

信用等级公告

联合〔2020〕3234号

申万宏源证券有限公司：

联合信用评级有限公司通过对申万宏源证券有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）进行综合分析和评估，确定：

申万宏源证券有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

申万宏源证券有限公司拟发行的 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）信用等级为 AAA。

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二〇二〇年十月九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

申万宏源证券有限公司2020年 面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 80.00 亿元（含）

债券期限：本期债券分两个品种，品种一为 375 天，品种二为 3 年期；引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。

还本付息方式：本期债券采用单利按年计息，不计复利。品种一到期一次性还本付息，品种二每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

评级时间：2020 年 10 月 9 日

主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
自有资产（亿元）	2,085.06	2,548.56	2,703.49	3,007.01
自有负债（亿元）	1,516.83	1,864.32	1,929.70	2,219.49
所有者权益（亿元）	568.23	684.25	773.79	787.51
优质流动性资产/总资产（%）	18.14	21.97	20.68	/
自有资产负债率（%）	72.75	73.15	71.38	73.81
营业收入（亿元）	126.69	121.70	167.68	92.44
净利润（亿元）	45.74	40.53	56.63	39.70
营业利润率（%）	45.27	40.49	40.27	52.30
净资产收益率（%）	8.34	6.47	7.77	5.09
净资本（亿元）	510.71	583.74	561.48	646.51
风险覆盖率（%）	215.06	237.80	212.16	212.30
资本杠杆率（%）	19.94	18.92	19.86	18.66
短期债务（亿元）	906.41	1,073.44	1,135.21	1,255.62
全部债务（亿元）	1,462.00	1,820.08	1,853.02	2,115.94
EBITDA（亿元）	120.67	127.11	140.45	/
EBITDA 利息倍数（倍）	1.98	1.69	1.99	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07	0.08	/
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.51	1.59	1.76	/

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. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径；3. 2020 年半年报数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对申万宏源证券有限公司（以下简称“公司”或“申万宏源”）的评级反映了其作为全国大型综合性主流证券公司之一，具有很强的股东背景及品牌影响力，业务资质齐全，资本实力很强，财务表现稳健。公司已形成多元化经营的业务体系，分支机构众多，营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队，连续三年获得 A 级以上分类评级，形成了很强的综合实力和良好的风险控制能力。近年来，公司营业收入及净利润整体呈增加趋势，盈利能力较强；目前，公司资产流动性较好，资本充足性好，整体偿债能力极强。

联合评级也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化，以及市场信用风险上升等因素可能对公司经营带来不利影响。

未来随着资本市场的持续发展、公司各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，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主体信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 股东背景很强，能够对公司形成有力支持。公司控股股东申万宏源集团股份有限公司为“A+H”股上市公司，实际控制人为中央汇金投资有限责任公司，股东背景很强，能够在业务资源、资本支持等方面为公司发展给予较大支持。

2. 品牌影响力显著，综合实力领先。公司拥有在中国资本市场历史悠久的强大品牌，经营规模处于行业前列，业务资质齐全，已形成多元化经营的业务体系，分支机构众多，营

业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队，连续三年获得 A 级以上分类评级。

3. 资本实力很强，资产流动性和盈利能力较好。公司净资本行业排名靠前，资产流动性较好，资本充足性好，融资渠道畅通，盈利能力较强。

关注

1. 公司经营易受环境影响。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可能对公司经营带来的不利影响。

2. 面临短期集中偿付压力。近年来公司债务规模逐步增加，且债务主要集中在一年内，面临短期集中偿付压力，需对偿债能力和流动性状况保持关注。

分析师

陈 凝 登记编号（R0040215040001）

姚 雷 登记编号（R0040220010007）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本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评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

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，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


陈莹 姬雪
联合信用评级有限公司

一、主体概况

申万宏源证券有限公司（以下简称“公司”或“申万宏源”）系由申银万国证券股份有限公司（以下简称“申银万国”）和宏源证券股份有限公司（以下简称“宏源证券”）合并设立。

申银万国是由原上海申银证券公司和原上海万国证券公司于1996年以新设合并方式设立，设立时注册资本为13.20亿元，是国内最早的一家股份制证券公司；后经历次增资及股权变更，截至2014年末，中央汇金投资有限责任公司（以下简称“中央汇金”）持有申银万国37.19亿股股份，持股比例为55.38%。

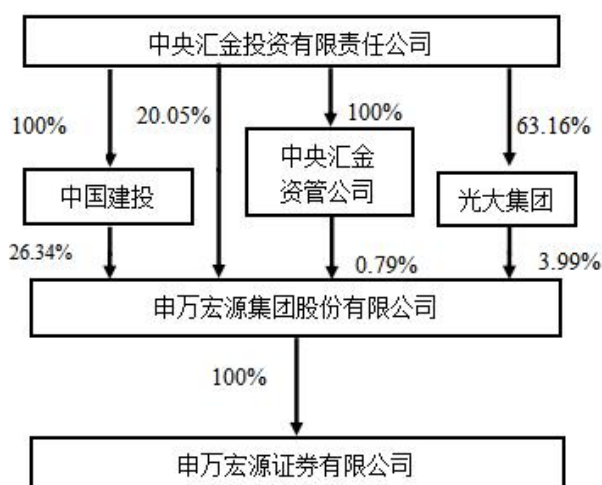
宏源证券前身是1993年以社会募集方式设立的新疆宏源信托投资股份有限公司，1994年1月首次向社会公众发行人民币普通股5,000万股，于1994年2月2日在深圳交易所上市。2000年9月，其整体改组为宏源证券股份有限公司。截至2014年末，宏源证券注册资本为39.72亿元，中央汇金通过下属子公司中国建银投资有限责任公司持有宏源证券60.02%的股份，为其最终控股股东。

根据中国证券监督管理委员会2014年11月《关于核准申银万国证券股份有限公司发行股票吸收合并宏源证券股份有限公司的批复》（证监许可〔2014〕1279号）及2015年1月《关于核准设立申万宏源证券有限公司及其2家子公司的批复》（证监许可〔2015〕95号），申银万国以换股方式吸收合并宏源证券，并以申银万国和宏源证券的全部证券类资产及负债（净资产）设立申万宏源证券有限公司。2015年1月，公司正式开业，注册资本为330.00亿元，原申银万国变更为投资控股公司，更名为“申万宏源集团股份有限公司”（证券简称“申万宏源”，证券代码“000166.SZ”，以下简称“申万宏源集团”）并于2015年1月在深圳证券交易所上市，原宏源证券人民币普通股股票于当天起终止上市并摘牌。

2018年1月，申万宏源集团对公司增加注册资本100.00亿元；增资完成后，公司注册资本由330.00亿元变更为430.00亿元。2019年6月，申万宏源集团对公司增加注册资本40.00亿元；增资完成后，公司注册资本由430.00亿元变更为470.00亿元。

截至2020年6月末，公司注册资本及实收资本均为470.00亿元，申万宏源集团持有公司100.00%股权，为公司控股股东，其所持公司股权不存在质押或其他有争议情况；中央汇金为公司实际控制人。

图1 截至2020年6月末公司产权和控制关系图



资料来源：公司提供

公司经营范围：证券经纪、证券投资咨询、融资融券、代销金融产品、证券投资基金代销、为期货公司提供中间介绍业务（以上各项业务限新疆、甘肃、陕西、宁夏、青海、西藏以外区域），证券资产管理，证券承销与保荐（限除可转换债券以外的各类债券品种），证券自营（除服务新疆、甘肃、陕西、宁夏、青海、西藏区域证券经纪业务客户的证券自营外），股票期权做市，证券投资基金托管，国家有关管理机关批准的其他业务。【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】

截至 2019 年末，公司及所属证券类子公司共设有证券分公司 41 家；证券营业部 311 家，分布于 21 个省、4 个直辖市、4 个自治区的 135 个城市；拥有一级子公司 8 家：上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“申万研究所”）、申万菱信基金管理有限公司（以下简称“申万菱信”）、申银万国期货有限公司（以下简称“申万期货”）、申银万国投资有限公司（以下简称“申万投资”）、申银万国创新证券投资有限公司（以下简称“申万创新投资”）、申万宏源（国际）集团有限公司（以下简称“申万国际”）、申万宏源证券承销保荐有限责任公司（以下简称“申万承销保荐”）、申万宏源西部证券有限公司（以下简称“申万宏源西部”）。截至 2019 年末，公司合并口径员工总数 12,373 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 3,535.06 亿元，其中客户资金存款 588.03 亿元；负债总额 2,761.28 亿元，其中代理买卖证券款 718.79 亿元；所有者权益（含少数股东权益）773.79 亿元，其中归属于母公司所有者权益 758.04 亿元；母公司口径净资本 561.48 亿元。2019 年，公司实现营业收入 167.68 亿元，净利润 56.63 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 55.94 亿元；经营活动产生的现金流量净额 138.64 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 15.80 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 4,049.56 亿元，其中客户资金存款 748.26 亿元；负债总额 3,262.05 亿元，其中代理买卖证券款 917.13 亿元；所有者权益（含少数股东权益）787.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益 771.31 亿元；母公司口径净资本 646.51 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 92.44 亿元，净利润 39.70 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 39.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额 163.62 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 148.59 亿元。

公司注册地址：上海市徐汇区长乐路 989 号 45 层；法人代表：杨玉成。

二、本期债券情况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“申万宏源证券有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）”，本期债券发行总规模不超过 80.00 亿元（含）。本期债券分两个品种，品种一为 375 天，品种二为 3 年期。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。各品种的最终发行规模将根据网下询价结果，由发行人及主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权后最终确定，但各品种的最终发行规模总额合计不超过 80 亿元（含 80 亿元）。本期债券为固定利率债券，票面利率由发行人和主承销商按照发行时网下询价结果共同协商确定。本期债券面值 100.00 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利。品种一到期一次性还本付息，品种二每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。

本期债券为无担保债券。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充公司营运资金，及偿还到期债务。

三、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 3,777 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 1,418.69 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 1,054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

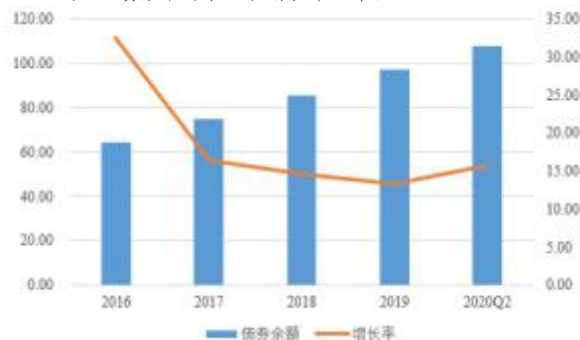
衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 2 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）



资料来源：WIND，联合评级整理

图 3 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



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。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，有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境；全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革也已正式落地，进一步扩大了证券市场规模。

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1 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）	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87	3,604.83
净利润（亿元）	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20	1,230.95
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3,604.83亿元和净利润1,230.95亿元，分别同比增长35.37%和84.77%，经营业绩大幅改善。

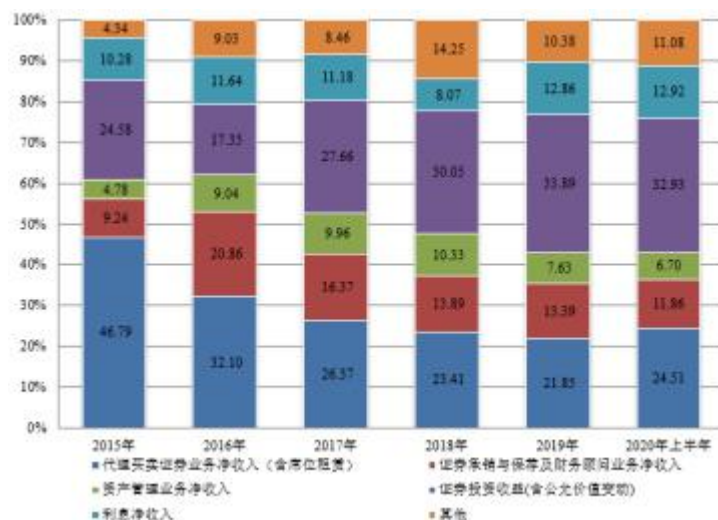
2020年上半年,随着国内疫情防控落实和复产复工推进,二季度经济增速转正,A股指数逐步企稳,中小创指数和沪深交易额大幅增长;其中上证综指跌幅2.15%,深成指上涨14.97%,沪深交易额同比增长28.70%。截至2020年6月底,134家证券公司总资产为8.03万亿元,较2019年底增加10.61%;净资产为2.09万亿元,较2019年底增加3.47%,净资本为1.67万亿元,较2019年增加3.09%。2020年上半年,134家证券公司中,124家公司实现盈利,实现营业收入2,134.04亿元,实现净利润831.47亿元,分别同比增长19.26%和24.73%,经营业绩同比大幅增长。

2. 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年上半年,经纪业务收入占比小幅增长,连续多年下降后有所回升,其他业务占比变动较小,业务结构稳定。

图4 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年上半年，134家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）523.10亿元，同比增长17.82%。

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2,532.48亿元，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1,027.22亿元。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年上半年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入253.17亿元，同比增长28.10%。

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%。

联合评级也关注到，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 1,154.50 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）1,221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020 年上半年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）702.74 亿元，同比增长 13.24%。

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值能力提出更高要求。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 年上半年，证券公司实现资产管理业务净收入 142.91 亿元，同比增长 12.24%。

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 9,429 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 2 月末，市场质押总股数 5,705.83 亿股，市场质押股数占总股本的 8.41%，分别较 2019 年末进一步下降 1.73% 和 0.17 个百分点；控股股东持股质押比例超过 80% 的上市公司为 467 家，较 2019 年末减少 2 家，高比例质押风险有所化解。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 年上半年，证券公司实现利息净收入 275.66 亿元，同比增长 20.21%。

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，联合评级也关注到，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。

3. 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、中泰证券和国联证券已实现上市。2020年以来已有5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1月1日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立3家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。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。

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2,354.94亿元，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2 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	1,654.50	7,917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1,460.94	5,593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1,411.19	6,367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1,256.55	5,621.81	248.63	90.57

5	广发证券	941.37	3,943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3,817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3,535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3,156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2,856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2,246.44	140.93	49.14
合计		10,200.34	45,056.60	2,354.94	780.77

数据来源：WIND

4. 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。

5. 未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

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。

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。2019年7月，证监会发布了2019年证券公司分类结果，在参选的98家券商中，51家分类评级结果与上年持平，28家券商被下调评级，19家证券公司上调评级；38家券商被评为A类，数量比2018年减少2家。整体来看，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

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7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，进一步体现合规、审慎导向，支持差异化、专业化发展；本次修改对规模指标有所弱化，进一步强化合规风控导向和专业服务能力导向。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。

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。

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，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布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。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。

四、规模与竞争力

公司是全国大型综合性证券公司，品牌历史悠久并具有很强的经营实力。

公司是全国大型综合性证券公司之一，可为投资者提供综合性的证券金融服务。公司自成立以来，经历多个市场周期以及监管环境变化，拥有在中国资本市场历史悠久的强大品牌。

公司资本实力很强，根据中国证券业协会披露的排名情况（除特别说明外，排名数据来源下同），2017—2019年末，公司母公司口径净资本分别位居行业第7位、第5位和第7位。截至2020年6月末，公司合并资产总额4,049.56亿元，母公司口径净资本646.51亿元，整体规模排名行业前列。

目前，公司已形成多元化经营的业务体系。其中，期货、股权投资、国际业务由子公司进行专业化运营，有利于综合经营体系的构建和专业能力的形成。公司综合实力领先，营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队。截至2019年末，公司拥有证券营业部311家，分布于21个省、4个直辖市、4个自治区的135个城市，分支机构数量居行业前列。全国性的经营网点为公司业务发展提供了很好的平台，公司资管业务、经纪业务和信用交易业务具有很强竞争优势，2019年上述业务收入行业排名分别为第5位、第8位和第5位¹。2017—2019年，公司连续获得证监会分类评级A级以上评级，体现出公司良好的合规内控水平、很强的资本实力和风险控制能力。

表3 公司主要业绩排名（单位：名）

项目	2017年	2018年	2019年
净资本	7	5	7
营业收入	7	7	7
证券经纪业务收入	5	7	8
客户资产管理业务收入	12	6	5
投资银行业务收入	13	12	12
融资类业务收入	7	4	5
证券投资收入	8	10	6

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，联合评级整理

公司控股股东申万宏源集团为上市公司，实控人为中央汇金，股东背景强大，能为公司发展提供较大支持。

公司控股股东申万宏源集团为“A+H”上市公司，是中央汇金控股的投资控股集团；目前业务已覆盖证券、信托、基金、期货、资管等多个领域。申万宏源集团确立了在我国证券业内历史悠久、多方位、高质量的领先地位；其充分利用“投资控股集团+证券子公司”的双层架构优势，不断巩固和提升证券业务行业地位，并围绕证券业务加强投资业务和多元金融业务布局，打造综合金融服务闭环，积极构建以资本市场业务为核心的金融服务全产业链。申万宏源集团资产规模很大，资本实力很强；截至2019年末，申万宏源集团资产总额3,885.37亿元，所有者权益合计848.31

¹ 融资类收入排名

亿元。

中央汇金是由国家出资设立的国有独资公司，代表国家依法行使对国有商业银行等重点金融企业出资人的权利和义务，其重要股东职责由国务院行使，董事会、监事会成员由国务院任命，对国务院负责。汇金公司控股参股机构包括国家开发银行、中国工商银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、中国光大集团股份有限公司、中国出口信用保险公司、中国再保险（集团）股份有限公司、申万宏源集团股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、中信建投证券有限责任公司等多家金融机构。截至2019年末，中央汇金总资产为52,918.16亿元，净资产为47,140.72亿元；2019年营业总收入为5,524.88亿元，净利润为5,326.37亿元。

公司的历史、品牌和股东背景有助于增强客户的信心，巩固拓展客户基础，以及获取更多的业务机会；同时，申万宏源集团及汇金公司多元化金融布局为公司业务开展提供了一定资源。在资本补充方面，2017年至今，申万宏源集团对公司合计增资140.00亿元；对公司发展提供了较大支持。

五、公司治理与内控

1. 股权结构和公司治理

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构，能够满足业务开展需求。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》和《证券公司治理准则》等有关法律、法规的规定，不断完善法人治理结构，健全公司治理制度，增强决策能力，提高经营管理水平。

公司拥有单一股东，股东依《公司章程》行使各项职权，包括：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议；对发行公司债券作出决议；决定公司1,000万元以上的对外捐赠事项；对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议；修改公司章程；公司章程规定的其他职权。

公司设立董事会，对股东负责。董事会由10²名董事组成。董事会设董事长1人，副董事长1人；董事会成员中独立董事3人。董事会行使下列职权：向股东报告工作；执行股东的决定；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会，监事会由9名监事组成，设监事会主席1名。监事会主席由全体监事过半数选举产生和罢免；监事会成员包括4名职工监事及5名股东监事。监事会行使下列职权：对董事、高级管理人员执行公司职务及履行合规管理职责的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定，以及对发生重大合规风险负有主要责任或者领导责任的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当公司董事、高级管理人员的行为违反法律、行政法规或者公司章程，损害公司、股东或者客户的利益时，要求其予以纠正等。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。由董事会聘任高级管理人员7名，其中总经理1名、副总经理2名（其中1名副总经理兼任财务总监、董事会秘书、首席风险官）、总经理助理4名（其

² 公司章程规定董事会成员为11人，公司将按照相关法律法规的规定，尽快完成增补工作。

中1名总经理助理兼任合规总监，1名总经理助理兼任首席信息官）。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度计划和投资方案；拟订公司的内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度等。

2. 内控与合规管理

公司组织架构能够满足业务发展的需要，且建立了较为完善的内控管理体系，内控管理整体水平较高但仍需进一步完善。

组织机构方面，公司设有前、中、后台完整的部门架构。截至2020年6月末，公司设有财富管理事业部、资产管理事业部、固定收益外汇商品事业部、机构客户总部等27个职能部门，各机构职责划分较为明确，内部机构设置合理，前、中、后台部门相互分离与制衡。

公司按照《企业内部控制基本规范》及其配套指引、《证券公司内部控制指引》《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》等相关法律、法规和规则的要求，制定发布了《申万宏源证券有限公司内部控制制度》《申万宏源证券有限公司内部控制评价制度》《申万宏源证券有限公司内部控制评价管理办法》等内部控制制度。同时，公司持续建立、健全业务制度和管理制度，已针对各项业务和管理事项建立了较完善的规章制度体系，包括基本制度、实施办法、操作细则等，并根据最新监管规定和公司实际情况，及时开展相关制度的制订、更新和修订工作，不断完善公司制度体系。

财务管理方面，公司依照法律、行政法规和公司章程等规定，制定公司的财务管理制度。公司实行统一财务规划、统一财务政策、统一财会制度，统一调配资金，分级授权、分级管理、分级核算、分级考核的财务管理体系。公司综合运用规划、预测、计划、预算、控制、监督、考核、评价和分析等方法，制定财务战略，合理筹集资金，有效营运资产，控制成本费用，规范收益分配，优化资源配置，反映经营状况，防范和化解财务风险，实现持续经营和公司价值最大化。

收到处罚方面，2020年2月11日，中国人民银行宁波市中心支行向宁波分公司出具了行政处罚决定书，主要内容为：宁波分公司未按照规定履行客户身份识别义务、保存交易记录，且情节严重，决定对宁波分公司处以55万元罚款。收到函件后，宁波分公司积极按照监管要求进行整改，强化客户身份识别，规范交易记录保存，进一步完善反洗钱工作，并及时向当地人行上报了整改报告。2020年5月，上海证监局向子公司申万菱信基金出具了责令改正、出具警示函监管措施，主要内容为：子公司申万菱信基金基金财务核算与资产估值系统不完善，内控、有效性不足，对相关基金份额净值披露出现差错。收到函件后，子公司申万菱信基金认真落实整改要求，积极采取完善系统、健全流程等措施，妥善解决客户诉求，进一步强化业务人员风险和责任意识，防范类似事件再次发生，并按要求向监管部门提交整改报告。

2017—2020年，公司的证监会分类评级结果分别为A类AA级、A类AA级、A类A级和A类AA级，内控管理水平保持在较好水平。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务涉及企业金融、个人金融、机构服务及交易、投资管理四大板块，个人金融业务为公司第一大收入来源但占比有所下滑，机构服务及交易业务收入规模及占比提升较快；公司营业收入及净利润整体呈波动增长趋势。

公司业务范围涵盖企业金融、个人金融、机构服务及交易、投资管理四大业务板块。

企业金融业务以企业客户为对象，包括投资银行业务和本金投资业务；其中，本金投资业务由全资子公司申万投资和申万创新投资使用自有资金开展投资。个人金融主要向个人及非专业机构投资者提供证券经纪、期货经纪、融资融券、股票质押式融资以及金融产品销售等。机构服务及交易主要包括为证券交易机构提供主经纪商服务、研究咨询、FICC销售及交易和权益类销售及交易等。投资管理主要包括资产管理、公募基金管理和私募基金管理业务。

2017—2019年，公司营业收入呈波动增长趋势，三年复合增长15.05%；2018年公司营业收入减少主要是市场低迷致使经纪及投资银行业务收入减少所致；2019年，公司实现营业收入167.68亿元，同比增长37.78%，主要是自营投资业务、代理买卖证券业务、投资银行业务发展较好及新增大宗商品销售业务致使企业金融、个人金融、机构及交易服务板块收入增长较多所致。受此影响，2017—2019年，公司净利润波动增长，三年复合增长11.27%；2019年，公司实现净利润56.63亿元，同比增长39.73%。

从收入构成来看，2017—2019年，因经纪业务收入减少、机构服务及交易收入增加较快导致公司个人金融业务收入占比持续下降但仍为公司第一大收入来源，2019年其占比为41.78%；受益于自营投资业务的较好发展，公司机构服务及交易业务收入逐年快速增长，三年复合增长率为96.72%，其占比也呈快速增长趋势，2019年占比为38.25%，成为公司第二大收入来源；受投资银行及本金投资业务收入整体呈减少趋势影响，企业金融业务收入占比逐年下降，2019年其占比为10.23%，企业金融业务收入主要来自于投资银行业务；投资管理业务收入稳中有增，但受其他板块收入增长较快影响，其占比下降至2019年的9.74%。

2020年1—6月，公司实现营业收入92.44亿元，同比增长23.77%，主要系随着市场回暖，个人金融业务收入增加所致；实现净利润为39.70亿元，同比增长30.92%。

表4 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

业务类型	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
个人金融	73.79	58.25	62.87	51.66	70.05	41.78	49.46	53.50
机构服务及交易	16.57	13.08	30.30	24.90	64.14	38.25	26.28	28.43
企业金融	22.21	17.53	14.42	11.85	17.16	10.23	8.81	9.53
其中：投资银行	14.30	11.29	9.45	7.76	12.53	7.47	4.30	4.65
本金投资	7.91	6.24	4.97	4.09	4.63	2.76	4.51	4.88
投资管理	14.11	11.14	14.11	11.59	16.33	9.74	7.88	8.52
合计	126.69	100.00	121.70	100.00	167.68	100.00	92.44	100.00

资料来源：公司审计报告、公司提供，联合评级整理

2. 业务运营

（1）企业金融业务

企业金融业务以企业客户为对象，包括投资银行业务和本金投资业务。2017—2019年，受股权融资项目减少及本金投资收入下降影响，公司企业金融业务收入波动下降12.10%；2019年，公司实现企业金融业务收入17.16亿元，同比增长19.00%，主要是投资银行业务收入增加所致。

投资银行业务收入为公司企业金融板块的主要收入来源；投行业务行业排名处于上游水平，投行项目储备充足。

投资银行业务主要包括股权融资、债权融资、财务顾问、并购重组、资产证券化等业务。截至2019年末，公司投行团队（合并口径）人员650人。2017—2019年，投资银行业务手续费净收入

三年复合下降6.30%，2019年实现收入12.22亿元，同比增长36.80%，主要是股权及债权承销业务发展较好所致；2017年、2018年和2019年公司投资银行业务收入行业排名分别为第13名、12名和12名，位居行业上游水平。

近年来，公司投资银行业务积极服务资本市场改革和科技创新国家战略，紧抓市场机遇，全力参与科创板建设，持续加大新项目开拓力度，丰富项目储备，巩固扩大核心客户群。

从股权融资来看，受IPO审核趋严以及再融资新规影响，2017—2019年末，公司股权承销数量和金额整体呈下降趋势。2017年，公司完成IPO和再融资项目分别为13个和12个，承销金额分别为55.22亿元和161.99亿元；2018年，公司仅完成再融资项目4单，承销金额为129.04亿元；2019年，公司股权融资业务有所好转，完成IPO和再融资项目分别为3单和10单，承销金额分别为31.34亿元和107.45亿元。2017年和2018年，公司股票主承销佣金收入行业排名分别为第15位和第36位。

从债券承销来看，公司承销的债券产品以企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具为主；债券承销业务是公司投行业务收入的主要来源。2017—2019年，公司债券承销发展较好，承销项目个数和金额均呈上升趋势。2019年，公司完成债券承销项目701单，承销金额1,549.04亿元。2017—2019年，公司债券主承销佣金收入行业排名分别为第27位、第20位和第16位。

新三板方面，受市场影响，2017—2019年，公司新三板业务数量呈下降趋势，新三板推荐挂牌企业分别为78家、17家和7家。根据公司提供的数据，2019年，公司累计推荐挂牌数量、定向发行家次均排名行业第一。

表5 公司投行业务情况表（单位：个、亿元）

项目		2017年		2018年		2019年		2020年6月	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
股权	IPO	13	55.22	0	0.00	3	31.34	0	0.00
	再融资	12	161.99	4	129.04	10	107.45	6	56.16
	小计	25	217.21	4	129.04	13	138.79	6	56.16
债券承销		101	448.81	419	1,007.10	701	1,549.04	468	1,021.90
新三板		78	/	17	/	7	/	2	/
财务顾问		3	/	5	/	4	/	7	/
合计		207	666.02	445	1,136.14	725	1,687.83	483	1,078.06

资料来源：公司提供

2020年上半年，公司完成股权类再融资项目6个，债券承销项目468个，新三板及财务顾问项目分别为2个和7个；实现投资银行业务手续费净收入4.04亿元，同比下降31.18%，主要受投行项目周期因素影响，公司上半年无IPO项目发行，导致投资银行业务手续费净收入较上年同期减少1.83亿元。

从投行项目储备来看，截至2020年6月末，公司储备股权类项目共28家，其中IPO已过会待发行1家，在审13家；精选层待发行4家，在审1家；股权再融资已过会待发行1家，在审8家；储备并购重组类项目已通过待实施1家；已立项的债权类项目共计99个；新三板项目200家。公司项目储备充足，可保障未来投行业务收入。

本金投资业务稳步发展，是企业金融板块的重要补充。

本金投资业务由公司及其全资子公司申万创新投资和申万投资负责运营。

近年来，公司本金投资业务积极与投资银行、资产管理等业务协同合作，共享客户资源，开发优质投资标的。申万创新投资深化资产布局调整，重点推动私募股权、私募证券投资基金投资以及科创板跟投业务；申万投资着力加强与大型集团、上市公司、地方政府等业务合作，大力发展并购基金、产业基金和轻资本股权基金等。截至 2018 年末，公司本金投资（不含联营和合营企业投资）规模 14.93 亿元，联营和合营企业投资规模 10.00 亿元。截至 2019 年末，公司本金投资（不含联营和合营企业投资）规模 15.30 亿元，较上年末增长 2.48%；联营和合营企业投资规模 12.28 亿元，较上年末增长 22.79%。

（2）个人金融业务

个人金融业务主要涵盖证券经纪、期货经纪、融资融券、股票质押式融资以及金融产品销售等。2017—2019 年，公司个人金融业务收入有所波动，三年复合下降 2.57%；2019 年，公司实现个人金融业务收入 70.05 亿元，同比增长 11.42%，主要是代理买卖证券业务手续费及佣金净收入增加所致。2017—2019 年，公司证券经纪业务收入行业排名分别为第 5 位、第 7 位和第 8 位。

公司分支机构家数众多且布局广泛，经纪业务具有很强竞争力；受市场波动影响，公司代理买卖证券业务净收入有所波动。

公司经纪业务资格齐全，包括向客户提供股票、基金、债券等代理交易买卖业务。经纪业务主要受市场成交及佣金率影响。2017—2019 年，公司代理买卖证券业务净收入随市场行情波动下降，年均复合下降 7.85%；2019 年代理买卖证券业务净收入同比增长 23.43%至 30.23 亿元，主要是随着市场行情好转代理买卖证券业务规模增加所致。2017—2019 年，公司代理买卖证券业务净收入行业排名均为第 4 名。

公司证券经纪业务积极把握市场机遇，通过强化科技应用、优化用户体验、加强投顾建设、提升专业服务、推进客户分层、布局风口业务等系列举措，加大客户资产引进和盘活力度，加快推进向财富管理转型。截至 2019 年末，公司及所属证券类子公司共设有证券分公司 41 家；证券营业部 311 家，分布于 21 个省、4 个直辖市、4 个自治区的 135 个城市，分支机构数量众多且布局广泛。

截至 2019 年末，公司证券客户托管资产为 3.20 万亿元，较上年末增长 33.67%，市场占有率 7.18%，市场占有率较高。

2020 年上半年，公司实现经纪业务手续费净收入 24.40 亿元，同比增长 17.17%，主要是市场回暖，交投活跃度提高所致。

公司期货经纪业务发展较好，申万期货连续六年获中国证监会期货公司分类评价 A 类 AA 级，具有较强竞争优势。

公司主要通过控股子公司申万期货开展期货经纪业务。

近年来，申万期货抓住期货新品种上市、期货品种国际化和股指期货解绑等契机，以产品化业务、综合金融业务、风险管理业务为抓手持续推进创新业务发展和业务结构、客户结构、收入结构转型。申万期货连续六年获中国证监会期货公司分类评价 A 类 AA 级最高评级。截至 2019 年末，申万期货经审计的合并总资产为 141.91 亿元，总负债为 116.25 亿元，所有者权益合计为 25.66 亿元；2019 年，申万期货公司实现营业收入 23.67 亿元，净利润 1.87 亿元。

公司金融产品销售业务发展稳定，处于行业上游水平，但目前收入贡献度偏低。

公司持续加强自有资产管理计划创设及管理，深挖收益凭证潜能，在与基金公司开展权益类公募基金做市服务的同时，推进私募业务，重点发展产品型客户。2018 年，公司销售自行开发金融产品 865.02 亿元，代理销售第三方金融产品 565.35 亿元。2019 年，公司销售自行开发金融产

品 638.99 亿元，代理销售第三方金融产品 465.94 亿元。2019 年，公司实现代销金融产品净收入 0.89 亿元，收入较为稳定。2017 年—2019 年，公司代销金融产品收入行业排名分别为第 11 位、第 13 位、第 16 位。

公司信用业务行业排名处于行业前列，具有很强竞争优势；受市场环境及公司主动控制风险影响，信用业务规模整体呈下降趋势。

公司开展的信用交易业务包括融资融券、约定购回式证券交易产品、股票质押式回购以及转融通业务。2017—2019 年末，公司信用业务余额逐年减少，年均下降 4.97%；2017—2019 年，公司融资类业务收入行业排名分别为第 7 位、第 4 位和第 5 位。

融资融券业务方面，近年来，申万宏源证券融资融券业务通过组织与指导分支机构业务推广、强化客户差异化管理，严控业务风险等系列措施，保持了融资融券业务的市场地位。2017—2019 年末，公司融资融券业务规模呈波动减少趋势，主要是 2018 年市场低迷致使业务规模下降较多。截至 2019 年末，公司融资融券业务余额为 525.36 亿元，较年初增长 20.32%，主要是市场回暖、交投活跃度提高，加之公司充分利用作为首批科创板转融券业务资格券商的先机，努力拓展融券券源。2017—2019 年，随着规模波动减少及利率下降，公司融资融券利息收入持续下降，年均下降 6.18%；2019 年公司实现融资融券业务利息收入 35.77 亿元，同比下降 1.50%。

股票质押式回购业务方面，2017—2019 年末，公司股票质押融资业务规模呈波动减少趋势，年均下降 9.49%；2018 年，公司股票质押业务回购余额较 2017 年末增长 35.27%；进入 2019 年，公司股票质押式融资业务积极应对市场环境变化，通过优化业务制度、严格项目准入、加强集中度管理、开展业务自查、落实贷后管理等系列举措，加强项目风险管理，控规模、调结构、促业务；截至 2019 年末，公司股票质押业务回购余额为 264.51 亿元，较年初下降 39.45%。2017—2019 年，公司股票质押利息收入呈波动增加趋势，年均增长 43.10%，其中 2018 年收入规模较高主要是日均业务规模较大所致；2019 年该收入为 20.96 亿元，同比下降 26.15%，主要是业务规模减少所致。2017 年、2018 和 2019 年，公司针对买入返售金融资产分别计提 1.31 亿元、4.50 亿元和 1.61 亿元的减值准备。

表 6 公司信用交易类业务情况（单位：亿元、万户）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
融资融券客户数目	20.14	20.51	21.19	21.48
融资融券余额	559.75	436.63	525.36	625.50
融资融券利息收入	40.64	36.32	35.77	20.08
股票质押业务回购余额	322.93	436.83	264.51	212.53
股票质押业务利息收入	10.23	28.38	20.96	6.64

资料来源：公司提供，联合评级整理

2020 年上半年，公司实现融资融券业务利息收入 20.08 亿元，实现股票质押利息收入 6.64 亿元；截至 2020 年 6 月末，公司融资融券余额为 625.50 亿元，较年初增长 19.06%，股票质押业务回购余额 212.53 亿元，较年初下降 19.65%；公司计提信用减值损失 1.69 亿元，同比下降 34.22%。

（3）机构服务及交易业务

机构服务主要为专业机构客户提供主经纪商服务与研究咨询等服务；以及 FICC、权益类及权益挂钩类证券交易，并基于此向机构客户提供销售、交易、对冲及场外衍生品服务。

2017—2019 年，受益于公司自营业务的良好发展，公司机构服务及交易业务收入逐年快速增

长，年均复合增长 96.72%；2019 年公司实现机构及交易业务收入 64.14 亿元，同比增长 111.65%。

自营投资收入是机构服务及交易业务的主要收入来源；自营投资业务排名行业前十名，具有很强的竞争优势。

公司自营投资业务主要包括固定收益类、权益类以及衍生品等的投资；由固定收益外汇商品事业部、固定收益销售交易总部和投资交易事业部负责具体业务。2017—2019 年，公司自营业务发展较好，投资收益（含公允价值损益）年均复合增长 24.57%；2019 年公司实现投资收益（含公允价值损益）52.86 亿元，较 2018 年增长 45.90%。2017—2019 年，公司证券投资业务收入行业排名分别为第 8 位、第 10 位和第 6 位。

固定收益投资方面，近年来，公司持续加大债券投资规模并较好地把握了债券市场行情，投资回报率超过开放式纯债型基金收益率均值。同时，公司逐步完善业务布局，成功获得首批中国金融期货交易所国债期货做市商业资格、上海证券交易所上市基金主做市商业资格等。从债券持仓情况来看，公司投资债券以国债、地方政府债、金融债和公司债、中票为主；债券以 AA 以上评级为主。

权益投资方面，公司权益类投资加强大类资产配置，在可交换债券和 ABS 投资、策略多元化投资、场外衍生品等方面进行了战略布局，积极拓展创新业务，先后取得上海证券交易所沪深 300ETF 期权主做市商、深圳证券交易所沪深 300ETF 期权做市商、场外期权交易商资格。2019 年，公司权益类销售及交易业务投资回报率超过 A 股市场指数和可比公募基金平均收益率。

2017—2019 年末，公司证券投资规模逐年快速增长，年均复合增长 36.10%；截至 2019 年末，公司证券投资账面价值合计 1,598.41 亿元，较年初增长 33.09%，主要来自债券、基金以及其他类的增长。从投资结构来看，公司以固定收益类投资为主，并根据市场行情变化积极调整各类投资的持仓情况；2017—2019 年末，公司债券投资规模大幅增加，占比均保持在 65%左右。其他主要是可交债、ABS、定向工具等，2017—2019 年末，其规模和占比均大幅增加，2019 年末规模和占比分别为 294.97 亿元和 18.45%；基金投资规模和占比呈逐年增加趋势，2019 年分别为 229.55 亿元和 14.36%；资管计划及信托计划规模及占比逐年下降，2019 年末分别为 23.48 亿元和 1.47%，占比很低。股票和理财占比逐年下降且占比很低。

2020 年上半年，公司实现投资收益及公允价值变动损益分别为 27.68 亿元和 3.36 亿元，分别同比增长 4.77%和 68.83%。

随着公司逐渐加大债券投资规模，2017—2019 年，自营非权益类证券及其衍生品/净资本水平呈持续增长趋势；自营权益类证券及其衍生品/净资本水平有所波动；截至 2019 年末，上述两个指标分别为 277.43%和 29.67%。截至 2020 年 6 月末，上述两指标分别为 257.93%和 30.75%，远优于监管标准，均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

表 7 公司证券投资情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	564.75	65.44	820.39	68.31	1,029.53	64.41
股票	65.57	7.60	16.76	1.40	18.97	1.19
理财	17.54	2.03	4.86	0.40	1.91	0.12
资管计划及信托计划	134.80	15.62	30.18	2.51	23.48	1.47
基金	66.49	7.71	153.40	12.77	229.55	14.36
其他	13.79	1.60	175.45	14.61	294.97	18.45
合计	862.95	100.00	1,201.04	100.00	1,598.41	100.00

自营权益类证券及其衍生品/净资本	28.17	20.28	29.67
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	134.08	172.09	277.43

注：上表中 2017 年数据包括以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和衍生金融资产。2018 和 2019 年数据包括衍生金融资产、交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资；其他中包括公司与其他若干家证券公司投资于证金公司设立的专户投资，该专户由证金公司进行统一运作与投资管理，计入其他权益工具投资科目核算；2017-2019 年末上述投资公允价值分别为 70.90 亿元、62.42 亿元、65.52 亿元

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

申万研究所多次获奖，公司研究实力很强。

公司及控股子公司申万研究所开展研究咨询业务。2018 年，申万研究所贯彻落实“研究搭台、联合展业”战略，举办精品会议 40 多场，机构客户参会总人数达到 5,000 人次；公司聚焦提升研究报告质量，布局智能研究，扩大申万指数市场影响力。2018 年，申万研究所在《证券市场周刊》杂志社主办的“第十二届卖方水晶球分析师奖”评选中，13 个研究领域获得单项奖，并在“Asiamoney 最佳分析师”评选中得到 6 项第一名。2019 年，申万研究所围绕“专业化、国际化、平台化”的战略方向，协同总公司举办精品会议 40 多场，增加海外路演服务和海外联合调研，不断提升研究质量和市场影响力。公司在《证券市场周刊》杂志社主办的“第十三届卖方水晶球分析师奖”评选中获得“本土金牌研究团队”第一名，23 个研究领域获得单项奖；在《新财富》杂志社主办的“第十七届最佳分析师”评选中获得“最具影响力研究机构”第四名，10 个研究领域获得单项奖。截至 2019 年末，申万研究所合并口径的总资产为 1.61 亿元，总负债为 0.82 亿元，所有者权益合计为 0.79 亿元；2019 年，申万研究所实现营业收入 3.04 亿元，净利润-0.0046 亿元。

公司主经纪商服务发展较好，席位租赁业务收入行业排名前十。

公司主经纪商服务涵盖交易席位租赁、PB 系统及基金行政服务。

PB 业务方面，公司不断规范发展 PB 交易系统，实现全市场、全品种覆盖；2018 和 2019 年末，PB 系统的资产规模分别为 1,417 亿元和 1,141 亿元。

基金行政服务方面，2018 年，公司通过了 ISAE 3402 国际鉴证，成为证券行业第四家通过认证的基金运营外包服务机构。2019 年，公司进一步推动机构客户综合金融服务，取得中国证监会行政许可的证券投资基金托管资格，年内新增 166 只私募基金、私募资管计划的托管及运营服务。

席位租赁业务方面，2017—2019 年，公司交易单元席位租赁收入波动减少，年均下降 5.78%；2019 年，公司实现席位租赁收入 4.22 亿元，同比增长 3.97%。2017—2019 年，公司交易单元席位租赁收入行业排名分别为第 4 位、第 9 位和第 10 位。

（4）投资管理业务

投资管理业务包括资产管理、公募基金管理以及私募基金管理等。2017—2019 年，公司投资管理业务收入稳中有增，年均增长 7.58%；2019 年，公司实现投资管理业务收入 16.33 亿元，同比增长 15.76%，主要是资产管理业务收入增加所致。

公司资产管理业务具有很强竞争优势，2017—2019 年，其规模呈减少趋势，业务结构以定向资管业务为主但占比不断下降；主动管理业务规模和占比均有提升，主动管理能力不断提升；2020 年一季度，资产管理业务规模呈继续下降趋势。

公司本部资产管理事业部及控股子公司申万菱信、申万期货开展资产管理业务；主要业务包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。2017—2019 年，公司资产管理业务手续费净收入小幅波动下降，2019 年公司实现资产管理业务手续费净收入 12.60 亿元，同比增长 7.38%，主要是主动管理业务规模增加所致。2017—2019 年，公司资产管理业务收入行业排名分别为第 12 位、第 6 位和第 5 位，逐年提升。

近年来，公司资产管理业务条线积极顺应市场和监管形势变化，围绕专业化改革和主动管理能力提升转型。此外，公司资产管理业务及重点产品不断获得行业认可，在中国银行《2020 年大类资产配置白皮书》发布会上获评中国银行“2019 最佳合作伙伴”券商资管；“宝赢金利系列集合资产管理计划”获东方财富风云榜“2019 年度最受欢迎券商资管产品”。

从管理规模和业务结构来看，2017—2019 年末，公司资产管理规模呈下降趋势，主要是受资管新规等政策影响，公司主动减少定向业务规模所致；业务结构以定向资管为主但占比不断下降，截至 2019 年末，公司定向管理业务占比为 86.97%，较 2017 年和 2018 年分别下降 7.33 和 2.44 个百分点。从各产品类型来看，2017—2019 年末，公司集合产品呈波动增加趋势，定向产品逐年较快下降，专项产品逐年增加。受益于公司大力发展主动管理业务，2017—2019 年末，公司主动管理规模不断增加，主动管理能力有所提升；截至 2019 年末，公司主动管理规模 1,748.72 亿元，年均增长 4.65%，规模占比为 32.68%，分别较 2017 末和 2018 年末上升 13.91 和 8.21 个百分点。

表 8 资产管理业务情况表（单位：亿元、%）

项目		2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
		规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
产品类型	集合	390.10	4.59	551.21	8.11	486.49	9.09	462.18	9.98
	定向	8,022.09	94.30	6,075.97	89.42	4,654.02	86.97	3,953.72	85.36
	专项	94.99	1.12	167.97	2.47	210.65	3.94	215.85	4.66
管理方式	主动管理	1,596.85	18.77	1,663.03	24.47	1,748.72	32.68	1,488.15	32.13
	被动管理	6,910.34	81.23	5,132.11	75.53	3,602.45	67.32	3,143.60	67.87
合计		8,507.18	100.00	6,795.15	100.00	5,351.16	100.00	4,631.75	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2020 年 6 月末，公司资产管理规模为 4,631.75 亿元，较 2019 年末下降 13.44%，主要来自定向资管业务的减少；资产管理业务结构仍以定向资管业务为主，占比为 85.36%，较 2019 年末小幅下降；主动管理业务规模下降 14.90%至 1,488.15 亿元，占比为 32.13%，较 2019 年末小幅下降。2020 年上半年，公司实现资产管理业务及基金管理业务手续费净收入 5.53 亿元，同比增长 3.40%。

公司公募基金管理业务发展稳定，对公司盈利形成补充。

公司主要通过控股子公司申万菱信开展公募基金管理业务。

2018 年和 2019 年，申万菱信凭借资深的投研团队，在有效控制风险的前提下实现了基金净值稳定和业绩增长，2018 年主动量化及固定收益类基金的加权业绩排名均处于行业前 1/2；2019 年末管理资产规模 762 亿元，较上年末增长 46%。从具体产品来看，申万菱信中证 500 指数优选增强与申万菱信中证 500 指数增强两只 500 类增强产品分列同类型 500 指数增强产品的第 1、2 位。截至 2019 年末，申万菱信基金经审计的合并口径的总资产为 10.31 亿元，总负债为 1.51 亿元，所有者权益合计为 8.80 亿元；2019 年，申万菱信基金实现营业收入 3.45 亿元，净利润 0.63 亿元。

私募基金管理业务发展稳定，对公司盈利形成补充。

公司主要通过全资子公司申万投资开展私募基金管理业务。

近年来，申万投资充分发挥“投资集团+证券公司”的双层架构优势，与证券公司的投行业务、资产管理业务及其他各类业务协同联动，为企业客户提供全方位的服务。同时，公司着力加强与

大型集团、上市公司、地方政府等业务合作，重点发展并购基金、产业基金与轻资本股权基金等。2018 年和 2019 年末，申万投资分别新增基金管理规模 22 亿元和 20 亿元。截至 2019 年末，申万投资经审计的合并口径的总资产为 7.91 亿元，总负债为 1.84 亿元，所有者权益合计为 6.07 亿元；2019 年，申万投资公司实现营业收入 0.52 亿元，净利润 0.21 亿元。

3. 未来发展

公司战略目标清晰，定位明确，战略规划和实施路径符合自身特点和未来发展的需要。

公司的战略目标是成为以资本市场为依托，以证券业务为核心，以“投资+投行”为特色的金融服务商。为贯彻落实战略发展要求，公司将进一步推进“四大战略布局”：一是资本布局上，开展国际信用评级工作，拓展境内外资本补充渠道，不断提升资本规模，多层次补充资本金；二是业务转型布局上，统筹协调重点区域发展，以企业金融为引领，以机构服务及交易为重点，加快向“以客户为中心”转型，大力发展高净值客户和年轻客户，加快客户关系管理体系建设，为客户提供一站式的综合金融服务；三是金融科技布局上，全力推进数据治理工作，提升数据化经营能力，加快推进智能投顾客户服务体系，切实改善客户体验，增强客户粘性；四是国际化布局上，紧紧抓住人民币国际化提速、国家“一带一路”建设以及资本市场加快双向开放等机遇，加快海外机构布局，大力发展跨境业务，明显提升国际业务收入占比。

七、风险管理分析

公司建立了较为完善的风险管理制度体系，能够较好地支持和保障各项业务的发展。

公司根据相关要求，不断建立健全全面风险管理体系，公司风险管理架构由董事会与监事会，经理层，风险管理部门与其他职能管理部门，各业务部门、分支机构及子公司共同组成；以《风险管理制度》为基本制度，以《流动性风险管理办法》《流动性风险应急管理操作规程》《市场风险管理办法》《信用风险管理办法》《操作风险管理办法》《风险管理委员会工作规则（试行）》《洗钱风险评估及客户分类管理操作规程》等为配套细则；并建立了覆盖所有已开展业务的较为完善的风险控制指标体系。

市场风险管理

市场风险指公司所持权益类证券、固定收益类证券及各类衍生金融工具的市场价格变动对公司的收入或持有金融工具的价值造成不利影响而形成的风险。公司亦面临人民币、美元及港元等货币的汇率风险。市场风险管理的目标是在可接受范围内控制市场风险，并使风险调整后收益最大化。公司对风险指标进行动态监控和分级预警，定期开展压力测试，测算不同压力情景下各项风险控制指标和经营指标的变化情况。

信用风险管理

信用风险是指因融资方、交易对手或债券发行人无法履行其约定的财务义务而使公司面临的风险。公司信用风险敞口主要分布在个人金融、销售和交易及本金投资业务。公司主要采取下列措施，发现、报告及管理信用风险：搭建信用风险内部评级体系，对客户开展集中度管理；完善对客户和担保品的风险评估和分析工作，加强存续管理。优化信用风险管理系统，建立了公司级交易对手负面列表库，对资信不良客户名单进行收集和管理以及统一管理客户负面信息机制；针对销售及交易业务严格设定债券和发行人等准入标准，并对交易行为、证券信用等级和类型以及债券规模和集中度等方面进行交易前审核，交易后监控与跟踪；完善衍生品交易的办法和政策，设定交易对手评级及准入标准，改进风险限额指针及交易前审批标准；在客户评估、集中度控制

及业务规模方面加强对股票质押式融资及本金投资业务等部分业务的审查管理工作，并持续密切监控项目状况。

流动性风险管理

流动性风险指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。于管理流动性风险过程中，公司考虑短期、中期及长期资金需求和流动资金管理需求，通过完善流动性储备管理体系，加强对优质流动性资产的总量和结构管理，保持充足的流动性储备。公司亦采用风险指标分析方法管理整体流动性风险，通过对流动性覆盖率、净稳定资金比率、流动性缺口及资产负债集中度等关键风险指标进行分析、评估及衡量整体流动性风险状况。针对流动性风险，公司主要采取了下列措施：制定全面资本规划，保持足够的流动性储备；积极拓宽合作金融机构范围，提升债务融资管理能力，丰富流动性管理手段；加强流动性风险状况动态监控，持续跟踪和评估流动性监管指标、现金流缺口、流动性储备、公司短期融资能力等信息；开展流动性风险压力测试工作，提高对流动性冲击的测算能力，并提出有效应对措施；通过开展流动性风险应急演练，提高对流动性风险应急报告和处理的能力，增强应对流动性危机的能力。2017—2019年末，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；截至2020年6月末，公司净稳定资金率和流动性覆盖率均有所增长，远高于监管标准。

图5 公司流动性指标情况



资料来源：公司风险控制指标报表，联合评级整理

操作风险管理

操作风险是指由于不完善或有问题的内部操作程序、人员、信息系统或外部事件而导致的直接或间接损失的风险。尽管公司已建立了一整套相对完善的内部控制制度，但未来仍可能因内部执行不力、人员差错、系统缺陷或外部事件等因素造成操作风险，产生直接或间接损失。公司建立了《操作风险管理办法》，持续加强内控管理。2017年、2018年和2019年，公司未发生重大操作风险事件。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年和2020年上半年财务报表，2017—2019年财务数据已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留意见；2020年上半年财务报表未经审计。

2017年—2020年6月末，公司合并范围无较大变化，财务数据可比性很强。

2. 资金来源与流动性

近年来，公司负债规模及债务规模呈增长趋势，杠杆率在行业中属于适中水平。公司债务结构变动较小，但短期内债务偿还较为集中。

近年来，公司负债规模不断增长。2017—2019年末公司负债总额分别为2,247.47亿元、2,544.94亿元和2,761.28亿元，年均增长10.84%。截至2019年末，公司负债总额2,761.28亿元，较年初增长8.50%，系经纪业务回升使客户资金增长，同时卖出回购金融资产款和短期融资款增加所致。2017—2019年末，公司自有负债逐年增长，年均增加12.79%，截至2019年底，公司自有负债1,929.70亿元，较年初小幅增长3.51%，较上年末变动不大；公司自有负债主要由应付短期融资款、卖出回购金融资产款和应付债券组成，占自有负债的比例分别为7.28%、42.26%和37.37%。

表9 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年6月末
负债总额	2,247.47	2,544.94	2,761.28	3,262.05
自有负债	1,516.83	1,864.32	1,929.70	2,219.49
其中：卖出回购金融资产款	641.09	787.93	834.37	894.41
应付债券	531.67	696.63	667.80	810.31
应付短期融资款	152.45	135.68	170.65	177.69
拆入资金	79.00	116.94	109.51	90.00
全部债务	1,462.00	1,820.08	1,853.02	2,115.94
其中：短期债务	906.41	1,073.44	1,135.21	1,255.62
长期债务	555.59	746.64	717.81	860.32
自有资产负债率	72.75	73.15	71.38	73.81
净资产/负债（母公司口径）	34.39	31.54	29.54	22.84
净资产/负债（母公司口径）	33.54	33.68	37.05	25.67

资料来源：公司财务报表和监管报表，联合评级整理

2017—2019年末，公司应付短期融资款年均增长5.80%。2018年末较2017年末下降11.00%，截至2019年末，应付短期融资款规模170.65亿元，较上年末增长25.77%，应付短期融资款规模有所波动主要系短期公司债券、短期融资券和短期收益凭证净发行规模波动所致。

2017—2019年末，公司卖出回购金融资产款逐年增长，年均增长14.08%。截至2019年末，公司卖出回购金融资产款834.37亿元，较2018年增长5.89%，主要系公司固定收益投资业务增加债券质押融资规模所致，其中债券质押式回购规模占比85.88%。

2017—2019年末，公司应付债券波动增长，年均增长12.07%。截至2019年末，应付债券规模667.80亿元，较上年末下降4.14%，主要系发行公司债券和收益凭证的净规模减少所致。

从负债水平来看，2017—2019年末，公司自有资产负债率分别为72.75%、73.15%和71.38%，公司整体杠杆水平变动不大，在证券公司行业中较为适中。

从有息债务来看，2017—2019年末，公司全部债务³分别为1,462.00亿元、1,820.08亿元和1,853.02亿元，呈持续增长趋势，年均增长12.58%；公司债务结构以短期债务为主，近年来短期债务占比分别为62.00%、58.98%和61.26%，变动较小。从债务期限结构来看，公司1年内偿还债务规模占比72.57%，规模较大，需进行较好的流动性管理。

³ 本报告中全部债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+交易性金融负债+衍生金融负债+卖出回购金融资产款+租赁负债+长期借款+应付债券

表 10 截至 2019 年末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
1 年内	1,329.23	72.57
1 年至 5 年	501.87	27.40
5 年以上	0.43	0.02
合计	1,831.54	100.00

注：此数据为公司提供，债务合计与联合评级全部债务口径存在差异
 资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2020 年 6 月末，公司自有负债规模 2,219.49 亿元，较年初增长 15.02%，主要系应付债券、卖出回购金融资产款增加致；负债结构较年初变动不大；全部债务规模 2,115.94 亿元，较年初增长 14.19%。从债务结构来看，截至 2020 年 6 月末，公司短期债务占比 59.34%，长期债务占比 40.66%，长期债务占比小幅上升 1.92 个百分点，债务结构仍以短期债务为主；自有资产负债率为 73.81%，较年初上升 2.43 个百分点。

公司自有资产规模持续增长，优质流动性资产占比整体呈上升趋势，资产流动性较好、质量较高；资产总额随着业务规模增长。

2017—2019 年末，随着业务规模的增长，公司资产和自有资产规模均持续增长，其中自有资产年均增长 13.87%。截至 2019 年末，公司资产总额 3,535.06 亿元，较年初增长 9.47%。受市场行情回暖影响，公司经纪业务客户资金规模回升，同时自营投资规模和融资融券业务规模大幅增长，公司自有资产同步增长。截至 2019 年末，自有资产 2,703.49 亿元，较年初增长 6.08%，占总资产比重为 76.48%，较年初下降 2.45 个百分点。截至 2019 年末，公司资产以客户资金存款、融出资金、交易性金融资产、买入返售金融资产和其他债权投资为主，在总资产中占比分别为 16.63%、15.01%、29.81%、11.06%和 12.45%。根据风控指标监管报表中数据，公司优质流动性资产 538.72 亿元，较年初基本无变动，在总资产中占比小幅下降 1.29 个百分点至 20.68%，公司资产流动性保持良好水平。

表 11 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
资产总额	2,815.70	3,229.19	3,535.06	4,049.56
其中：自有货币资金	222.34	250.99	168.04	125.37
融出资金	557.39	441.48	530.48	623.85
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	481.96	--	--	--
买入返售金融资产	437.79	661.94	390.96	324.66
可供出售金融资产	380.92	--	--	--
交易性金融资产	--	875.08	1,053.64	1,155.47
其他债权投资	--	224.37	440.29	626.56
其他权益工具投资	--	91.06	94.35	89.22
自有资产	2,085.06	2,548.56	2,703.49	3,007.01
自有资产/资产总额	74.05	78.92	76.48	74.26
优质流动性资产	359.68	543.46	538.72	/
优质流动资产/总资产	18.14	21.97	20.68	/

注：优质流动性资产/总资产中分子分母均取自风控指标监管报表；该表中资产科目未剔除第三方在结构化主体中权益部分
 资料来源：公司财务报表，联合评级整理

2017—2019 年末，公司自有货币资金规模分别为 222.34 亿元、250.99 亿元和 168.04 亿元，年均下降 13.06%，主要为人民币存款，年末货币资金规模有所波动。

2017—2019 年末，公司融出资金年均下降 2.44%；截至 2019 年末，公司融出资金 530.48 亿元，较年初增长 20.16%，主要是公司融资融券业务规模随着市场行情回暖而增长所致，公司融出资金中 66.11 亿元的融资融券收益权为信用业务债权收益权 ABS 业务设定质押，占融出资金净额的 12.46%。

2018—2019 年末，公司交易性金融资产分别为 875.08 亿元和 1,053.64 亿元，因会计科目变更，2017 年公司无交易性金融资产；2017 年末公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产为 481.96 亿元。截至 2019 年末，公司交易性金融资产 1,053.64 亿元，较 2018 年增长 20.41%，其中债券 683.72 亿元（占比 64.89%）、公募基金 229.55 亿元（占比 21.79%），股票投资占比较低。2019 年，公司加大债券和基金投资力度，债券持仓占比进一步提升。公司持有交易性金融资产中 555.73 亿元用于卖出回购业务和债券借贷业务设定质押（占比 52.74%）。

2017—2019 年末，公司买入返售金融资产呈波动下降趋势，年均复合减少 5.50%，主要为 2019 年公司股票质押和债券质押式回购业务规模下降所致。2019 年，随着股票质押市场出现风险事件，公司主动收缩股票质押业务。截至 2019 年末，公司买入返售金融资产余额 390.96 亿元，较上年末下降 40.94%，其中股票质押式回购 264.51 亿元（占比 66.41%），债券质押式回购 123.78 亿元（占比 31.08%），债券质押式回购中 34.81 亿元为国债逆回购交易。

2018—2019 年末，公司其他债权投资规模分别为 224.37 亿元和 440.29 亿元，2019 年末较上年末增长 96.24%，主要系公司投资公司债、企业债等债务工具规模增长所致；截至 2019 年末，其他债权投资科目中 146.95 亿元债券投资用于卖出回购业务设定质押，71.09 亿元债券投资为债券借贷业务设定质押，质押规模合计 218.04 亿元，占比为 49.52%，占比较高；2019 年，公司针对其他债权投资计提减值准备 1.04 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司资产总额为 4,049.56 亿元，较上年末增长 14.55%，主要系客户资金存款、融出资金、其他债权投资及交易性金融资产增加所致；自有资产为 3,007.01 亿元，较上年末增长 11.23%，占资产总额比重为 74.26%，资产结构较年初变动不大。

3. 资本充足性

近年来，公司股东不断增资加之利润留存，所有者权益规模持续增长，权益结构较为稳定；净资本规模整体呈上升趋势，各项风险控制指标均符合监管要求，整体资本充足性较好。

2017—2019 年末，公司股东权益合计分别为 568.23 亿元、684.25 亿元和 773.79 亿元，年均复合增长 16.69%；截至 2019 年末，股东权益较上年末增长 13.09%，主要系资本金增长和利润留存所致；其中实收资本 470.00 亿元、未分配利润 155.39 亿元和一般风险准备 72.35 亿元，分别占归属于母公司所有者权益比重 62.00%、20.50%和 9.54%，公司所有者权益中实收资本占比较高，股东权益稳定性较好。2018 年，公司利润分配 15.00 亿元，在当年净利润中占比 37.01%；2019 年，公司利润分配 20.00 亿元，在当年净利润中占比 35.32%，利润分配力度一般。

近年来，公司主要通过股东增资、发行次级债券及利润留存的等途径补充资本。证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施新的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，改进净资本、风险资本准备计算公式。2017—2019 年末，母公司口径（下同）的净资本规模分别为 510.71 亿元、583.74 亿元和 561.48 亿元。截至 2019 年末，公司净资本 561.48 亿元，较年初下降 3.81%，主要系次级债到期使附属净资本大幅减少所致；核心净资本 538.48 亿元，较年初增长 13.00%；附属净资本 23.00 亿元，较年初大幅下降 78.54%。

从主要风控指标来看，截至 2019 年末，公司母公司口径的净资本/净资产指标为 79.72%，较 2018 年末下降 13.93 个百分点；资本杠杆率指标由 2018 年末的 18.92% 上升至 19.86%，主要系核心净资本增加所致；各项风险资本准备之和由 2018 年末的 245.48 亿元增加至 264.65 亿元，主要系公司债券投资规模增加所致；受各项风险资本准备上升和净资本下降影响，风险覆盖率指标由 2018 年末的 237.80% 下降至 2019 年末的 212.16%，均远高于行业监管标准。

表 12 公司风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末	监管标准	预警指标
核心净资本	403.61	476.54	538.48	/	--	--
附属净资本	107.10	107.20	23.00	/	--	--
净资本	510.71	583.74	561.48	646.51	--	--
净资产	498.11	623.31	704.34	726.20	--	--
各项风险资本准备之和	237.47	245.48	264.65	304.52	--	--
风险覆盖率	215.06	237.80	212.16	212.30	≥100	≥120
资本杠杆率	19.94	18.92	19.86	18.66	≥8	≥9.6
净资本/净资产	102.53	93.65	79.72	89.03	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

截至 2020 年 6 月末，公司股东权益为 787.51 亿元，较上年末增长 1.77%，其中归属于母公司的股东权益为 771.31 亿元。在归属母公司的股东权益中，股本、资本公积、一般风险准备和未分配利润分别占比 60.94%、4.24%、9.41% 和 22.64%，股东权益的稳定性较好。截至 2020 年 6 月末，公司母公司口径净资本规模为 646.51 亿元，较上年末增长 15.14%，各项风险控制指标均远优于监管标准。

4. 盈利能力

近年来，公司盈利水平有所波动，总体经营业绩好于行业平均水平，盈利能力较好。

近年来，公司盈利水平波动上升，2018 年，受市场行情及业务政策影响，公司营业收入 121.70 亿元，同比减少 3.93%。2019 年，公司实现营业收入 167.68 亿元，同比大幅增长 37.78%，增幅高于行业平均水平，公司自营投资收益和投资银行业务收入增幅显著，经纪业务手续费收入规模稳步提升。

从公司营业收入构成来看，公司手续费及佣金净收入为公司的主要收入来源，2017—2019 年，公司手续费净收入占营业收入分别为 56.51%、43.38% 和 37.56%，占比持续下降；投资收益占比不断提升，占比分别为 10.99%、30.78% 和 31.04%，占比逐年上升；利息净收入主要来自信用业务利息收入与客户保证金利息收入，2017—2019 年，公司利息净收入持续增长，年均增长 28.93%，但在营业收入中占比逐年下降，业务增幅低于营业收入增幅。2017—2019 年，公司其他业务收入年均增长 4.58 倍，其中 2019 年同比增长 40.51 倍，实现其他业务收入 18.79 亿元，主要为期货子公司基差交易和现货交易规模较大带来收入规模较大，但利润贡献度不高。

图 6 公司营业收入和净利润情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从营业支出来看，公司营业支出呈持续增长态势。2018年，公司营业支出72.43亿元，同比小幅增长4.47%。2019年，公司营业支出100.15亿元，同比增长38.27%，主要是随着业绩提升，职工薪酬增长，同时其他业务成本大幅增加所致。其他业务成本主要是期货子公司加快基差交易业务发展，商品贸易成本增加。从构成来看，2019年，公司营业支出中业务及管理费占74.25%，较2018年下降15.52个百分点。2017—2019年，公司的营业费用率分别为50.80%、53.43%和44.35%，2019年，受贸易成本增加影响，公司营业费用率有所下滑，公司费用控制能力总体较好。

从盈利指标来看，综合以上收入和成本费用因素，2018年，公司净利润下降至40.53亿元，同比下降11.39%；2019年，公司实现净利润56.63亿元，同比大幅增长39.73%。2017—2019年，公司营业利润率分别为45.27%、40.49%和40.27%，净资产收益率分别为8.34%、6.47%和7.77%，盈利能力很强且具有较好的盈利稳定性；2017—2019年，公司净资产收益率排名分别为17位、3位和第13位，在行业内竞争力很强。

表 13 公司盈利指标（单位：%、名）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业费用率	50.80	53.43	44.35	39.38
薪酬收入比	37.07	39.41	33.62	/
营业利润率	45.27	40.49	40.27	52.30
自有资产收益率	2.48	1.75	2.16	1.39
净资产收益率	8.34	6.47	7.77	5.09
净资产收益率排名	17	3	13	/

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

2020年1—6月，公司实现营业收入92.44亿元，同比增长23.77%，主要系随着市场回暖，利息净收入、经纪业务收入手续费净收入、公允价值变动损益及大宗商品贸易收入增加所致；实现净利润为39.70亿元，同比增长30.92%。

从同行业对比来看，公司与类似规模企业各方面财务指标差别较小，均表现出良好的经营能力，其中公司盈利稳定性好于平均值，盈利能力、费用控制能力与平均值基本持平，杠杆水平高于平均值。

表 14 截至 2019 年末证券公司行业财务指标比较（单位：%）

企业名称	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
华泰证券	7.86	2.74	45.72	30.04	68.33
银河证券	7.59	2.46	40.81	25.50	69.33
国信证券	9.03	2.83	39.45	19.05	67.44
平均值	8.16	2.68	41.99	24.86	68.37
申万宏源	7.77	2.16	44.35	15.70	71.38

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合评级整理

5. 偿债能力

公司偿债指标表现较好，同时考虑到公司资产质量和流动性总体较好，授信规模较大，融资渠道通畅，公司偿债能力极强。

2017—2019年，公司流动性覆盖率和净稳定资金率保持稳定且均高于120%以上，公司短期偿债指标表现较好。近年来，公司EBITDA逐年增加，2017—2019年年均增长7.88%。其中，2018年，公司EBITDA为127.11亿元，较2017年增长5.34%；2019年，公司EBITDA为140.45亿元，较2018年增长10.49%，2019年公司EBITDA主要由利润总额（占比47.92%）和利息支出（占比50.28%）组成。2017—2019年，公司EBITDA全部债务比较为稳定，分别为0.08倍、0.07倍和0.08倍，EBITDA对全部债务的保护能力较弱；公司EBITDA利息倍数分别为1.98倍、1.69倍和1.99倍，EBITDA对利息的保护能力较强。

表 15 公司偿债能力指标情况（单位：亿元、倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
流动性覆盖率	205.42	333.57	259.18	208.09
净稳定资金率	127.98	130.22	137.32	166.12
EBITDA	120.67	127.11	140.45	/
EBITDA 利息倍数	1.98	1.69	1.99	/
EBITDA 全部债务比	0.08	0.07	0.08	/

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

截至 2020 年 6 月末，公司共获得超 100 家银行的授信，授信额度合计约 4,178.86 亿元。其中，额度前 10 大的银行授信规模合计 2,194 亿元，已使用约 970.72 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 6 月末，公司无对外担保。

目前，公司作为被告的未决诉讼共 1 项，为子公司涉诉项目（上海筑欣实业有限公司诉申银万国智富投资有限公司买卖合同纠纷案），上海筑欣实业有限公司要求申银万国智富投资有限公司向其交付 3 万吨焦炭并承担相应的违约责任。2019 年 6 月，申银万国智富投资有限公司收到法院一审判决书，判决被告在判决生效之日起三十日内向上海筑欣实业有限公司交付 3 万吨焦炭，申银万国智富投资有限公司已于 2019 年 6 月 27 日上诉至上海市第一中级人民法院。2020 年 4 月，申银万国智富投资有限公司收到上海市第一中级人民法院 2020 年 4 月 8 日作出的民事裁定书，裁定内容如下：1）撤销上海市浦东新区人民法院（2018）沪 0115 民初 48851 号民事判决；2）发回上海市浦东新区人民法院重审。截至 2020 年 6 月末，上述案件尚未收到生效判决。

根据公司提供的查询日期为 2020 年 8 月 20 日的人民银行征信报告，公司无未结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至2020年6月末，公司全部债务2,115.94亿元。本期债券发行规模不超过80.00亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模较小。以2020年6月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为80.00亿元，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，公司自有资产负债率将增长至74.49%，较发债前增加0.68个百分点；但本期债券部分募集资金将用于偿还到期债务，实际比率将小于测算值。

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行80.00亿元估算相关指标对本期债券本金的保障倍数（见下表）。2019年EBITDA为本期债券发行额度的1.76倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度一般，母公司口径净资产为本期债券发行额度的8.80倍，对本期债券的覆盖程度较好。

表 16 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
净资产（母公司口径）/本期债券本金	6.23	7.79	8.80
EBITDA/本期债券本金	1.51	1.59	1.76
净利润/本期债券本金	0.57	0.51	0.71
经营活动现金流量净额/本期债券本金	-3.84	-1.20	1.73

资料来源：联合评级整理

综合以上分析，公司作为中央汇金旗下综合类证券公司，股东支持力度较大，自身资本实力很强，各项业务行业排名靠前，资产质量较高，流动性较好。公司对本期债券的偿还能力极强。

十、综合评价

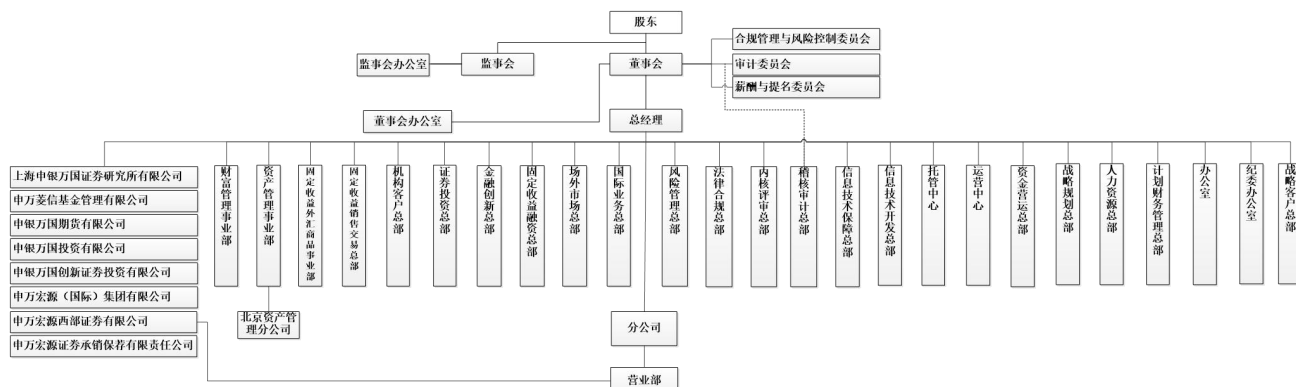
公司作为全国大型综合性主流证券公司之一，具有很强的股东背景及品牌影响力，业务资质齐全，资本实力很强，财务表现稳健。公司已形成多元化经营的业务体系，分支机构众多，营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队，连续三年获得A级以上分类评级，形成了很强的综合实力和良好的风险控制能力。近年来，公司营业收入及净利润整体呈增加趋势，盈利能力较强；目前，公司资产流动性较好，资本充足性好，整体偿债能力极强。

联合评级也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化，以及市场信用风险上升等因素可能对公司经营带来不利影响。

未来随着资本市场的持续发展、公司各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，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主体信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2020 年 6 月末申万宏源证券有限公司 组织结构图



附件 2 申万宏源证券有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
自有资产（亿元）	2,085.06	2,548.56	2,703.49	3,007.01
所有者权益（亿元）	568.23	684.25	773.79	787.51
自有负债（亿元）	1,516.83	1,864.32	1,929.70	2,219.49
自有资产负债率（%）	72.75	73.15	71.38	73.81
优质流动性资产/总资产（%）	18.14	21.97	20.68	/
营业收入（亿元）	126.69	121.70	167.68	92.44
净利润（亿元）	45.74	40.53	56.63	39.70
营业利润率（%）	45.27	40.49	40.27	52.30
营业费用率（%）	50.80	53.43	44.35	39.38
薪酬收入比（%）	37.07	39.41	33.62	/
自有资产收益率（%）	2.48	1.75	2.16	1.39
净资产收益率（%）	8.34	6.47	7.77	5.09
盈利稳定性（%）	66.57	14.03	15.70	/
净资本（亿元）	510.71	583.74	561.48	646.51
风险覆盖率（%）	215.06	237.80	212.16	212.30
资本杠杆率（%）	19.94	18.92	19.86	18.66
流动性覆盖率（%）	205.42	333.57	259.18	208.09
净稳定资金率（%）	127.98	130.22	137.32	166.12
信用业务杠杆率（%）	154.92	128.36	102.74	79.22
短期债务（亿元）	906.41	1,073.44	1,135.21	1,255.62
长期债务（亿元）	555.59	746.64	717.81	860.32
全部债务（亿元）	1,462.00	1,820.08	1,853.02	2,115.94
EBITDA（亿元）	120.67	127.11	140.45	/
EBITDA 利息倍数（倍）	1.98	1.69	1.99	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07	0.08	/
EBITDA/本期债券金额（倍）	1.51	1.59	1.76	/

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
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%
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%
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
信用业务杠杆率	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)

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 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 申万宏源证券有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期） 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（期）债券存续期内，并在每年申万宏源证券有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级；并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

申万宏源证券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。申万宏源证券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申万宏源证券有限公司的相关状况，以及包括赎回选择权在内的次级债券下设特殊条款，如发现申万宏源证券有限公司或本次（期）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（期）债券的信用等级。

如申万宏源证券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，直至申万宏源证券有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送申万宏源证券有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年十月九日