

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《申万宏源证券有限公司 2020 年度第四期短期融资券（债券通）信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年四月二十日



信用等级公告

联合〔2020〕938号

联合资信评估有限公司通过对申万宏源证券有限公司及其拟发行的 2020 年度第四期短期融资券的信用状况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，申万宏源证券有限公司 2020 年度第四期短期融资券（债券通）（人民币 30 亿元）信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年四月二十日



申万宏源证券有限公司

2020 年度第四期短期融资券（债券通）信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级 AAA

评级展望 稳定

短期融资券信用等级 A-1

评级时间：2020 年 4 月 20 日

主要数据

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额(亿元)	2815.70	3229.19	3535.06
自有资产(亿元)	2217.41	2664.85	2816.27
自有负债(亿元)	1649.18	1980.61	2042.49
总债务(亿元)	1462.00	1820.08	1853.02
股东权益(亿元)	568.23	684.25	773.79
*净资产(亿元)	510.71	583.74	561.48
*净资产(亿元)	498.11	623.31	704.34
自有资产负债率(%)	74.37	74.32	72.52
*净资产/净资产(%)	102.53	93.65	79.72
*净资产/负债(%)	34.39	31.54	29.54
*净资产/负债(%)	33.54	33.68	37.05
*风险覆盖率(%)	215.06	237.80	212.16
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入(亿元)	126.69	121.70	167.68
净利润(亿元)	45.74	40.53	56.63
EBITDA(亿元)	117.80	124.77	140.81
营业费用率(%)	50.80	53.43	44.35
平均自有资产收益率(%)	2.29	1.66	2.07
平均净资产收益率(%)	8.34	6.47	7.77
总债务/EBITDA(倍)	12.41	14.59	13.16
EBITDA 利息倍数(倍)	2.03	1.71	2.07

注：标*号指标为母公司核算口径

数据来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

分析师

寇妙融 余 淼 刘彦良



电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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）

评级观点

基于对申万宏源证券有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信评估有限公司确定申万宏源证券有限公司拟发行的2020年度第四期短期融资券（债券通）（人民币30亿元）信用等级为A-1。该结论表明公司本期短期融资券还本付息能力最强，安全性最高。

优势

1. 公司业务牌照齐全，主要经营指标近年来均居于行业前列，具有较强的品牌优势，且能通过旗下子公司不断完善业务品种，综合竞争实力强。
2. 公司融资渠道较为畅通，且股东不断增资，资本保持充足水平，资产流动性较好，整体现金流状况较好。
3. 公司实际控制人为中央汇金投资有限责任公司，股东综合实力极强，对其经营发展及资本补充均能有较好的支撑作用。

关注

1. 公司主营业务与证券市场关联度高，受经济环境、证券市场波动及监管政策等因素影响较大，未来盈利的稳定性仍需关注。
2. 公司债务规模持续上升，财务杠杆处于较高水平，且短期负债占比相对较高，需关注公司偿债能力及流动性水平的变化情况。

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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

申万宏源证券有限公司

2020 年度第四期短期融资券（债券通）信用评级报告

一、主体概况

申万宏源证券有限公司（以下简称“公司”）成立于 2015 年 1 月，是由原申银万国证券股份有限公司（以下简称“申银万国”）以换股方式吸收合并原宏源证券股份有限公司（以下简称“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）合并设立。成立以来，公司数次实施增资扩股，分别于 2018 年和 2019 年增加注册资本 100.00 亿元及 40.00 亿元。截至 2019 年末，公司注册资本 470.00 亿元。申万宏源集团股份有限公司（以下简称“申万宏源集团”）为公司控股股东，持有公司 100% 股份，中央汇金投资有限责任公司为公司实际控制人。公司股权结构图见附录 1。

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（限国债、非金融企业债务融资工具、政策性银行金融债、企业债承销），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，国家有关管理机构批准的其他业务。

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；公司在职工 12373 人（含经纪人 3246 人）；公司共有 8 家一级子公司，分别为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”）、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（以下简称“申万宏源承销保荐公司”）和申万宏源西部证券有限公司（以下简称“申万宏源西部证券”）。

截至 2019 年末，公司资产总额 3535.06 亿元，其中客户资金存款 588.03 亿元；负债总额 2761.28 亿元，其中代理买卖证券款 718.79 亿元；所有者权益 773.79 亿元，其中股本为 470.00 亿元。2019 年，公司实现营业收入 167.68 亿元，净利润 56.63 亿元。

公司注册地址：上海市徐汇区长乐路 989 号 45 层。

公司法定代表人：杨玉成。

二、本期债券概况

1. 本期债券条款

经中国人民银行批准，公司将在最高发行余额额度有效期内发行待偿还余额不超过 298 亿元的短期融资券。公司于 2020 年 3 月 5 日、2020 年 3 月 26 日和 2020 年 4 月 10 日分别发行 2020 年度第一期、第二期和第三期短期融资券，金额共计 130.00 亿元，目前尚在存续期；本期短期融资券拟发行人民币 30.00 亿元，债券期限不超过 91 天，具体发行条款以发行人与承销商共同确定并经主管部门审批通过的内容为准。

2. 本期债券募集资金用途

短期融资券所募集资金主要用于满足公司流动性需求，补充公司流动性资金及相关法律法规未禁止的其他短期资金用途。

三、发行人长期信用分析

截至 2019 年末，申万宏源集团持有公司 100.00%的股权，为公司的控股股东；中央汇金为公司的实际控制人。

申万宏源集团前身为申银万国。申银万国系原上海申银证券有限公司与原上海万国证券公司合并组建的证券公司，于 1996 年在上海成立。2015 年 1 月，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。同时，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”，在深圳证券交易所上市。2019 年 4 月，申万宏源集团发行的境外上市外资股（H 股）25.04 亿股在香港联交所主板挂牌并上市交易，注册资本增至人民币 250.40 亿元。申万宏源集团由中央汇金实际控制，能够在资金、品牌、客户、渠

道等方面给予公司较大的支持。截至 2019 年末，合并口径下申万宏源集团资产总额 3885.37 亿元，所有者权益 848.31 亿元；2019 年实现营业收入 245.93 亿元，净利润 58.03 亿元。

近年来，公司搭建了较为完整的公司治理架构，公司治理机制运行良好，内部控制制度逐步完善，能够较好地支撑各项业务的发展。

公司制定了符合自身特点的战略发展规划，明确了公司发展的战略目标，并对各业务板块制定了详细的实施方案。近年来，公司主要营业指标均处于行业前列，具有很强的同业竞争力。

公司主要业务板块包括企业金融、个人金融、机构服务及交易、投资管理四个板块。在收入实现方面，受证券市场波动及监管政策变动等因素影响，申万宏源证券收入实现及收入结构呈现一定变化，各业务板块对公司营业收入的贡献情况见表 1。

表 1 公司营业收入构成

单位：亿元、%

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
企业金融	22.21	17.53	14.42	11.85	17.16	10.23
其中：投资银行	14.30	11.29	9.45	7.76	12.53	7.47
本金投资	7.91	6.24	4.97	4.09	4.63	2.76
个人金融	73.79	58.25	62.87	51.66	70.05	41.78
机构服务及交易	16.57	13.08	30.30	24.90	64.14	38.25
投资管理	14.11	11.14	14.11	11.59	16.33	9.74
营业收入合计	126.69	100.00	121.70	100.00	167.68	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

公司的个人金融业务主要包括证券期货经纪业务、信用交易业务等。其中，证券期货经纪业务主要涵盖证券经纪、期货经纪、金融产品销售等业务；信用交易业务主要涵盖融资融券、股票质押式回购等业务。

公司的证券期货经纪业务资格齐全，主要包括向客户提供股票、基金、期货等代理交易买卖业务。得益于覆盖广泛的渠道网络及庞大的客户群体，公司证券经纪业务在行业中具有较强的竞争优势。在网点设置方面，近年来，公司立足于长三角及新疆地区市场，在全国范

围内建立了强大的服务网络。截至 2019 年末，公司下设证券分公司 41 家、证券营业部 311 家，分布于全国 29 个省、自治区和直辖市，其中上海地区营业部 61 家，新疆地区营业部 44 家。近年来，公司证券经纪业务把握市场机遇，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、布局风口业务等举措，不断加大客户的资产引进及盘活力度，加快推进财富管理转型，取得了良好成效。此外，公司大力发展金融产品销售业务，满足客户的多元化需求，有效拓展传统经纪业

务的收入来源。2019 年，公司自行开发金融产品销售规模 638.99 亿元，代理销售金融产品规模 465.94 亿元。

公司证券经纪业务收入主要来自代理买卖证券、基金业务，与证券市场活跃度的相关性较强。2017—2018 年，随着“一人多户”政策的放开及互联网证券的发展，证券行业竞争进一步加剧，行业佣金率水平不断下滑；受制于证券市场行情低迷，公司股票、基金交易额下降等因素，证券经纪业务手续费及佣金净收入有所下滑。2019 年以来，得益于证券市场行情的回暖，整体交易活跃度有所上升，公司股票、基金交易额较快增长，证券经纪业务手续费及佣金净收入随之有所增长。

公司的期货经纪业务主要通过其控股子公司申万期货开展。申万期货的前身为天意期货经纪有限公司，注册地为上海；成立以来，经过多次增资扩股及股权转让，2019 年末，申万期货注册资本增至 11.19 亿元。近年来，申万期货抓住期货新品种上市、股指期货松绑等契机，以“巩固期货经纪业务基础、提高业务收入贡献”为抓手，持续推进期货衍生品业务发展及业务结构、客户结构、收入结构的转型，公司期货 IB 业务稳步发展。截至 2019 年末，合并口径下申万期货资产总额 141.91 亿元，所有者权益 25.66 亿元；2019 年实现营业收入 23.67 亿元，净利润 1.87 亿元。得益于在合规经营、创新发展、服务实体经济等方面的优良表现，2017—2019 年，申万期货连续被评为中国证监会期货公司分类最高评级 AA 级，行业地位和品牌知名度不断提升。

近年来，公司证券期货经纪业务净收入整体呈现一定波动，2017—2019 年实现净收入分别为 44.01 亿元、31.46 亿元和 36.97 亿元，占当年营业收入的比重分别为 34.74%、25.85%和 22.05%，对营业收入的贡献度逐年下降。

近年来，公司融资融券业务规模受市场行情变化呈现一定波动。2017—2018 年，面对证券市场相对低迷、监管政策趋严、同业利率

竞争日益激烈等的市场环境，公司创设与开发资券融通创新产品、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，融资融券业务余额及收入均有所下滑。2019 年以来，随着融资融券业务取消最低维持担保比例的统一限制及标的股票扩容等利好政策的出台，公司充分利用“科创板+融资融券”业务的契机，积极捕捉市场风口，努力拓展融券券源，大力引进量化私募团队，加快推进客户的机构化转型，融资融券业务规模有所增长；但同业竞争加剧导致融资利率持续下行，公司融资融券业务利息收入有所下降。截至 2019 年末，公司融资融券业务余额 525.36 亿元，其中融资业务余额 518.52 亿元，融券业务余额 6.84 亿元。2017—2019 年，公司实现融资融券业务利息收入分别为 40.64 亿元、36.32 亿元和 35.77 亿元，占当年营业收入的比重分别为 32.08%、29.84%和 21.33%，对营业收入的贡献度呈下降趋势（见表 2）。

表 2 公司融资融券业务发展情况 单位：万人、亿元

	2017 年	2018 年	2019 年
融资融券客户数	20.14	20.51	21.19
融资融券余额	559.75	436.63	525.36
融资融券利息收入	40.64	36.32	35.77

数据来源：公司年度报告及提供资料，联合资信整理

股票质押式回购业务方面，2018 年以来，受资本市场黑天鹅事件频发影响，股票质押业务风险大规模暴露。2019 年，证券市场参与各方愈发重视股票质押风险防范，股票质押业务市场规模保持下降态势；在此背景下，公司通过优化业务制度、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，进一步加强项目风险管理，股票质押式回购业务规模明显下降。截至 2019 年末，公司股票质押式回购业务余额 264.51 亿元。2017—2019 年，公司实现股票质押式回购业务利息收入分别为 10.23 亿元、28.38 亿元和 20.96 亿元，占当年营业收入的比重分别为 8.07%、23.32%和 12.50%（见表 3）。

表3 公司股票质押业务发展情况 单位：亿元

	2017年	2018年	2019年
股票质押式回购业务余额	322.93	436.83	264.51
股票质押回购利息收入	10.23	28.38	20.96

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2018年以来，公司对融资融券业务以预期信用损失为基础计提损失准备，在每个资产负债表日通过逐笔评估信用业务的信用风险，将信用减值划分为三个阶段。根据信用业务的逾期天数、维持担保比例或履约保障比例认定信用风险的变化情况，同时，根据资产的风险特征和数据情况，采用违约概率/违约损失率方法、损失率方法等计量预期信用损失。截至2019年末，公司针对买入返售金融资产和融出资金分别计提减值准备7.89亿元和1.80亿元，计提比例分别为1.98%和0.34%。

截至2019年末，公司融资融券业务未发生大面积平仓事件和重大投诉纠纷事件；公司部分股票质押式回购业务出现违约，标的证券主要包括中信国安葡萄酒业股份有限公司（股票代码：600084.SH）、东方时代网络传媒股份有限公司（股票代码：002175.SZ）和福州达华智能科技股份有限公司（股票代码：002512.SZ）等。公司密切关注事态进展，积极研究制定应对方案，针对部分违约事件，公司已向法院提起诉讼，并持续跟进后续进展。联合资信将持续关注上述事件的后续处置情况及相关资产信用风险上升导致计提减值准备增加对盈利水平带来的不利影响。

公司的企业金融业务主要包括投资银行业务和本金投资业务等。其中，投资银行业务主要涵盖股权融资、债权融资、财务顾问等业务；本金投资业务主要涵盖股权投资、债权投资、其他投资等业务。

公司的投资银行业务主要通过公司本部和全资子公司申万宏源承销保荐公司开展。申万宏源承销保荐公司成立于2015年1月，注册地

位于乌鲁木齐市，注册资本为人民币10.00亿元。截至2019年末，申万宏源承销保荐公司资产总额18.98亿元，所有者权益15.63亿元；2019年实现营业收入6.45亿元，净利润1.71亿元。

近年来，公司投资银行业务致力于为企业客户提供一站式综合金融服务，客户包括大型央企以及中小企业。此外，在政策支持直接融资的背景下，公司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，全力参与科创板体系建设，把握基于产业逻辑的并购重组机会，布局固定收益融资全品种业务，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。

近年来，公司债券承销数量及金额持续上升，股权承销数量及金额有所波动。2017—2018年，由于股票二级市场行情低迷及监管部门加强对IPO发行的审核，证券行业股票承销业务受到较大影响，公司股权承销的数量和金额均大幅降低，进而导致相关收入显著下降。2019年以来，得益于证券市场的回暖及科创板相关利好政策的推动，公司股权承销的数量及金额均有所提升，使其营业收入大幅增长。2019年，公司完成IPO项目3单、再融资项目10单，股权承销金额合计138.79亿元（见表4）。债券承销业务方面，近年来，得益于债券市场的较快发展及强大的人才队伍建设，公司债券承销数量及金额均呈上升趋势，营业收入随之大幅提升。2019年，公司完成债券承销项目701单，承销金额合计1549.04亿元。近年来，公司投资银行业务实现收入有所波动，2017—2019年实现投资银行业务净收入分别为13.92亿元、8.93亿元和12.22亿元，占当年营业收入的比重分别为10.99%、7.34%和7.29%，对营业收入的贡献度逐年下滑。根据中国证券业协会公布的数据，2018年，公司股票主承销佣金收入及债券主承销佣金收入在行业中的排名分别为第36位和第20位（2019年排名尚未披露）。

表 4 公司证券承销业务统计

单位：个、亿元

项 目	2017 年		2018 年		2019 年	
	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额
股权融资	25	217.21	4	129.04	13	138.79
其中：IPO	13	55.22	0	0.00	3	31.34
再融资	12	161.99	4	129.04	10	107.45
债券承销	101	448.81	419	1007.10	701	1549.04

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

新三板业务方面，受制于新三板市场不景气，公司推荐挂牌项目及其业务收入均呈下降趋势。2019 年，公司推荐新三板挂牌项目 7 单，财务顾问项目 4 单。截至 2019 年末，公司累计推荐挂牌数量、定向发行家次、持续督导企业家数均排名行业第一。

公司的本金投资业务为通过各类金融工具参与非上市公司的股权投资和债权投资，由其全资子公司申万创新投公司申万投资公司开展。申万创新投公司成立于 2013 年 5 月，注册地位于深圳市，注册资本为人民币 20.00 亿元。截至 2019 年末，合并口径下申万创新投公司资产总额 22.07 亿元，所有者权益 21.97 亿元；2019 年实现营业收入 0.69 亿元，发生净亏损 1.20 亿元。申万投资公司成立于 2009 年 4 月，注册地位于上海市，注册资本为人民币 5.00 亿元。截至 2019 年末，合并口径下申万投资公司资产总额 7.91 亿元，所有者权益 6.07 亿元；2019 年实现营业收入 0.52 亿元，净利润 0.21 亿元。

近年来，公司积极推动本金投资业务与投资银行、资产管理等业务部门的协作，共享客户资源，共同开发优质投资标的。申万创新投不断深化产业布局调整，重点服务于一、二级市场私募基金及“科创板跟投”等业务，2019 年完成了“安集科技科创板跟投”项目，取得了较好投资收益；同时申万投资着力加强与大型集团上市公司及地方政府等机构的合作力度，投资业务稳步发展。近年来，在股权投资市场相对低迷的背景下，公司提高了本金投资项目的审核门槛，相关业务收入有所下降。截至 2019 年末，公司本金投资业务（不含联营和合营企业投资）规模 15.30 亿元；联营和合营企业投资

规模 12.28 亿元。2017—2019 年，公司本金投资业务实现收入分别为 7.91 亿元、4.97 亿元和 4.63 亿元，占营业收入的比重分别为 6.24%、4.09%和 2.76%，贡献度呈逐年下降趋势。

公司机构服务及交易业务主要包括为专业投资权益挂钩证券交易机构提供主经纪商服务与研究咨询等服务，以及进行二级市场上的固定收益类、权益类、权益挂钩证券类投资与资产交易，并以此为基础为机构客户提供销售、交易、对冲和场外衍生品服务。

公司主经纪商业务涵盖交易席位租赁、PB 系统及基金行政服务。近年来，公司持续推动机构客户综合金融服务，致力于打造机构业务全业务链。交易席位租赁业务方面，2019 年，公司向非证券交易所会员单位出租交易单元，实现席位租赁收入 4.22 亿元，市场占有率 4.2034%，保持行业第一梯队领先优势；PB 系统业务方面，公司通过完善 PB 交易系统拓展机构类经纪业务，以实现全市场、全品种覆盖，2019 年末 PB 系统客户已达 487 家，资产规模 1141 亿元；基金行政服务方面，公司基金运营外包服务通过 ISAE3402 国际鉴证，并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。

公司主要通过控股子公司申万研究所开展研究咨询业务。申万研究所创建于 1992 年，拥有强大的证券研究服务团队，主要以中国上市公司为重点，开展涵盖宏观经济、行业公司、股票债券及衍生品投资策略、指数与产品设计、制度与发展等综合领域。近年来，申万研究所围绕“专业化、国际化、平台化”的战略方向，

以“研究搭台、联合展业”为抓手，协同总公司举办精品会议；加大国际化研究投入，培育海外研究特色，增加海外路演服务和海外联合调研；着力市场专题研究，跨行业跨领域协同发力，打造产业链一体化优势；聚焦提升研究报告质量，布局智能研究，提升研究质量，扩大申万指数市场影响力。

公司证券投资及交易业务主要包括固定收益类投资、权益类投资和衍生品投资等。近年来，公司坚持价值投资理念，通过加强对自有资金的配置管理，提高投资管理能力追求自有资金投资的绝对收益。公司投资资产以固定收益类投资为主，此外适度配置权益类投资资产。

2017年，面对较为低迷的市场环境、日益趋严的监管环境，公司按照“控风险、推转型、抓布局、促协同”的思路，稳步推进投资交易体系转型，把握市场机会实现了稳定的业绩回报。2018年，伴随着股票市场持续走低，公司股票投资规模明显下降，固定收益类证券和基金等投资规模保持上升。2019年，公司根据证券市场行情波动情况，把握市场投资机会，固定收益类证券等投资规模上升；权益类销售及交易业务持续推进传统自营向综合交易、协同服务的战略目标转型，通过优化大类资产配置，加强产品创设，面向客户提供综合金融服务，整体盈利水平稳步提高。

截至2019年末，公司母公司口径自营权益类证券及证券衍生品/净资本为29.67%，自营非

权益类证券及其衍生品/净资本为277.43%，均优于监管标准，投资结构较为均衡。

从会计科目划分看，由于公司2018年实施IFRS9会计准则，投资资产科目有所调整，主要划分至为交易性金融资产和其他债权投资项下，另有少量的非交易性权益工具、债权投资、长期股权投资、投资性房地产及衍生金融资产。近年来，公司投资资产规模持续增长。截至2019年末，公司投资资产余额1614.99亿元，其中交易性金融资产占65.24%，其他债权投资占27.26%（见表5）。从投资标的来看，公司投资资产主要投向债券和基金投资。债券投资标准方面，公司主要选择外部评级较高的地方政府债、公司债、中期票据等。截至2019年末，公司债券投资余额1029.55亿元，占投资资产的63.75%；基金投资余额229.55亿元，占投资资产的14.21%；其他主要包括公司投资的定向工具、可交换债、ABS（含ABN）、信托及资产管理计划等。此外，之前年度股市发生异常波动的过程中，公司与其他若干家证券公司投资于中国证券金融股份有限公司（以下简称“证金公司”）设立的专户投资。该专户由公司与其他投资该专户的证券公司按投资比例分担投资风险、分享投资收益，由证金公司进行统一运作与投资管理。截至2019年末，公司根据证金公司提供的资产报告确定上述投资的期末公允价值为65.53亿元，将其在财务报表非交易性权益工具科目下列示。

表5 公司投资资产结构

单位：亿元、%

项目	2017年末		2018年末		2019年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
债券	565.43	64.01	820.39	67.62	1029.55	63.75
基金	66.49	7.53	153.40	12.64	229.55	14.21
股票	71.25	8.07	16.76	1.38	18.97	1.17
银行理财产品	17.54	1.99	4.86	0.40	1.91	0.12
资产管理计划与信托计划等	66.14	7.49	31.89	2.63	27.32	1.69
非交易性权益工具	70.90	8.03	91.06	7.51	94.35	5.84
长期股权投资	11.17	1.26	10.00	0.82	12.28	0.76
投资性房地产	0.63	0.07	0.45	0.04	0.44	0.03
衍生金融资产	0.07	0.01	0.48	0.04	0.53	0.03

其他类	13.73	1.55	83.91	6.92	200.08	12.39
投资资产总额	883.34	100.00	1213.21	100.00	1614.99	100.00
减：投资资产减值准备		8.59		1.71		3.86
投资资产净额		874.75		1211.49		1611.13

注：因四舍五入效应致使数据加总存在一定误差

数据来源：申万宏源证券审计报告，联合资信整理

近年来，随着投资资产规模的不断上升，相关投资收益持续上升。2017—2019 年，公司投资资产分别实现投资收益 33.99 亿元、37.46 亿元和 52.05 亿元；实现公允价值变动收益分别为 0.08 亿元、-1.23 亿元和 0.82 亿元，投资业务产生的收益对营业收入的贡献度受证券市场波动的影响尚可。

此外，公司逐步完善业务布局，大力发展做市交易业务，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、“债券通”报价机构资格，2019 年新获上海证券交易所信用保护合约核心交易商资格、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、中国金融期货交易所沪深 300 股指期货做市商、郑州商品交易所商品期权做市商（PTA、甲醇）等多项重要业务资格。公司建立了稳定高效的债券分销模式，业务涵盖各类固定收益品种。近年来，在销售机构众多、分销费率下降、竞争异常激烈的市场环境下，非金融企业债务融资工具分销业务继续保持行业领先地位。衍生品业务方面，公司持续完善客盘衍生品服务，以客户需求为导向，大力推进产品供给侧改革，不断丰富产品线，增强公司客户黏性，形成了“产品+交易+资本中介”的盈利模式。目前，公司衍生品交易业务已经覆盖商业银行、证券公司、基金子公司、期货子公司、私募基金、实体企业等 200 余家机构

客户。根据中国证券业协会公布的数据，2019 年，公司场外衍生品业务市场占有率 12.3%，业务规模排名行业前 5。

公司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。

公司资产管理业务主要包括本部开展的资产管理业务以及控股子公司申万菱信、申万期货开展的资产管理业务。

近年来，在“资管新规”出台的背景下，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实施转型，提升主动管理能力，压缩通道类业务规模，持续调整业务结构，整体资产管理业务受托规模持续下降。此外，公司不断加快体系建设、提升投研能力并加强内部协同，经营业绩及市场影响力持续提高。截至 2019 年末，公司资产管理业务受托余额合计 5351.16 亿元（见表 6）。按照产品类型划分，公司定向资产管理计划占比 86.97%，集合资产管理计划占比 9.09%，其余为少量专项资产管理计划；按照管理方式划分，公司主动管理资产计划占比 32.68%，被动管理资产计划占比 67.32%。2017—2019 年，公司分别实现资产管理业务净收入 8.98 亿元、9.13 亿元和 10.34 亿元，对营业收入的贡献度较低。根据公司 2019 年年度报告披露，公司资产管理业务在证券公司行业排名中位列第 5 名。

表 6 资产管理业务情况表

单位：亿元、%

项目		2017 年		2018 年		2019 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
产品类型	集合	390.10	4.59	551.21	8.11	486.49	9.09
	定向	8022.09	94.30	6075.97	89.42	4654.02	86.97

	专项	94.99	1.12	167.97	2.47	210.65	3.94
管理方式	主动管理	1596.85	18.77	1663.03	24.47	1748.72	32.68
	被动管理	6910.34	81.23	5132.11	75.53	3602.45	67.32
合计		8507.18	100.00	6795.15	100.00	5351.16	100.00

数据来源：公司提供，联合资信整理

公司主要通过控股子公司申万菱信和参股公司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。

近年来，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。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。截至2019年末，申万菱信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，申万菱信实现营业收入3.45亿元，净利润0.63亿元。截至2019年末，申万菱信管理资产规模762亿元。

近年来，富国基金积极优化和完善公募产品线，2019年末公募基金管理规模3390.59亿元，主动权益、量化指数、固定收益等各大类产品的整体投资业绩保持较好水平。

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，随着私募基金行业规模快速扩大，已备案私募基金数量大幅增长，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，积极参与公司综合金融服务业务链，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，为企业客户提供全方位的服务。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，申万投资实现营业收入0.52亿元，净利润0.21亿元。截至2019年末，申万投资在管基金12只，管理规模48.50亿元。

2017—2019年，公司基金管理业务收入分

别为4.05亿元、2.61亿元和2.26亿元，对营业收入的贡献度低。

基于公司良好的股东背景、资本实力等因素，联合资信评估有限公司确定申万宏源证券有限公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定（详见主体评级报告）。该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

四、发行人短期信用分析

近年来，公司主要通过发行次级债、利润留存和股东增资等方式补充资本。2018年和2019年，公司股东以现金增资的方式分别向公司增资100.00亿元和40.00亿元，均计入注册资本。近年来，公司多次发行次级债券，资本补充渠道较通畅；2017—2019年，公司分别分配股利10亿元、15亿元和20亿元，一定程度上削弱了利润留存对资本补充的作用；2018年，证券市场行情低迷形势下其他权益工具投资公允价值变动带来的其他综合收益造成的损失对资本造成一定侵蚀。截至2019年末，公司股东权益773.79亿元，其中实收资本470.00亿元，资本公积32.74亿元，其他综合收益-3.29亿元，未分配利润155.39亿元；净资产/总资产指标为79.72%，资本质量较好（见表7）。整体看，得益于股东的增资，公司资本得到实力得到较大的提升，且公司次级债发行渠道通畅，资本实力进一步得到保障；但盈利水平受市场环境因素影响波动以及较高的利润分配比例对资本内生增长机制带来一定侵蚀。

表7 风险控制指标 单位：亿元、%

项 目	监管标准	2017 年末	2018 年末	2019 年末
*净资产	-	510.71	583.74	561.48

*净资产	-	498.11	623.31	704.34
*风险覆盖率	≥100	215.06	237.80	212.16
*流动性覆盖率	≥100	205.42	333.57	259.18
*净稳定资金率	≥100	127.98	130.22	137.32
*净资本/净资产	≥20	102.53	93.65	79.72
*净资本/负债	≥8	34.39	31.54	29.54
*净资产/负债	≥10	33.54	33.68	37.05

注：标*号指标为母公司核算口径

数据来源：公司风险控制指标专项报告，联合资信整理

公司债务融资方式包括发行各类债券、借款、拆入资金、回购业务等。近年来，随着公司加大投资资产配置力度，相应的融资需求有所提升，债务规模呈上升趋势。截至 2019 年末，公司自有资产负债率 72.52%，财务杠杆水平有所下降，但仍处于较高水平；总债务/EBITDA 指标为 13.16 倍，公司盈利对债务的保障程度一般；EBITDA 利息倍数指标为 2.07 倍，公司盈利对利息支出的保障程度较好（见表 8）。

表 8 偿债能力指标 单位：亿元、%、倍

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
总债务	1462.00	1820.08	1853.02
自有资产负债率	74.37	74.32	72.52
EBITDA	117.80	124.77	140.81
总债务/EBITDA	12.41	14.59	13.16
EBITDA 利息倍数	2.03	1.71	2.07

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

五、本期债券偿付能力分析

截至本报告出具日，公司已发行且在存续期内的短期融资券本金 130.00 亿元。本期短期融资券拟发行额度 30.00 亿元，以 2019 年末的财务数据进行分析，本期短期融资券发行后，公司偿付能力指标见表 9。整体看，公司盈利能力对短期融资券的覆盖程度一般，股东权益和可快速变现资产对短期融资券的保障程度很好。

表 9 本期债券偿付能力指标 单位：亿元、倍

项目	发行前	发行后
短期融资券本金	130.00	160.00
EBITDA/短期融资券本金	1.08	0.88

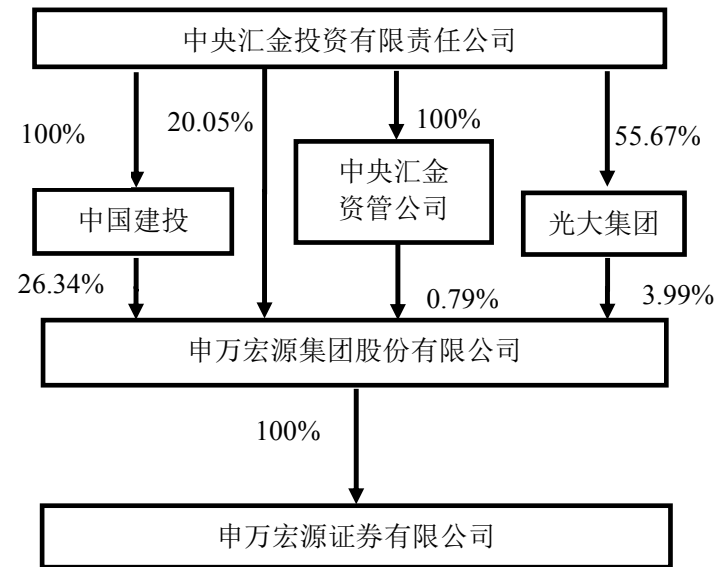
净利润/短期融资券本金	0.44	0.35
股东权益/短期融资券本金	5.95	4.84
可快速变现资产/短期融资券本金	18.47	15.01

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

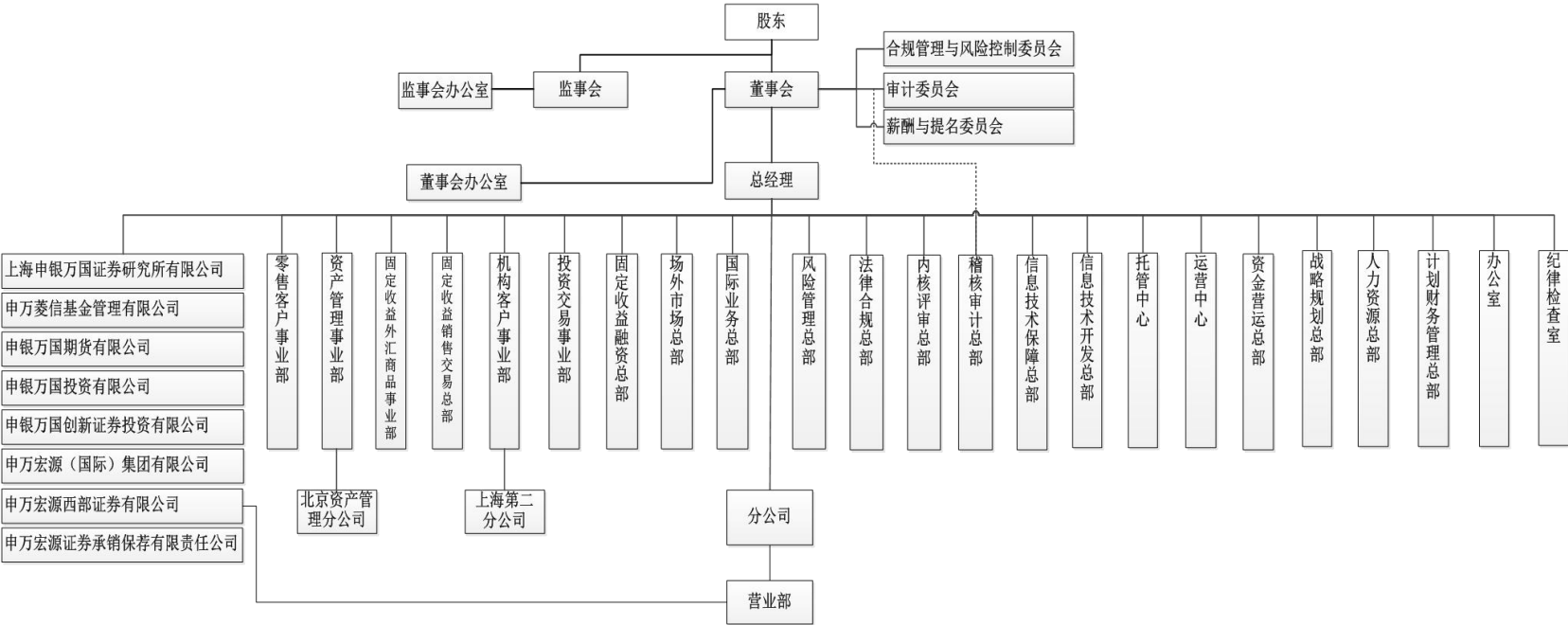
六、结论

综合分析，联合资信评估有限公司评定申万宏源证券有限公司 2020 年度第四期短期融资券（债券通）信用等级为 A-1，该结论表明本期短期融资券的违约风险最低，安全性最高。

附录 1 2019 年末公司与控股股东、实际控制人之间的产权和控制关系



附录 2 2019 年末组织架构图



附录 3 财务计算公式

指 标	计 算 公 式
自有资产	总资产-代理买卖证券款-信用交易代理买卖证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-信用交易代理买卖证券款
总债务	短期借款+应付短期融资款+拆入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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
EBITDA	利润总额+利息支出-客户资金利息支出+折旧+摊销
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%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产×100%
平均净资产收益率	净利润/平均净资产×100%
风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+融出资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产+交易性金融资产+债权投资+其他债权投资-不能快速变现的非标等投资-客户资金存款-客户备付金
净资本	净资产-金融资产的风险调整-其他资产的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目
风险资本准备	根据监管部门相关规定，对证券公司各项业务、设立分支机构等按一定比例计算的风险资本
投资资产	交易性金融资产+衍生金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+投资性房地产（IFRS 准则下：交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资+长期股权投资+投资性房地产+衍生金融资产）

附录 4-1 证券公司短期融资券信用等级设置及其含义

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

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

附录 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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

联合资信评估有限公司关于 申万宏源证券有限公司 2020 年度第四期短期融资券（债券通）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期短期融资券信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

申万宏源证券有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。申万宏源证券有限公司或本期短期融资券如发生重大变化，或发生可能对本期短期融资券信用等级产生较大影响的重大事项，申万宏源证券有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注申万宏源证券有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期短期融资券相关信息，如发现申万宏源证券有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如申万宏源证券有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对本期短期融资券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与申万宏源证券有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。