

信用评级公告

联合〔2021〕3597号

联合资信评估股份有限公司通过对申万宏源证券有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持申万宏源证券有限公司主体长期信用等级为AAA，“20申证06”“20申证08”“20申证09”“20申证10”“20申证12”“21申证C1”“21申证C2”信用等级为AAA，“20申证13”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
评级总监：

二〇二一年六月一日

申万宏源证券有限公司

公开发行相关债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
申万宏源证券有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 申证 06	AAA	稳定	AAA	稳定
20 申证 08	AAA	稳定	AAA	稳定
20 申证 09	AAA	稳定	AAA	稳定
20 申证 10	AAA	稳定	AAA	稳定
20 申证 12	AAA	稳定	AAA	稳定
20 申证 13	A-1	稳定	A-1	稳定
21 申证 C1	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 C2	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
20 申证 06	41 亿元	41 亿 元	2023/7/27
20 申证 08	32 亿 元	32 亿 元	2023/9/10
20 申证 09	22 亿 元	22 亿 元	2021/11/5
20 申证 10	57 亿 元	57 亿 元	2023/10/26
20 申证 12	17 亿 元	17 亿 元	2022/11/16
20 申证 13	63 亿 元	63 亿 元	2021/9/18
21 申证 C1	30 亿 元	30 亿 元	2024/1/21
21 申证 C2	38 亿 元	38 亿 元	2024/3/11

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券。

评级时间：2021 年 6 月 1 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已在联合资信官网公开披露。

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对申万宏源证券有限公司（以下简称“公司”或“申万宏源”）的跟踪评级反映了其作为全国大型综合性主流证券公司之一，行业地位显著。2020 年，公司营业收入及净利润同比大幅增长，盈利能力仍保持很强，营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队。截至 2020 年末，公司资本充足性良好，资产流动性较好。另外，2021 年 1 月，股东对公司增加注册资本 50.00 亿元，公司资本实力进一步增强。

同时，联合资信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，公司整体竞争力有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 申证 06”“20 申证 08”“20 申证 09”“20 申证 10”“20 申证 12”“21 申证 C1”“21 申证 C2”的债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。维持“20 申证 13”债项信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

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，综合实力持续领先。**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，连续四年获得 A 级以上分类评级。
- 3. 资本实力很强，资产流动性较好，盈利能力很强。**2020 年公司净资本行业仍位居行业前列，资产流动性较好，资本充足性良好，融资渠道畅通，盈利能力很强。

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	1
			资本充足性	1
			杠杆水平	2
		流动性因素		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

分析师：董日新 陈凝

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

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，且债务兑付主要集中在一年内，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。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
自有资产（亿元）	2548.56	2703.49	3520.46
自有负债（亿元）	1864.32	1929.70	2693.13
所有者权益（亿元）	684.25	773.79	827.32
优质流动资产/总资产（%）	21.97	17.52	19.81
自有资产负债率（%）	73.15	71.38	76.50
营业收入（亿元）	121.70	167.68	205.53
利润总额（亿元）	49.15	67.30	94.83
营业利润率（%）	40.49	40.27	46.33
净资产收益率（%）	6.47	7.77	9.94
净资本（亿元）	583.74	567.68	660.54
风险覆盖率（%）	237.80	205.23	163.70
资本杠杆率（%）	18.92	20.08	16.06
短期债务（亿元）	1073.44	1135.21	1575.89
全部债务（亿元）	1820.08	1853.02	2558.02

注：1. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径

资料来源：公司财务报表，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
AAA	稳定	2021/5/20	董日新 陈凝	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	阅读全文
AAA	稳定	2020/4/3	寇妙融 余淼 刘彦良	证券公司行业信用评级方法 (2018 年)	阅读全文

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号

声 明

一、本报告引用的资料主要由申万宏源证券有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



申万宏源证券有限公司

公开发行相关债券2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于申万宏源证券有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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5000万股，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。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投投资有限责任公司（以下简称“中国建投”）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。

期间历经多次股东增资，截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本均为520.00亿元，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。

公司经营范围：许可项目：证券业务；证券投资咨询；证券投资基金销售服务；证券投资基金托管。（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，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目：证券公司为期货公司提供中间介绍业务。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）

截至2020年末，公司及所属证券类子公司共设有证券分公司42家；证券营业部309家，分布于21个省、4个直辖市、4个自治区的134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、申万宏源证券承销保荐有限责任公司、申万宏源西部证券有限公司。截至 2020 年末, 公司合并口径员工总数 11031 人。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2020 年末, 公司合并资产总额 4537.33 亿元, 其中客户资金存款 708.74 亿元; 负债总额 3710.00 亿元, 其中代理买卖证券款 900.71 亿元; 所有者权益合计 827.32 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 811.52 亿元; 母公司口径净资产 660.54 亿元。2020 年, 公司实现营业收入 205.53 亿元, 利润总额 94.83 亿元, 净利润 79.57 亿元, 其中, 归属于母公司所有者的净利润 78.52 亿元; 经营活动产生的现金流量净额-140.25 亿元, 期末现金及现金等价物净增加额 212.85 亿元。

公司注册地址: 上海市徐汇区长乐路 989 号 45 层; 法定代表人: 杨玉成。

三、债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券“20申证06”“20申证08”“20申证09”“20申证10”“20申证12”“20申证13”“21申证C1”“21申证C2”情况详见下表, 募集资金均已按指定用途使用完毕, 募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。截至目前, 均尚未到第一个付息日。

表 1 截至 2021 年 3 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	起息日	期限
20 申证 06	41.00	41.00	2020/7/27	3 年
20 申证 08	32.00	32.00	2020/9/10	3 年

20 申证 09	22.00	22.00	2020/10/26	375 天
20 申证 10	57.00	57.00	2020/10/26	3 年
20 申证 12	17.00	17.00	2020/11/16	2 年
20 申证 13	63.00	63.00	2020/12/18	274 天
21 申证 C1	30.00	30.00	2021/1/21	3 年
21 申证 C2	38.00	38.00	2021/3/11	3 年

资料来源: 联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年, 新冠肺炎疫情全球大流行, 对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响, 以“六稳”“六保”为中心, 全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为, 通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗, 支持“两新一重”领域基建, 提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活, 维护市场流动性合理充裕, 引导 LPR 下行, 降低企业信贷成本; 创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息, 为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下, 我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%, 二季度疫情得到迅速控制, 此后进入常态化防控, 各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%, 经济逐季复苏, 全年累计增长 2.30%, 成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家, GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲, 主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动, 但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2 2016 - 2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30

规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

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. 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，2016-2017 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

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息

技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的

金融支持。从增量上看,2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元,比上年多增 9.29 万亿元。分季看,各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 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,截至 2020 年底,M2 余额 218.68 万亿元,同比增长 10.10%,较上年末增速(8.70%)显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元,同比增长 8.60%,较上年末增速(4.40%)大幅提高,说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年,全国一般公共预算收入 18.29 万亿元,同比下降 3.90%,降幅逐季收窄,下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元,同比下降 2.30%;非税收入 2.86 万亿元,同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元,同比增长 2.80%,增幅较上年(8.10%)显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元,同比增长 10.90%;卫生健康支出 1.92 万亿元,同比增长 15.20%;债务付息 0.98 万亿元,同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著,主要受疫情及疫情防控影响,同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元,上年缺口为 4.85 万亿元,受疫情冲击的特殊影响,2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元,同比增长 10.60%,较上年(12.00%)有所下滑;全国政府性基金支出 11.80 万亿元,同比增长 28.80%,增幅较上年(13.40%)大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和,居民收入增幅放缓。

2020 年,在疫情影响下,服务业呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%,年内逐季回落,与上年同期持平,表现出我国经济和就业的韧性,就业压力趋于缓和。2020 年我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元,实际同比增长 1.20%,增速较上年(5.00%)大幅下滑,对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署,2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性,要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持对经济恢复的必要支持力度,政策操作上要更加精准有效,不急转弯,同时保证不出现重大系统性风险;要重点落实八项任务,加快形成以内循环为主的“双循环”新格局,“要迈好第一步,见到新气象”。在此基调下,积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效,更可持续”,强调要兼顾稳增长和防风险需要,保持政府总体杠杆率基本稳定,为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制,提高资金的拨付效率;另一方面强调财政支出的压减,对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧,而对于重大项目和刚性支出,要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021 年货币政策将“稳”字当头,保持好正常货币政策空间的可持续性;发挥好定向降准、定向中期借贷便利(TMLF)、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具,延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具,引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度;进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品体系,落实碳达峰、碳中和中长期决策部署,引导金融资源向绿色发展领域倾斜,推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体,2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先,投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长,仍将在经济增长中发挥关键作用,同时投资结构将进一步优化,形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次,消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降,2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱,消费继续修复。第三,出口继续保持较高速增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长,海外疫情形势为出口增长的主要影响因素,

整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

五、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

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，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；2020年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据，截至2020年底，上交所和深交所上市的公司合计4154家；股票市场总市值为79.72万亿元，较2019年底增长34.46%；平均市盈率为25.64倍，较2019年增长5.29个倍数。2020年全部A股成交额为206.02万亿元，日均成交额为0.85万亿元，同比增长63.05%。截至2020年底，市场融资融券余额为1.62万亿元，较2019年底增长58.84%，其中融资余额占比为91.54%，融券余额占比为8.46%。股票一级

市场发行方面，2020年，上交所和深交所共实际募集资金1.67万亿元，同比增长8.20%，共完成IPO为396家、增发362家、配股18家、优先股8家，可转债和可交债分别为206家和41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。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，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据Wind统计，截至2020年底，债券余额为114.30万亿元，较2019年底增长17.72%。债券发行方面，2020年境内共发行各类债券5.03万只，发行额达56.89万亿元，同比增长25.90%。2020年境内债券交易总金额为1282.19万亿元。其中，现券交易成交金额为241.09万亿元，回购交易成交金额为893.97万亿元，同业拆借147.13万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020年全国期货市场累计成交额为437.53万亿元，同比增长50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为115.44万亿元，同比增长65.80%，占全国市场份额26.38%。

图1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

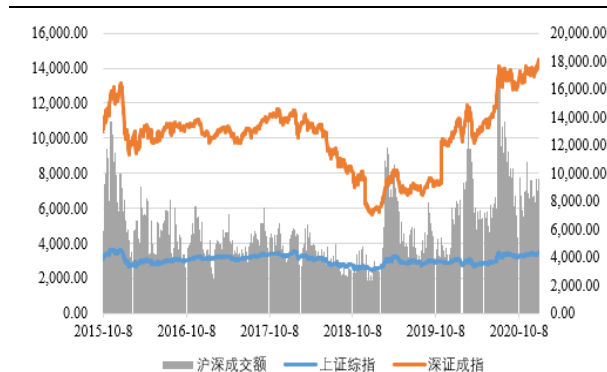
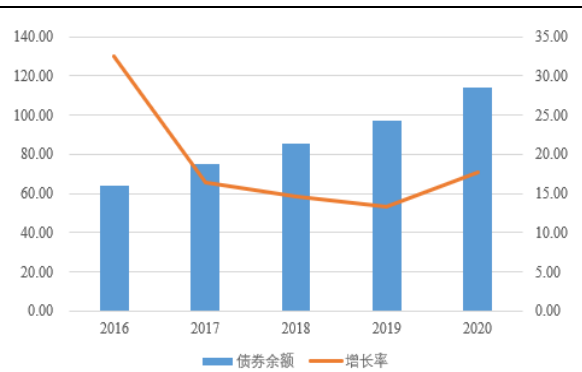


图2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



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。2020年6月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，

加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019年以来增幅较大；盈利能力呈现U型走势，2018年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019年和2020年，受市场行情和利好政策等因素影响，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3 证券行业概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

数据来源：中国证券业协会

2020年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020年以来涉及证券公司的罚单超过150张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较

2019年有所提升。截至2020年底，139家证券公司总资产为8.90万亿元，较2019年底增长22.50%；净资产为2.31万亿元，较2019年底增长14.10%，净资本为1.82万亿元，较2019年底增长12.35%。2020年，139家证券公司实现营业收入4484.79亿元，实现净利润1575.34亿元，分别同比增长24.41%和27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有127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》要求证券公司存量公募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。

2021年3月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

3. 业务分析

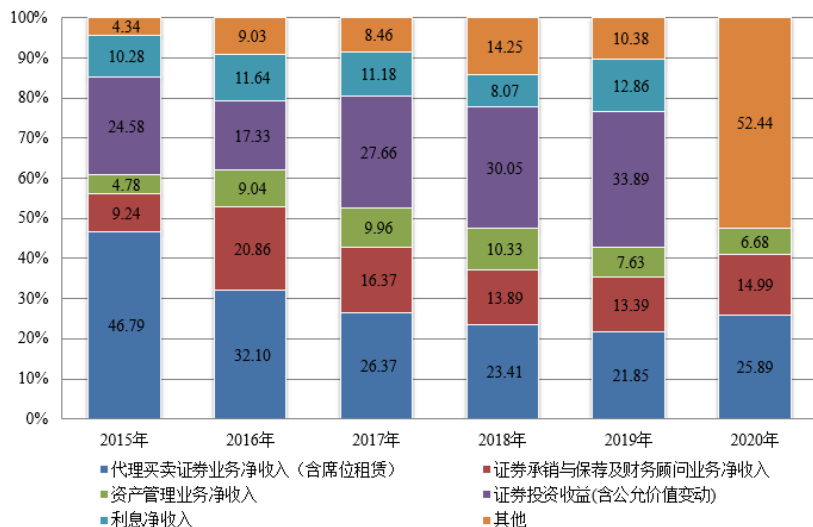
我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

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。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,自营业务收入占比升至 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,经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升,投行业务占比小幅提升,证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升,财富管理转型初见成效。

图 3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露 2020 年全行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020 年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入
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。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，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10 亿元，同比增长 47.42%。

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、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策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。2020年以来,A股IPO审核家数及过会率明显提升,2020年,发审委审核IPO家数634家,其中605家通过审核,过会率达95.43%,远高于2019年全年277家审核家数、247家通过家数及89.17%的通过率。2020年,IPO发行规模合计4699.63亿元,发行家数396家,分别同比增长85.57%和95.07%。受再融资新规利好政策影响,2020年,再融资规模8854.34亿元,同比增长26.10%,扭转下降趋势。科创板方面,2020年共有229家科创类公司提交发审委,218家获得通过,通过率很高,预计募集资金规模2262.60亿元。债券市场方面,2020年,证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资,2020年证券公司承销各类债券金额10.05万亿元,同比增长32.09%。基于上述因素,2020年,全行业实现投资银行业务净收入672.11亿元,同比增长39.26%。

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,几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目,显示该业务集中度较高。2020年,股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为52.83%;债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时,创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力;新证券法等纲领性文件出台,强化中介机构“看门人”的责任,促使证券公司提升专业服务能力,投行业务快速发展的背景下,合规风控成为证券公司核心竞争力。

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。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年的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。2020年,股票市场指数大幅上涨,其中深证成指上涨36.02%;债券市场违约向国企蔓延,个别国企违约超预期,造成信用利差走阔。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,同比基本持平。

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。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 2020 年末,证券公司资产管理业务规模为 10.51 万亿元,较 2019 年末下降 14.48%;2020 年,证券公司实现资产管理业务净收入 299.60 亿元,同比增长 8.88%。

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;2020 年融资融券业务大幅增长且风险可控,股票质押业务规模继续压缩,风险继续化解。

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 2020 年末,融资融券余额 1.62 万亿元,较 2019 年末增长 58.84%,融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。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。截至 2020 年末,全市场质押股份市值占总市值的比重为 5.42%,较年初下降 0.79 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。但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。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 31.72%。

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、差异化和专业化竞争演变。

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。2019 年 11 月,证监会明确提出要推动打造航母级证券公司,推动证券行业做大做强。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就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。

近年来,证券公司扎堆补充净资本,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,首创证券、信达证券、万联证券、国开证券、财达证券等证券公司已处于 IPO 辅导期或已过会阶段。2020 年,共计 16 家上市证券公司完成增发和配股,其中海通证券和国信证券分别增发募资 200.00 亿元和 150.00 亿元,招商证券完成配股募资 126.83 亿元,资本金规模大幅提升,行业内头部效应有所加强。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。

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 2020 年 9 月末证券公司所有者权益排序,2020 年 1-9 月前十大证券公司实现营业收入合计 2225.78 亿元,净利润 819.71 亿元,占全行业营业收入和净利润的比重分别为 65.01%和 61.78%。截至 2020 年 9 月底,前十大证券公司资产总额为 5.56 万亿元,占全行业总资产的 64.85%。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 4 截至 2020 年 9 月末/2020 年 1-9 月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	1837.87	10441.36	419.95	131.13
2	海通证券	1691.59	7295.81	282.54	92.53
3	国泰君安	1441.94	6933.02	257.37	94.70
4	华泰证券	1303.54	6921.31	243.36	89.42
5	招商证券	1067.82	4791.24	179.03	72.82
6	广发证券	992.67	4326.35	214.12	87.17
7	申万宏源	813.68	4362.31	150.02	64.99
8	国信证券	793.70	2731.67	140.00	54.77
9	银河证券	751.59	4238.54	180.81	57.08
10	中信建投	620.63	3538.00	158.59	75.11
合计		11315.01	55579.61	2225.78	819.71

资料来源: 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年以来，债券市场违约常态化，2020年部分国企违约超预期，债券市场分化加剧，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。

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。

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，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

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，并希望借助金融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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，股东增资，公司注册资本及实收资本均增加50.00亿元，截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本均为520.00亿元。截至2021年3月末，申万宏源集团持有公司100.00%股权，为公司控股股东，中央汇金为公司实际控制人，公司控股股东及实际控制人未发生变化。

2. 企业规模和竞争力

公司品牌历史悠久，具有很强的行业竞争力，跟踪期内，公司仍保持很强的经营竞争力。

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产分别位居行业第7名、第5名和第7名，整体规模排名行业前列。截至2020年末，公司合并资产总额4537.33亿元，母公司口径净资产660.54亿元。

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2020年末，公司拥有证券营业部309家，分布于21个省、4个直辖市、4个自治区的134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名、第8名和第5名¹。2018—2020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5 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，联合资信整理

3. 外部支持

跟踪期内，公司控股股东申万宏源集团及实际控制人仍保持领先的行业地位，保持很强的资本实力，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。

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

¹ 融资类业务收入排名

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。中央汇金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、中信建投证券股份有限公司等多家金融机构。截至2020年9月末，中央汇金资产总额为56809.00亿元，所有者权益合计51026.12亿元；2020年1—9月，中央汇金实现营业总收入3967.27亿元，净利润3808.92亿元。

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，申万宏源集团及中央汇金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190.00亿元；对公司发展提供了较大支持。

4. 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（机构信用代码：913100003244445565），截至2021年3月31日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

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年末，公司共获得超100家银行的授信，授信额度合计约为4362亿元。其中，额度前10大的银行授信规模合计2565亿元，已使用授信额度约为970亿元，公司间接融资渠道畅通。

七、管理分析

跟踪期内，公司主要管理制度未发生变化，人员有所变动，公司分类评级仍维持在较好水平。

跟踪期内，公司主要管理制度未发生变化。

管理层变动方面，2020年，独立董事史致金由于工作原因离职，新任独立董事蒋大兴，任全胜由于组织调动不再担任公司合规总监、副总经理职务，新任合规总监薛军，张克均由于组织调动原因，不再担任公司总经理助理职务，于辉不再担任公司职工监事职务。2021年1月，冯戎因个人提出辞职，不再担任公司副董事长、董事职务。2021年2月，杨玉成由于工作原因，调任公司总经理、执行委员会主任，方荣义由于工作原因，调任公司副总经理、执行委员会成员兼财务总监、董事会秘书；朱敏杰由于工作原因，调任公司执行委员会成员、首席风险官；张剑由于工作原因，调任公司执行委员会成员；李雪峰由于工作原因，新任公司执行委员会成员；房庆利由于工作原因，新任公司执行委员会成员；陈晓升由于公司领导分工调整，不再实际履行高管职责。公司高级管理人员变更对日常经营影响不大。2021年4月，谢晨不担任公司总经理助理，仅担任首席信息官。2021年5月，陈建民因个人提出辞职，不再担任公司董事职务。

受到处罚方面，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。2020年11月，上海证监局向公司出具了《关于对申万宏源证券有限公司采取责令改正措施的决定》（沪证监决〔2020〕168号），主要

内容为：公司子公司上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“研究所”）开展发布证券研究报告业务，但未对研究所署名证券分析师刘洋在冠以公司名称的公众号上发布的某篇证券研究报告进行发布前的质量控制和合规审查，不符合《发布证券研究报告暂行规定》（证监会公告〔2010〕28号）第十条的规定，违反《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》（证监会令第133号）第六条的规定，采取责令改正措施的决定。收到函件后，研究所积极按照监管要求进行整改，强化发布研究报告业务内控管理，完善新媒体及互联网工具管理机制，切实避免类似事件再次发生。2021年3月，新疆证监局出具了《关于对申万宏源西部证券有限公司库尔勒滨河路证券营业部采取出具警示函措施的决定》。主要内容为：营业部未采取有效措施严格规范员工执业行为，对营业部电脑使用情况监督失效，存在营业部员工使用营业部电脑替客户办理证券交易的情况。收到函件后，营业部对各业务条线工作进行了风险排查，加强全体员工合规培训，加强营业部现场客户用机管理及客户委托交易监控，切实防范发生类似事件。2021年4月，重庆证监局出具了《关于对申万宏源证券有限公司采取出具警示函措施的决定》。主要内容为：公司重庆分公司负责人王军在任职期间，存在在其他营利性机构兼职的行为，公司未及时处置王军的兼职行为并向重庆证监局报告，反映出公司内部控制不完善、合规管理不到位。函件正式下发前，公司已督促王军根据要求完成整改。函件下发后，公司再次组织对分支机构负责人兼职情况进行了梳理，未发现类似违反监管规定的问题。公司将进一步细化完善相关规章制度，严格落实监管要求，加强干部兼职管理，切实防范发生类似事件。

公司连续四年获得A级以上分类评级，2018—2020年，公司的证监会分类评级结果分别为

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。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业收入及净利润同比大幅增长。2020年，个人金融业务仍为公司第一大收入来源，机构服务及交易业务收入规模进一步增长，为公司营业收入的重要来源，整体收入结构较稳定、经营情况良好。

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。

2020年，公司实现营业收入205.53亿元，同比大幅增长22.57%，各项业务均有所增长。受此影响，实现净利润79.57亿元，同比大幅增长40.51%。2020年公司营业收入增幅略低于行业平均水平，净利润增幅高于行业平均水平。

从收入构成来看，2018—2020年，个人金融收入呈持续增长趋势，主要系受市场回暖影响，经纪业务收入及融资融券业务收入规模增长所致，个人金融业务收入占比波动下降，2020年占比为42.83%，仍为公司第一大收入来源；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规模呈持续增长趋势，占比整体呈上升趋势，2020年占比为36.73%，为公司第二大收入来源；公司企业金融业务收入规模呈持续增长趋势，2020年企业金融业务实现收入23.16亿元，同比增长34.98%，主要系本金投资业务和投资银行业务收入均有所增长所致，2020年企业金融业务收入占比为11.27%；投资管理业务收入保持稳定增长，2020年投资管理业务实现收入18.84亿元，同比增长15.36%，主要系资管计划投资收入增加所致，但受其他板块收入增长较快影响，占比有所下降，2020年占比为9.17%。

表6 公司营业收入结构 单位：亿元、%

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
个人金融	62.87	51.66	70.05	41.78	88.04	42.83

机构服务及交易	30.30	24.90	64.14	38.25	75.49	36.73
企业金融	14.42	11.85	17.16	10.23	23.16	11.27
其中：投资银行	9.45	7.76	12.53	7.47	14.94	7.27
本金投资	4.97	4.09	4.63	2.76	8.22	4.00
投资管理	14.11	11.59	16.33	9.74	18.84	9.17
合计	121.70	100.00	167.68	100.00	205.53	100.00

资料来源：公司财务报表、公司提供，联合资信整理

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。2020年，企业金融业务实现收入23.16亿元，同比增长34.98%，主要系投资银行业务收入增长所致。

投资银行业务收入为公司企业金融板块的主要收入来源，2020年，得益于政策红利释放及市场环境的综合影响，公司投资银行业务仍具有很强的经营竞争力。

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。2020年实现手续费净收入14.24亿元，同比增长16.53%，主要是IPO承销业务收入增加所致。

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审核速度加快以及再融资松绑影响，2019年和2020年，公司股权融资业务有所好转，完成IPO项目分别为3个和12个，2020年增加明显，承销金额分别为31.34亿元和75.97亿元。2019年和2020年，完成再融资项目分别为10个和15个，承销金额分别为107.45亿元和197.46亿元。

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。2020年，公司完成债券承销项目978个，承销金额2546.30亿元，同比增长64.38%，主要系市场环境影响及公司业务拓展所致。

新三板方面，受市场环境影响，2019—2020年，新三板推荐挂牌企业分别为7家和5家，公司2020年新三板业务数量有所下降。

表 7 公司投行业务情况表 单位：个、亿元、家

项目		2018年		2019年		2020年	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额
股权	IPO	0	0.00	3	31.34	12	75.97
	再融资	4	129.04	10	107.45	15	197.46
	小计	4	129.04	13	138.79	27	273.44
债券承销		419	1007.10	701	1549.04	978	2546.30
新三板		17	/	7	/	5	/
财务顾问		5	/	4	/	8	/
合计		445	1136.14	725	1687.83	1018	2819.74

注：上表包括 IPO 精选层数据

资料来源：公司提供，联合资信整理

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。2019—2020年末,公司本金投资(不含联营和合营企业投资)规模分别为15.30亿元和17.72亿元,2020年末较上年末增长15.82%。

(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。2020年,个人金融业务实现收入88.04亿元,同比增长25.68%,主要是代理买卖证券业务手续费及佣金净收入增加及融资融券业务收入增加所致。

2020年公司调整营业部分布,目前分支机构家数众多且布局广泛,经纪业务具有很强竞争力;受证券市场回暖影响,代理买卖证券业务净收入规模持续增长。

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。2020年公司撤销成6家证券营业部,新完成设立4家证券营业部,另外公司正在在广东省深圳市、江苏省徐州市等地筹建6家营业部。截至2020年末,公司及所属证券类子公司共设有证券分公司42家;证券营业部309家,分布于21个省、4个直辖市、4个自治区的134个城市,分支机构数量众多且布局广泛。

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。2020年代理买卖业务净收入为42.79亿元,同比增长41.55%,主要系受证券市场行情回暖所致。

截至2020年末,公司证券客户托管资产为4.19万亿元,较上年末增长30.89%,市场占有率6.83%,市场占有率较高。

公司期货经纪业务发展较好,申万期货连续七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。申万期货连续七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2020年末,申万期货资产总额为230.75亿元,所有者权益合计为24.91亿元;2020年,申万期货实现营业收入24.09亿元,净利润2.34亿元。

公司金融产品销售业务发展较好,2020年金融产品销售规模同比大幅增长,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。2020年,公司销售自行开发金融产品1481.20亿元,较上年增长131.80%;代理销售第三方金融产品1103.14亿元,较上年增长136.76%,实现代销金融产品净收入2.21亿元。

公司信用业务具有很强竞争优势;2020年受融资融券业务规模增长影响,信用业务规模整体有所增长。

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。2020年末较上年末增长26.24%,主要系融资融券业务规模增长所致。

融资融券业务方面,近年来,申万宏源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。截至2020年末,公司融资融券业务余额为837.02亿元,较上年末增长59.32%,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,努力拓展融券券源所致。2020年,公司融资融券实现利息收入

46.01亿元，同比增长28.62%，主要系融资融券业务规模增长所致。

股票质押式回购业务方面，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，持续压降股票质押业务规模，截至2020年末，股票质押业务回购余额为160.12亿元，较上年末下降39.47%。2020年，股票质押利息收入同比下降52.53%，主要系业务规模减少所致。截至2020年末，公司买入返售金融资产减值准备余额为9.89亿元。

表8 公司信用交易类业务情况 单位：亿元、万户

项目	2018年末/2018年	2019年末/2019年	2020年末/2020年
融资融券客户数目	20.51	21.19	21.90
融资融券余额	436.63	525.36	837.02
融资融券利息收入	36.32	35.77	46.01
股票质押业务回购余额	436.83	264.51	160.12
股票质押业务利息收入	28.38	20.96	9.95

注：利息收入为合并报表口径

资料来源：公司提供，联合资信整理

（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。

2020年公司实现机构及交易业务收入75.49亿元，同比增长17.70%，主要系自营业务投资收入增长所致。

自营投资收入是机构服务及交易业务的主要收入来源；2020年，自营投资业务规模及收入均有所增长；公司自营投资业务仍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、金融创新总部和证券投资总部负责具体业务。2020年公司实现投资收益(含公允价值损益)64.12亿元，同比增长21.28%，主要系自营投资权益类产品公允价值变动收益增加及权益法确认的投资收益增加所致。

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。

截至2020年末，证券投资账面价值合计2191.56亿元，较上年末增长37.11%，除资管计划及信托计划外，其他投资品种均有所增长，以债券和其他投资增长为主。从投资结构来看，公司自营投资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；2020年末债券投资规模占比均保持在60%以上。2020年末较上年末大幅增加69.06亿元，2020年末股票投资规模和占比分别为88.03亿元和4.02%。其他主要是可交债、ABS、定向工具、非券商资管产品和私募基金等，2020年末规模和占比均大幅增加，主要系贵金属、非券商资产管理计划及私募基金产品投资规模增加所致，

2020年末规模和占比分别为463.99亿元和21.17%。券商资管产品及信托计划规模及占比逐年下降，2020年末分别为16.97亿元和0.77%，占比很低。理财投资规模及占比很低。截至2020年末，公司投资出现违约的债券已足额计提减值。

随着公司逐渐加大债券投资规模，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/净资本水平呈持续增长趋势，截至2020年末，上述两个指标分别为312.33%和52.90%，均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

表9 公司证券投资情况 单位：亿元、%

项目	2018年末		2019年末		2020年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	820.39	68.31	1029.53	64.41	1349.53	61.58
股票	16.76	1.40	18.97	1.19	88.03	4.02
理财	4.86	0.40	1.91	0.12	8.44	0.39
券商资管产品及信托计划	30.18	2.51	23.48	1.47	16.97	0.77
公募基金	153.40	12.77	229.55	14.36	264.60	12.07
其他	175.45	14.61	294.97	18.45	463.99	21.17
合计	1201.04	100.00	1598.41	100.00	2191.56	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资本	20.28		29.35		52.90	
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	172.09		273.71		312.33	

注：上表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；2018-2020年末上述投资公允价值分别为62.42亿元、65.52亿元和67.02亿元

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

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5000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。2020年，申万研究所继续跻身新财富“最具影响力研究机构”“本土金牌研究团队”榜单前列，为业内唯一连续十八次上榜两个重量级团体奖项的券商。在卖方分析师水晶球奖评选中，申万研究所获得“本土金牌研究团队”第三名，公用事业研究领域连续6年蝉联第一名，银行研究领域获得第一名；在第二届新浪金麒麟最佳分析师评选中，获得最佳研究机构第三名。截至2020年末，申万研究所资产总额为2.16亿元，所有者权益合计为0.79亿元；2020年，申万研究所实现营业收入3.39亿元，净利润0.001亿元。

公司主经纪商服务发展较好。

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；2019—2020末，PB系统的资产规模分别约为1141亿元和2330.66亿元。

基金行政服务方面，2020年，私募资管计划的托管及运营服务只数530只，新增托管及运营服务规模总规模519.08亿份，对应资产净值规模541.66亿元。

席位租赁业务方面，2019—2020年，公司交易单元席位租赁收入分别为4.22亿元和6.92亿元，2020年席位收入同比增长64.18%，市场占有率达4.12%。

（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。2020年，公司实现投资管理业务收入18.84亿元，同比增长15.36%，主要系资管计划投资收入增加所致。

公司资产管理业务具有很强竞争优势，2020年公司按照监管要求持续进行转型，管理

资产规模进一步下降；公司资产管理业务结构仍以定向资管业务为主，2020年末占比有所下降。

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。2020年公司实现资产管理业务手续费净收入12.24亿元，同比下降2.89%，主要系公司资产管理业务围绕专业化改革和主动管理能力提升转型所致。

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，2020年公司资产管理业务获得由中国证券报主办的金牛奖之

“金牛资产管理团队”奖，蝉联了由中国证券报主办的券商资管产品金牛奖之“金牛券商集合资产管理人”奖，并连续两年获得了不动产证券化“前沿奖”。

从管理规模和业务结构来看，截至2020年末，定向管理业务占比为79.52%。从各产品类型来看，2020年末，集合产品和定向产品规模较上年末有所下降，而专项产品规模有所增加。截至2020年末，集合产品规模469.94亿元，定向产品规模为2810.01亿元，专项产品规模为253.73亿元。

截至2020年末，主动管理规模1355.94亿元，较上年末下降22.46%，主要系按照监管要求清理委外投资所致，占比为38.37%，较上年末上升5.69个百分点。

表 10 资产管理业务情况表 单位：亿元、%

项目		2018 年末		2019 年末		2020 年末	
		规模	占比	规模	占比	规模	占比
产品类型	集合	551.21	8.11	486.49	9.09	469.94	13.30
	定向	6075.97	89.42	4654.02	86.97	2810.01	79.52
	专项	167.97	2.47	210.65	3.94	253.73	7.18
管理方式	主动管理	1663.03	24.47	1748.72	32.68	1355.94	38.37
	被动管理	5132.11	75.53	3602.45	67.32	2177.74	61.63
合计		6795.15	100.00	5351.16	100.00	3533.68	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020年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和参股富国基金管理有限公司（以下简称“富国基金”）开展公募基金管理业务。

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，2019年末管理资产规模762亿元，较上年末增长46%。公司旗下申万菱信中证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，量化投资能力在行业中具有较强竞争力。2020年，申万菱信凭借资深投研团队，在有效控制风险前提下业绩表现较好，2020年末管理公募基金规模较上年末增长80.23%。

富国基金积极创新，2019年末公募基金管理规模为3390.59亿元，较上年末增长逾七成，增幅较大。2020年，富国基金秉承着“深入研究、自下而上、尊重个性、长期回报”的投资理念，不断打磨自身投研实力，整体投资业绩表现良好，2020年末管理公募基金规模5879.45亿元，位居行业前列。

私募基金管理业务发展稳定，对公司盈利贡献有限。

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。截至2020年末，申万投资总资产为13.06亿元，所有者权益合计为11.45亿元；2020年，申万投资公司实现营业收入0.84亿元，净利润0.50亿元。

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。同时需关注证券市场环境及政策环境变化对公司发展规划带来的不确定影响。

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，金融科技赋能的综合金融服务商。通过投资形成资产，实现资源资产化；大力提升产品创设、服务和交易能力，实现资产证券化、证券交易化。以投资撬动投行，以投行驱动投资，以产品打通买方和卖方、投资与融资的业务链条，合力实现资金和资产的有效对接。全面转型数字化、深入推进平台化、积极部署智能化，提升金融科技在客户服务、业务创新、经营管理方面的应用水平。以客户为中心，围绕不同类别客户多元化的金融服务需求，提供综合的现代金融服务。

九、 财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年财务报表，2018

—2020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。2018—2020年末，公司合并范围无较大变化，财务数据可比性很强。

截至2020年末，公司合并资产总额4537.33亿元，其中客户资金存款708.74亿元；负债总额3710.00亿元，其中代理买卖证券款900.71亿元；所有者权益合计827.32亿元，其中归属于母公司所有者权益811.52亿元；母公司口径净资产660.54亿元。2020年，公司实现营业收入205.53亿元，利润总额94.83亿元，净利润79.57亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润78.52亿元；经营活动产生的现金流量净额-140.25亿元，期末现金及现金等价物净增加额212.85亿元。

2. 资金来源与流动性

2020年末公司负债总额及债务规模进一步增长，杠杆水平上升，处于较高水平。公司债务结构以短期债务为主，面临一定短期流动性压力。

截至2020年末，公司负债规模3710.00亿元，较上年末增长34.36%，主要系随着业务规模的进一步开展，公司融资规模增加所致。公司负债由主要由应付短期融资款（占为10.92%）、卖出回购金融资产款（占比为27.66%）、代理买卖证券款（占比为24.28%）和应付债券（占比为25.12%）构成。

表 11 公司负债情况 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
负债总额	2544.94	2761.28	3710.00
其中：卖出回购金融资产款	787.93	834.37	1026.33
代理买卖证券款	564.33	718.79	900.71
应付债券	696.63	667.80	932.10
应付短期融资款	135.68	170.65	405.05
拆入资金	116.94	109.51	44.30
自有负债	1864.32	1929.70	2693.13
全部债务	1820.08	1853.02	2558.02
其中：短期债务	1073.44	1135.21	1575.89
长期债务	746.64	717.81	982.12
自有资产负债率	73.15	71.38	76.50

净资产/负债（母公司口径）	31.54	29.86	25.62
净资产/负债（母公司口径）	33.68	37.05	29.63

资料来源：公司财务报表和监管报表，联合资信整理

截至 2020 年末，应付短期融资款规模 405.05 亿元，较上年末增长 137.36%，主要系发行的短期融资券和收益凭证规模增加所致。

截至 2020 年末，公司卖出回购金融资产款 1026.33 亿元，较上年末增长 23.01%，主要是债券质押式卖出回购业务和质押式报价回购业务规模增加所致，其中债券质押式回购规模占比 89.76%。

截至 2020 年末，应付债券规模为 932.10 亿元，较上年末增长 39.58%，主要系新增发行债券大于偿还债券规模所致。

截至 2020 年末，拆入资金 44.30 亿元，较上年末大幅下降 59.55%，主要系银行拆入资金规模减少所致。

从负债水平来看，截至 2020 年末，公司自有资产负债率为 76.50%，较上年末上升 7.17 个百分点，处于较高水平。

截至 2020 年末，全部债务规模为 2558.02 亿元，较上年末增长 38.05%。公司债务结构以短期债务为主，2019—2020 年末短期债务占比分别为 61.26%和 61.61%。

从有息债务期限结构来看，公司 1 年内偿还债务规模占比 67.44%，规模较大，需进行较好的流动性管理。

表 12 截至 2020 年末公司有息债务偿还期限结构

单位：亿元、%

到期日	金额	占比
1 年内	1692.30	67.44
1 年至 5 年	816.63	32.54
5 年以上	0.40	0.02
合计	2509.33	100.00

注：上表债务按照未折现的合同现金流统计

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020年末公司资产总额进一步增长，以自有资产为主，优质流动资产占比较高，公司资产流动性较好。

截至 2020 年末，公司资产总额 4537.33 亿元，较上年末增长 28.35%，主要系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的综合作用所致。截至 2020 年末，自有资产 3520.46 亿元，较上年末增长 30.22%，占总资产比重为 77.59%，较上年末上升 1.11 个百分点。截至 2020 年末，公司资产以货币资金（占比为 20.16%）、融出资金（占比为 16.36%）、交易性金融资产（占比为 32.94%）、买入返售金融资产（占比为 5.87%）和其他债权投资（占比为 12.62%）为主。根据风控指标监管报表数据，截至 2020 年末，公司优质流动性资产 662.22 亿元，较上年末增长 45.11%，在总资产中占比为 17.52%，公司资产流动性处于较好水平。

表 13 公司资产情况表 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额	3229.19	3535.06	4537.33
其中：自有货币资金	250.99	168.04	205.81
融出资金	441.48	530.48	742.12
买入返售金融资产	661.94	390.96	266.19
交易性金融资产	875.08	1053.64	1494.66
其他债权投资	224.37	440.29	572.83
自有资产	2548.56	2703.49	3520.46
自有资产/资产总额	78.92	76.48	77.59
优质流动性资产	543.46	456.37	662.22

优质流动资产/总资产	21.97	17.52	19.81
------------	-------	-------	-------

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，联合资信整理

截至 2020 年末，自有货币资金规模为 205.81 亿元，较上年末增长 22.47%，货币资金主要为人民币存款。

截至 2020 年末，公司融出资金 742.12 亿元，较上年末增长 39.90%，主要是融资融券业务规模随着市场行情回暖而增长所致。

截至 2020 年末，公司交易性金融资产 1494.66 亿元，较上年末增长 41.86%，其中债券 878.31 亿元（占比 58.76%）、公募基金 264.60 亿元（占比 17.70%）。公司持有交易性金融资产中 570.08 亿元用于卖出回购业务和债券借贷业务设定质押，占所投资债券比重的 64.91%。

截至 2020 年末，公司买入返售金融资产账面净额 266.19 亿元，较上年末下降 31.91%，其中股票质押式回购业务余额 160.12 亿元，债券质押式回购业务余额 115.44 亿元。截至 2020 年末，买入返售金融资产减值准备余额为 9.89 亿元。

截至 2020 年末，其他债权规模为 572.83 亿元，较上年末增长 30.10%，其他债权投资科目中 226.65 亿元债券投资用于卖出回购业务设定质押，118.17 亿元债券投资为债券借贷业务设定质押，质押规模合计 344.82 亿元，占比为 60.20%，占比较高；2020 年末，其他债权投资计提减值准备余额 2.89 亿元。

3. 资本充足性

2020 年受利润留存增加影响，公司所有者权益规模有所增长，权益结构较为稳定；2020 年公司发行次级债补充净资本，净资本规模有所增长，各项风险控制指标均符合监管要求，

整体资本充足性良好。

截至 2020 年末，所有者权益合计 827.32 亿元，较上年末增长 6.92%，主要系利润留存和一般风险准备增加所致；其中实收资本 470.00 亿元、未分配利润 187.05 亿元和一般风险准备 91.87 亿元，分别占归属于母公司所有者权益比重分别为 57.92%、23.05%和 11.32%，公司所有者权益中未分配利润占比略高，所有者权益稳定性一般。2020 年，公司分配上年利润 20.00 亿元，在当年净利润占比为 25.14%，利润分配力度一般。

2020 年，公司通过发行次级债券及利润留存的等途径补充资本。截至 2020 年末，净资本为 660.54 亿元，较上年末增长 16.36%，主要系公司新增发行次级债券补充附属净资本所致，其中核心净资本 576.54 亿元，较上年末增长 5.85%；附属净资本 84.00 亿元，较上年末大幅增加 61.00 亿元。

从主要风控指标来看，截至 2020 年末，公司母公司口径的净资本/净资产指标为 86.47%，较上年末上升 5.87 个百分点；资本杠杆率指标由 2019 年末的 20.08%下降至 16.06%，主要系投资规模增长导致表内外资产总额大幅增加所致；各项风险资本准备之和较上年末大幅增长 45.87%；受各项风险资本准备之和增幅高于净资本增幅影响，风险覆盖率指标下降至 163.70%，公司以净资本为核心的风险控制指标均远高于行业监管标准。2021 年 1 月，股东对公司进行增资，公司实收资本增加 50.00 亿元，资本实力进一步增强。

表 14 公司风险控制指标情况表 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	监管标准	预警指标
核心净资本	476.54	544.68	576.54	--	--
附属净资本	107.20	23.00	84.00	--	--
净资本	583.74	567.68	660.54	--	--
净资产	623.31	704.34	763.86	--	--
各项风险资本准备之和	245.48	276.61	403.50	--	--

风险覆盖率	237.80	205.23	163.70	≥100	≥120
资本杠杆率	18.92	20.08	16.06	≥8	≥9.6
净资本/净资产	93.65	80.60	86.47	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

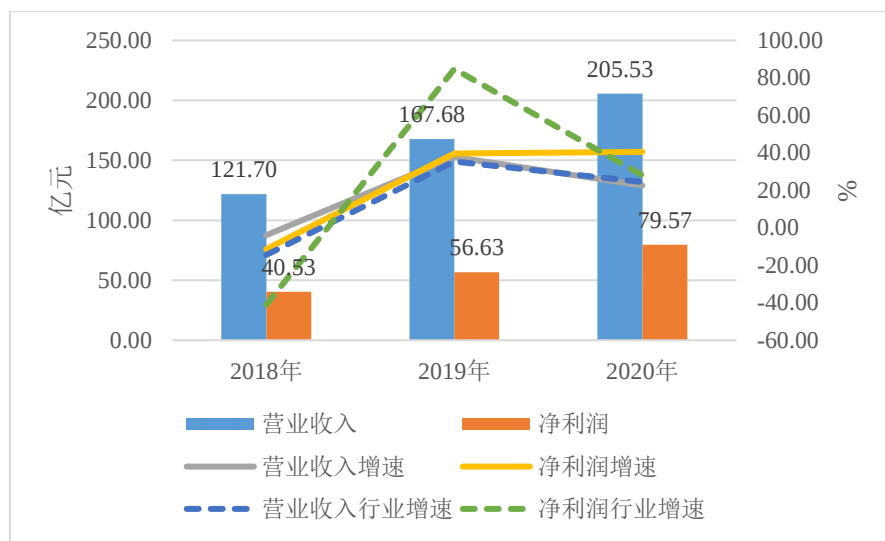
4. 盈利能力

2020 年公司营业收入及净利润规模同比大幅增长，整体盈利能力很强。

2020 年公司实现营业收入 205.53 亿元，同比大幅增长 22.57%，主要系经纪业务手续费及

佣金净收入增长、融出资金和债权投资实现的利息收入增长及投资的衍生金融工具公允价值变动损益增长所致，2020 年公司营业收入增幅略低于行业平均水平。

图 5 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，联合资信整理

从营业支出来看，2020 年，公司营业支出 110.32 亿元，同比增长 10.15%，主要是职工薪酬增加所致。从构成来看，2020 年，公司营业支出中业务及管理费占 75.82%，较上年上升 1.57 个百分点。2019—2020 年，公司的营业费用率分别为 44.35%和 40.69%，公司费用控制能力持续增强。

从盈利指标来看，综合以上收入和成本费用因素，2020 年，公司实现利润总额 94.83 亿

元，净利润 79.57 亿元，同比分别增长 40.92%和 40.51%，2020 年，公司净利润增幅高于行业平均水平。2019—2020 年，公司营业利润率分别为 40.27%和 46.33%，2020 年较上年上升 6.05 个百分点；2020 年公司自有资产收益率和净资产收益率分别为 2.56%和 9.94%，盈利能力很强且具有较好的盈利稳定性；2019 年，公司净资产收益率排名为第 13 名，在行业内竞争力很强。

表 15 公司盈利指标 单位：%、名

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业费用率	53.43	44.35	40.69
薪酬收入比	39.41	33.62	31.44
营业利润率	40.49	40.27	46.33
自有资产收益率	1.75	2.16	2.56
净资产收益率	6.47	7.77	9.94

净资产收益率排名	3	13	/
----------	---	----	---

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

同行业对比来看，与类似规模证券公司相比，公司表现出良好的经营能力，其中公司盈利

能力、盈利稳定性好于平均值，费用控制能力与平均值基本持平。

表 16 截至 2020 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	营业利润率	营业费用率	盈利稳定性
平安证券	9.48	28.86	35.39	25.78
华泰证券	8.43	42.94	48.23	28.33
中国银河证券	9.50	38.65	32.92	34.28
平均值	9.14	36.81	38.85	29.47
申万宏源	9.94	46.33	40.69	26.67

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2020 年末，公司无对外担保。

截至报告出具日，公司作为被告的涉诉案件如下：2019 年 10 月 24 日，公司与苏州中来光伏新材股份有限公司（以下简称“中来光伏”）、泓盛资产管理（深圳）有限公司（以下简称“泓盛资产”）签订《泓盛腾龙 4 号私募证券投资基金基金合同》。其中，中来光伏为基金委托人，泓盛资产为基金管理人，公司为基金托管人。其后，该私募基金产生投资亏损，中来光伏认为公司未尽托管人的相应义务，向上海仲裁委员会申请仲裁，仲裁标的本金 5000 万元，要求公司作为托管人对泓盛资产的赔偿义务承担连带责任。截至目前该案件尚未裁决，上述诉讼事项对公司业务经营、财务状况及偿债能力无重大影响。

十、存续债券偿还能力分析

截至2020年末，公司存续债券的短期债券偿还压力较小，加之公司股东背景很强，经营竞争力强等因素，公司对存续债券待偿本金的偿还能力极强。

截至2020年末，公司存续债券余额共1036.00亿元。其中一年内到期的债券余额为303.00亿元，未来待偿债券本金峰值为367.00亿元。截至2020年底，公司优质流动性资产规模为

662.22亿元；2020年EBITDA为174.90亿元，优质流动性资产/一年内到期债券余额为2.19倍，EBITDA/未来待偿债券本金峰值为0.48倍，公司对偿还债券保障能力很强，短期债券偿还压力较小。

表17 存续债券偿付能力指标 单位：倍

项 目	2020 年
一年内到期债券余额	303.00
未来待偿债券本金峰值	367.00
优质流动性资产/一年内到期债券余额	2.19
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.48

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十一、结论

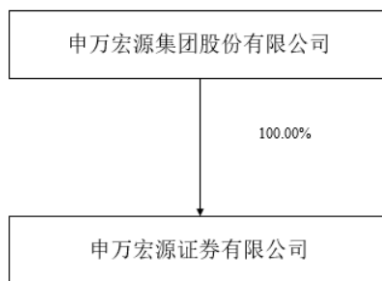
公司为全国大型综合性主流证券公司之一，行业地位显著。2020 年公司营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队。2020 年，公司营业收入及净利润同比大幅增长，盈利能力仍保持很强，营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队。截至 2020 年末，公司资本充足性良好，资产流动性较好。另外，2021 年 1 月，股东对公司增加注册资本 50.00 亿元，公司资本实力进一步增强。

同时，联合资信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，公司整体竞争力有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。

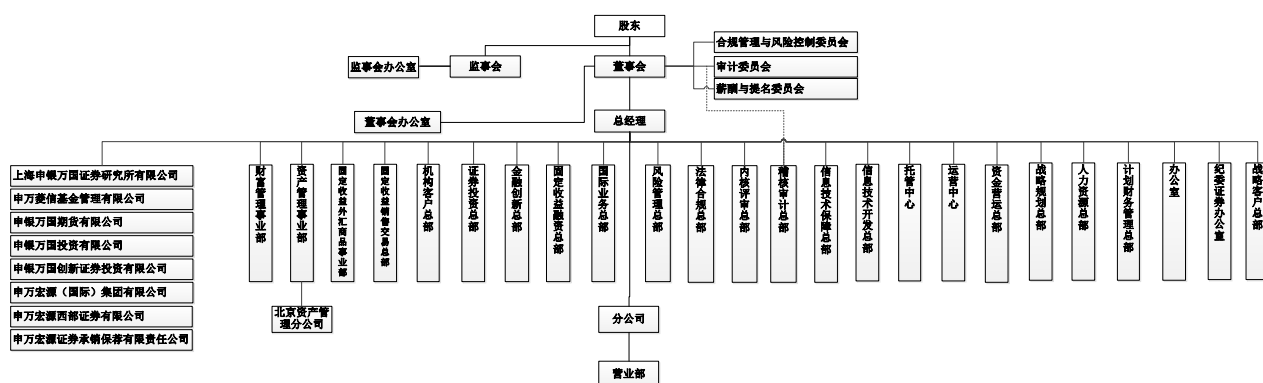
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20申证06”“20申证08”“20申证09”“20申证10”“20申证12”“21申证C1”“21申证C2”的债项信用等级为AAA，评级展望为稳定。维持“20申证13”债项信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末申万宏源证券有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年末申万宏源证券有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
自有资产（亿元）	2548.56	2703.49	3520.46
自有负债（亿元）	1864.32	1929.70	2693.13
所有者权益（亿元）	684.25	773.79	827.32
优质流动资产/总资产（%）	21.97	17.52	19.81
自有资产负债率（%）	73.15	71.38	76.50
营业收入（亿元）	121.70	167.68	205.53
利润总额（亿元）	49.15	67.30	94.83
营业利润率（%）	40.49	40.27	46.33
营业费用率（%）	53.43	44.35	40.69
薪酬收入比（%）	39.41	33.62	31.44
自有资产收益率（%）	1.75	2.16	2.56
净资产收益率（%）	6.47	7.77	9.94
盈利稳定性（%）	11.46	12.82	26.67
净资本（亿元）	583.74	567.68	660.54
风险覆盖率（%）	237.80	205.23	163.70
资本杠杆率（%）	18.92	20.08	16.06
流动性覆盖率（%）	333.57	232.15	205.07
净稳定资金率（%）	130.22	142.06	133.71
信用业务杠杆率（%）	128.36	102.74	109.06
短期债务（亿元）	1073.44	1135.21	1575.89
长期债务（亿元）	746.64	717.81	982.12
全部债务（亿元）	1820.08	1853.02	2558.02

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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: 短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+融入资金+交易性金融负债+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

全部债务=短期债务+长期债务

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。