防范。

公司承担风险的各部门、各分支机构，根据公司风险管理的战略、政策和程序，具体负责本部门、本分支机构的日常风险管理。

公司承担风险的各部门、分支机构设立风控专员、合规专员，并承担审核业务材料和要素完备性、合规性、监测风险指标执行情况、及时报告风险信息，并参与项目现场核查和风险处置等方面的岗位职责。

1. 信用风险

公司目前面临的信用风险主要集中在：一是信用融资业务违约风险，即融资融券业务、约定购回式业务、股票质押式回购客户出现违约、拒绝支付到期本息，导致公司资产损失和收益变化的风险。二是债券投资交易的违约风险，即所投资债券之发行人出现违约、拒绝支付到期本息，导致资产损失和收益变化的风险。三是交易对手的违约风险，即利率互换、场外期权、远期交易等场外衍生品交易的对手方违约风险，即交易对手方到期未能按照合同约定

履行相应支付义务的风险。四是非标准化债权资产投资或其他涉及信用风险的自有资金出资业务，即所投资资产无法按时偿付本金及利息，或自有资金不能按时安全退出，导致公司资产损失和收益变化的风险。

公司主要通过以下四方面来进行管控。一是抓准入。公司对授信客户、交易对手、信用品种进行准入管理，设定准入标准和选择原则，建立黑白名单。严禁对黑名单中的客户、交易对手和信用品种进行授信、交易和投资。公司根据外部环境变化对准入标准进行动态调整，并对应调整黑白名单。二是建内评。公司通过客户身份、财产与收入状况、证券投资经验、风险偏好、客户持仓品种及交易情况、客户风险承担能力以及违约可能性对客户进行内部评估；通过交易对手的财务信息、交易规模、历史违约信息、重大负面新闻等风险要素，并参考投资信用品种的发行主体评级、担保人评级、基本面信息、品种信用评级等对交易对手和信用品种进行内部评级。三是重跟踪。公司定期对客户、交易对手、信用品种的资信状况进行持续督导和跟踪评估，根据跟踪评估情况，制定相应风险应对措施，缓释信用风险。四是防传导。对一些特别的信用风险，如投资银行业务的公司债券项目，由于发行人信用风险等原因传导至公司，造成公司可能承担连带赔偿责任的风险。公司通过提高项目立项内核标准；加强全过程跟踪，及时监测评估发行人的偿债能力；严格管控项目尽调和后续管理质量等措施，降低投资银行债券项目信用风险传导到公司风险。

2. 流动性风险

流动性是指公司无法以合理成本及时获得充足资金，以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。

为控制和防范流动性风险，公司采取如下应对措施。一是根据公司资本实力和净资本、流动性等风险控制指标情况，优化设定风险限额和风险偏好，合理配置各项业务规模，做到

业务规模与公司资本实力相匹配。二是加强科学合理融资负债管理，精准匹配资金用途。三是丰富融资渠道，提升公司融资能力。四是做好资本补足规划和安排。根据自身发展战略，评估测算未来可能的业务发展规模，对不同压力情景下所需的资本补充规模和补充途径事先做好规划和安排，以满足业务发展需求。五是夯实流动性储备强化现金流管理。建立充足的流动性储备，形成防范流动性风险的安全垫。六是加强银行合作，扩大公司授信。持续加强与主要银行的合作，保持授信规模稳定。七是强化流动性监控。做好定期资金流入、流出监控以及现金流敞口预测分析和报告。2017—2019年末及2020年9月末，公司净稳定资金率均较为稳定，流动性覆盖率波动较大，但均满足监管标准。

图4 公司流动性指标情况 单位：%



资料来源：公司风险控制指标报表，联合资信整理

3. 市场风险

公司涉及的市场风险是指由于持仓金融资产头寸的市场价格变化或波动而引起未来损失的风险。市场风险主要可以分为利率风险、汇率风险、权益价格风险、商品价格风险等。权益价格风险是由于持有的股票、股票组合、股指期货等权益品种价格或波动率的变化而导致的；利率风险主要由固定收益类投资收益率曲线结构、利率波动性和信用利差等变动引起；商品价格风险由各类商品价格发生不利变动引起；汇率风险由非本国货币汇率波动引起。

公司主要通过如下几个方面来进行管控。一是定限额。市场风险管理相较其它风险类型来说，风险计量相对成熟，风险限额管理是市场风险最常用也是最重要的管理手段。公司通过缺口分析、久期分析、敞口分析、风险价值分析、敏感性分析等各类计量模型和分析方法，来确定和适时调整交易限额、规模限额、集中度限额、止损限额等各类限额。二是重分析。定期对国内外宏观和市场情况进行分析回顾，做好事前业务风险分析、事中价格监控，事后风险指标量化评估。三是强执行。公司要求严格按照投资纪律执行相关操作规程，克服人为主观情绪，严格按照指定各类风险限额，事先制定的各类投资策略，调整相关限额和投资策略须严格按照制度启动调整流程，公司合规风控等相关部门对投资主办和投资部门制衡监督。四是防传导。为避免融资类业务标的证券的市场风险传导公司信用、流动性等其它风险。公司通过控制融资类业务总规模、逆周期调整机制，对标的证券设置折算率、保证金比例、集中度、可充抵保证金证券及标的证券范畴等风控指标，持续做好折算率管理，标的证券五级分类管理，降低标的证券市场风险传导到公司的风险。

4. 操作风险

公司所有业务均存在操作风险，公司主要通过如下几方面来进行管控：一是建制度。公司各项业务开展前均须制定业务和风险管控管理办法，明确业务环节的各项规程，收集行业发生的操作风险案例及时对照排查，防范未然，对公司已发生的操作风险，总结反思，对于制度疏漏的，及时建章立制，以防重复发生。二是理流程。公司对于新业务、重点业务及发生频率较高的工作事项，要求必须梳理明晰业务操作流程。从潜在重大风险事件入手，开展风险辨识和成因分析工作，各业务部门根据自身的操作风险状况采用合理的方式，确定主要业务关键流程节点中的风险点，制定风险防范和缓释措施，并要求定期进行更新。三是重制衡。

除合规风控部门外，公司还对投资银行等重点业务线专门设置了独立的质量控制和管理部门，同时在业务部门内部还设立专门的合规专员，实行业务部门、业务风险管控部门、公司风险管理部门多级风险防控体系。四是管执行。为确保公司各项制度、流程执行到位、有效，公司合规风控相关部门要求承担操作风险的各业务部门或员工对制度及落实情况的有效性进行自查或审核，发现问题须及时跟进整改措施。同时公司合规风控相关部门持续进行合规检查、风控检查、内部审计等检查监督工作，定期评估其执行有效性。五是明禁令。针对操作风险高频性，并与道德风险具有较高相关性。公司制定严厉的惩处机制，明确底线原则，对代客理财、私刻印章、巨额负债失联、参与股票配资等行为零容忍，发布并要求员工签署“经纪业务十大禁令”、“投行业务十大禁令”，严厉处罚已发生的风险事项，遏制可能存在的隐患。六是建系统。为应对业务规模不断发展所带来的非主观因素造成的操作风险，公司加大了信息系统的建设力度，力求易错流程系统化控制、重要流程前端控制、复杂流程节点控制。除操作风险管理系统外，投资银行部门也根据自身业务需求，上线了投资银行业务管理系统，通过该系统实现立项、尽调、内核、申报、发行、持续督导等各个环节的电子化管理。七是抓考核。针对不同的业务，公司均设计了不同的考核目标，并将合规风控嵌入考核指标中。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年合并财务报表，均经天健会计师事务所审计，均出具了无保留的审计意见，公司提供的2020年1—9月合并财务报表未经审计。2018年公司新纳入合并范围的资产管理计划13只，8只资产管理计划进行了清算，2019年公司新设立浙商投资，注册资本为10.00亿元，新纳入结构化主体包括浙商聚金宏观策略1号单一资产管理计划，6只资产管理

计划进行了清算，2020年1—9月，5只纳入合并范围的资产管理计划进行了清算。

会计政策变更方面，公司参照《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会〔2018〕15号)和企业会计准则的要求编制2018年度财务报表。财政部于2017年度颁布了《企业会计准则解释第9号——关于权益法下投资净损失的会计处理》《企业会计准则解释第10号——关于以使用固定资产产生的收入为基础的折旧方法》《企业会计准则解释第11号——关于以使用无形资产产生的收入为基础的摊销方法》及《企业会计准则解释第12号——关于关键管理人员服务的提供方与接受方是否为关联方》，公司自2018年1月1日起执行，执行对上述期初财务数据无影响。财政部于2017年颁布了修订后的《企业会计准则22号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号——金融资产转移》《企业会计准则第24号——套期会计》《企业会计准则第37号——金融工具列报》四项会计准则，公司于2019年1月1日开始采用新金融工具会计准则，根据相关新旧准则衔接规定，对可比期间信息不予调整，首次执行日执行新准则与原准则的差异追溯调整本报告期初留存收益或其他综合收益，部分会计科目无可比性。整体看，2017—2019年及2020年9月末，公司财务数据可比性仍属较强。

截至2019年末，公司合并资产总额674.04亿元，其中客户资金存款145.42亿元，客户备付金23.99亿元；负债总额525.48亿元，其中代理买卖证券款129.74亿元；所有者权益合计148.56亿元，全部系归属于母公司的所有者权益；母公司口径的净资本125.11亿元；2019年，公司实现营业总收入56.59亿元，利润总额12.89亿元，净利润9.68亿元，全部系归属于母公司所有者的净利润；现金及现金等价物净增加额53.07亿元。

截至2020年9月末，公司合并资产总额852.77亿元，其中客户资金存款162.19亿元，客户备付金30.17亿元；负债总额665.27亿元，其中代理买卖证券款149.92亿元；所有者权益合计

187.51亿元，全部系归属于母公司的所有者权益；母公司口径的净资产194.65亿元；2020年1—9月，公司实现营业总收入70.91亿元，利润总额13.78亿元，净利润10.27亿元，全部系归属于母公司净利润，现金及现金等价物净增加额29.94亿元。

2. 资金来源与流动性

近年来随着业务的进一步开展，公司负债规模持续上升，负债水平适中；公司债务以短期债务为主，需对公司流动性管理情况保持关

注。

2017—2019年末，公司负债总额和自有负债呈持续增长趋势，年均复合增长分别为15.48%和16.54%，截至2019年末，公司负债总额和自有负债规模分别为525.48亿元和394.59亿元，较上年末分别增长21.33%和16.94%，自有负债占负债总额的比重为75.09%，公司自有负债主要以卖出回购金融资产款、应付短期融资款、应付债券和其他负债为主，占比分别为22.85%、16.56%、36.30%和20.15%。

表 11 公司负债情况表 单位：亿元、%

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
负债总额	394.06	433.11	525.48	665.27
其中：卖出回购金融资产款	105.23	110.73	90.18	118.61
应付短期融资款	7.63	20.02	65.33	88.94
应付债券	101.50	129.50	143.24	152.87
其他负债	57.17	59.46	79.50	122.02
全部债务	218.10	267.88	304.73	371.37
其中：短期债务	116.60	138.38	161.49	218.50
长期债务	101.50	129.50	143.24	152.87
自有负债	290.53	337.42	394.59	/
自有资产负债率	68.25	71.18	72.65	/
净资产/负债	49.73	48.82	39.77	48.98
净资产/负债	49.85	44.72	41.60	42.28

资料来源：公司审计报告及2020年1—9月合并财务报表，联合资信整理

具体来看，2017—2019年末，卖出回购金融资产呈波动下降趋势，年均复合下降7.43%，2018年末较上年末增长5.22%，截至2019年末，卖出回购金融资产款为90.18亿元，较上年末下降18.56%，主要系质押式卖出回购业务规模下降所致。2017—2019年末，应付短期融资款呈持续大幅增长趋势，年均复合增长192.65%，2018年末较上年末大幅增加12.39亿元，主要系应付短期融资券增加及公司增加发行次级债券规模较大所致，截至2019年末，应付短期融资款65.33亿元，较上年末大幅增加45.31亿元，主要系公司增加发行短期融资券及收益凭证所致。2017—2019年末，应付债券呈持续增长趋势，年均复合增长18.80%，主要是新增发行公

司债券大于当期偿还债券规模所致，截至2019年末，应付债券143.24亿元，较上年末增长10.61%。其他负债主要是期货业务产生的应付货币保证金，2017—2019年末，其他负债呈持续增长趋势，年均复合增长17.93%，截至2019年末，其他负债79.50亿元，较上年末增长33.71%，主要系期货业务规模增长，导致应付保证金增加。

截至2020年9月末，公司负债总额665.27亿元，较上年末增长26.60%，主要系公司业务规模进一步开展，公司短期融资规模及长期融资规模增加及期货业务规模增长导致其他负债增长所致。截至2020年9月末，公司负债以应付短期融资款（占比为13.37%）、卖出回购金融

资产款（占比为 17.83%）、应付债券（占比为 22.98%）和其他负债（占比为 18.34%）为主，负债构成较上年末变化不大。

2017—2019 年末，公司净资产/负债分别为 49.73%、48.82%和 39.77%；净资产/负债分别为 49.85%、44.72%和 41.60%，整体呈下降趋势，主要是负债规模增幅大于净资产和净资产规模增幅所致。2017—2019 年末，自有资产负债率分别为 68.25%、71.18%和 72.65%，负债水平整体呈上升趋势，结合证券行业来看，公司负债水平适中。

2017—2019 年末，公司全部债务呈持续增长趋势，年均复合增长 18.21%，截至 2019 年末，全部债务规模为 304.73 亿元，较上年末增长 13.76%，其中短期债务占比 58.84%，公司债务以短期债务为主。截至 2020 年 9 月末，公司全部债务 371.37 亿元。

从负债指标来看，截至 2020 年 9 月末，公司净资产/负债和净资产/负债分别为 49.98%和 42.28%，较上年末均有所上升，主要系净资产和净资产规模增幅较大所致。

截至 2020 年 9 月末，公司全部债务规模为 371.37 亿元，较上年末增长 21.87%，长短期债务规模均有所增长；其中短期债务占比为 58.85%，从债务到期分布来看，截至 2020 年 9 月末，公司有息债务到期主要集中在 1 年以内，占比为 61.78%，存在集中兑付压力，需持续关注公司流动性管理情况。

表 12 截至 2020 年 9 月末公司有息债务到期分布情况

单位：亿元、%

期限	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上	合计
金额	223.04	82.97	43.81	11.20	361.02
占比	61.78	22.98	12.13	3.10	100.00

注：上表中有息债务合计与联合资信所计算全部债务存在差异，主要系未包含拆入资金和交易性金融资产所致的

资料来源：公司提供，联合资信整理

近年来随着公司信用业务、自营业务及经纪业务的积极开展，公司资产规模呈持续增长趋势，优质流动性资产占比较高，资产流动性较好。

2017—2019 年末，公司资产总额和自有资产均呈持续增长趋势，年均复合增长分别为 12.86%和 12.96%。截至 2019 年末，公司资产总额和自有资产规模分别为 674.04 亿元和 543.14 亿元，较上年末分别增长 18.30%和 14.57%，资产总额增长主要是经纪业务客户资金存款规模增加、信用业务规模增加及投资资产规模增加所致，公司资产以货币资金、融出资金、买入返售金融资产和交易性金融资产为主，占资产总额比重分别为 28.66%、12.98%、12.03%和 33.01%。根据风控监管报表中数据，2017—2019 年末，公司优质流动资产在总资产中占比分别为 16.09%、24.89%和 21.06%，占比波动上升，且占比较高，公司资产流动性较好。

表 13 公司资产情况表 单位：亿元、%

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
资产总额	529.20	569.75	674.04	852.77
货币资金	126.05	139.86	193.17	217.33
融出资金	78.52	57.60	87.52	142.83
买入返售金融资产	97.93	82.07	81.10	80.29
存出保证金	20.31	22.00	32.54	56.47
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	125.69	164.26	--	--
可供出售金融资产	25.15	47.63	--	--
交易性金融资产	--	--	222.51	265.34
自有资产	425.67	474.07	543.14	/
优质流动资产	56.46	95.45	93.84	/
优质流动资产/总资产	16.09	24.89	21.06	/

注：优质流动资产/总资产中分子分母均取自风控指标监管报表

资料来源：公司审计报告、专项审计报告及2020年1-9月合并财务报表及风险监管报表，联合资信整理

具体来看，2017—2019年末，货币资金呈持续增长趋势，主要是客户资金存款增加所致，截至2019年末，货币资金193.17亿元，较上年末增长38.11%，期末货币资金受限规模为30.36亿元，主要系定期存款，受限资金占比为15.72%，受限比例低。2017—2019年末，融出资金规模呈波动增长趋势，年均复合增长5.58%，2018年末融出资金较上年末下降26.63%，主要系融资融券业务规模下降所致，截至2019年末，融出资金87.52亿元，较上年末增长51.93%，主要系信用业务规模增长所致，已计提坏账准备0.01亿元。2017—2019年末，买入返售金融资产呈持续下降趋势，年均复合下降9.00%，2018年末较上年末下降16.20%，主要系债券买断式回购业务规模下降所致，截至2019年末，买入返售金融资产81.10亿元，较上年末下降1.18%，期末买入返售金融资产已计提减值准备0.20亿元。截至2019年末，交易性金融资产222.51亿元，交易性金融资产主要是债券投资，占比为78.15%，期末交易性金融资产中受限规模为73.89亿元，主要系卖出回购业务担保物。

截至2020年9月末，公司资产总额852.77亿元，较上年末增长26.52%，主要系客户资金存款增加、信用业务规模增加以及投资资产规模增加所致，资产主要由货币资金（占比为25.49%）、融出资金（占比为16.75%）、交易性金融资产（占比为31.11%）、买入返售金融资产（占比为9.41%）和存出保证金（占比为6.62%）构成，资产构成来看，存出保证金规模及占比均较上年末有所上升，主要系期货业务规模增加所致，受股票质押式回购业务规模进一步下降影响，买入返售金融资产规模和占比均有所下降，其他资产占比变化不大。

3. 资本充足性

近年来，受利润留存影响，所有者权益规模稳定增长；公司以净资本为核心的风险控制指标均符合监管标准，资本较充足。

2017—2019年末，受公司利润留存的增加及可转债对应权益部分计入的综合影响，公司所有者权益呈持续增长趋势，年均复合增长4.85%，截至2019年末，公司所有者权益合计148.56亿元，较上年末增长8.72%，全部系归属于母公司的所有者权益，其中股本占比为22.44%，资本公积占比26.80%，一般风险准备占比12.37%，未分配利润占比31.47%，未分配利润占比较高，公司所有者权益的稳定性一般。2017—2019年，公司现金分红规模分别为3.33亿元、2.33亿元和3.00亿元，占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率分别为31.34%、31.66%和31.01%，分配力度尚可，利润留存对资本形成较好补充。

公司资本补充主要通过利润留存，2019年末净资本较上年末下降3.29%，主要系偿还次级债到期期限缩短导致计入比例下所致；2017—2019年末，各项风险准备金呈持续增长趋势，年均复合增长10.59%，2018年末较上年末增长22.04%，主要系公司加大债券投资，导致相应的风险资本准备增加所致，截至2019年末，各项风险资本准备金之和为43.16亿元，较上年末小幅增长0.22%。

从主要风控指标来看，2017—2019年末，公司风险覆盖率分别为329.96%、300.39%和289.86%，受风险准备之和增加影响，风险覆盖率水平持续下降；资本杠杆率分别为25.57%、22.49%和20.77%，主要系场外期权规模增加，导致表外资产规模增加；净资本/净资产分别为99.75%、109.17%和95.58%，以净资本为核心的各项风险控制指标均优于各项监管预警标准，公司资本较充足。

表14 公司风险控制指标监管报表 单位：亿元、%

项目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年9月末	监管标准	预警指标
核心净资本	83.94	87.17	95.11	129.77	--	--

附属净资本	32.50	42.20	30.00	64.88	--	--
净资本	116.44	129.37	125.11	194.65	--	--
净资产	116.74	118.50	130.89	168.03	--	--
各项风险资本准备之和	35.29	43.07	43.16	50.34	--	--
风险覆盖率	329.96	300.39	289.86	386.68	≥100	≥120
资本杠杆率	25.57	22.49	20.77	21.78	≥8	≥9.6
净资本/净资产	99.75	109.17	95.58	115.85	≥20	≥24

资料来源：公司净资本监管报表、专项审计报告及2020年1-9月合并财务报表及风险监管报表

截至2020年9月末，公司所有者权益合计187.51亿元，较上年末增长26.22%，主要系可转债转股及利润留存增加所致，同期，公司净资本194.65亿元，较上年末增长55.58%。主要系可转债转股及新增发行次级债所致。截至2020年9月末，以净资本为核心的风险控制指标均符合监管标准。若公司增发完成，公司资本实力将进一步增强。

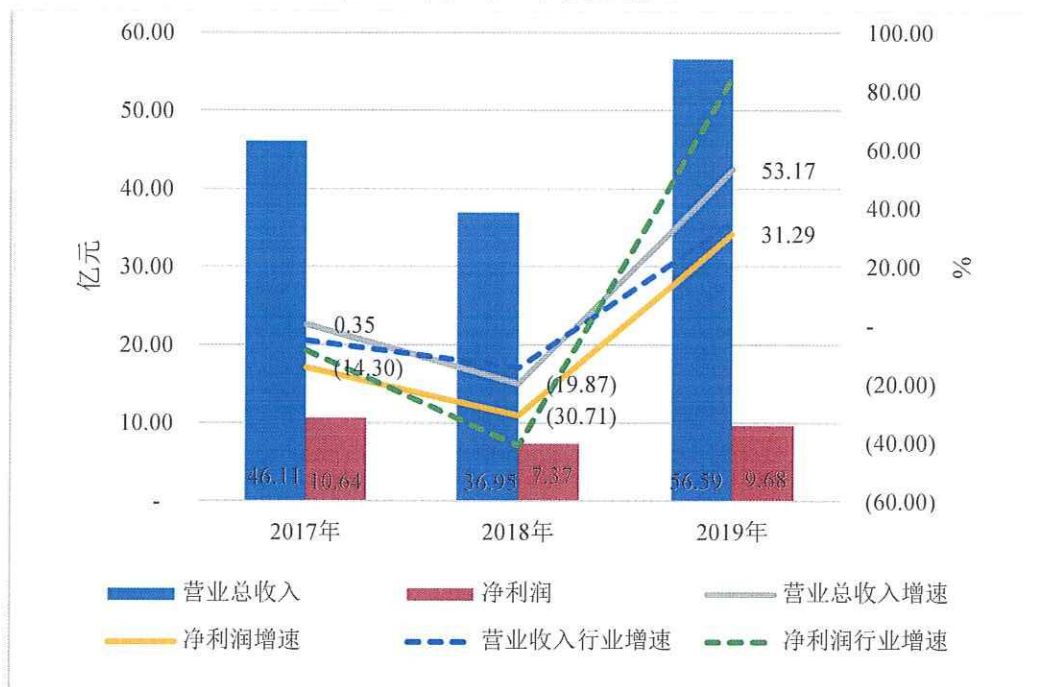
4. 盈利能力

近年来，公司营业总收入波动增长，2019年营业收入和净利润规模增长较大，盈利水平

处于较高水平。2020年三季度公司营业收入及利润规模同比大幅增长，经营表现良好。整体盈利能力较强。

2017—2019年，公司营业收入呈波动增长趋势，年均复合增长10.79%，2018年同比大幅下降19.87%，主要是受市场波动等因素影响所致；2019年，公司实现营业收入56.59亿元，同比大幅增长53.17%，主要系受益于证券交易活跃度上升等因素，自营投资业务、浙期实业现货销售业务实现的营业收入同比增长所致。

图5 公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司审计报告及公开资料，联合资信整理

从营业总支出来看，2017—2019年，营业总支出呈波动增长趋势，年均复合增长16.60%，2018年营业总支出同比下降15.45%，主要系职

工薪酬下降、资产减值转回及货物销售成本支出减少所致，2019年营业支出规模43.64亿元，同比增长60.81%，主要系职工薪酬增加及货物

销售成本支出所致。从支出构成来看，公司营业总成本以业务及管理费和其他业务成本为主，2019 年，业务及管理和其他业务成本占营业支出的比重分别为 47.59%和 67.76%，2019 年业务及管理费为 20.77 亿元，同比增长 24.17%，其他业务成本 22.84 亿元，同比增长 116.19%。2018 年和 2019 年，公司资产减值损失(2019 年为信用减值损失和其他资产减值损失合计)均为转回状态，转回金额分别为 0.41 亿元和 0.30 亿元，2018 年转回主要系融资融券业务组合计提减值比例变更影响所致，2019 年转回主要系股票质押式回购业务转回损失影响所致。2017—2019 年，公司营业费用率分别为 38.48%、45.27%和 36.70%，薪酬收入比分别为 25.28%、27.69%和 24.87%，受营业总收入波动影响，公司费用控制能力有所波动，整体成本控制能力较好。

从利润规模来看，公司利润主要由营业利

润贡献，2017—2019 年，公司利润总额和净利润呈波动下降趋势，2018 年同比分别下降 29.48%和 30.71%，由于业务及管理费降幅低于营业总收入降幅，成本控制能力偏弱，导致利润规模同比降幅较大，2019 年受利润空间较低的现货交易业务收入大幅增长影响，利润增速低于营业总收入增速，利润总额和净利润同比分别增长 30.04%和 31.29%，金额分别为 12.89 亿元和 9.68 亿元。

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 30.38%、26.55%和 22.89%，自有资产收益率分别为 2.61%、1.64%和 1.90%，净资产收益率分别为 9.22%、5.42%和 6.79%，盈利能力呈波动下降趋势，结合行业排名来看，2017—2019 年，公司净资产收益率行业排名分别为第 16 名、第 19 名和第 22 名，公司盈利能力较好，处于行业上游水平。

表 15 公司营业收入情况 单位：%、名

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
营业费用率	38.48	45.27	36.70	31.87
薪酬收入比	25.28	27.69	24.87	/
营业利润率	30.38	26.55	22.89	19.48
自有资产收益率	2.61	1.64	1.90	/
净资产收益率	9.22	5.42	6.79	6.11
净资产收益率排名	16	19	22	/

资料来源：公司审计报告及 2020 年 1—9 月合并财务报表，联合资信整理

从同行业对比来看，在可比证券公司中，公司盈利能力高于样本平均值，费用管理能力高于样本平均值，公司盈利稳定性强。

表 16 截至 2019 年末证券公司行业财务指标比较 单位：%

项目	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性
西部证券	3.50	1.59	47.13	46.77
华西证券	7.52	3.36	50.72	22.13
国元证券	3.70	1.27	52.19	29.17
平均值	4.91	2.07	50.01	32.69
浙商证券	6.11	1.90	36.70	14.20

资料来源：公司审计报告、财务报表、公开资料，联合资信整理

亿元，同比增长 72.61%，实现利润总额和净利润分别为 13.78 亿元和 10.27 亿元，同比分别增长 45.12 和 44.91%。从盈利能力指标来看，2020 年 1—9 月，公司未经年化净资产收益率为 6.11%，经营表现良好。

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2020 年 9 月末，公司无对外担保情况。

截至报告出具日，公司不存在作为被告且金额超过 1000 万元的重大未决诉讼。

十一、本期短期融资券偿还能力分析

2020 年 1—9 月，公司实现营业总收入 70.91

本期短期融资券的发行对公司债务结构影响有限，相关指标对本期短期融资券本金的保障效果良好；加之公司作为全国性综合性上市证券公司，股东背景很强，综合竞争力很强，本期短期融资券还本付息能力最强，安全性最高。

1. 本期短期融资券发行对公司现有债务的影响

截至 2020 年 9 月末，公司全部债务规模为 371.37 亿元。本期短期融资券拟发行规模为 15.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期短期融资券发行对公司债务结构影响有限。

以 2019 年末财务数据为基础，本期短期融资券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率上升 0.74 个百分点至 73.38%，债务负担有所加重。

2. 本期短期融资券偿还能力分析

以 2019 年的财务数据为基础，公司 EBITDA 为 25.74 亿元，为本期短期融资券发行额度（15.00 亿元）的 1.72 倍，公司 EBITDA 对本期短期融资券的覆盖程度较好。母公司口径净资产为本期短期融资券发行额度（15.00 亿元）的 8.73 倍，净资产对本期短期融资券覆盖程度较好。净利润为本期短期融资券发行额度（15.00 亿元）的 0.65 倍，净利润对本期短期融资券覆盖程度较好。

综上，并考虑到公司股东背景很强，具有综合经营竞争力，在浙江省内具有很强的竞争优势，公司本期短期融资券还本付息能力最强，安全性最高。

十二、结论

公司为全国综合性上市证券公司，股东背景很强，业务资质齐全，各项主要业务行业排名上游；近年来，业务整体发展良好，公司综合实力很强，资本较充足，资产流动性较好。

同时，联合资信也关注到公司营业收入易受证券市场环境影响及短期债务占比较高等因素

素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司资本规模的进一步增长，公司各项业务的持续发展，联合资信对公司的评级展望为稳定。

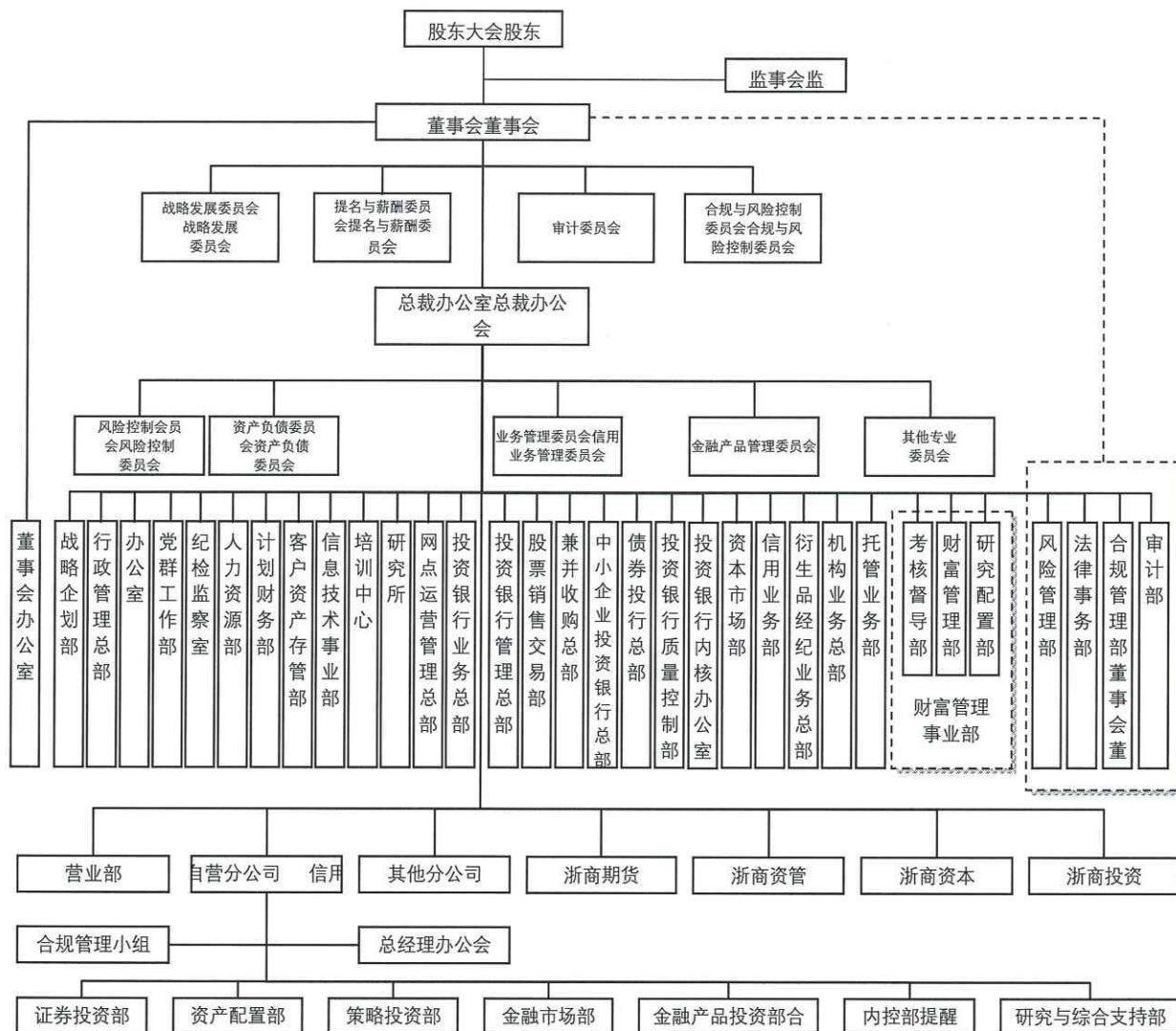
基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期短期融资券还本付息能力最强，安全性最高。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月末浙商证券股份有限公司前十大股东持股情况

股东名称	持股比例
浙江上三高速公路有限公司	58.79%
台州市金融投资集团有限公司	3.15%
西子联合控股有限公司	1.90%
中国建设银行股份有限公司－国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.95%
香港中央结算有限公司	0.85%
浙江华川实业集团有限公司	0.58%
中国建设银行股份有限公司－华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.46%
浙江和信投资管理有限公司	0.40%
义乌市金瑞投资有限公司	0.33%
涂江萍	0.26%

资料来源：公司 2020 年三季度报，联合资信整理

附件 1-2 浙商证券股份有限公司组织架构图（截至 2020 年 10 月 9 日）



资料来源：公司提供

附件 1-3 浙商证券股份有限公司
主要子公司情况（截至 2020 年 9 月末）

子公司全称	业务性质	持股比例（%）	取得方式
浙商期货有限公司	金融业	100.00	非同一控制下合并
浙江浙商资本管理有限公司	金融业	100.00	设立
浙江浙商证券资产管理有限公司	金融业	100.00	设立
浙商证券投资有限公司	投资管理	100.00	设立
浙江浙期实业有限公司	金融业	100.00（间接）	设立
浙商国际金融控股有限公司	金融业	100.00（间接）	设立

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
自有资产（亿元）	425.67	474.07	543.14	/
所有者权益（亿元）	135.14	136.64	148.56	187.51
自有负债（亿元）	290.53	337.42	394.59	/
自有资产负债率（%）	68.25	71.18	72.65	/
优质流动资产/总资产（%）	16.09	24.89	21.06	/
营业收入（亿元）	46.11	36.95	56.59	70.91
利润总额（亿元）	14.05	9.91	12.89	13.78
营业利润率（%）	30.38	26.55	22.89	19.48
营业费用率（%）	38.48	45.27	36.70	31.87
薪酬收入比（%）	25.28	27.69	24.87	/
自有资产收益率（%）	2.61	1.64	1.90	/
净资产收益率（%）	9.22	5.42	6.79	6.11
盈利稳定性（%）	14.97	20.01	14.20	/
净资本（亿元）	116.44	129.37	125.11	194.65
风险覆盖率（%）	329.96	300.39	289.86	386.68
资本杠杆率（%）	25.57	22.49	20.77	21.78
流动性覆盖率（%）	872.35	283.30	323.81	593.41
净稳定资金率（%）	156.86	133.21	157.51	175.99
信用业务杠杆率（%）	93.00	79.97	92.00	/
短期债务（亿元）	116.60	138.38	161.49	218.50
长期债务（亿元）	101.50	129.50	143.24	152.87
全部债务（亿元）	218.10	267.88	304.73	371.37
EBITDA/本期短期融资券额度（倍）	1.60	1.43	1.72	/

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将其他应付款以及长期应付款的带息借款计入有息债务；

3. 公司 2020 年 1—9 月合并财务报表未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动资产/总资产	优质流动资产/总资产×100%; 优质流动资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+卖出回购金融资产+其他负债科目中的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务

EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 短期融资券信用等级设置及其含义

联合资信证券公司短期融资券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 浙商证券股份有限公司 2021 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期短期融资券信用等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。

浙商证券股份有限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。

浙商证券股份有限公司或本期短期融资券如发生重大变化，或发生可能对本期短期融资券信用等级产生较大影响的重大事项，浙商证券股份有限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浙商证券股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期短期融资券相关信息，如发现浙商证券股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如浙商证券股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对本期短期融资券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与浙商证券股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。