

信用等级公告

联合〔2020〕3373号

联合资信评估有限公司通过对申万宏源证券有限公司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，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年八月二十八日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

申万宏源证券有限公司

2020 年主体长期信用评级报告

本次评级结果

主体长期信用等级: AAA
评级展望: 稳定
评级时间: 2020 年 8 月 28 日

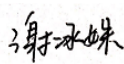
主要数据

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
资产总额(亿元)	2815.70	3229.19	3535.06	4049.56
自有资产(亿元)	2217.41	2664.85	2816.27	3132.43
自有负债(亿元)	1649.18	1980.61	2042.49	2344.92
总债务(亿元)	1462.00	1820.08	1853.02	2115.94
股东权益(亿元)	568.23	684.25	773.79	787.51
*净资产(亿元)	510.71	583.74	561.48	646.51
*净资产(亿元)	498.11	623.31	704.34	726.20
自有资产负债率(%)	74.37	74.32	72.52	74.86
*净资产/净资产(%)	102.53	93.65	79.72	89.03
*净资产/负债(%)	34.39	31.54	29.54	29.98
*净资产/负债(%)	33.54	33.68	37.05	33.68
*风险覆盖率(%)	215.06	237.80	212.16	212.30
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业收入(亿元)	126.69	121.70	167.68	92.44
净利润(亿元)	45.74	40.53	56.63	39.70
营业费用率(%)	50.80	53.43	44.35	39.38
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	--

注: 标*号指标为母公司核算口径; 2020 年上半年数据未经审计
数据来源: 公司审计报告、财务报表及提供资料, 联合资信整理

分析师

谢冰妹 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)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对申万宏源证券有限公司(以下简称“申万宏源证券”或“公司”)的评级反映了公司综合竞争力居于行业前列、融资渠道较为畅通、资本保持充足水平、实际控制人中央汇金投资有限责任公司综合实力极强且对其经营发展及资本补充均能有较好的支撑作用等方面的优势。同时,联合资信也关注到,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。

未来,随着资本市场的持续发展和公司战略规划的稳步推进,公司收入结构将持续优化均衡,各项业务发展规划、盈利水平及行业排名有望继续保持领先地位。

综上所述,联合资信评估有限公司确定申万宏源证券有限公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定。该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

优势

- 综合竞争实力强。**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。
- 融资渠道较为畅通,现金流状况较好。**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。
- 股东综合实力极强。**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. **盈利的稳定性仍需关注。**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. **需关注公司偿债能力及流动性水平的变化情况。**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。

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、该公司信用等级自 2020 年 8 月 28 日至 2021 年 8 月 27 日有效；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 年主体长期信用评级报告

一、主体概况

申万宏源证券成立于 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 2020 年 6 月末，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（限除可转换债券以外的各类债券品种），证券自营（除服务新疆、甘肃、陕西、宁夏、青海、西藏区域证券经纪业务客户的证券自营外），股票期权做市，证券投资基金托管，国家有关管理机关批准的其他业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后开展经营活动）

截至 2020 年 6 月末，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 312 家；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。

截至 2020 年 6 月末，公司资产总额 4049.56 亿元，其中客户资金存款 748.26 亿元；负债总额 3262.05 亿元，其中代理买卖证券款 917.13 亿元；所有者权益 787.51 亿元，其中股本 470.00 亿元；2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 92.44 亿元，净利润 39.70 亿元。

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、营运环境分析

1. 宏观经济与政策环境分析

（1）宏观经济环境

2020 年上半年，突如其来的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。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。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压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严

重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；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，GDP 为不变价规模；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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，

出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。

全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，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 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，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，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同

期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然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，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，

重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2% 持续微降，就业形势逐月改善。

（2）宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加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；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；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。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；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（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资

成本。

（3）宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、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认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，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。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要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；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以**投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长**。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施

更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

2. 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 年末，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 年末增长 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 年末，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年末增长 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，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势。根据 WIND 数据，截至 2019 年末，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年末增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

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

图 1 股票市场指数和成交额情况 单位：点、亿元

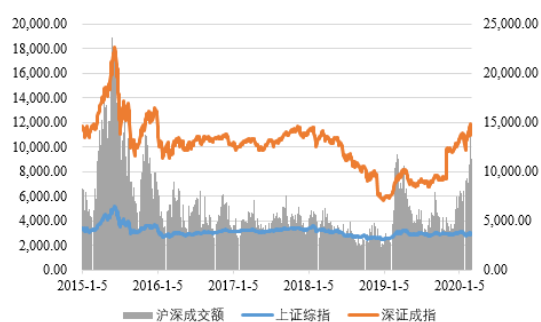
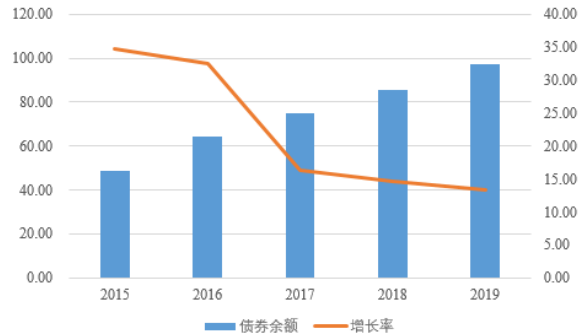


图 2 债券市场余额和增长率 单位：万亿元、%



数据来源：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》(以下简称《建议》)指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场,推进股票和债券发行交易制度改革,提高直接融资比重,降低杠杆率”,同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019年6月,证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式,科创板正式开板;7月22日,科创板首批公司上市交易,中国资本市场迎来了一个全新板块。2020年3月,新证券法正式实施,加大了资本市场违法违规成本,有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境;全面推行注册制,公司债、企业债注册制已全面实施,创业板注册制改革落地也为时不远,将进

一步扩大证券市场规模。

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

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

表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,联合资信整理

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。据不完全统计,截至12月13日,年内至少有42家证券公司因存在各种违规行为遭处罚,涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理问题等。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年末,133家证券公司总资产为7.26万亿元,较2018年末增加15.97%;净资产为2.02万亿元,较2018年末增加6.88%,净资本为1.62万亿元,较2018年末增加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。

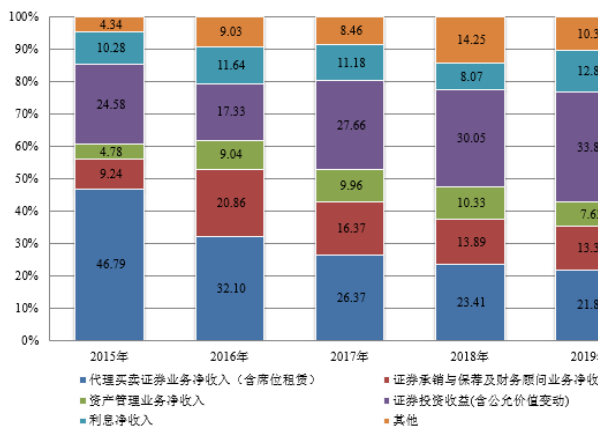
(2) 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资

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

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

图 3 我国证券行业业务收入结构图 单位：%



数据来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

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%。

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%。

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%。

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。

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 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。

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 年末峰值下降 2.90 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80%的上市公司为 469 家，较年初减少 117 家，降幅分别为 13.80%和 20.00%。截至 2020 年 2 月末，市场质押总股数 5705.83 亿股，市场质押股数占总股本的 8.41%，分别较 2019 年末进一步下降 1.73%和 0.17 个百分点；控股股东持股质押比例超过 80%的上市公司为 467 家，较 2019 年末减少 2 家，高比例质押风险有所化解。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。

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

（3）市场竞争

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

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019 年以来，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，同时，湘财证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际和中泰证券 IPO 已通过发审委审核，预计将于 2020 年 A 股发行。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、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向 A 股的雄心。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，中国证监会宣布，自 2020 年 1 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立 3 家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产

品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

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

券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2019年6月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1146.59亿元，净利润396.13亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为64.08%和59.42%。截至2019年6月底，前十大证券公司资产总额为4.27万亿元，占全行业总资产的60.12%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过55%，行业集中度较高。

表3 截至2019年6月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	1597.32	7238.66	217.91	66.64
2	国泰君安	1388.37	5403.70	140.95	53.37
3	海通证券	1371.28	6229.07	177.35	60.68
4	华泰证券	1182.03	4930.13	111.07	41.00
5	广发证券	933.53	3994.07	119.42	44.40
6	招商证券	823.19	3503.59	85.40	35.14
7	申万宏源	746.24	3467.97	74.68	30.32
8	银河证券	691.59	3,106.46	73.68	26.05
9	国信证券	539.04	2,339.43	65.34	25.99
10	东方证券	527.30	2,472.25	80.79	12.54
合计		9799.89	42685.33	1146.59	396.13

数据来源：WIND，联合资信整理

（4）风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用VaR、DV01等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

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

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

证券公司采取的风险控制措施主要包括关

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

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对于证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

（5）未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

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

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2019年7月，证监会发布了2019年证券公司分类结果，在参选的98家券商中，51家分类评级结果与上年持平，28家券商被下调评级，19家证券公司上调评级；38家券商被评为A类，数量比2018年减少2家。整体来看，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

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

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量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8月，证监会就《证券公司风险控

制指标计算标准》公开征求意见，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。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。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向。

2019 年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019 年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

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。公司控股股东为申万宏源集团，实际控制人为中央汇金，实力雄厚，能够在资金、品牌、客户、渠道等方面获得较大的支持。

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。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。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。

公司严格按照《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》以及《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。公司根据《中国共产党章程》及《公司法》有关规定，设立了中国共产党申万宏源证券委员会；建立了由股东、董事会、监事会和高级管理层组成的相互分离、相互制衡的公司治理结构和运作机制，建立健全包括基本制度、管理办法、工作细则三个层级的制度体系，公司整体法人治理机制运行良好。

公司为单一股东，近年来依《公司章程》的规定行使各项职权，审议批准了公司经营方针和投资计划、选举和更换董事及监事、董事会和监事会报告、年度财务预决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案、增加或减少注册资本决议、发行公司债券议案以及修改公司章程等多项议案。

目前，公司董事会由 10 名董事组成，其中独立董事 3 名。近年来，公司董事会审议通过

了经营计划和投资方案、年度财务预决算方案以及利润分配方案和弥补亏损方案多项议案。董事会下设合规管理与风险控制委员会、审计委员会、薪酬与提名委员会共 3 个专门委员会，各专门委员会能够按照相关议事规则召开会议，分别对财务报告、内部控制、风险管理、高管薪酬与考核等事项提出意见和建议，为董事会决策发挥重要作用。公司董事长储晓明先生，历任中国工商银行固定资产信贷部调查评估处处长、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、申银万国党委书记、副董事长、总经理等职。

公司监事会由 9 名监事组成，其中职工监事 4 名。近年来，监事会主要行使对董事及高级管理人员的行为进行监督、对违反法律法规、公司章程及对重大风险负有主要责任的董事及高级管理人员提出罢免建议、纠正公司董事及高级管理人员违反法律法规及公司章程规定的行为等职权。此外，监事会通过列席董事会及高级管理层会议的方式，监督董事会和高级管理层履职情况，较好地行使监事会的职能。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理为法定代表人。公司高级管理层由 7 名人员组成，其中总经理 1 名、副总经理 2 名、总经理助理 4 名。公司总经理杨玉成先生，历任中共中央企业工作委员会、国务院国有重点大型企业监事会专职监事、中国网络通信有限公司综合部总监兼公司工会副主席、中国投资担保有限公司办公室主任、行政总裁助理兼公司管理委员会、薪酬委员会、专家委员会、审计委员会委员（期间曾借调在中央纪委监察部工作）、宏源证券股份有限公司党委委员、纪委书记、副总经理、监事长、申万宏源集团党委委员、监事会主席等职。公司经营管理人员均

具有较高的学历背景和丰富的经营管理经验，且近年来在贯彻董事会经营管理决策、战略发展方向、协调和管理公司各部门日常工作中均起到了重要作用。

2. 内部控制

公司战略定位明确，相关措施可行性高，有助于公司战略目标的逐步实现。另一方面，考虑到近年来证券市场波动频繁、同业竞争日趋激烈及监管趋严的现状或对公司的经营带来一定阻碍，公司战略目标的完成情况需持续关注。

公司按照相关法律法规及公司章程建立了分工明确、相互制衡的内部控制体系。近年来公司不断健全内部控制体系，并根据业务发展需要逐步完善组织架构设置。公司按照前、中、后台相分离的原则设置部门机构，组织架构图见附录 2。

公司根据相关规章制度的要求，逐步优化内部控制环境、完善内部控制制度、强化监督措施。近年来，公司制定了《公司内部控制制度》《公司内部控制评价制度》《公司内部控制评价管理办法》等多项内部控制制度，涵盖业务控制、资金管理和会计控制、电子信息控制、人力资源与薪酬管理、合规管理与风险控制等多个方面，覆盖各项业务事前、事中和事后等环节。同时，公司注重内部控制体系的建设和完善，将内部控制管理和合规文化建设作为公司发展战略的重要组成部分，形成了部门内部岗位之间、部门之间互相制衡，风险合规和稽核审计部门独立监督的全方位内部控制体系。

公司董事会下设的审计委员会、合规管理与风险控制委员会分别负责监督公司的稽核审计和风险管理工作，审查公司的内控及风险管理制度，审核财务信息及披露工作，对公司的风险状况和风险管理能力进行评价。稽核审计部门对公司的内部控制情况进行审计检查，并将审计结果及时汇报公司董事会、监事会及高级管理层，责令被审计单位制定整改计划，并

对其整改情况进行后续跟踪。公司 2017—2018 年在中国证监会公布的证券公司分类评价结果中获评 AA 级，2019 年获评 A 级，整体处于行业上游水平。

总体看，公司逐步完善内部控制制度，建立了较为完善的内部控制体系，能够较好地支撑各项业务的发展。

3. 发展战略

在综合考虑宏观经济形势、行业发展及自身特点等因素的基础上，公司制定了符合自身优势的发展战略。

未来，公司将以资本市场为依托，以证券业务为核心，以“投资+投行”为特色，努力将自身打造成为优势业务特色显著、融资补充实力强的全国性综合金融服务商。

为实现以上愿景战略目标，公司将进一步推进“四大战略布局”：一是资本布局方面，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；二是业务转型布局方面，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；三是金融科技布局方面，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；四是国际化布局方面，依托人民币国际化提速、国家“一带一路”建设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，提升国际业务收入占比。

四、主营业务分析

1. 经营概况

目前，我国证券行业形成了以净资本和流动性为核心的行业监管体系，资本规模与证券公司的发展潜力、业务规模和竞争实力息息相关；从净资本规模及利润实现情况来看，近年来公司处于行业前列，具有很强的同业竞争力（见表 4）。

表 4 公司主要指标市场排名

项目	2017 年	2018 年	2019 年
总资产	7	5	7
净资产	8	7	7
净资本	7	5	7
营业收入	7	7	7
净利润	8	7	7

注：2017 年、2018 年和 2019 年末证券业协会会员单位数量均为 98 家

数据来源：中国证券业协会，联合资信整理

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（见表 5）。其中，个人金融板块受证券经纪业务佣金率下降、股票质押式回购业务规模收缩等因素影响，收入贡献度持续下降；以证券自营投资为主的机构服务及交易随着公司投资资产规模上升，相关收入贡献度持续上升；企业金融板块和投资管理业务板块收入贡献度较低。2019 年，申万宏源证券实现营业收入与 167.68 亿元，净利润 56.63 亿元。

表 5 公司营业收入构成

单位：亿元、%

项 目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 1—6 月	
	金 额	占 比	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	8.81	9.53
其中：投资银行	14.30	11.29	9.45	7.76	12.53	7.47	4.30	4.65
本金投资	7.91	6.24	4.97	4.09	4.63	2.76	4.51	4.88
个人金融	73.79	58.25	62.87	51.66	70.05	41.78	49.46	53.51
机构服务及交易	16.57	13.08	30.30	24.90	64.14	38.25	26.28	28.43

投资管理	14.11	11.14	14.11	11.59	16.33	9.74	7.88	8.52
营业收入合计	126.69	100.00	121.70	100.00	167.68	100.00	92.44	100.00

数据来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

2. 业务经营分析

(1) 个人金融业务

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。

证券期货经纪业务

得益于广泛的渠道网络和庞大的客户群体，公司证券期货经纪业务在行业中保持较强的竞争优势。近年来，公司证券期货经纪业务收入受证券市场行情影响较大；另一方面，行业佣金率下滑、证券市场震荡等因素或将持续存在，对传统经纪业务的发展形成较大压力，未来公司相关业务的经营情况及转型效果仍需保持关注。

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2020年6月末，公司下设证券分公司41家、证券营业部312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。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。

2020年以来，得益于证券市场行情转暖，公司证券期货经纪业务收入增速较快，对营业收入贡献度有所提升。2020年1—6月，公司实现证券期货经纪业务净收入24.40亿元，占

营业收入的比重为 26.40%。

信用交易业务

公司信用交易业务结构逐步调整，股票质押式回购业务规模明显收缩，整体信用交易业务收入有所波动。另一方面，考虑到监管机构对杠杆交易风险管控的趋严，公司信用交易业务未来发展面临一定限制。此外，公司部分信用交易业务发生违约，相关事件的后续处置进展及其对盈利水平的影响需持续关注。

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，公司创设与开发融资融券创新产品、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 6）。

表 6 公司融资融券业务发展情况 单位：万人、亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
融资融券客户数	20.14	20.51	21.19	21.48
融资融券余额	559.75	436.63	525.36	625.50
融资融券利息收入	40.64	36.32	35.77	20.08

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 7）。

表 7 公司股票质押业务发展情况 单位：亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
股票质押式回购业务余额	322.93	436.83	264.51	212.53
股票质押回购利息收入	10.23	28.38	20.96	6.64

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%。

2020 年以来，公司融资融券业务规模保持增长态势，同时由于公司持续加强股票质押式回购业务风险管理力度，股票质押式回购业务规模进一步下降。截至 2020 年 6 月末，公司融资融券业务和股票质押式回购业务余额分别为 625.50 亿元和 212.53 亿元，分别实现利息收入 20.08 亿元和 6.64 亿元。

截至 2020 年 6 月末，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。公司已对部分股票质押式回购业务违约项目发起司法诉讼，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。

（2）企业金融业务

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。

投资银行业务

公司投资银行业务稳步发展，项目储备情况较好。另一方面，投资银行业务易受到股票二级市场行情波动、监管部门对 IPO 及债券发行审核趋严等不利因素的影响，在同业竞争加剧的背景下，未来公司相关业务的发展仍面临一定压力。

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 19.10 亿元，所有者权益 15.06 亿元；2019 年实现营业收入 5.68 亿元，净利润 1.13 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 8）。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，2019 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 20 位和第 16 位。

表 8 公司证券承销业务统计

单位：个、亿元

项 目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 1—6 月	
	发行数量	承销金额	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	6	56.16
其中：IPO	13	55.22	0	0.00	3	31.34	0	0.00

再融资	12	161.99	4	129.04	10	107.45	6	56.16
债券承销	101	448.81	419	1007.10	701	1549.04	468	1021.90

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。

2020年以来，由于债券市场较为活跃，公司债券承销业务规模增速较快。2020年1—6月，公司完成再融资项目6单，股权承销金额合计56.16亿元；完成债券承销项目468单，承销金额合计1021.90亿元。

本金投资业务

公司本金投资业务规模较小，对公司收入的贡献度较低；在股权投资市场监管趋严、项目审核门槛提高的背景下，未来公司相关业务的发展有待观察。

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，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。

截至2020年6月末，公司本金投资业务（不含联营和合营企业投资）规模17.11亿元，联营和合营企业投资规模12.84亿元。2020年1—6月，公司实现本金投资业务收入4.51亿元，占营业收入的比重为4.88%。

（3）机构服务及交易业务

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。

主经纪商业业务

公司主经纪商业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。

研究咨询业务

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。

证券投资及交易业务

公司机构服务及交易业务收入主要来自证券投资业务。公司投资资产规模逐年增长，投资结构以固定收益类资产为主，取得了较好的投资收益；但由于自营投资业务收益易受市场行情波动影响，且公司固定收益投资资产占比较大，在当前债券市场违约事件频发的环境下，需持续关注相关资产质量水平。

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 9）。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 9 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：公司审计报告，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务资格、上海证券交易所上市基金主做市商业务资格、“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 股指期货期权做市商、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。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。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 300 余家机构客户。

截至 2020 年 6 月末，公司投资资产总额 1917.74 亿元，投资资产结构相对稳定，仍以债券和基金投资为主要投向。2020 年 1—6 月，公司投资资产实现投资收益 27.68 亿元，实现公允价值变动收益 3.36 亿元。

（4）投资管理业务

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。

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。

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。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10）。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。

2020年以来，公司资产管理业务受托规模持续下降，产品类别仍以定向和被动管理资产管理计划为主。截至2020年6月末，公司资产管理业务受托余额合计4631.75亿元，按照产品类型划分，公司定向资产管理计划占比85.36%，集合资产管理计划占比9.98%；按照管理方式划分，公司主动管理资产计划占比27.47%，被动管理资产计划占比67.87%。2020年1—6月，公司实现资产管理业务净收入4.17亿元，占营业收入的比重为4.51%。

表10 资产管理业务情况表

单位：亿元

项 目		2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年6 月末	
		金 额	占 比	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	462.18	9.98
	定 向	8022.09	94.30	6075.97	89.42	4654.02	86.97	3953.72	85.36
	专 项	94.99	1.12	167.97	2.47	210.65	3.94	215.85	4.66
管 理 方 式	主动管理	1596.85	18.77	1663.03	24.47	1748.72	32.68	1488.15	27.47
	被动管理	6910.34	81.23	5132.11	75.53	3602.45	67.32	3143.60	67.87
	合 计	8507.18	100.00	6795.15	100.00	5351.16	100.00	4631.75	100.00

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

公募基金管理业务

公司投资管理业务主要由资产管理业务和基金业务构成。资产管理业务规模随着监管去通道的要求持续下降，主动管理类业务规模及占比持续增长，主动管理能力不断提升；但资产管理业务和基金管理业务对公司营业收入的贡献度有待提升。

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。截至2020年6月末，富国基金公募基金管理规模达到4370亿元。

私募基金管理业务

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。2020年1—6月，公司基金管理业务收入1.36亿元，占营业收入的比重为1.47%。

五、风险管理分析

近年来，公司建立了以《风险管理制度》为基本制度，以各类专业风险管理方法及业务层面的操作规程和具体风险管理制度等为配套规则的风险管理制度体系，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。

董事会承担全面风险管理的最终责任，负责审议批准公司风险管理基本制度、风险偏好、风险政策等风险管理重大事项等；监事会承担全面风险管理的监督责任，负责监督董事会和经理层在风险管理方面的履职尽责情况并督促整改；经理层对全面风险管理承担主要责任，负责在董事会授权范围内的风险管理的落实，

制定风险偏好、风险容忍度以及重大风险限额等的具体执行方案，明确全面风险管理职能部门、业务部门以及其他部门在风险管理中的职责分工，建立部门之间有效制衡、相互协调的运行机制；公司指定首席风险官负责全面风险管理工作，对公司风险管理中存在的风险隐患进行质询和调查，并提出整改意见；风险管理部是履行风险管理职责的专门部门，协助首席风险官推动全面风险管理工作，负责研究公司全面风险管理体系，监测、评估、报告公司整体风险水平，为业务决策提供风险管理建议，组织协调并实施相应的风险管理工作，协助、指导和检查各部门、分支机构及子公司的风险管理工作；公司合规、监察、审计、行政、财务、资金、运营、托管、信息技术、人力资源、战略规划等职能管理部门负责在部门职责范围内履行相应的风险管理职责；公司经纪、自营、客户资产管理、投行等业务部门，以及分公司、营业部等分支机构以及子公司承担风险管理的直接责任，负责各自经营管理领域的风险管理工作。公司建立跨业务、跨部门的风险管理组织机制，在各部门、各分支机构、各子公司设立风险控制部门或岗位，负责具体组织和落实本部门的风险管理工作，并实行“双线管理”和“双线报告”的管控模式。

此外，公司将子公司的风险管理纳入统一体系，对其风险管理工作实行垂直管理，确保子公司在公司整体风险偏好和风险管理制度框架下，建立自身的风险管理组织架构、制度流程、实施细则、信息技术系统和风控指标体系，保障全面风险管理的一致性和有效性。

1. 市场风险管理

公司建立了较为完善的市场风险管理体系，但随着市场环境的波动及公司自营业务的发展，公司面临的市场风险将上升，市场风险管理水平仍需持续提升。

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利率风险。此外，公司亦面临人民币、美元及港元等货币的汇率风险。

公司根据发展战略、市场环境、经营计划和风险承受能力等内外部因素，确定市场风险偏好，并建立与其相适应的市场风险容忍度，并根据各项业务和风险资产特点设定大类资产业务规模限额以及市场风险损失限额。公司风险管理部门逐日计量和监控市场风险限额相关指标，对公司整体市场风险进行全面评估。近年来，公司严格执行自营投资、自有资金参与资产管理等业务的风险容忍度；建立量化风险指标评估体系，包含在险价值、贝塔、波动率、利率基点价值、久期和投资集中度等风险计量指标，结合压力测试和敏感性分析等多种方法或工具进行计量评估；对风控指标进行动态监控和分级预警，及时采取有效应对措施；积极拓展场外衍生品交易、策略交易等业务，并使用股指期货、商品期货、利率互换、期权等衍生金融工具进行风险对冲；在重大投资项目开展前，严格进行项目可行性分析，并由风险管理部门独立出具风险评估报告。此外，公司使用风险管理系统，能够支持市场风险的统一计量及其所实施的事后检验和市场风险压力测试，并能监测市场风险限额的执行情况以及提供市场风险报告

2. 信用风险管理

公司搭建了各类业务的信用风险管理架构，并不断加强信用风险管控，但考虑到未来债券投资规模的上升和信用交易业务的发展，相关风险仍需关注。

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融资类业务（融资融券、约定购回式交易和股票质押式回购业务）、固定收益自营业务、场外衍生品交易业务和非标投资等领域。

近年来，公司搭建内部评级体系，覆盖境

内外各子公司，实现公司范围内的统一评级及应用；对公司实行统一的、以实际控制人为主体的同一客户管控机制；对全市场负面舆情信息进行监控，并将监控结果运用到评级结果更新、授信额度调整、负面清单准入限制等信用风险管理实践中；进一步加强对融资类业务的精细化管理，加强融资主体和担保品的风险评价和分析工作，加强项目存续期管理，并不断优化信用风险管理系统，提升信用风险管控能力；针对债券自营业务严格设定债项评级、主体评级等准入标准，并对交易方式、券种信用等级及类型、单一债券规模以及交易集中度等方面进行事前审核；完善场外衍生品业务制度建设，设定交易对手评级及准入标准，完善风险限额指标及事前审批标准；加强对资产证券化等非标类项目的审核和存续期管理工作，密切跟踪项目状况，发现风险隐患时，及时采取应对措施。

值得注意的是，2017年以来，受国内股市行情较为低迷影响，股票质押爆仓事件频发。在此背景下，公司部分股票质押式回购业务划分至第三阶段。针对发生信用违约的项目，通过成立风险项目处置小组，密切关注事态进展，积极研究制定应对方案等措施，以确保信用风险可控。

3. 流动性风险管理

公司配置资产的变现能力强，整体流动性压力不大。但随着公司各类业务的发展，公司对资金的需求相应增加，这对公司的流动性管理提出了更高要求。

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

公司按照《证券公司全面风险管理规范》《证券公司流动性风险管理指引》等监管自律规则和公司《风险管理制度》，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，并采

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。

近年来，公司制定全面资本规划，以保持足够的流动性储备；积极拓宽合作金融机构范围，完善流动性管理体系，提升优质流动性资产管理和债务融资管理能力；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、公司融资能力等信息，开展流动性风险预警工作；增加流动性风险压力测试频率，完善、优化情景设置，提高对流动性冲击的测算和应对能力。此外，针对流动性风险事件，公司制定了《流动性风险应急管理操作规程》，并通过开展流动性风险应急演练，提高公司对流动性风险应急报告和處理的能力，增强公司应对流动性危机的能力。截至2020年6月末，公司流动性覆盖率为208.09%，净稳定资金率为166.12%，均优于监管预警标准。

此外，公司通过发行公司债、次级债、短期公司债、短期融资券、收益凭证等融资手段，积极拓展并持续优化融资渠道。从资产结构看，公司自有资产中自有货币资金和结算备付金、融出资金、买入返售金融资产和可供出售金融资产等可快速变现资产占比较高，公司资产流动性良好。

4. 操作风险管理

公司不断建立健全全面风险管理体系，较好地保障了各项业务的稳健发展，整体风险管理水平较高。但随着业务规模的扩张和以及市场波动的不确定性，公司仍需进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。

操作风险是指由不完善或有问题的内部流程、人员及系统或外部事件造成损失的风险。其中的损失包括直接的财务损失或由于业务中断或缩减形成的间接财物损失。

近年来，公司持续开展操作风险评估，有

效识别各单位自身经营管理中的操作风险点，及时发现风险隐患并制定防控措施，不断提升操作风险管理水平；加强操作风险事件原因分析，制定切实有效整改方案，避免风险事件重复发生；加强员工业务知识培训和典型风险案例宣导，不断提升员工业务能力和风险管控意识；强化信息系统升级整合风险的评估及防范，做好信息系统日常监测，同时加强系统升级测试及有效性验证，避免因系统升级测试不充分引发操作风险事件。

六、财务分析

公司提供了 2017—2019 年和 2020 年上半年合并财务报表，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017—2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2020 年上半年合并财务报表未经审计。公司财务报表合并范围包括 8 家一级子公司在内的共计 13 家子公司以及结构化主体。

1. 盈利能力

外部市场环境的波动通过对公司手续费及佣金收入的影响，传导至对公司收入及盈利波动方面，反映出公司营业收入结构较为集中；投资收益及利息净收入有所提升，对整体收入的增长形成一定抵补。但另一方面，未来随着市场持续震荡，加之 2020 年新冠肺炎疫情引起的宏观资本市场疲软，公司收入增长的持续性有待观察。

公司营业收入主要包括手续费及佣金净收入、利息净收入和投资收益。近年来，随着两市行情持续震荡、市场交易活跃度波动变化，加之同业竞争升级带来的佣金费率下滑，公司手续费及佣金净收入呈下行趋势，对公司利润的贡献度有所降低。同时，随着公司生息资产快速增长，利息净收入整体呈上升趋势；公司不断加大对固定收益证券与基金的投资配置力度，投资收益形成快速增长趋势。整体看，公

司各项业务收入贡献逐渐趋于均衡化发展，营业收入结构持续优化。2019 年，公司实现营业收入 167.68 亿元。其中，手续费及佣金净收入

占 37.56%，投资收益占 31.04%，利息净收入占比 18.75%（见表 11）。

表11 营业收入和支出情况

单位：亿元、%

项 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	71.59	56.51	52.80	43.38	62.98	37.56	34.06	36.85
其中：经纪业务净收入	44.01	34.74	31.46	25.85	36.97	22.05	24.40	26.40
其中：证券经纪业务净收入	41.24	32.55	29.39	24.15	35.34	21.08	23.31	25.22
期货经纪业务净收入	2.77	2.19	2.07	1.70	1.62	0.97	1.09	1.18
投资银行业务净收入	13.92	10.99	8.93	7.34	12.22	7.29	4.04	4.37
资产管理及基金管理业务净收入	13.03	10.29	11.74	9.64	12.60	7.52	5.53	5.98
投资咨询业务净收入	0.62	0.49	0.67	0.55	1.19	0.71	0.10	0.11
利息净收入	18.91	14.93	30.86	25.36	31.43	18.75	19.72	21.33
其他收益	1.59	1.26	1.31	1.08	1.69	1.01	1.96	2.12
投资收益	33.99	26.83	37.46	30.78	52.05	31.04	27.68	29.95
公允价值变动收益	0.08	0.06	-1.23	-1.01	0.82	0.49	3.36	3.63
资产处置收益	-0.10	-0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
汇兑收益	0.02	0.02	0.05	0.04	-0.08	-0.05	-0.05	-0.05
其他业务收入	0.60	0.48	0.45	0.37	18.79	11.21	5.69	6.16
营业收入合计	126.69	100.00	121.70	100.00	167.68	100.00	92.44	100.00
税金及附加	0.94	1.35	1.13	1.56	1.20	1.20	0.64	1.45
业务及管理费	64.36	92.83	65.02	89.77	74.36	74.25	36.40	82.54
资产减值损失	3.94	5.68	--	--	--	--	--	--
信用减值损失	--	--	5.93	8.19	6.72	6.71	1.69	3.83
其他业务成本	0.10	0.14	0.35	0.49	17.87	17.85	5.37	12.18
营业支出合计	69.33	100.00	72.43	100.00	100.15	100.00	44.10	100.00

注：因四舍五入效应致使数据加总存在一定误差

数据来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理

公司手续费及佣金净收入主要来自经纪业务、投资银行业务与资产管理基金管理业务，投资咨询业务和其他类业务对手续费及佣金净收入贡献较低。公司经纪业务手续费及佣金净收入主要来源于证券经纪业务。近年来，市场佣金费率持续下降，交易量及活跃度在经历了前期持续下行的走势后有所回升。受此影响，公司证券经纪业务手续费及佣金净收入与市场趋势同向波动，但整体仍呈下降趋势。2017—2019 年，公司分别实现经纪业务手续费及佣金净收入 44.01 亿元、31.46 亿元和 36.97 亿元，分别占当年营业收入的 34.74%、25.85% 和 22.05%。

公司投资银行业务手续费及佣金净收入主要来源于证券承销业务和财务顾问业务。近年来，投资银行业务收入经历了发行项目审核趋严、资本市场加快改革、金融脱媒不断加强的多个政策周期，形成了先降后升的波动下行趋势。2017—2019 年，公司投资银行业务分别实现手续费及佣金净收入 13.92 亿元、8.93 亿元和 12.22 亿元，分别占当年营业收入的 10.99%、7.34% 和 7.29%。

证券市场的周期性震荡同样对公司的资产管理业务带来一定影响。公司资产管理及基金管理业务手续费呈波动下行，主要受公募基金业绩下行影响。2019 年以来，公司积极提升对

市场环境及监管政策的应对能力，加强对资产的主动管理能力，相关业务收入有所回升，缓和了收入下行趋势。2017—2019 年，公司资产管理及基金管理业务净收入分别为 13.03 亿元、11.74 亿元和 12.60 亿元，分别占当年营业收入的 10.29%、9.64% 和 7.52%。

公司利息收入主要包括货币资金及结算备付金利息收入、融出资金利息收入、买入返售金融资产利息收入和其他债券投资利息收入；利息支出主要以卖出回购金融资产利息支出、借款利息支出、各类债券及收益凭证利息支出拆入资金利息支出为主。2017—2018 年，公司信用交易业务中的股权质押回购业务收入大幅增长，此外，2018 年公司按照财政部有关规定将部分债券利息收入由投资收益调整至利息收入科目确认，致使当年利息收入显著增长；2019 年以来，公司融出资金和买入返售金融资产利息收入下降较明显，但其他债权投资规模的进一步加大带动其利息收入水平持续提升，综合影响下，当年利息收入略有下降。利息支出方面，2017—2018 年，随着公司债务规模快速提升，当年利息支出水平明显增长；2019 年以来，公司债务融资水平增幅较小，同时融资利率下降使公司应付短期融资款利息支出下降，带动整体利息支出有所下降。综合上述原因，近年来，公司利息净收入持续增长，但增速显著放缓。2017—2019 年，公司分别实现利息净收入 18.91 亿元、30.86 亿元和 31.43 亿元，分别占当年营业收入的 14.93%、25.36% 和 18.75%。

公司投资收益主要来源于金融投资资产持有和处置时产生的收益。近年来，公司投资收益的增长主要来源于投资资产的快速增长。2017—2018 年，公司由于会计准则调整，债权投资与其他债权投资的利息收入不再纳入投资收益计量，因此当年投资资产对收益的贡献未能完全体现在投资收益科目；2019 年，公司进一步加大投资资产的配置力度，同时债券、基金等交易性金融资产持有期间的收益大幅增长，带动当年投资收益显著提升。2017—2019 年，

公司分别实现投资收益 33.99 亿元、37.46 亿元和 52.05 亿元，分别占营业收入的 26.83%、30.78% 和 31.04%，投资收益对营业收入的贡献度呈上升趋势。

公司其他业务收入主要为资产出租和保管、大宗商品销售等。近年来，公司其他业务收入增长明显，主要是因为所属期货子公司加快基差交易业务发展，商品贸易收入增加所致。2019 年，公司实现其他业务收入 18.79 亿元，占营业收入的 11.21%，但对利润贡献低。

近年来，公司营业支出持续增长，剔除其他业务成本后，主要受公司业务及管理费和资产/信用减值损失的增长影响。2017—2018 年，公司业务及管理费增长幅度较小，2019 年以来，公司各项业务收入均有所提升，为此公司加大薪酬支出规模以提升对员工的激励，导致当年职工费用增长较为明显，带动业务及管理费有所增长。减值支出方面，随着公司投资资产的规模不断增长，公司资产/信用减值准备随之增长。

近年来，公司各项盈利指标与营业收入同向变化。2017—2018 年，随着公司营业收入的下滑叠加营业支出的持续增长，净利润、营业利润率以及资产收益情况均有所下降，同时营业费用率与薪酬收入比有所提升。2019 年以来，随着公司业务收入回暖，多项盈利指标转好。其中，净利润与资产收益情况均有所回升；同时营业费用率和薪酬收入比均不同程度下降，整体盈利水平有所好转。2019 年，公司实现净利润 56.63 亿元，营业利润率、平均自有资产收益率与平均净资产收益率分别为 40.27%、2.07% 和 7.77%；营业费用率和薪酬收入比分别为 44.35% 和 33.62%（见表 12）。

表 12 盈利情况 单位：亿元、%

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
净利润	45.74	40.53	56.63	39.70
营业利润率	45.27	40.49	40.27	52.30
营业费用率	50.80	53.43	44.35	39.38
薪酬收入比	37.07	39.41	33.62	31.06

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	--

数据来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理

2020年上半年，得益于外部市场行情的转暖，公司自营业务得到较快发展，利息收入有所增长，加之传统经纪业务交易量的上升推高了手续费及佣金净收入，公司营业收入较上年同期大幅上升，进而使得净利润较上年同期有所提升。2020年1—6月，公司实现营业收入92.44亿元，同比增长23.77%；净利润39.70亿元，同比增长30.92%。

2. 杠杆与资本充足性

公司依靠股东增资及发行公司债的方式，资本实力有所增强，资本补充渠道通畅；但另一方面，考虑到公司短期负债占比相对较高，需关注公司面临的短期偿债压力；公司业务的不扩大加大了公司各项风险资本准备规模，同时对资本的消耗有所加大，风险控制指标有所下降，未来业务发展需求或将进一步降低风险指标水平。

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13）。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13 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	2020年 6月末
净资产	--	510.71	583.74	561.48	646.51
总资产	--	498.11	623.31	704.34	726.20
风险覆盖率	≥100	215.06	237.80	212.16	212.30
净资产/总资产	≥20	102.53	93.65	79.72	89.03
净资产/负债	≥8	34.39	31.54	29.54	29.98
净资产/负债	≥10	33.54	33.68	37.05	33.68

注：表格中指标均为母公司核算口径

数据来源：公司风险控制指标专项报告，联合资信整理

公司债务融资方式较丰富，包括发行短期融资券、公司债、金融债、次级债、收益凭证、拆入资金和卖出回购金融资产款等，资金来源渠道多样化。截至2019年末，公司自有负债余额2042.49亿元，占负债总额的73.97%（见表14），规模持续上升；考虑到公司短期负债占比相对较高，存在一定的短期偿债压力。

表14 负债结构

单位：亿元

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020年 6月末
自有负债	1649.18	1980.61	2042.49	2344.92
拆入资金	79.00	116.94	109.51	90.00
卖出回购金融资产款	641.09	787.93	834.37	894.41
短期融资券	0.00	0.00	100.39	80.22
公司债	196.97	272.72	328.21	425.86
短期公司债	57.00	63.05	0.00	0.00

长期公司债	139.97	209.67	328.21	425.86
金融债	0.00	0.00	60.55	61.59
收益凭证	240.16	201.75	148.61	155.92
短期收益凭证	95.45	72.64	70.26	97.47
长期收益凭证	144.70	129.12	78.35	58.45
次级债	247.00	357.84	200.69	264.41
非自有负债	598.29	564.33	718.79	917.13
代理买卖证券款	598.29	564.33	718.79	917.13
负债总额	2247.47	2544.94	2761.28	3262.05

数据来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理

得益于股东的增资，近年来，公司净资产规模有所提升，但随着次级债逐步结清，净资产规模于 2019 年有所回落，净资产/净资产比例逐年下降；同时，随着公司持续加大投资资产配置力度，各项风险资本准备增长较快，导致公司风险覆盖率指标有所下降。截至 2019 年末，公司风险覆盖率指标为 212.16%，公司资本充足；净资产/负债指标为 29.54%，净资产/负债指标为 37.05%。

2020 年上半年，公司重点利用发行公司债和收益凭证的方式加大债券融资力度，自有负债规模较上年末有所增长，整体财务杠杆有所上升；2020 年 6 月末合并口径自有负债余额 2344.92 亿元，母公司口径净资产/负债指标为 29.98%，净资产/负债指标为 33.68%。同时，得益于较大的利润留存力度，公司净资产和净资产规模均有所上升，资本保持充足水平；2020 年 6 月末母公司口径净资产 646.51 亿元，风险

覆盖率为 212.30%。

3. 流动性

公司自有资产以可快速变现资产为主，流动性整体处于良好水平；现金流充足，同时逐步加大经营性现金流入的规模，现金流结构有所优化。

公司自有资产以可快速变现资产为主，其中包括自有货币资金、自有结算备付金、买入返售金融资产和融出资金，以及交易性金融资产、债权投资和其他债权投资中股票、债券及基金投资部分。近年来，公司将更多资源配置到投资业务，导致投资资产规模相对较大；2018 年，公司买入返售金融资产大幅上涨，主要为当年股票质押式回购业务增长所致，该项业务在 2019 年显著下降；交易性金融资产、债权投资和其他债权投资的增长，主要来源于债券投资和基金投资。截至 2019 年末，公司可快速变现资产余额 2400.96 亿元。其中，交易性金融资产占可快速变现资产的 38.83%，融出资金占比 22.09%、买入返售金融资产占比 16.28%、其他债权投资占比 14.20%、自有货币资金占比 7.00%、自有结算备付金占比 1.39%、债权投资占比 0.20%（见表 15）。目前，公司按照监管要求开展信用交易业务，要求客户提供流动性较好的证券作为风险缓释，因此信用交易业务对公司流动性的影响可控。

表 15 资产结构

单位：亿元

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
自有资产	2217.41	2664.85	2816.27	3132.43
可快速变现资产	1957.84	2377.19	2400.96	2920.92
其中：自有货币资金	222.34	250.99	168.04	125.37
自有结算备付金	29.77	32.23	33.42	39.86
买入返售金融资产	437.79	661.94	390.96	324.66
融出资金	557.39	441.48	530.48	623.85
可供出售金融资产	235.75	--	--	--
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	474.79	--	--	--
交易性金融资产	--	773.87	932.25	1155.47
债权投资	--	--	4.85	25.15
其他债权投资	--	216.69	340.96	626.56

非自有资产	598.29	564.33	718.79	917.13
资产总额	2815.70	3229.19	3535.06	4049.56

注：计算可快速变现资产时，已剔除向证金公司的投资、理财产品、资产管理计划、信托计划和其他等资产

数据来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

2020年上半年，公司资产端将资源重点配置于信用交易业务和自营投资业务，其他资产配置结构相对稳定，流动性保持良好水平。截至2020年6月末，公司自有资产余额3132.43亿元，其中买入返售金融资产余额324.66亿元、融出资金余额623.85亿元、其他债权投资余额626.56亿元。

从现金流情况来看，公司经营活动现金流量主要来源于经纪业务、信用交易业务以及部分回购资金。近年来，公司经营性现金净流出持续减小并转为净流入，主要由于上述两项业务流入资金量持续扩大所致；投资性现金净流出整体呈扩大趋势，主要由于公司加大了对投资资产的配置力度所致；2017—2018年，由于发行债券及增资规模较大，筹资性现金流处于净流入状态，2019年以来，随着偿还债务规模的加大，筹资性现金流由净流出转为净流出（见表16）。

表16 现金流量情况 单位：亿元

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
经营性现金流量净额	-307.00	-95.87	138.64
投资性现金流量净额	-34.81	-20.33	-110.89
筹资性现金流量净额	97.33	204.92	-11.88
现金及现金等价物净增加额	-244.46	88.77	15.80
年末现金及现金等价物余额	868.54	957.32	973.11

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

从流动性指标来看，公司流动性指标保持良好水平。截至2020年6月末，公司流动性覆盖率为208.09%，净稳定资金比例为166.12%（见表17）。

表17 公司流动性指标情况 单位：%

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
流动性覆盖率	205.42	333.57	259.18	208.09
净稳定资金比例	127.98	130.22	137.32	166.12

数据来源：公司监管报表和提供资料，联合资信整理

4. 偿债能力

考虑到股东综合实力极强及融资渠道较为畅通等因素，公司整体偿债实力很强。

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18）。

截至2020年6月末，公司短期债务占比为58.63%，较上年有所下降；自有资产负债率为74.86%。

表18 偿债能力指标 单位：亿元、%、倍

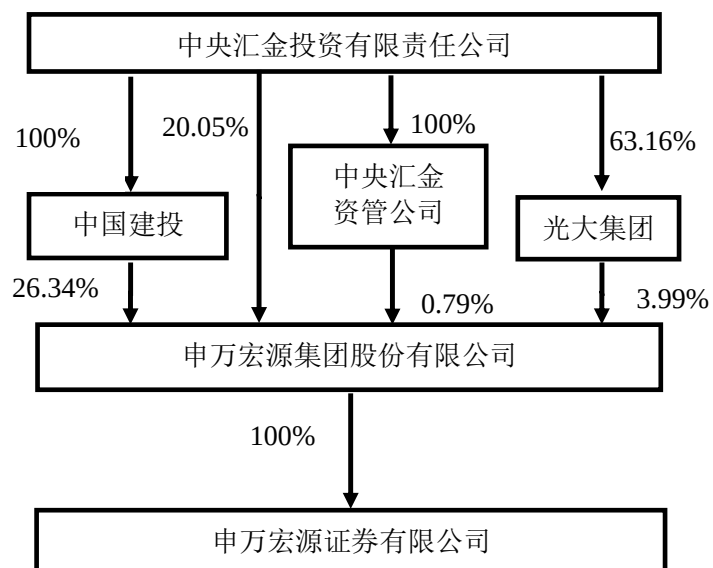
项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
总债务	1462.00	1820.08	1853.02	2115.94
短期债务占比	61.98	58.95	60.69	58.63
自有资产负债率	74.37	74.32	72.52	74.86

数据来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理

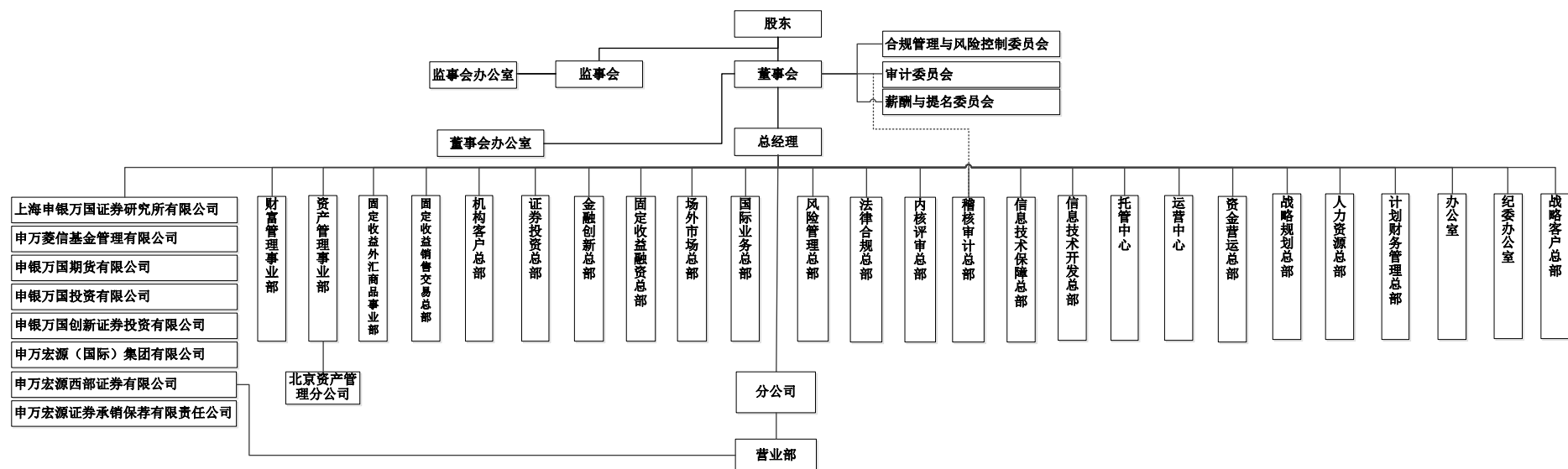
七、结论

综合上述对公司的公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时期内公司信用水平将保持稳定。

附录 1 2020 年 6 月末公司与控股股东、实际控制人之间的产权和控制关系



附录 2 2020 年 6 月末组织架构图



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+卖出回购金融资产款+拆入资金+融入资金+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-不能快速变现的理财类投资-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 证券公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信证券公司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 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，联合资信将在申万宏源证券有限公司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如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，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及外部经营环境等相关信息，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重大事项时，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。