

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《申万宏源证券有限公司 2020 年主体长期信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年四月三日



信用等级公告

联合〔2020〕759号

联合资信评估有限公司通过对申万宏源证券有限公司主体长期信用状况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



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 4 月 3 日

主要数据

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

注: 标*号指标为母公司核算口径

数据来源: 公司审计报告及提供资料, 联合资信整理

分析师

寇妙融 余 淼 刘彦良

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

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,各项业务发展规模、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

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

关注

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由申万宏源证券有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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 4 月 3 日至 2021 年 4 月 2 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

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

公司经营范围：证券经纪、证券投资咨询、融资融券、代销金融产品、证券投资基金代销、为期货公司提供中间介绍业务（以上各项业务限新疆、甘肃、陕西、宁夏、青海、西藏以外区域），证券资产管理，证券承销与保荐（限国债、非金融企业债务融资工具、政策性银行金融债、企业债承销），证券自营（除服务新疆、甘肃、陕西、宁夏、青海、西藏区域证券经纪业务客户的证券自营外），股票期权做市，证券投资基金托管，国家有关管理机关批准的其他业务。

截至 2019 年末，公司及所属证券类子公司共设有证券分公司 41 家；证券营业部 311 家，分布于 21 个省、4 个直辖市、4 个自治区的 135 个城市；公司在职员工 12373 人（含经纪人 3246 人）；公司共有 8 家一级子公司，分别为上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“申万研究所”）、申万菱信基金管理有限公司（以下

简称“申万菱信”）、申银万国期货有限公司（以下简称“申万期货”）、申银万国投资有限公司（以下简称“申万投资”）、申银万国创新证券投资有限公司（以下简称“申万创新投”）、申万宏源（国际）集团有限公司、申万宏源证券承销保荐有限责任公司（以下简称“申万宏源承销保荐公司”）和申万宏源西部证券有限公司（以下简称“申万宏源西部证券”）。

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

公司注册地址：上海市徐汇区长乐路 989 号 45 层。

公司法定代表人：杨玉成。

二、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

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 1），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 1 2016—2019 年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

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

数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模

以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

（2）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是

继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

（3）宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对

2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10bp，5 年期报价 4.75%，下调 5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿

色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

2. 行业分析

(1) 证券市场概况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。历经 20 多年的发展，我国证券市场初步形成以股票市场、债券市场及衍生品市场为主的市场格局，市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。2018 年以来受监管趋严、金融去杠杆、社融同比大幅回落、信用风险爆发等因素影响，我国股票市场交易量持续萎缩，美联储信用政策收紧带来的全球性信用收缩以及贸易战进一步加剧了股市震荡，股票市场持续处于低迷状态，各项证券指数、融资总额、成交金额、总市值等均有所下跌。截至 2018 年末，我国境内上市公司数量 3584 家，股票总市值达 43.49 万亿元。2018 年，全年境内股票筹资金额 12107.35 亿元；全年股票成交金额 89.65 万亿元；证券化率（股票总市值/GDP 总值）为 48.31%（见表 2）。

表 2 2014—2018 年我国股票市场主要指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
期末境内上市公司数(家)	2613	2827	3052	3485	3584
股票融资总额(亿元)	9043.10	16107.23	21095.81	17223.86	12107.35
期末股票市价总值(万亿元)	37.25	53.13	50.82	56.75	43.49
股票全年成交金额(万亿元)	74.39	253.30	126.51	111.76	89.65
期末上证综合指数(点)	3234.68	3539.18	3103.64	3307.17	2493.90
证券化率(%)	58.53	78.51	68.30	68.54	48.31

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰

富，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势（见表 3）。2018 年，我国债券市场发行总额 43.85 万亿元，年末债券存量余额 88.60 亿元。

表 3 2014—2018 年我国债券市场发行额及托管余额

单位：万亿元

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
市场发行总额	12.19	23.20	36.37	40.80	43.85
期末债券存量余额	36.00	48.53	64.31	74.69	88.60

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

中国证券业协会根据证券公司未经审计财务报表数据统计显示，截至 2018 年末，我国共有 131 家证券公司，全行业总资产为 6.26 万亿元，净资产为 1.89 万亿元，净资本为 1.57 万亿元，较上年末有所上升，资本实力保持稳定（见表 4）。由于证券公司收益水平与证券市场行情高度正相关，近年来我国证券行业净利润呈现较强波动性。2018 年，受股票市场行情低迷影

响，证券公司各项主要业务收入均呈下降态势，全行业实现营业收入 2662.87 亿元，净利润 666.20 亿元，盈利能力持续下降。与此同时，证券公司行业集中度不断提升，大、中、小型证券公司业绩分化格局愈加明显，前十大证券公司在全行业营业收入和净利润中的占比均有所提升，业绩稳定性较强。

表 4 证券公司主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
证券公司（家）	120	125	129	131	131
盈利家数（家）	119	124	124	120	106
营业收入（亿元）	2602.84	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87
代理买卖证券业务净收入（亿元）	1049.48	2,690.96	1,052.95	820.92	623.42
证券承销与保荐业务净收入（亿元）	240.19	393.52	519.99	384.24	258.46
财务顾问业务净收入（亿元）	69.19	137.93	164.16	125.37	111.50
投资咨询业务净收入（亿元）	22.31	44.78	50.54	33.96	31.52
资产管理业务净收入（亿元）	124.35	274.88	296.46	310.21	275.00
证券投资收益（含公允价值变动）（亿元）	710.28	1,413.54	568.47	860.98	800.27
利息净收入（亿元）	446.24	591.25	381.79	348.09	214.85
净利润（亿元）	965.54	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20
项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
总资产（万亿）	4.09	6.42	5.79	6.14	6.26
净资产（万亿）	0.92	1.45	1.64	1.85	1.89
净资本（万亿）	0.68	1.25	1.47	1.58	1.57

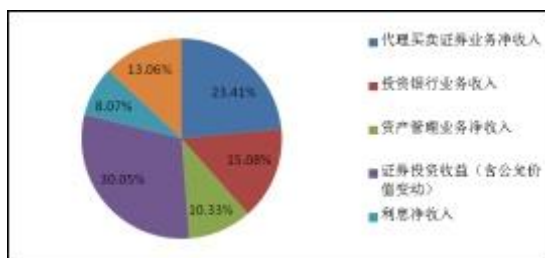
资料来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

(2) 主营业务

目前我国证券公司主营业务主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、自营业务和信用业务构成（见图 1）。在市场环境持续低迷、IPO 募资大幅下滑、监管政策收紧导致券商业务调整压力有所加大等因素的影响下，2018 年证券公司收入延续下行趋势，业绩表现进一步下滑，其中经纪业务和自营业务仍是我国证券公司目前最主要收入来源，但 2018 年经

纪业务、投资银行业务收入降幅明显，资产管理业务收入亦有所下降但收入占比略有提升，子公司相关的期货、大宗商品等其他业务对证券公司的盈利贡献度则呈现显著提升的态势。

图1 2018年证券公司主营业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站。

经纪业务

2014—2015 年股票牛市使证券公司经纪业务收入带来爆发式增长,随着市场回归平淡,沪深两市交易额大幅下降。2017 年,受交易量及佣金费率下降影响,证券公司经纪业务收入同比持续下滑;2018 年以来,在市场行情不佳、A 股走势疲弱、市场交易量下降、行业内竞争加剧等多重因素的叠加下,证券公司经纪业务延续下行走势,当年实现代理买卖业务净收入 623.42 亿元,同比下降约 24%;代理买卖业务净收入占全部营业收入的 23.41%,占比较上年亦有所下降,不再是占比最高的业务板块,为证券公司第二大收入来源。

投资银行业务

2018 年以来,随着 IPO 审核标准趋严,投行项目审核有所趋缓,IPO 发行数量明显下降;再融资审核收紧、再融资规模持续收缩、发行周期拉长;债券发行规模有所回升,并购重组和新三板业务较为低迷,证券公司投资银行业务收入持续下降。2018 年,证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 258.46 亿元,较上年明显下降,财务顾问与投资咨询业务净收入也有所下降;投行业务收入占营业收入的比重为 15.08%,占比较上年亦有所下降。

自营业务

自营业务主要包括债券投资和股票投资,自营业务的业绩表现受市场行情影响较大。近年来,随着监管层放开证券公司的投资范围以及准许证券公司设立另类投资子公司,证券公司自营业务逐步从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018 年以来,受股票

市场单边下挫、债券市场收益率整体下行影响,证券公司投资收益有所下降。2018 年,证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)800.27 亿元,同比下降 7.05%,占营业收入的比重为 30.05%,占比较上年继续上升,已成为证券公司的第一大收入来源。

资产管理业务

目前,证券公司资产管理业务产品体系主要由集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等构成。2016 年以来监管层发布多项监管政策,证券公司通道业务在业务准入、资金来源、产品杠杆、风险准备等方面受到多项限制,2018 年 4 月大资管新规落地,重点集中在于引导消除多层嵌套、资金池、刚性兑付、去杠杆等问题,资管业务规模尤其是通道业务规模持续收缩。去通道压力、新业务开展缓慢、金融市场波动增大等因素加大了证券公司资管业务发展的难度,致使资管业务收入也出现下滑。2018 年,证券公司实现受托资产管理业务净收入 275.00 亿元,较上年有所下降,占营业收入的比重为 10.33%,占比略有提升。

信用业务

近年来,证券公司资本中介类业务发展迅速。2018 年以来,证券公司前两年发力的股票质押业务逐步进入密集到期阶段,股市大幅下挫以及去杠杆所产生的信用紧缩导致上市公司及控股股东出现了流动性风险和信用风险,股票质押业务面临较大的风险敞口。随着股市震荡下行,两融规模出现明显回落;受股票质押新规、资金成本上升、信用风险暴露及券商主动收缩业务等因素影响,证券公司股票质押业务规模增速明显有所放缓,减值计提压力有所上升,对业绩表现形成一定负面影响。2018 年,证券公司实现利息净收入 214.85 亿元,同比降幅较为明显。

(3)监管政策

近年来,证监会在继续推进证券公司创新发展的同时,推出多项风险管理措施,并加强

违规处罚力促，要求证券公司在发展过程中要不断提高风险控制能力和合规管理水平，增强风险防范能力。

2018年3月，证监会发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，对证券公司开展投资银行类业务的内部控制组织架构、薪酬考核与奖金延期支付制度、总部与分支机构的职责范围、项目内核流程等方面做了更加严格的规定。

2018年4月，中国人民银行等多部委发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，明确给出了资管业务、管理产品和刚性兑付的准确定义，针对资管产品去杠杆、规范资金池和去通道化等重点领域，提出了明确监管要求并对存量业务实行新老划断，将过渡期设置至2019年；同月，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司，放宽外资股比例限制，并逐步开放合资证券公司业务范围，对于外商证券公司和境外金融机构投资者为重大利好，有利于进一步促进我国证券业的对外开放，推动我国证券业向更加规范、健康的方向发展。

2018年6月，证监会发布CDR交易管理办法，以存托凭证互挂方式实现的“沪伦通”蓄势待发，CDR业务从无到有至快速进入实质性开展阶段，未来将有望拓宽证券公司的业务边界；同期，证监会先后发布多个公告，意在尝试允许符合国家战略、科技创新能力突出并掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能等领域的企业在境内公开发行股票或存托凭证管理，进一步表明境内证券市场逐步扩大对外开放的范围。

2018年10月，监管层引导纾解股权质押危机，券商、保险等金融机构，深圳、上海等地方政府纷纷出资设立各种纾困基金，缓解上市公司股权质押危机，同月证券行业基金协会推动设立证券行业支持民营企业发展资产管理计划，有利于缓解股权质押业务风险，利于证券公司业务更稳健地开展；11月，中央拟在上

交所设立科创板并试点注册制，进一步完善了我国多层次资本市场的架构，预计将为证券公司带来新的业务机会。

2019年1月，证监会研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，拟放宽证券公司投资成份股、ETF等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，鼓励证券公司加大对权益类资产的长期配置力度；同期，证监会就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则、《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》向社会公开征求意见，《征求意见稿》允许QFII和RQFII参与交易所融资融券，准入门槛方面取消数量型指标，将有助于提升QFII和RQFII的资金利用效率，引进境外长期资金，进一步便利全球资本配置中国。此外，证监会拟取消融资融券的“平仓线”不得低于130%的统一限制，并扩大担保物范围和标的证券范围，预计将进一步提升两市融资融券规模，提升市场交易活跃度。

总体看，2018年市场环境低迷，证券行业利润水平有所下行，展望未来，证券行业“马太效应”将愈加明显，龙头券商经营状况将保持稳定，行业分化预计将有所加剧，中小券商面临的生存环境将愈加严峻；下半年以来监管层面出台多项利好政策，股票质押业务风险有所缓解，科创板的设立、CDR等业务的开闸有望为证券公司带来新的利润增长点；证券公司上市、增资等补充资本的动作将有所持续，资本实力预计将保持增长。与此同时，资管新规、同质化低水平竞争、佣金率探底等因素下证券公司仍面临较大的转型压力，2019年资管业务将进入存量整改、增量创新的关键阶段，通道业务将继续收缩，未来主动管理、财富管理、机构与高净值客户将是证券公司转型的重点；证券市场对外开放程度有所加大，证券行业竞争环境趋于激烈，外资机构在财富管理和经纪机构业务方面的优势可能将对本土券商形成一定压力。此外，证券行业的发展与经济发展和

市场运行走势关联度较高，当前国际形势错综复杂、国内经济仍存下行压力、市场行情波动较大等因素仍然存在且未来走势面临的不确定性较大，可能仍将对证券公司盈利能力带来压力。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

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

申万宏源集团前身为申银万国。申银万国系原上海申银证券有限公司与原上海万国证券公司合并组建的证券公司，于 1996 年在上海成立。2015 年 1 月，申银万国以换股方式吸收合并宏源证券，并以申银万国和宏源证券的全部证券类资产及负债(净资产)设立申万宏源证券有限公司。同时，申银万国变更为投资控股公司，更名为“申万宏源集团股份有限公司”，在深圳证券交易所上市。2019 年 4 月，申万宏源集团发行的境外上市外资股(H 股) 25.04 亿股在香港联交所主板挂牌并上市交易，注册资本增至人民币 250.40 亿元。申万宏源集团由中央汇金实际控制，能够在资金、品牌、客户、渠道等方面给予公司较大的支持。截至 2019 年末，合并口径下申万宏源集团资产总额 3885.37 亿元，所有者权益 848.31 亿元；2019 年实现营业收入 245.93 亿元，净利润 58.03 亿元。

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 9 名董事组成，其中独立董事 2 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 9 名人员组成，其中总经理 1 名、副总经理 3 名、

总经理助理 5 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。

总体看，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。

2. 内部控制

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，公司制定了新的发展战略。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。

总体看，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。

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5）。

表5 公司主要指标市场排名

项目	2016年	2017年	2018年
总资产	6	7	5

表6 公司营业收入构成

单位：亿元、%

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

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

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

公司的证券期货经纪业务资格齐全，主要

净资产	8	8	7
净资本	6	7	5
营业收入	6	7	7
净利润	6	8	7

注：2016年、2017年和2018年各年末行业证券公司数量分别为129家、131家、131家；2019年排名尚未披露

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6）。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167.68亿元，净利润56.63亿元。

包括向客户提供股票、基金、期货等代理交易买卖业务。

得益于覆盖广泛的渠道网络及庞大的客户群体，公司证券经纪业务在行业中具有较强的竞争优势。在网点设置方面，近年来，公司立足于长三角及新疆地区市场，在全国范围内建立了强大的服务网络。截至2019年末，公司下设证券分公司41家、证券营业部311家，分布于全国29个省、自治区和直辖市，其中上海地

区营业部 61 家，新疆地区营业部 44 家。近年来，公司证券经纪业务把握市场机遇，通过强化科技应用、优化用户体验、加强投顾建设、提升专业服务、推进客户分层、布局风口业务等举措，不断加大客户的资产引进及盘活力度，加快推进财富管理转型，取得了良好成效。此外，公司大力发展金融产品销售业务，满足客户的多元化需求，有效拓展传统经纪业务的收入来源。2019 年，公司自行开发金融产品销售规模 638.99 亿元，代理销售金融产品规模 465.94 亿元。

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

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

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

总体看，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，对整体营业收入的贡献度持续下降；但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。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。

信用交易业务

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 7）。

表 7 公司融资融券业务发展情况 单位：万人、亿元

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

数据来源：公司年度报告及提供资料，联合资信整理

股票质押式回购业务方面，2018 年以来，受资本市场黑天鹅事件频发影响，股票质押业务风险大规模暴露。2019 年，证券市场参与各方愈发重视股票质押风险防范，股票质押业务市场规模保持下降态势；在此背景下，公司通过优化业务制度、严格项目准入、加强集中度管理、开展业务自查、落实贷后管理等系列举措，进一步加强项目风险管理，股票质押式回购业务规模明显下降。截至 2019 年末，公司股票质押式回购业务余额 264.51 亿元。2017—2019 年，公司实现股票质押式回购业务利息收入分别为 10.23 亿元、28.38 亿元和 20.96 亿元，占当年营业收入的比重分别为 8.07%、23.32% 和 12.50%（见表 8）。

表 8 公司股票质押业务发展情况 单位：亿元

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

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

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

截至 2019 年末，公司融资融券业务未发生大面积平仓事件和重大投诉纠纷事件；公司部分股票质押式回购业务出现违约，标的证券主

要包括中信国安葡萄酒业股份有限公司（股票代码：600084.SH）、东方时代网络传媒股份有限公司（股票代码：002175.SZ）和福州达华智能科技股份有限公司（股票代码：002512.SZ）等。公司密切关注事态进展，积极研究制定应对方案，针对部分违约事件，公司已向法院提起诉讼，并持续跟进后续进展。联合资信将持续关注上述事件的后续处置情况及相关资产信用风险上升导致计提减值准备增加对盈利水平带来的不利影响。

总体看，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。

（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

公司的投资银行业务主要通过公司本部和全资子公司申万宏源承销保荐公司开展。申万宏源承销保荐公司成立于 2015 年 1 月，注册地位于乌鲁木齐市，注册资本为人民币 10.00 亿元。截至 2019 年末，申万宏源承销保荐公司资产总额 18.98 亿元，所有者权益 15.63 亿元；2019 年实现营业收入 6.45 亿元，净利润 1.71 亿元。

近年来，公司投资银行业务致力于为企业客户提供一站式综合金融服务，客户包括大型央企以及中小企业。此外，在政策支持直接融资的背景下，公司积极服务资本市场改革和科技创新国家战略，紧抓市场机遇，全力参与科创板体系建设，把握基于产业逻辑的并购重组机会，布局固定收益融资全品种业务，持续加

大新项目开拓力度，丰富项目储备，巩固扩大核心客户群。

近年来，公司债券承销数量及金额持续上升，股权承销数量及金额有所波动。2017—2018年，由于股票二级市场行情低迷及监管部门加强对IPO发行的审核，证券行业股票承销业务受到较大影响，公司股权承销的数量和金额均大幅降低，进而导致相关收入显著下降。2019年以来，得益于证券市场的回暖及科创板相关利好政策的推动，公司股权承销的数量及金额均有所提升，使其营业收入大幅增长。2019年，公司完成IPO项目3单、再融资项目10单，股权承销金额合计138.79亿元（见表9）。债券承

销业务方面，近年来，得益于债券市场的较快发展及强大的人才队伍建设，公司债券承销数量及金额均呈上升趋势，营业收入随之大幅提升。2019年，公司完成债券承销项目701单，承销金额合计1549.04亿元。近年来，公司投资银行业务实现收入有所波动，2017—2019年实现投资银行业务净收入分别为13.92亿元、8.93亿元和12.22亿元，占当年营业收入的比重分别为10.99%、7.34%和7.29%，对营业收入的贡献度逐年下滑。根据中国证券业协会公布的数据，2018年，公司股票主承销佣金收入及债券主承销佣金收入在行业中的排名分别为第36位和第20位（2019年排名尚未披露）。

表9 公司证券承销业务统计

单位：个、亿元

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

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

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

总体看，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。

本金投资业务

公司的本金投资业务为通过各类金融工具参与非上市公司的股权投资和债权投资，由其全资子公司申万创新投公司申万投资公司开展。申万创新投公司成立于2013年5月，注册地位于深圳市，注册资本为人民币20.00亿元。

截至2019年末，合并口径下申万创新投公司资产总额22.07亿元，所有者权益21.97亿元；2019年实现营业收入0.69亿元，发生净亏损1.20亿元。申万投资公司成立于2009年4月，注册地位于上海市，注册资本为人民币5.00亿元。截至2019年末，合并口径下申万投资公司资产总额7.91亿元，所有者权益6.07亿元；2019年实现营业收入0.52亿元，净利润0.21亿元。

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

的审核门槛，相关业务收入有所下降。截至2019年末，公司本金投资业务（不含联营和合营企业投资）规模15.30亿元；联营和合营企业投资规模12.28亿元。2017—2019年，公司本金投资业务实现收入分别为7.91亿元、4.97亿元和4.63亿元，占营业收入的比重分别为6.24%、4.09%和2.76%，贡献度呈逐年下降趋势。

总体看，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。

（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投资交易，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

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

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

截至2019年末，公司母公司口径自营权益类证券及证券衍生品/净资本为29.67%，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为277.43%，均优于监管标准，投资结构较为均衡。

从会计科目划分看，由于公司2018年实施IFRS9会计准则，投资资产科目有所调整，主

要划分至为交易性金融资产和其他债权投资项下，另有少量的非交易性权益工具、债权投资、长期股权投资、投资性房地产及衍生金融资产。近年来，公司投资资产规模持续增长。截至2019年末，公司投资资产余额1614.99亿元，其中交易性金融资产占65.24%，其他债权投资占27.26%（见表10）。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10 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资格、上海证券交易所上

市基金主做市商业资格、“债券通”报价机构资格，2019年新获上海证券交易所信用保护合约核心交易商资格、上海证券交易所沪深300ETF期权主做市商、深圳证券交易所沪深300ETF期权做市商、中国金融期货交易所沪深300股指期货做市商、郑州商品交易所商品期权做市商（PTA、甲醇）等多项重要业务资格。公司建立了稳定高效的债券分销模式，业务涵盖各类固定收益品种。近年来，在销售机构众多、分销费率下降、竞争异常激烈的市场环境

下，非金融企业债务融资工具分销业务继续保持行业领先地位。衍生品业务方面，公司持续完善客盘衍生品服务，以客户需求为导向，大力推进产品供给侧改革，不断丰富产品线，增强公司客户黏性，形成了“产品+交易+资本中介”的盈利模式。目前，公司衍生品交易业务已经覆盖商业银行、证券公司、基金子公司、期货子公司、私募基金、实体企业等 200 余家机构客户。根据中国证券业协会公布的数据，2019 年，公司场外衍生品业务市场占有率 12.3%，业务规模排名行业前 5。

总体看，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，需持续关注公司自营业务发展及收入变化情况。

（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

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

近年来，在“资管新规”出台的背景下，公司资产管理业务条线积极顺应市场和监管形势变化，围绕专业化改革和主动管理能力提升实施转型，提升主动管理能力，压缩通道类业务规模，持续调整业务结构，整体资产管理业务受托规模持续下降。此外，公司不断加快体系建设、提升投研能力并加强内部协同，经营业绩及市场影响力持续提高。截至 2019 年末，公司资产管理业务受托余额合计 5351.16 亿元（见表 11）。按照产品类型划分，公司定向资产管理计划占比 86.97%，集合资产管理计划占比 9.09%，其余为少量专项资产管理计划；按照管理方式划分，公司主动管理资产计划占比 32.68%，被动管理资产计划占比 67.32%。2017—2019 年，公司分别实现资产管理业务净收入 8.98 亿元、9.13 亿元和 10.34 亿元，对营业收入的贡献度较低。根据公司 2019 年年度报告披露，公司资产管理业务在证券公司行业排名中位列第 5 名。

表 11 资产管理业务情况表

单位：亿元、%

项目		2017 年		2018 年		2019 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
产品类型	集合	390.10	4.59	551.21	8.11	486.49	9.09
	定向	8022.09	94.30	6075.97	89.42	4654.02	86.97
	专项	94.99	1.12	167.97	2.47	210.65	3.94
管理方式	主动管理	1596.85	18.77	1663.03	24.47	1748.72	32.68
	被动管理	6910.34	81.23	5132.11	75.53	3602.45	67.32
合计		8507.18	100.00	6795.15	100.00	5351.16	100.00

数据来源：公司提供，联合资信整理

公募基金管理业务

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。

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。

总体看，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。

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

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

总体看，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。

2. 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。

总体看，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。

3. 流动性风险管理

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2019年末，公司流动性覆盖率为259.18%，净稳定资金率为137.32%，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。

目前，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。

4. 操作风险管理

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。

总体看，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。

六、财务分析

公司提供了 2017—2019 年合并财务报表，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计并出具了标准无保留意见的审计报告。截至 2019 年末，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

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 12）。

表12 营业收入和支出情况

单位：亿元、%

项 目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	71.59	56.51	52.80	43.38	62.98	37.56
其中：经纪业务净收入	44.01	34.74	31.46	25.85	36.97	22.05
其中：证券经纪业务净收入	41.24	32.55	29.39	24.15	35.34	21.08
期货经纪业务净收入	2.77	2.19	2.07	1.70	1.62	0.97
投资银行业务净收入	13.92	10.99	8.93	7.34	12.22	7.29
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
投资咨询业务净收入	0.62	0.49	0.67	0.55	1.19	0.71
利息净收入	18.91	14.93	30.86	25.36	31.43	18.75
其他收益	1.59	1.26	1.31	1.08	1.69	1.01
投资收益	33.99	26.83	37.46	30.78	52.05	31.04
公允价值变动收益	0.08	0.06	-1.23	-1.01	0.82	0.49
资产处置收益	-0.10	-0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑收益	0.02	0.02	0.05	0.04	-0.08	-0.05
其他业务收入	0.60	0.48	0.45	0.37	18.79	11.21
营业收入合计	126.69	100.00	121.70	100.00	167.68	100.00
税金及附加	0.94	1.35	1.13	1.56	1.20	1.20
业务及管理费	64.36	92.83	65.02	89.77	74.36	74.25
资产减值损失	3.94	5.68	--	--	--	--
信用减值损失	--	--	5.93	8.19	6.72	6.71
其他业务成本	0.10	0.14	0.35	0.49	17.87	17.85
营业支出合计	69.33	100.00	72.43	100.00	100.15	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，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与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13）。

表 13 盈利情况 单位：亿元、%

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
净利润	45.74	40.53	56.63
营业利润率	45.27	40.49	40.27
营业费用率	50.80	53.43	44.35
薪酬收入比	37.07	39.41	33.62
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，联合资信整理

整体看，市场环境的波动通过对手续费及佣金收入的影响，传导至对公司收入及盈利波动的影响，也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随公司资产配置加大有所提升，对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 年疫情事件引起的宏观资本市场疲软，收入增长的持续性有待观察。

2. 杠杆与资本充足性

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/净资产指标为 79.72%，资本质量较好（见表 14）。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 14 风险控制指标 单位：亿元、%

项 目	监管标准	2017 年末	2018 年末	2019 年末
*净资本	-	510.71	583.74	561.48
*净资产	-	498.11	623.31	704.34
*风险覆盖率	≥100	215.06	237.80	212.16
*净资本/净资产	≥20	102.53	93.65	79.72
*净资本/负债	≥8	34.39	31.54	29.54
*净资产/负债	≥10	33.54	33.68	37.05

注：标*号指标为母公司核算口径

数据来源：公司风险控制指标专项报告，联合资信整理

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；净资本/负债指标为 29.54%，净资产/负债指标为 37.05%。

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 15），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 15 负债结构 单位：亿元

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
自有负债	1649.18	1980.61	2042.49
拆入资金	79.00	116.94	109.51
卖出回购金融资产款	641.09	787.93	834.37
短期融资券	0	0	100.39
公司债	196.97	272.72	328.21
短期公司债	57.00	63.05	0
长期公司债	139.97	209.67	328.21
金融债	0	0	60.55
收益凭证	240.16	201.75	148.61
短期收益凭证	95.45	72.64	70.26
长期收益凭证	144.70	129.12	78.35

次级债	247.00	357.84	200.69
非自有负债	598.29	564.33	718.79
代理买卖证券款	598.29	564.33	718.79
负债总额	2247.47	2544.94	2761.28

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

总体看，公司依靠股东增资以及发行次级债的方式，资本实力有所增强，且资本补充渠道通畅；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；公司业务不断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。

3. 流动性

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16）。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。整体看，公司流动性处于良好水平。

表16 资产结构 单位：亿元

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
自有资产	2217.41	2664.85	2816.27
可快速变现资产	1957.84	2377.19	2400.96
其中：自有货币资金	222.34	250.99	168.04
自有结算备付金	29.77	32.23	33.42
买入返售金融资产	437.79	661.94	390.96
融出资金	557.39	441.48	530.48
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
债权投资	--	--	4.85
其他债权投资	--	216.69	340.96
非自有资产	598.29	564.33	718.79
资产总额	2815.70	3229.19	3535.06

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，联合资信整理

2017—2019年，公司年末可快速变现资产/自有负债指标分别为1.19倍、1.20倍和1.18倍，可快速变现资产对自有负债的覆盖程度充足。

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；投资性现金流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17）。整体看，公司现金流充足，且逐步加大经营性现金流入规模，现金流结构有所优化。

表17 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

4. 偿债能力

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）。

表 18 偿债能力指标 单位：亿元、%、倍

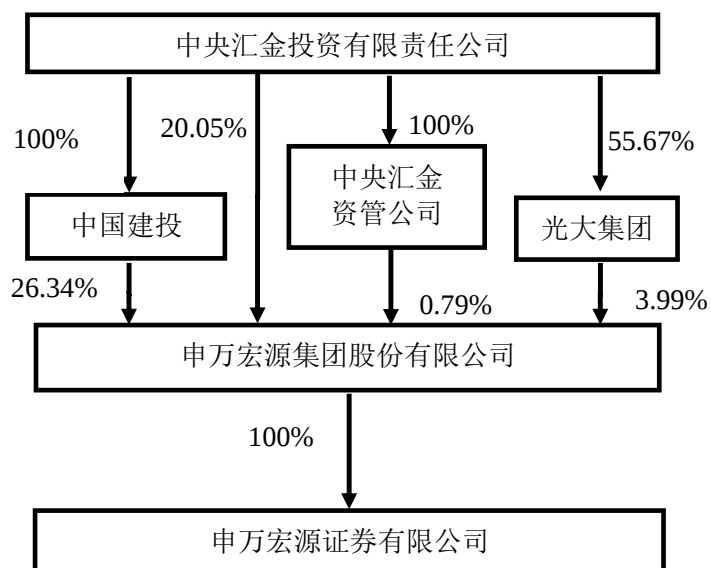
项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
总债务	1462.00	1820.08	1853.02
自有资产负债率	74.37	74.32	72.52
EBITDA	117.80	124.77	140.81
总债务/EBITDA	12.41	14.59	13.16
EBITDA 利息倍数	2.03	1.71	2.07

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

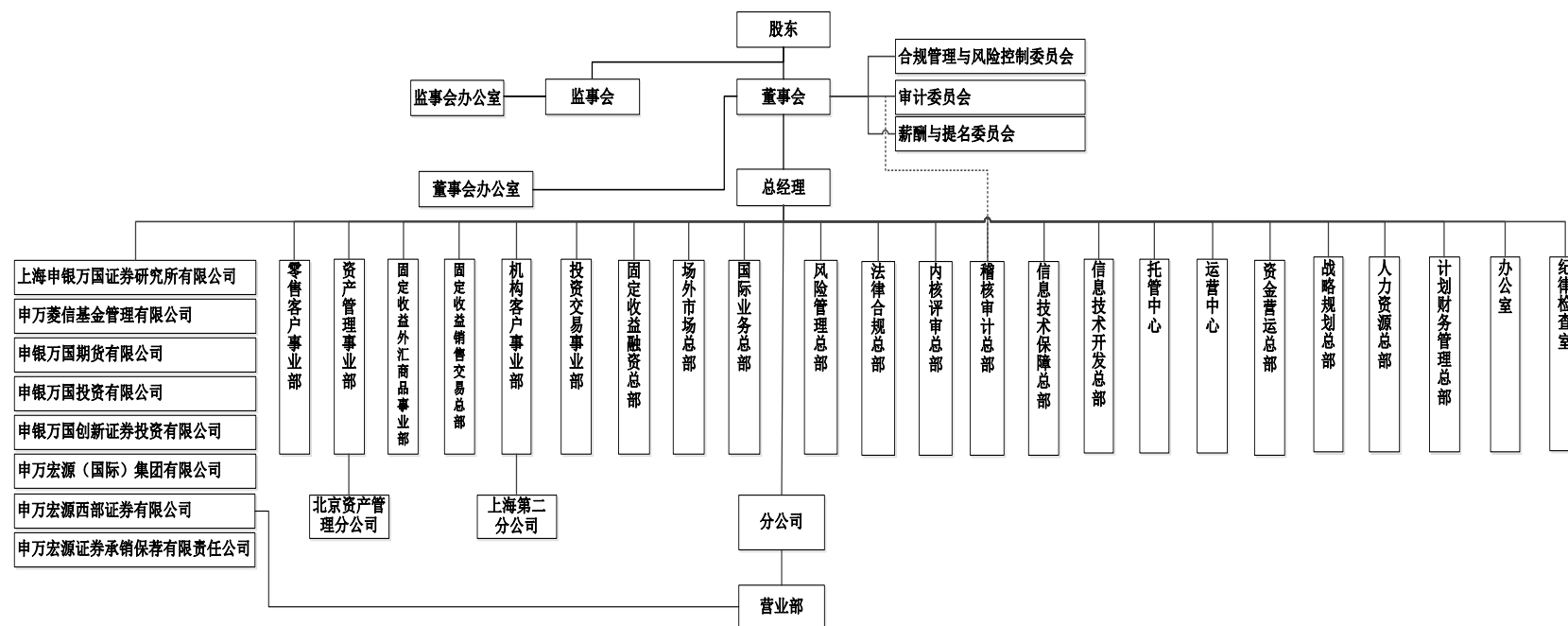
七、结论

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，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；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。另一方面，公司主营业务与证券市场关联度高，受经济环境、证券市场及监管政策等因素影响较大，未来盈利的稳定性仍需关注；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。根据公司面临的外部经营环境、自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间的信用水平将保持稳定。

附录 1 2019 年末公司与控股股东、实际控制人之间的产权和控制关系



附录 2 2019 年末组织架构图



附录 3 财务计算公式

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

附录 4-1 证券公司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事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如申万宏源证券有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对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。