

联合资信评估股份有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《申万宏源证券有限公司 2021 年度第一期短期融资券（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。

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年一月十五日



信用评级公告

联合〔2021〕408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及其拟发行的 2021 年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估,确定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 2021 年度第一期短期融资券(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

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年一月十五日



申万宏源证券有限公司

2021年第一期短期融资券（债券通）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：A-1

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 30.00 亿元（含）

本期债券期限：不超过 91 天

偿还方式：到期后一次性还本付息

募集资金用途：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

评级时间：2021 年 1 月 15 日

本期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

本期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

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，连续四年获得 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，公司营业收入及利润总额整体呈增加趋势，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。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。

本期债券的发行对公司债务结构影响不大，相关指标对本次债券本金的保障效果良好。

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。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

- 1. 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，连续四年获得 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。

分析师：陈凝 姚雷

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

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。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—9月
自有资产（亿元）	2085.06	2548.56	2703.49	3392.16
自有负债（亿元）	1516.83	1864.32	1929.79	2578.48
所有者权益（亿元）	568.23	684.25	773.79	813.68
优质流动性资产/总资产（%）	13.14	21.97	22.68	
自有资产负债率（%）	72.75	73.15	71.38	76.01
营业收入（亿元）	126.69	121.70	167.68	150.02
利润总额（亿元）	57.25	49.15	67.30	78.54
营业利润率（%）	45.27	40.39	40.27	52.57
净资产收益率（%）	8.34	6.47	7.77	8.19
净资本（亿元）	510.71	533.74	591.48	662.06
风险覆盖率（%）	215.06	237.80	212.16	186.36
资本杠杆率（%）	19.94	18.92	19.86	17.27
短期债务（亿元）	906.41	1073.44	1135.21	1534.24
全部债务（亿元）	1462.00	1820.08	1853.02	2462.36
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.02	4.24	4.68	/

注：1. 公司2020年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 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	2020/12/10	陈凝 姚雷	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	2020/04/03	廖妙融 孙森 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编号

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（期）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（期）信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（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

2021年第一期短期融资券（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”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9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。公司股权结构图见附录1。

此外，2020年12月28日，申万宏源集团董事会通过了《关于增加申万宏源证券有限公司注册资本的议案》，拟对公司增加注册资本50.00亿元，如本次增资顺利完成，公司资本实力将进一步增强。

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，国家有关管理机构批准的其他业务。【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12373人。公司组织架构图详见附件2。

截至2019年末,公司合并资产总额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(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;母公司口径净资产561.48亿元。2019年,公司实现营业收入167.68亿元,利润总额67.30亿元,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9月末,公司合并资产总额4362.31亿元,其中客户资金存款663.08亿元;负债总额3548.63亿元,其中代理买卖证券款859.55亿元;所有者权益(含少数股东权益)813.68亿元,其中归属于母公司所有者权益797.74亿元;母公司口径净资产662.06亿元。2020年1-9月,公司实现营业收入150.02亿元,利润总额78.54亿元,净利润64.99亿元,其中,归属于母公司所有者的净利润64.31亿元;经营活动产生的现金流量净额-181.02亿元,期末现金及现金等价物净增加额106.84亿元。

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。

二、本期债券概况

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。截至本报告出具日,公司发行的2020年第一~第七期短期融资券均已到期兑付,目前存续期内的短期融资券金额110.00亿元;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。

本期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、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

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

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

表1 2017-2019年及2020年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP(万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP增速(%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速(%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速(%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速(%)	10.2	9.0	8.0	-7.2

出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅

回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

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

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

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

216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

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

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

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防

控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

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

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

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

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

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

合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

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

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

四、行业分析

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

1. 证券行业概况

股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长。根据交易所公布的数据，截至2019年底，上交所和深交所上市的公司合计3777家；股票市场总市值为

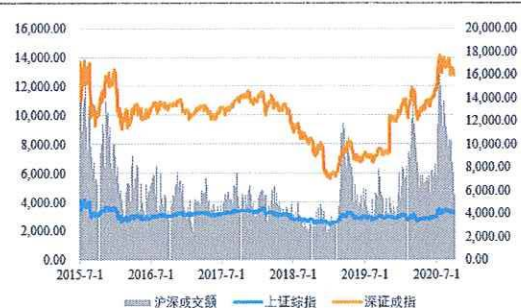
59.29 万亿元，较 2018 年底增长 36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债

市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019 年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

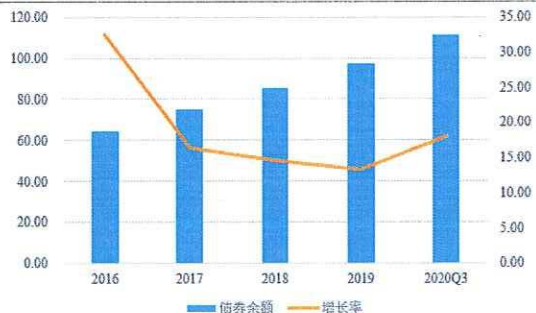
衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）



资料来源：WIND，联合资信整理

图 2 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板块。

随着资本市场建设力度的加大，证券市场

规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影响较大。

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

的影响，未来转型压力较大。

表 2 证券行业概况

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

数据来源：中国证券业协会

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

2020 年前三季度，随着国内疫情防控落实和复产复工推进，我国经济稳步增长，A 股指数逐步企稳，中小创指数和沪深交易额大幅增长。其中上证综指涨幅 4.31%，深成综指上涨 21.32%，沪深交易额同比增长 59.12%。截至 2020 年 9 月

底，135 家证券公司总资产为 8.57 万亿元，较 2019 年底增长 18.04%；净资产为 2.24 万亿元，较 2019 年底增长 10.89%，净资本为 1.79 万亿元，较 2019 年底增长 10.49%。2020 年前三季度，135 家证券公司实现营业收入 3423.81 亿元，实现净利润 1326.82 亿元，分别同比增长 31.08%和 42.51%，经营业绩同比大幅增长，其中有 126 家公司实现盈利。

2. 行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续；2020 年多项利好政策密集出台，新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

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

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

资非标产品,为非标业务发展留下一定政策空间。

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

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

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

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

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

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

2020年7月,证监会发布《关于修改<证券公司分类监管规定>的决定》,此次修订进一

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

3. 业务分析

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

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成,近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度,同时经纪业务佣金率水平逐年下探,经纪业务收入占比不断下降,但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017年,经纪业务和投行业务收入占比有一定下降,自营业务和资产管理业务收入占比有所提升,自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源,资产管理业务保持了较快发展速度,但整体收入规模仍相对较小;2018年,受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响,证券公司各板块收入均有所下滑,自营业务收入占比增加至30%以上,投行和经纪业务收入占比下降。2019年,受股票市场回暖、交投活跃度提升影响,以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升;经纪业务收入占比较为稳定。2020年前三季度,经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升,自营投资收入占比有所下降,除此之外其他业务收入占比变动较小。

图3 我国证券行业业务收入结构图(单位: %)



资料来源: 中国证券业协会网站

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

近年来, 竞争加剧使佣金率下行, 经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降; 同时, 证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来, 证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度, 经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时, 重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

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

净收入900.08亿元, 同比增长43.94%。

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

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

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性, 2019年以来, 受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松, 投资银行业务收入大幅增长; 年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2019年以来, A股IPO过会率明显提升, 截至2019年末, 发审委审核IPO家数280家, 其中247家通过审核, 过会率达88.21%, 远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年, IPO发行规模合计2532.48亿元, 发行家数203家, 分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期, 再融资市场依然低迷, 再融资规模仅为0.69万亿元, 同比下降10.58%, 延续下降走势。科创板方面, 自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委, 109家获得通过, 通过率很高, 预计募集资金规模1027.22亿元。债券市场方面, 受益于货币政策边际宽松下资金

市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019年证券公司承销各类债券金额7.78万亿元，同比增长31.92%。基于上述因素，2019年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入482.65亿元，同比增长30.46%。2020年前三季度，投行业务收入482.20亿元，同比增长51.72%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2019年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为48.36%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为42.42%。

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

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

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长51.46%，成为第一大收入来源。2018年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018年债券市场新增43家违约主体，较

2017年9家大幅增加，违约金额达1154.50亿元，系2017年违约金额的3.42倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续2018年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长。同时，2019年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2019年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60亿元，同比大幅增长52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63亿元，同比增长15.35%。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加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

年前三季度，证券公司资管业务收入 212.64 亿元，同比增长 11.54%。

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

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2019 年末，融资融券余额 1.02 万亿元，较 2018 年末增长 34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至 2019 年 11 月末，深沪两市股票质押回购融资余额 9429 亿元，较 2018 年末下降 20.94%；股票质押回购质押股票总市值 1.8 万亿元，占 A 股总市值 3.3%，较 2018 年末下降 1.3 个百分点，较 2017 年底峰值下降 2.90 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司为 469 家，较年初减少 117 家，降幅分别为 13.80% 和 20.00%。截至 2020 年 9 月末，全市场质押股份市值占总市值比重为 6.21%，较年初下降 1.46 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 28.27%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2019 年，已有至少 5 家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，

联合资信也关注到，目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。

4. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019 年，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，2020 年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司已实现 A 股上市。2020 年以来已有 7 家上市券商完成定向增发募集货币资金，其中海通证券和国信证券分别募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、粤开证券等多家新三板挂牌证券公司未来将筹备 A 股上市，其中华龙证券和开源证券已于新三板退市。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 4 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。截至 2020 年 12 月末，中国内地外资控股证券公司已达 8 家，其中四家为新设立合资证券公司（野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司），另外 4 家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司（瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限

责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司)。此外,证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券 2 家国内券商,行业对外开放程度逐渐提高、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创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战,放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机,有利于证券行业整体优化。

2019 年 11 月,证监会明确表态要打造“航母级证券公司”,同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面,具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司,也将引导证券公司实现差异化和专业化发展,重塑证券公司竞争格局。2020 年 7 月,证监会提出,鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场

化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段;2020 年 3 月,中信证券完成对广州证券股份有限公司 100%股权的并购,进一步稳固了其龙头券商的地位;4 月,天风证券已基本完成对恒泰证券 29.99%股权的收购;10 月,国联证券和国金证券因合并过程中为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。

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

表 3 截至 2019 年末主要证券公司财务数据(单位:亿元)

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

数据来源:WIND

5. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险,主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险,主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策

略,设定投资限额和风险集中度指标,对投资、承销、资产管理等活动进行监控,通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量,并采用压力测试方法对极端情况下的可

能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018—2019年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作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。

目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对2021年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关合规、风险事件的发生需保持关注。

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

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方

证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”，于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月底，公司实收资本为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；中央汇金为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

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产分别位居行业第7位、第5位和第7位。截至2020年9月末，公司合并资产总额4362.31亿元，母公

司口径净资产662.06亿元，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—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4 公司主要业绩排名

项目	2017年	2018年	2019年
净资产	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. 人员素质

公司高层管理人员具备多年金融机构从业经历和丰富的管理经验，能够满足日常管理需求。

公司董事长储晓明，男，硕士，生于1962年，历任中国工商银行商业信贷部科员、副主任科员；中国工商银行技改信贷部项目评估处负责人；技改信贷部调查评估处副处长；中国工商银行固定资产信贷部调查评估处处长；中国工商银行评估咨询部基础设施评估处处长；银通投资咨询公司总经理；中国工商银行资产风险管

¹ 融资类业务收入排名

理部副总经理级调研员；中海石油财务有限责任公司副总经理；中海信托投资有限责任公司常务副总经理、党委书记、总经理；中国海洋石油东海公司党委书记；中海基金管理有限公司董事长；申银万国证券股份有限公司党委书记、副董事长、总经理。现任申万宏源集团和公司党委书记，申万宏源集团董事长，公司董事长。

冯戎，男，硕士，生于1962年，历任野村证券株式会社处长代理；中国证监会发行监管部副处长、处长、规划发展委员会委员（副局级）；中国建银投资有限责任公司证券重组工作领导小组副组长、投资银行部负责人，兼宏源证券股份有限公司党委书记、副董事长；中国建银投资有限责任公司党委委员、总裁助理，宏源证券股份有限公司董事长，申万宏源集团股份有限公司副董事长。现任公司副董事长。

4. 外部支持

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3885.37亿元，所有者权益合计848.31亿元。

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。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2019年末，中央汇金总资产为52918.16亿元，净资产为47140.72亿元；2019年营业总收入为5524.88亿元，净利润为5326.37亿元。

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140.00亿元；对公司发展提供了较大支持。此外，2020年12月28日，申万宏源集团董事会通过了《关于增加申万宏源证券有限公司注册资本的议案》，拟对公司增加注册资本50.00亿元，如本次增资顺利完成，公司资本实力将进一步增强。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：913100003244445565），截至2020年12月30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9月末，公司共获得超100家银行的授信，授信额度合计约4270亿元。其中，额度前10大的银行授信规模合计2535亿元，已使用约1075亿元，公司间接融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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1000万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,根据《章程》规定,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3名职工监事及5名股东监事;但目前公司监事会有8名监事,包括3名职工监事和5名股东监事,公司将按照相关法律法规的规定,尽快完成增补工作。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. 管理水平

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9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

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。

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制。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。

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。

七、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；公司营业收入及利润总额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，公司利润总额波动增长，三年复合增长8.43%；2019年，公司实现净利润67.30亿元，同比增长36.91%。

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—9月，公司实现营业收入150.02亿元，同比增长39.02%，各业务条线均有增加；实现利润总额为78.54亿元，同比增长46.57%。

表5 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

业务类型	2017年		2018年		2019年	
	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
机构服务及交易	16.57	13.08	30.30	24.90	64.14	38.25
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
投资管理	14.11	11.14	14.11	11.59	16.33	9.74
合计	126.69	100.00	121.70	100.00	167.68	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。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、2018年和2019年，公司股票主承销佣金收入行业排名分别为第15位、36位和第20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1549.04亿元。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6 公司投行业务情况表(单位:个、亿元)

项目		2017年		2018年		2019年		2020年1—9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	9	36.69
	再融资	12	161.99	4	129.04	10	107.45	9	94.81
	小计	25	217.21	4	129.04	13	138.79	18	131.50
债券承销		101	448.81	419	1007.10	701	1549.04	/	/
新三板		78	/	17	/	7	/	3	/
财务顾问		3	/	5	/	4	/	8	/
合计		207	666.02	445	1136.14	725	1687.83	/	/

资料来源:公司提供

2020年1—9月,申万宏源完成股权类项目18个,新三板及财务顾问项目分别为3个和8个;实现投资银行业务手续费净收入8.92亿元,同比增长18.19%。

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1—9月,申万宏源实现经纪业务手续费净收入41.03亿元,同比增长42.19%,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 7 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9月
融资融券客户数目	20.14	20.51	21.19	21.78
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	33.00
股票质押业务回购余额	322.93	436.83	264.51	/
股票质押业务利息收入	10.23	28.38	20.96	11.43

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

2020年1—9月, 申万宏源实现融资融券业务利息收入33.00亿元, 实现股票质押利息收入11.43亿元, 股票质押业务规模收缩; 2020年1—9月, 申万宏源计提信用减值损失3.93亿元, 同比增长31.58%。

(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业务资格、

上海证券交易所上市基金主做市业务资格等。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1598.41亿元, 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1—9月, 申万宏源实现投资收益及公允价值变动损益分别为40.50亿元和8.83亿元, 分别同比增长10.59%和129.62%。

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9月末，上述两指标分别为269.18%和42.54%，均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

表8 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	1029.53	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	1201.04	100.00	1598.41	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。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1417亿元和1141亿元。

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微幅波动下降，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1748.72亿元，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。

截至2020年9月末，申万宏源资产管理规模为4037.02亿元，较2019年末下降24.56%，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82.85%，较2019年末小幅下降；主动管理业务规模下降20.15%，占比为34.59%，较2019年末小幅上升。2020年1—9月，申万宏源实现资产管理业务及基金管理业务手续费净收入8.81亿元，同比增长11.99%。

表9 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9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	483.46	11.98
	定向	8022.09	94.30	6075.97	89.42	4654.02	86.97	3344.83	82.85
	专项	94.99	1.12	167.97	2.47	210.65	3.94	208.73	5.17
管理方式	主动管理	1596.85	18.77	1663.03	24.47	1748.72	32.68	1396.35	34.59
	被动管理	6910.34	81.23	5132.11	75.53	3602.45	67.32	2640.67	65.41
合计		8507.18	100.00	6795.15	100.00	5351.16	100.00	4037.02	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

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研发团队，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。

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，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。

八、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》《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置的能力，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9月末，公司净稳定资金率稳中有增，流动性覆盖率小幅下降，远高于监管标准。

图4 公司流动性指标情况



资料来源：公司风险控制指标报表，联合资信整理

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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年和2020年三季度财务报表，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年三季度财务报表未经审计。2017年—2020年9月末，公司合并范围无较大变化，财务数据可比性很强。

截至2019年末，公司合并资产总额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(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；母公司口径净资产561.48亿元。2019年，公司实现营业收入167.68亿元，利润总额67.30亿元，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9月末，公司合并资产总额4362.31亿元，其中客户资金存款663.08亿元；

负债总额3548.63亿元，其中代理买卖证券款859.55亿元；所有者权益(含少数股东权益)813.68亿元，其中归属于母公司所有者权益797.74亿元；母公司口径净资产662.06亿元。2020年1—9月，公司实现营业收入150.02亿元，利润总额78.54亿元，净利润64.99亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润64.31亿元；经营活动产生的现金流量净额-181.02亿元，期末现金及现金等价物净增加额106.84亿元。

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2247.47亿元、2544.94亿元和2761.28亿元，年均增长10.84%。截至2019年末，公司负债总额2761.28亿元，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1929.70亿元，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8.84%、43.24%和34.61%。

表10 公司负债情况(单位:亿元、%)

项目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年9月末
负债总额	2247.47	2544.94	2761.28	3548.63
自有负债	1516.83	1864.32	1929.70	2578.48
其中:卖出回购金融资产款	641.09	787.93	834.37	950.94
应付债券	531.67	696.63	667.80	878.10
应付短期融资款	152.45	135.68	170.65	357.63
拆入资金	79.00	116.94	109.51	46.89
全部债务	1462.00	1820.08	1853.02	2462.36
其中:短期债务	906.41	1073.44	1135.21	1534.24
长期债务	555.59	746.64	717.81	928.12
自有资产负债率	72.75	73.15	71.38	76.01
净资产/负债(母公司口径)	34.39	31.54	29.54	27.28
净资产/负债(母公司口径)	33.54	33.68	37.05	30.95

资料来源:公司财务报表和监管报表,联合资信整理

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 1462.00 亿元、1820.08 亿元和 1853.02 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。

表 11 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	1329.23	72.57
1 年至 5 年	501.87	27.40

表 12 公司资产情况表 (单位：亿元、%)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
资产总额	2815.70	3229.19	3535.06	4362.31
其中：自有货币资金	222.34	250.99	168.04	207.29
融出资金	557.39	441.48	530.48	789.87

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

5 年以上	0.43	0.02
合计	1831.54	100.00

注：此数据为公司提供，债务合计与联合资信全部债务口径存在差异

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2020 年 9 月末，公司自有负债规模 2578.48 亿元，较年初增长 33.62%，主要系短期借款、应付短期融资款、卖出回购金融资产款和应付债券增加所致；全部债务规模 2462.36 亿元，较年初增长 32.88%，短期债务占比 62.31%，长期债务占比 37.69%，占比较年初变化不大，仍以短期债务为主；自有资产负债率为 76.01%，较年初增长 4.63 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 3535.06 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 2703.49 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，截至 2019 年末，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。

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	240.81
可供出售金融资产	380.92	--	--	--
交易性金融资产	--	875.08	1053.64	1318.29
其他债权投资	--	224.37	440.29	626.26
其他权益工具投资	--	91.06	94.35	90.20
自有资产	2085.06	2548.56	2703.49	3392.16
自有资产/资产总额	74.05	78.92	76.48	77.76
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，联合资信整理

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 1053.64 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 1053.64 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 9 月末，公司资产总额为 4362.31 亿元，较上年末增长 23.40%，主要系客户资金存款、融出资金、交易性金融资产、其他债权投资增加所致；自有资产为 3392.16 亿元，较上年末增长 25.47%，自有资产占资产总额比重为 77.76%，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 13 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 9 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	662.06	--	--
净资产	498.11	623.31	704.34	751.1	--	--
各项风险资本准备之和	237.47	245.48	264.65	355.27	--	--
风险覆盖率	215.06	237.80	212.16	186.36	≥100	≥120
资本杠杆率	19.94	18.92	19.86	17.27	≥8	≥9.6
净资本/净资产	102.53	93.65	79.72	88.15	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

截至 2020 年 9 月末，公司股东权益为 813.68 亿元，较上年末增长 5.16%，主要是未分配利润的增加；其中归属于母公司的股东权益为 797.74 亿元。在归属母公司的股东权益中，公司股本、资本公积、一般风险准备和未分配利润分别占比 58.92%、4.10%、9.12%和 25.10%，公司股东权益的稳定性较好。截至 2020 年 9 月末，公司母公司口径净资本规模为 662.06 亿元，较上年末增长 17.91%，各项风险控制指标均远优于监管标准。此外，2020 年 12 月 28 日，申万宏源集团董事会通过了《关于增加申万宏源证券有限公司注册资本的议案》，拟对公司增加注册资本 50.00 亿元，如本次增资顺利完成，公司资本实力将进一步增强。

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，公司实现营业收入 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 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，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 49.15 亿元，同比下降 14.14%；2019 年，公司实现净利润 67.30 亿元，同比大幅增长 36.91%。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 14 公司盈利指标（单位：%、名）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
营业费用率	50.80	53.43	44.35	37.29
薪酬收入比	37.07	39.41	33.62	/
营业利润率	45.27	40.49	40.27	52.57
自有资产收益率	2.48	1.75	2.16	2.13
净资产收益率	8.34	6.47	7.77	8.19
净资产收益率排名	17	3	13	/

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 150.02

亿元，同比增长 39.02%，各业务条线均有增加；

实现利润总额为78.54亿元,同比增长46.57%。

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 15 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, 联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2020 年 9 月末, 公司无对外担保。

截至 2020 年 9 月末, 公司无重大未决被诉。

亿元, 自有负债率为76.01%。本期债券发行规模不超过30.00亿元(含), 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9月末财务数据为基础, 假设本期债券募集资金净额为30.00亿元, 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较发行前增加0.21个百分点至76.22%。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响不大, 相关指标对本次债券本金的保障效果良好; 加之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, 公司对本期债券的保障程度极强。

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30.00亿元估算相关指标对本期债券本金的保障倍数(见下表)。各项指标对本期债券的覆盖程度均较好。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至2020年9月末, 公司全部债务为2462.36

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	16.60	20.78	23.48
EBITDA/本期债券本金	4.02	4.24	4.68
净利润/本期债券本金	1.52	1.35	1.89
经营活动现金流量净额/本期债券本金	-10.23	-3.20	4.62

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

十一、结论

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, 连续四年获得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,

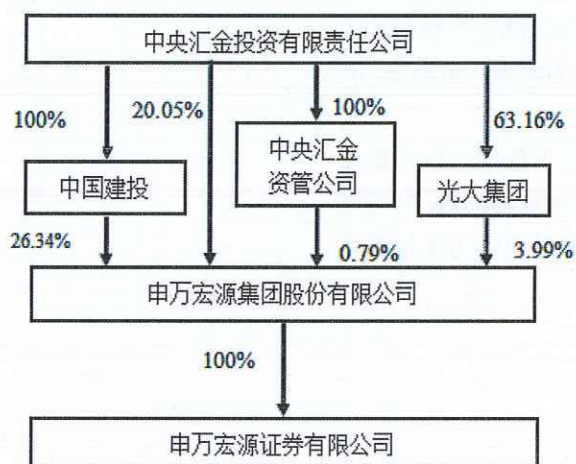
整体偿债能力极强。

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。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

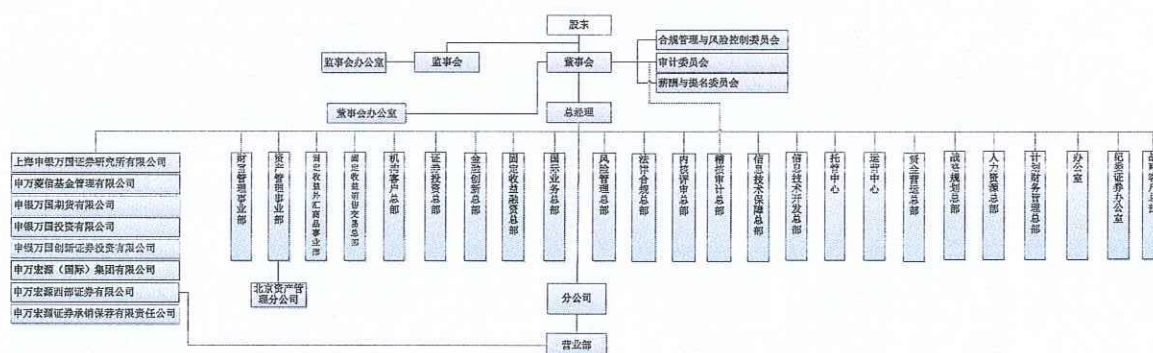
基于对公司主体长期主体信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期短期融资券还本付息能力最强，安全性最高。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底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 9 月底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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
自有资产（亿元）	2085.06	2548.56	2703.49	3392.16
自有负债（亿元）	1516.83	1864.32	1929.70	2578.48
所有者权益（亿元）	568.23	684.25	773.79	813.68
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	76.01
营业收入（亿元）	126.69	121.70	167.68	150.02
利润总额（亿元）	57.25	49.15	67.30	78.54
营业利润率（%）	45.27	40.49	40.27	52.57
营业费用率（%）	50.80	53.43	44.35	37.29
薪酬收入比（%）	37.07	39.41	33.62	/
自有资产收益率（%）	2.48	1.75	2.16	2.13
净资产收益率（%）	8.34	6.47	7.77	8.19
盈利稳定性（%）	66.57	14.03	15.70	/
净资本（亿元）	510.71	583.74	561.48	662.06
风险覆盖率（%）	215.06	237.80	212.16	186.36
资本杠杆率（%）	19.94	18.92	19.86	17.27
流动性覆盖率（%）	205.42	333.57	259.18	247.22
净稳定资金率（%）	127.98	130.22	137.32	139.61
信用业务杠杆率（%）	154.92	128.36	102.74	97.07
短期债务（亿元）	906.41	1073.44	1135.21	1534.24
长期债务（亿元）	555.59	746.64	717.81	928.12
全部债务（亿元）	1462.00	1820.08	1853.02	2462.36
EBITDA/本期债券金额（倍）	4.02	4.24	4.68	/

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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 短期融资券信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 申万宏源证券有限公司 2021 年第一期短期融资券（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，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，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。