

申万宏源集团股份有限公司

2016 年公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AAA 级

16 申宏 01 信用等级：AAA 级

16 申宏 02 信用等级：AAA 级

16 申宏 03 信用等级：AAA 级

评级时间：2018 年 6 月 13 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

申万宏源集团股份有限公司 2016 年公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2018]100158】

跟踪对象: 申万宏源集团股份有限公司 2016 年公司债券

	本次		前次	
	主体评级/展望/债项评级	评级时间	主体评级/展望/债项评级	评级时间
16 申宏 01	AAA/稳定/AAA	2018 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2017 年 5 月
16 申宏 02	AAA/稳定/AAA	2018 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2017 年 5 月
16 申宏 03	AAA/稳定/AAA	2018 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2017 年 5 月

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
总资产 (亿元)	3335.69	2754.89	2999.43
总资产* (亿元)	2007.89	1857.85	2363.15
股东权益 (亿元)	518.66	540.73	570.06
归属于母公司所有者权益 (亿元)	502.34	523.05	551.97
总负债 (亿元)	2817.04	2214.16	2429.38
总负债* (亿元)	1489.23	1317.12	1793.09
营业收入 (亿元)	304.63	147.20	133.68
净利润 (亿元)	124.28	55.28	47.26
资产负债率 (%)	74.17	70.89	75.88
权益负债率 (%)	287.13	243.58	314.54
营业利润率 (%)	57.44	42.37	44.46
平均资产回报率 (%)	9.43	2.86	2.24
平均资本回报率 (%)	27.18	10.44	8.51

注: 根据申万宏源集团 2015-2017 年经审计的财务报表。

跟踪评级观点

跟踪期内, 申万宏源集团盈利水平呈现波动, 证券及期货经纪业务受市场及行业竞争影响较大, 公司以该项业务为主要收入来源的营收结构有一定分化, 信用业务的逐步回暖对公司盈利形成了较好的补充。融资融券业务的波动以及股票质押业务的快速增长将持续挑战申万宏源集团的资本补充和债务融资能力, 并对其流动性管理构成压力。公司仍需加强流动性风险管理能力, 以应对突发性流动性风险事件。

- 申万宏源集团核心子公司申万宏源证券特许经营资质较为齐全, 传统业务与创新业务发展均处于行业领先水平, 各项业务发展全面均衡, 具有较高的品牌认可度和市场影响力。
- 申万宏源集团核心子公司申万宏源证券盈利能力在行业内居前列, 且随着公司投资类业务的开展, 收入结构将有所改善。
- 申万宏源集团资本实力较强, 且资本补充渠道较通畅。
- 申万宏源集团实际控制人为中央汇金投资有限责任公司, 股东实力雄厚, 能够为公司业务发展提供有力支持。
- 我国经济处于结构调整和增速换挡的阶段, 在金融业去杠杆及监管强化的背景下, 证券业及投资业仍面临较高的运营风险。
- 国内证券公司同质化竞争较严重, 互联网金融及其他金融机构也对证券公司部分业务构成冲击, 此外证券业对外开放的推进将进一步带来竞争压力。
- 受证券市场调整影响, 申万宏源集团旗下证券子公司自营投资收益波动较大, 其资产管理能力面临一定挑战。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

分析师

李玉鼎 lyd@shxsj.com
何泳莹 hyx@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

本报告表述了新世纪公司对申万宏源集团及其发行的16申宏01、16申宏02和16申宏03的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有申万宏源集团发行的金融产品或债权人向申万宏源集团授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由申万宏源集团提供, 所引用资料的真实性由申万宏源集团负责。

跟踪评级报告

按照申万宏源集团股份有限公司 2016 年公开发行公司债券第一期及第二期(以下简称“16 申宏 01”、“16 申宏 02”、“16 申宏 03”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据申万宏源集团股份有限公司(以下简称“申万宏源集团”或“公司”)提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据,对申万宏源集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

申万宏源集团于 2016 年 4 月完成公司债券(第一期)的发行,债券简称为“16 申宏 01”;2016 年 9 月,公司完成公司债券(第二期)的发行,该债券分两个品种,债券简称分别为“16 申宏 02”、“16 申宏 03”详细信息见图表 1。

图表 1: 跟踪评级债券发行情况(单位:亿元,年,%)

债券简称	发行规模	起息日	期限	票面利率	上市日期
16 申宏 01	50.00	2016-04-26	5	3.45	2016-06-15
16 申宏 02	20.00	2016-09-09	3	2.90	2016-10-27
16 申宏 03	55.00	2016-09-09	5	3.20	2016-10-27

资料来源:申万宏源集团

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

跟踪期内,申万宏源集团完成非公开发行 A 股股票发行工作,截至 2018 年 3 月末,公司注册资本增至 225.36 亿元。公司前十大股东新增四川发展(控股)有限责任公司、新疆金融投资有限公司、中国人寿保险股份有限公司和太平人寿保险有限公司。股东中中央汇金投资有限责任公司(以下简称“中央汇金公司”)为公司的实际控制人,直接持有申万宏源集团 22.28%的股权;中国建银投资有限责任公司持有公司 29.27%的股权(中央汇金持有中国建银投资有限责任公司 100%股权);中国光大集团股份公司持有公司 4.43%的股权(中央汇金公司持有中国光大集团股份公司 55.67%股权);中央汇金资产管理有限责任公司持有公司 0.88%的股权(中央汇金公司持有中央汇金资产管理有限责任公司 100%股权)。中央汇金公司直接或间接持有公司 56.86%的股权,公司与

实际控制人之间的产权和控制关系详见附录一。

申万宏源集团采用“投资控股公司（上市公司）+证券子公司”的双层架构。截至 2017 年末，公司纳入合并报表范围的一级控股子公司合计 6 家。2018 年 1 月，公司拟以非公开发行股票募集资金及自有资金分别向申万宏源证券、申万宏源产投、宏源汇富及宏源汇智增资 100 亿元、1 亿元、2 亿元和 8 亿元。截至 2018 年 3 月末，申万宏源证券注册资本已增至 430 亿元。

申万宏源集团主营业务分三个板块：证券业务板块、投资业务板块和多元金融业务板块。其中，证券业务系通过申万宏源证券（或简称“证券子公司”）开展；投资业务除申万宏源证券的自营业务以外，公司还通过自身投资业务部门、控股子公司申万宏源产投、申万宏源投资公司、宏源汇富、宏源汇智以及申万宏源证券旗下投资类子公司开展；多元金融业务主要由公司多元金融部负责，围绕证券业务协同的需求开展多元金融财务性投资。

截至 2017 年末，申万宏源集团资产总额 2999.43 亿元，所有者权益 570.06 亿元（其中，归属于母公司所有者权益 551.97 亿元）。2017 年公司实现营业收入 133.68 亿元，净利润 47.26 亿元（其中，归属于母公司所有者的净利润 46 亿元）。

（二） 业务运营

2017 年以来，国内金融市场波动性依然较强。股票市场方面，在以食品饮料和白色家电板块为代表的消费类股票和以钢铁煤炭板块为代表的周期类股票带动下，全年股票市场维持慢牛震荡的走势。债券市场方面，受货币政策收紧、金融去杠杆及委外赎回等因素影响，债券市场震荡走熊且全年经历了三次收益率的快速上行。在此背景下，2017 年证券行业整体盈利水平较 2016 年有小幅下降，其中经纪、投行、资本中介业务营收均有一定减少。得益于股票市场结构性行情，加之证券公司资产管理规模和平均费率的增长，证券公司自营业务收入有所改善，资管业务收入维持增长。

2017 年以来，在防风险去杠杆的监管思路下，证券行业以及金融市场的规范程度不断得到提升，《证券公司分类监管规定》、《证券期货投资者适当性管理办法》、资管新规等多项政策的出台，促使证券公司加强自身业务规范性和合规性。此外，随着两融余额以及股票质押业务资金需求的逐步提升，证券公司资产及负债规模有一定增长。同时，债券市场延续上年末走势，收益率震荡上行，部分证券公司亦适

时加大了自身固定收益业务的投资规模。但综合来看，债务水平相较于 2014-2015 年牛市时仍较低，整体流动性较为宽松。

综合来看，证券行业经营业绩虽受市场周期影响较大，整体盈利收窄，但随监管环境转变及投行、资管业务和资本中介业务收入的稳定增长，其收入结构有所优化。债务融资工具的多样化发行使得证券公司整体流动性风险可控，但在债市的大幅波动以及信用风险事件的持续暴露的背景下，固定收益自营业务占比较大的证券公司面临的市場风险和流动性风险管理压力明显上升。

跟踪期内，申万宏源集团受股基交易量减少、行业竞争加剧、佣金率下滑等不利因素的影响，公司证券及期货经纪业务收入规模继续减少；股票质押业务规模的快速增长以及两融余额的企稳带动公司信用交易业务营收和利润快速回升；得益于股票市场的慢牛走势及债券收益率的上行，证券自营及其他投资业务取得了较好的投资收益；债券发行市场低迷使得公司债券承销规模有所减少，证券承销及保荐业务收入总规模同比下降；受资管通道业务政策限制影响，公司资产管理及基金管理业务较上年亦有收缩；公司投资业务板块和多元金融业务板块业务发展良好，收入维持平稳增长。整体来看，证券及期货经纪业务受市场及行业竞争影响较大，公司以该项业务为主要收入来源的营收结构有一定分化，信用业务的逐步回暖对公司盈利形成了较好的补充。

图表 2：申万宏源集团主营业务收入结构分布（单位：亿元，%）

营业收入	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
证券及期货经纪业务	173.76	57.04	75.83	51.52	59.68	44.64
证券自营及其他投资业务	46.42	15.24	5.01	3.41	9.11	6.81
证券承销及保荐业务	15.89	5.22	21.81	14.82	14.66	10.96
资产及基金管理业务	35.58	11.68	20.48	13.91	14.91	11.16
信用业务	18.34	6.02	12.39	8.42	20.55	15.38
境外业务	4.24	1.39	2.96	2.01	3.79	2.84
其他	13.83	4.54	13.17	8.94	14.60	10.92
抵消	-3.44	-1.13	-4.46	-3.03	-3.62	-2.71
合计	304.63	100.00	147.20	100.00	133.68	100.00

资料来源：申万宏源集团

图表 3：申万宏源集团主营业务盈利结构分布（单位：亿元，%）

营业利润	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
证券及期货经纪业务	90.03	51.46	31.42	50.38	30.85	51.91
证券自营及其他投资业务	33.31	19.04	0.32	0.51	0.63	1.06
证券承销及保荐业务	6.51	3.72	10.69	17.14	5.38	9.05

营业利润	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
资产及基金管理业务	23.69	13.54	9.15	14.68	4.70	7.91
信用业务	12.25	7.00	5.84	9.36	9.27	15.60
境外业务	1.63	0.93	0.74	1.19	1.06	1.78
其他	7.54	4.31	4.51	7.23	7.65	12.87
抵消	-	-	-0.31	-0.49	-0.11	-0.19
合计	174.96	100.00	62.37	100.00	59.43	100.00

资料来源：申万宏源集团

(1) 经纪业务

面对客户投资意愿减弱、佣金率持续下滑、行业竞争加剧等不利因素，申万宏源证券通过推行线上线下营销、推进分层投顾服务、加强交易平台建设、丰富金融产品体系等系列举措，巩固传统优势，促进营业部的多元化经营和差异化发展，推进经纪业务向财富管理业务的转型。

2017 年，凭借覆盖广泛的营销网络，申万宏源证券经纪业务继续保持行业领先地位。期间，证券子公司代理买卖业务净收入（不含席位租赁）35.61 亿元，行业排名第 5 位。截至 2017 年末，申万宏源证券有 37 家分公司，306 家证券营业部，分布于 21 个省、4 个直辖市、4 个自治区的 115 个城市内。同期末，公司证券客户总资产为 2.90 万亿元，较上年末增长 26.75%。

在经纪业务佣金率方面，申万宏源证券整体佣金率维持在行业较好水平，但仍呈下降走势。受此影响，加之市场股基交易持续低迷，公司部均代理买卖证券业务净收入亦逐年减少。

图表 4：申万宏源证券经纪业务整体情况

类别	2015 年		2016 年		2017 年	
	份额	排名	份额	排名	份额	排名
股票（%）	4.72	6	3.22	9	3.01	10
基金（%）	2.50	11	3.62	6	4.56	4
债券（%）	6.18	3	6.60	4	6.55	3
交易额合计（%）	5.11	4	5.36	6	5.47	4
经纪业务佣金率（%）	0.058		0.053		0.047	
部均代理买卖证券业务净收入（万元/家）	4638.31		1582.59		1163.59	

资料来源：Wind、申万宏源集团

注：证券经纪业务净佣金率=代理买卖证券业务净收入/股票基金交易量×100%

(2) 信用业务

经过多年发展，信用业务已成为申万宏源证券营业收入及营业利润

的重要贡献点。其信用业务主要包括融资融券业务、约定购回式证券交易业务、股票质押式回购交易业务、转融通业务等。

近年来，证券市场持续震荡，沪深交易所对两融业务保证金的调整一度使得市场两融余额快速减少。2017 年以来，伴随股票市场的慢牛走势，融资融券余额逐步企稳回升，期间申万宏源证券信用业务着重完善集客户适当性管理、业务推进、风险管理于一体的业务运作体系，在严格风险控制的同时，重点推进信用业务发展。截至 2017 年末，公司融出资金（不含孖展融资）和融出证券余额分别为 539.57 亿元和 1.00 亿元。

除融资融券业务外，近两年来申万宏源证券还重点推进股票质押业务发展，相关业务规模快速增长。截至 2017 年末，公司股票质押式回购余额为 323.33 亿元；当年股票质押式回购收入为 10.23 亿元。

图表 5：申万宏源证券信用业务整体情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
融出资金（不含孖展融资）余额	698.48	543.73	539.57
融出证券余额	0.07	1.41	1.00
股票质押式回购业务待回购余额	8.08	59.77	323.33
融资融券利息收入	69.73	42.62	40.64
股票质押回购收入	0.82	1.34	10.23

资料来源：申万宏源集团

（3）证券自营业务

近年来，申万宏源证券自营业务营收及利润波动较大。2017 年，申万宏源证券按照“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。公司权益类投资业务通过加强大类资产配置，积极探索的多元化投资策略，把握市场获取收益；公司固定收益类投资业务通过优化持仓组合，有效控制风险。截至 2017 年末，公司自营投资规模为 963.50 亿元，较上年末增长 39.70%；2017 年公司投资收益及公允价值变动收益分别为 40.62 亿元和-0.90 亿元。

2017 年申万宏源证券债务工具投资规模快速增长，年末公司债务工具投资规模增至 570.59 亿元。同年末，公司净资本对自营投资的覆盖度降至 59.19%。

图表 6：申万宏源证券自营投资业务情况

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
自营投资规模（亿元）	867.18	689.67	862.89
其中：债务工具（%）	35.47	49.65	65.45

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
权益工具 (%)	42.12	21.29	15.65
其他 (%)	22.41	29.07	18.90
净资本/自营投资规模 (%)	43.09	73.80	59.19

资料来源：申万宏源集团

注：自营投资规模 = 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+持有至到期投资

(4) 投行业务

申万宏源证券投资银行业务致力于为企业提供股权融资、债权融资、并购重组、财务顾问、资产证券化、市值管理等一站式综合金融服务，并通过优质、全面、持续的服务形成与重要客户的长期合作关系。

2017 年，国内直接融资市场呈现结构性特征。股权融资方面，IPO 发行节奏有所加快，但再融资市场受定增新规及减持新规影响大幅缩减；债权融资方面，受增长复苏、通胀预期升温、货币政策趋紧等因素影响，债券市场收益率总体上行，导致一级市场发行减少，而可转换债券发行受益于监管政策大幅增长。申万宏源证券积极应对债券市场低迷局面，努力顺应金融服务实体经济要求，全方位开发 IPO、再融资、并购重组、公司债等项目。截至 2017 年末，公司共完成股票主承销项目 25 家，债券主承销项目 28 家。场外业务方面，公司共完成场外市场推荐挂牌项目 78 家，定向增资项目 156 家，一级市场排名保持行业第 2 位。

(5) 资管业务

近年来，申万宏源证券加大资产证券化业务创新力度，着力开发 PPP 和产业基金业务，通过探索设立基金管理公司的主动管理模式，进一步提升服务实体经济能力；通过开发建设公司直销系统，为客户提供产品定制服务，进一步提升机构客户服务能力。针对通道业务发展受限的经营环境变化，通过大力拓展委外业务提升主动管理能力和推动非标资产向标准化产品转化，公司整体受托资产管理规模维持稳定。

2017 年，资管行业监管政策持续收紧，申万宏源证券资产管理业务顺应市场和监管形势变化，以提升主动管理能力为主线推进转型，扩充业务渠道、丰富产品体系、提高投资水平。截至 2017 年末，公司受托资产管理业务规模达到 8554.17 亿元，行业排名第 4 位，受托资产管理业务净收入为 8.98 亿元，行业排名第 9 位。

图表 7：申万宏源证券资产管理业务情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
期末集合资产管理业务受托规模（亿元）	463.11	394.37	389.33
期末定向资产管理业务受托规模（亿元）	6368.12	6363.81	8072.81
期末专项资产管理业务受托规模（亿元）	109.17	111.39	92.03
集合资产管理业务净收入（亿元）	3.79	2.80	3.17
定向资产管理业务净收入（亿元）	12.43	10.34	5.59
专项资产管理业务净收入（亿元）	0.09	0.18	0.22
资产管理业务净收入合计（亿元）	16.30	13.32	8.98
资产管理业务净收入行业排名（位）	1	5	9

资料来源：中国证券业协会、申万宏源集团

（6）其他业务

其他业务方面，申万宏源证券主要通过上海申银万国证券研究所有限公司从事证券投资咨询业务；通过申万菱信基金管理有限公司从事基金募集、基金销售、资产管理业务并参股富国基金管理有限公司；通过境内国际业务总部开展开展 QFII 经纪代理业务；通过申万宏源（香港）有限公司（0218.HK，以下简称“申万宏源香港”）及其下属公司在香港、新加坡从事经监管部门批准的持牌业务。此外，申万宏源证券还分别利用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“申万直投”）和申银万国创新证券投资有限公司（以下简称“申万创新投”）从事期货业务、直接投资业务及创新投资业务。

具体来看，在研究领域申万宏源证券积极践行公司协同发展战略，通过“研究搭台，联合展业”全力服务公司整体业务发展。2017 年，公司举办珠海春季策略会、中投全球并购跨境峰会、厦门上市公司见面会等多项大中型会议，着力强化客户个性化服务、巩固和提升市场影响力。在 2017 年新财富评选中，申万宏源研究获得“本土最佳研究团队第八名”“最具影响力机构第六名”“最佳销售服务团队第四名”“北京区域最佳销售服务团队第三名”。在单项奖中，申万宏源研究的 14 个领域入围，10 个领域获奖，分别是“轻工造纸和电力、煤气及水等公用事业研究领域连续第三年蝉联第一名”；“策略研究领域第二名”；“金融工程及其衍生品、石油化工、煤炭开采领域第三名”；“军工领域获得第四名”；“食品饮料、计算机、宏观经济领域获得第五名”等。在 2017 年水晶球奖评选中，申万宏源获得 5 项团队奖，另有 16 个研究领域获得单项奖。在 2017 “亚洲货币（Asiamoney）最佳分析师”评选中，申万宏源研究荣获 A 股最佳本土券商第三，最佳综合研究和销售服务第七，并获得 15 项研究领域单项奖以及 18 项最佳分析师个人奖。2017 年，申万研究所全年实现总收入 2.89 亿元。

国际业务方面，申万宏源证券国际业务总部主要开展 QFII 经纪代理业务、B 股市场海外机构投资者的经纪代理业务、相关的境外机构客户市场开拓、维护，以及境外机构客户境内 A、B 股交易的清算交收等运作支持业务。在 QFII 经纪业务方面，2017 年公司新增开发 QFII 客户 2 家，全市场新增 9 家；新增开发 RQFII 客户 2 家；同时其上海自贸区分账核算单元业务资质获中国人民银行验收通过。2017 年，申万宏源证券国际业务总部实现营业收入 1.09 亿元，实现净利润 0.62 亿元。申万宏源香港是香港市场全牌照证券公司，经营业务涵盖企业融资、证券和期货经纪、资产管理、融资贷款、投资和研究咨询等，在跨境 QDII、RQFII 和 QFII 以及境外机构客户服务等业务领域与公司具有协同效应。2017 年，申万宏源香港在香港联交所交易总量市场占有率为 0.25%，当年实现营业收入 5.57 亿港元，实现净利润 1.04 亿港元。

基金管理业务方面，申万菱信以打造“有特色的综合性财富管理机构”为战略目标，在分级基金市场中具有一定领先优势。2017 年末，其基金资产管理规模为 815.47 亿元，同期基金管理业务实现营业收入 5.32 亿元，实现净利润 1.61 亿元。此外，公司还参股了富国基金管理有限公司，持股比例为 27.78%。

申万宏源集团旗下期货业务的展业机构包括二级控股子公司申万期货和一级子公司宏源期货，其在期货公司近三年分类监管评价中分别为 A 类 AA 级和 A 类 A 级。截至 2017 年末，申万期货在全国设有 21 家营业部，宏源期货在全国设有 18 家营业部。2017 年，申万期货实现营业收入 5.42 亿元，实现营业利润 1.89 亿元；同期宏源期货实现营业收入 3.22 亿元，实现营业利润 0.89 亿元。

2. 投资业务

申万宏源集团主要通过投资管理部、多元金融部及下属子公司开展投资类业务。公司不断建立健全投资业务体系，利用协同优势加快项目拓展，积极发展对重点行业、重点企业和重点领域的投资，逐步做实做强投资板块。

申万宏源集团投资管理部主要以固定收益类业务为主、股权投资业务为辅的原则使用自有资金进行投资。此外，公司以多元金融部为主大力发展私募基金业务，与四川、新疆等重点省份和相关大型产业集团、上市公司筹划合作设立投资基金，服务国资国企改革和产业升级。

子公司投资业务方面，申万宏源集团通过旗下申万宏源产投、宏源

汇富和申万直投开展股权投资业务，通过宏源汇智和申万创新投开展另类投资业务。2017 年，申万宏源产投加强与金融机构和地方国资机构协调，积极筹备母基金，有序推进合作成立全球并购基金事宜；宏源汇富从自有资金投资为主积极向私募基金管理人转型，大力推进与湖南粮食集团、通合科技等合作设立股权投资基金；申万直投积极发挥平台优势，协同申万宏源证券为战略客户提供综合金融服务，合作落地了多只股权投资基金，全年实现营业收入 0.47 亿元。同期，宏源汇智中间业务继续保持较好发展，资本中介业务不断优化，并同步拓展私募基金管理业务，全年实现营业收入 1.78 亿元；申万创新投运用股权直投和夹层投资相结合的业务模式，主要服务于股权投资、Pre-Abs 商业地产投资两大领域，并关注绿色金融等潜在投资领域，全年实现营业收入 1.01 亿元。

3. 多元金融业务

申万宏源集团积极寻找机遇，有序开展对银行、保险、租赁、产业基金等行业的战略性投资，构建以资本市场为依托的金融服务全产业链。2016 年公司顺利完成对浙商银行的投资，实现较好的投资收益。2017 年公司加强与新疆金融投资有限公司等机构合作，共同投资设立新疆金投资产管理股份有限公司（地方 AMC），其中公司系第二大股东。未来公司将在积极推动证券业务与浙商银行、新疆金投资产管理公司等已投机构业务协同的同时，继续围绕证券业务需求在其他金融领域进行投资与布局，不断提升公司综合收益水平。

（三） 风险管理

自合并成立以来，申万宏源集团不断健全公司治理制度，提高经营管理水平。公司设有股东大会、董事会和监事会。截至 2017 年末公司董事会由 9 名董事组成，其中 3 名为独立董事。监事会由 9 名监事组成，其中 4 名为职工监事。公司的组织架构见附录二。

1. 市场与信用风险

在市场风险管理方面，申万宏源集团对市场风险持中等偏高的容忍度。市场风险敞口主要集中在自营投资业务、自有资金参与的资产管理业务等。此外，公司持有的外币资产亦面临汇率波动等市场风险。针对市场风险，公司建立风险限额分级授权机制，证券子公司制定了《金融资产投资业务风险容忍度》，规定了大类资产市场投资业务规模限额及风险损失限额，并在管理层制定了更为细化的执行方案，由风险管理部门对公司整体市场风险进行全面风险评估和监控。

申万宏源集团证券子公司自营业务风控指标均处在监管标准之内，得益于 2016 年证券子公司次级债券的成功发行，2016 年末，公司自营非权益类证券及其衍生品和自营权益类证券及其衍生品占净资本的比重分别降至 86.36%和 30.31%。2017 年以来公司加大了对固定收益的投资比重，整体非权益类规模快速上升。

图表 8：申万宏源证券监管指标情况（单位：%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	预警标准	监管标准
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	122.76	86.36	134.08	<400	<500
自营权益类证券及其衍生品/净资本	50.41	30.31	28.17	<80	<100

资料来源：申万宏源集团

在信用风险管理方面，申万宏源集团对信用风险持中等容忍度。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。

固定收益自营业务方面，申万宏源集团证券子公司开展的固收自营债券投资的信用评级和主体评级符合内部风险限额指标规定。债券组合中信用债大部分保持在 AA 级以上，对个别债券发生的信用违约事件，公司正积极与发行人和主承销商沟通，尽最大努力保障本息安全。

场外衍生品交易业务方面，申万宏源集团证券子公司场外衍生品交易风险敞口较小。公司对交易对手设定保证金比例和交易规模限制，通过每日盯市、追保等手段来控制交易对手的信用风险敞口。

非标类投资业务方面，申万宏源集团采取规范尽职调查机制、提高项目准入标准、强化项目投后管理等有效风险应对措施化解相应风险隐患。

融资类业务方面，跟踪期内，受股票市场深度调整影响，融资类业务风险有所上升。申万宏源集团证券子公司积极采取应对措施，通过对客户风险教育、适当性管理、尽职调查、征信评级、分级授信管理、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式有效地控制了信用风险。

综合而言，申万宏源集团建立了符合自身特点的市场与信用风险管理制度体系，证券投资业务风险和信用风险得到较好控制。未来债券市场仍有持续调整压力，公司自营投资业务市场风险管理能力或将持续承压。随着公司资本中介业务规模的回落，公司面临的信用风险有所缓释。

此外，公司投资类业务的快速发展，也将对公司的市场风险管理能力提出更高要求。

2. 流动性风险

申万宏源集团资产以证券自营投资业务和信用业务资产为主，其中自营投资规模占比较为稳定，近两年来买入返售金融资产规模随股票质押业务发展快速增长，融出资金规模受市场两融余额下降影响持续收缩。截至 2017 年末，公司自营投资、融出资金、买入返售金融资产规模分别为 963.50 亿元、557.39 亿元和 440.53 亿元，买入返售金融资产中，股票质押业务规模为 323.33 亿元。

图表 9：申万宏源集团资产构成占比情况

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
货币资金* (%)	13.87	12.52	9.47
自营投资 (%)	42.61	40.66	40.77
买入返售金融资产 (%)	1.41	9.54	18.64
其中：股票质押式回购 (%)	0.40	3.22	13.68
融出资金 (%)	35.57	30.07	23.59
小计 (%)	93.46	92.79	92.47
总资产* (%)	100.00	100.00	100.00

资料来源：申万宏源集团

注 1：本表货币资金已扣除客户资金存款，比例计算已扣除代理买卖和承销证券款

注 2：自营投资=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+持有至到期投资

负债端来看，申万宏源集团主要通过发行长期限债券、两融收益权转让等中长期负债手段，以及同业拆借、转融资、卖出回购债券、发行短期限债券等短期负债手段支持信用交易业务及自营投资业务开展。2017 年以来，随固定收益投资规模和股票质押业务的增长，公司卖出回购金融资产款，短期债务和有息债务规模均有所提升。截至 2017 年末，短期债务占有息债务的比重为 58.28%，较 2016 年末提高 17.95 个百分点，在一定程度加大公司流动性管理压力。

图表 10：申万宏源集团债务构成情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
卖出回购金融资产款	651.41	347.78	646.59
短期债务	901.69	423.19	925.92
有息债务	1163.27	1049.29	1588.77
短期债务/有息债务	77.51	40.33	58.28
货币资金*/短期债务	30.89	54.96	24.16

资料来源：申万宏源集团

注 1：短期债务=期末短期借款+期末衍生金融负债+期末交易性金融负债+期末卖出回购金融资产+期末拆入资金+期末应付短期融资券+期末应付合并结构性主体权益持有者款项

注 2: 有息债务=期末短期借款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付短期融资券+期末应付债券+期末长期借款+期末应付合并结构性主体权益持有者款项

整体看，融资融券业务的波动以及股票质押业务的快速增长将持续挑战申万宏源集团的资本补充和外部融资能力，并对其流动性管理构成压力。公司仍需加强流动性风险管理能力，以应对突发性流动性风险事件。

(四) 盈利能力

申万宏源集团的收入来源中证券业务占比较高，近年来受证券市场调整影响，公司收入及利润规模有所下降。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 304.63 亿元、147.20 亿元和 133.68 亿元，实现净利润 124.28 亿元、55.28 亿元和 47.26 亿元。

图表 11: 申万宏源集团收入与利润情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入（亿元）	304.63	147.20	133.68
营业收入行业排名（位）	7	6	-
净利润（亿元）	124.28	55.28	47.26
净利润行业排名（位）	7	6	-

资料来源：中国证券业协会、申万宏源集团

从各业务线的盈利情况来看，近年来申万宏源集团各类业务的营业利润率波动幅度较大。其中经纪业务在 2016 年受大额人力成本影响利润率大幅下降，2017 年以来有所回升；资管业务盈利空间随着金融去杠杆的推进及监管强化不断压缩；自营及其他投资业务营业利润率受金融环境及证券市场变化影响较大；投行业务方面，2016 年公司较好的应对了 IPO 和再融资发行节奏的放缓，但 2017 年债券市场的持续低迷使得其营业利润率有所下滑；信用业务营业利润率的下滑主要系公司近年来股票质押业务规模发展较快，而股票质押业务相较于两融业务利润率较低。

图表 12: 申万宏源集团营业利润率（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业利润率	57.43	42.37	44.46
其中：证券及期货经纪业务	51.81	41.43	51.69
证券自营及其他投资业务	71.76	6.39	6.92
证券承销及保荐业务	40.97	49.01	36.70
资产及基金管理业务	66.58	44.68	31.52
信用业务	66.79	47.13	45.11

资料来源：申万宏源集团 2015-2017 年审计报告分部报告

从成本及费用结构看，2016 年申万宏源集团业务及管理费占营业收

入的比重有所上升，主要系公司推行市场化薪酬和激励机制，人力费用上升较快。2017年，公司营业成本变动已较为稳定，业务管理费占比和职工薪酬占业务及管理费比重得到了较好的控制。未来受同业竞争加剧、创新业务需求等因素影响，公司人员成本或将面临上升压力。

图表 13：申万宏源集团成本费用情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	304.63	147.20	133.68
业务及管理费	108.44	75.98	68.34
职工薪酬	87.87	57.61	50.41
业务及管理费/营业收入	35.60	51.61	51.12
职工薪酬/业务及管理费	81.03	75.82	73.76

资料来源：申万宏源集团

综合而言，目前申万宏源集团盈利主要来自证券业务，申万宏源证券盈利水平在行业内居前列，综合竞争力较强。

（五）资本与杠杆

截至2017年末，申万宏源集团合并口径股东权益合计570.06亿元，其中股本、一般风险准备和未分配利润占比分别为35.18%、17.30%和31.88%。2018年一季度，公司完成非公开股票的发行，募集资金净额合计119.73亿元，其中24.79亿元计入股本，94.94亿元计入资本公积，公司资本实力得到大幅增强。整体来看，公司股东权益结构较稳定，但仍需关注未来分红政策的变化及对公司股东权益结构稳定性的影响。

图表 14：申万宏源集团净资产构成情况（单位：%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
股本	28.64	37.09	35.18
资本公积	8.57	8.22	7.78
盈余公积	4.90	5.37	5.29
一般风险准备	14.83	16.46	17.30
未分配利润	39.03	30.80	31.88
其他综合收益	0.88	-1.21	-0.61
少数股东权益	3.15	3.27	3.17
股东权益合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：申万宏源集团

申万宏源证券为申万宏源集团的核心子公司，申万宏源证券在行业内具有较突出的市场地位，申万宏源集团目前资产和负债主要体现为证券子公司的资产和负债。2018年一季度，公司以非公开发行股票募集资金100亿元增加申万宏源证券注册资金，证券子公司资本实力进一步提

升。

图表 15：申万宏源证券资本实力（单位：亿元，位）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
净资产	467.90	464.59	498.11
行业排名	8	8	-
净资本	373.67	508.98	510.71
行业排名	10	6	-

资料来源：中国证券业协会、申万宏源集团

注：以上数据为申万宏源证券母公司口径数据

近年来，虽申万宏源证券资产规模持续扩张、资本实力不断增强，但股票质押业务规模的快速发展和固定收益投资规模的增长亦使得其资产负债率和杠杆经营程度一直维持在行业较高水平。从风险监管指标来看，申万宏源证券各项指标维持较好，较预警标准仍有资负管理空间。在监管持续趋严趋紧的环境下，证券子公司仍需加强合规管理，防范因监管处罚导致的分类评价下降。

图表 16：申万宏源证券监管指标情况（单位：%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	预警标准	监管标准
资产负债率	73.97	70.20	74.37	-	-
净资本	373.67	508.96	510.71	-	-
净资本/净资产	79.86	109.55	102.53	>48%	>40%
净资本/负债	30.01	50.08	34.39	>9.6%	>8%
净资产/负债	37.58	45.72	33.54	>24%	>20%
风险覆盖率	148.12	245.71	215.06	>120%	>100%

数据来源：申万宏源集团

注 1：除资产负债率外，其他数据皆为申万宏源证券母公司口径数据

注 2：2015 年末的净资本及相关比例已根据《证券公司风险控制指标管理办法》(2016 年修订版)进行计算

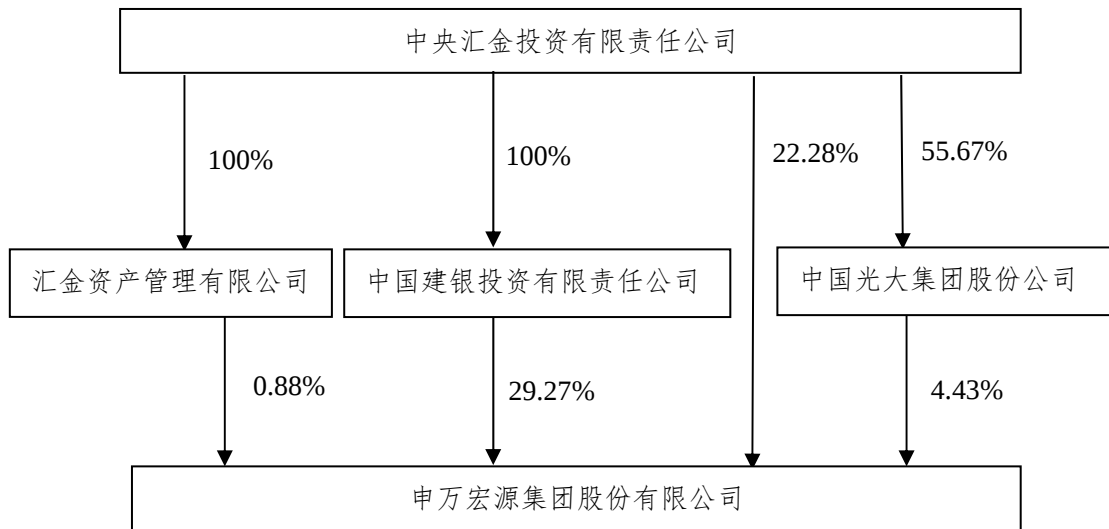
综上所述，当前我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段，经济下行压力仍然较大，证券业运营风险较高。国内证券公司同质化竞争较严重，其他金融机构也在部分业务领域对证券公司构成竞争，同时，互联网金融发展对证券公司业务构成冲击，申万宏源集团或将持续面临激烈的市场竞争压力。跟踪期内，公司盈利水平呈现波动，证券及期货经纪业务受市场及行业竞争影响较大，公司以该项业务为主要收入来源的营收结构有一定分化，信用业务的逐步回暖对公司盈利形成了较好的补充。融资融券业务的波动以及股票质押业务的快速增长将持续挑战申万宏源集团的资本补充和外部融资能力，并对其流动性管理构成压力。公司仍需加强流动性风险管理能力，以应对突发性流动性风险事件。

同时，我们仍将持续关注（1）国内外经济形势及资本市场变化及

其对证券行业的影响；（2）金融市场监管环境与政策导向变化，对证券行业竞争格局与业务模式构成的影响；（3）申万宏源集团杠杆经营程度及资本中介业务对公司流动性管理能力提出的挑战；（4）申万宏源集团创新业务发展所带来的风险管理压力；（5）在债券市场仍有持续调整压力的情况下，申万宏源集团旗下证券自营投资业务和资管业务的风险管理能力。

附录一：

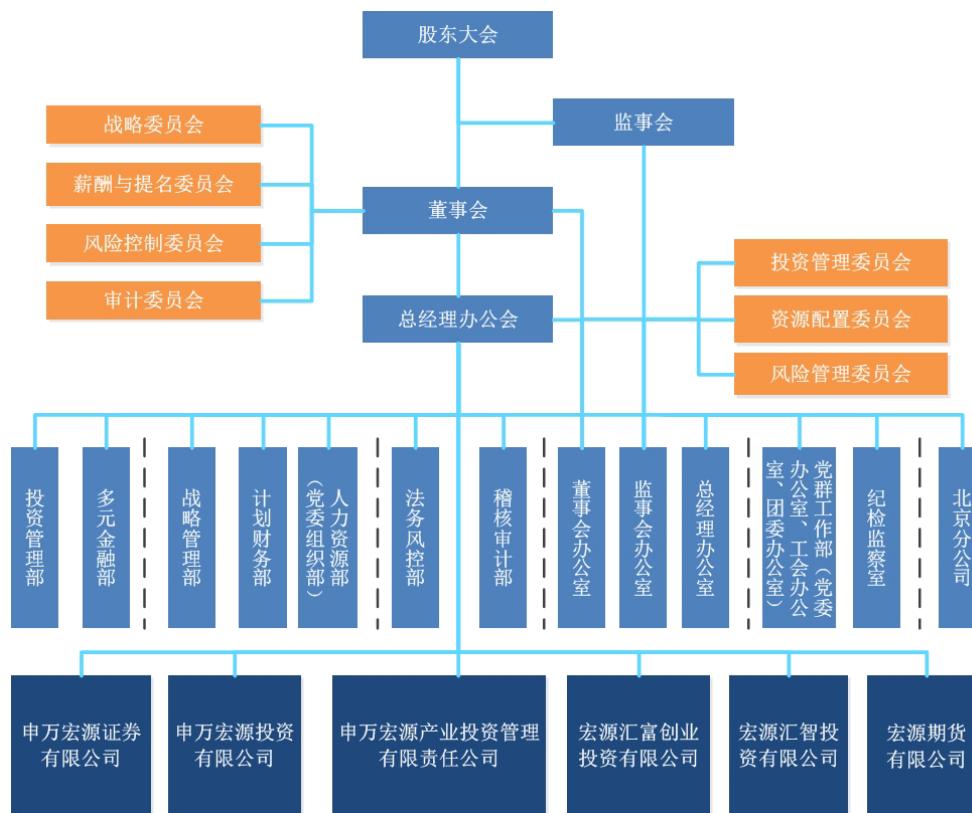
申万宏源集团股东架构



资料来源：申万宏源集团（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

申万宏源集团组织结构图



资料来源：申万宏源集团（截至 2017 年末）

附录三：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2015 年	2016 年	2017 年
总资产（亿元）	3335.69	2754.89	2999.43
总资产*（亿元）	2007.89	1857.85	2363.15
股东权益（亿元）	518.66	540.73	570.06
归属于母公司所有者权益（亿元）	502.34	523.05	551.97
营业收入（亿元）	304.63	147.20	133.68
营业利润（亿元）	174.96	62.37	59.43
净利润（亿元）	124.28	55.28	47.26
资产负债率（%）	74.17	70.89	75.88
权益负债率（%）	287.13	243.58	314.54
货币资金/总负债*	18.70	17.66	12.48
员工费用率（%）	28.65	39.14	37.71
手续费及佣金净收入/营业收入（%）	65.26	67.28	55.19
资产管理净收入与基金管理业务净收入/营业收入（%）	7.72	12.26	9.75
营业利润率（%）	57.44	42.37	44.46
平均资产回报率（%）	9.43	2.86	2.24
平均资本回报率（%）	27.18	10.44	8.51
申万宏源证券监管口径数据与指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末
净资本（亿元）	373.67	508.96	510.71
风险覆盖率（%）	148.12	245.71	215.06
净资本/净资产（%）	79.86	109.55	102.53
净资本/负债（%）	30.01	50.08	34.39
净资产/负债（%）	37.58	45.72	33.54
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	122.76	86.36	134.08
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）	50.41	30.31	28.17

注：根据申万宏源集团 2015-2017 年经审计的财务报表、申万宏源证券 2015-2017 年末母公司净资本计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算，其中资产负债表数据及指标取自各期期末数。

附录四：

申万宏源证券调整后资产负债简表

财务数据	2015 年末	2016 年末	2017 年末
总资产*（亿元）	1997.28	1772.94	2217.41
其中：货币资金*（亿元）	278.33	216.12	222.34
结算备付金*（亿元）	21.14	17.63	29.77
交易性金融资产（亿元）	574.52	347.14	481.96
买入返售金融资产（亿元）	28.27	175.32	437.79
可供出售金融资产（亿元）	279.67	342.55	380.92
融出资金（亿元）	714.19	558.69	557.39
总负债*（亿元）	1477.38	1244.65	1649.18
其中：卖出回购金融资产款（亿元）	651.41	347.78	641.09
应付短期融资券（亿元）	243.57	32.12	152.45
应付债券（亿元）	261.88	498.30	531.67
其他负债（亿元）	198.20	178.24	138.62
股东权益（亿元）	519.90	528.29	568.23
其中：股本（亿元）	330.00	330.00	330.00
负债*和股东权益（亿元）	1997.28	1772.94	2217.41

注：根据申万宏源证券 2015-2017 年经审计的财务报表整理、计算，其中资产负债表数据及指标取自各期期末数。

附录五：

各项数据与指标计算公式

指标名称	计算公式
总资产*	期末资产总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款
总负债*	期末负债总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款
货币资金*	期末货币资金-期末客户存款
结算备付金*	期末结算备付金-期末客户备付金
短期债务	期末短期借款+期末衍生金融负债+期末交易性金融负债+期末卖出回购金融资产+期末拆入资金+期末应付短期融资券+期末应付合并结构性主体权益持有者款项
有息债务	期末短期借款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付短期融资券+期末应付债券+期末长期借款+期末应付合并结构性主体权益持有者款项
资产负债率	期末总负债*/期末总资产*×100%
权益负债率	期末总负债*/期末所有者权益×100%
净资本/总负债*	报告期净资本/期末总负债*×100%
货币资金/总负债*	期末货币资金*/期末总负债*×100%
员工费用率	报告期职工费用/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
平均资产回报率	报告期净利润/[(期初总资产*+期末总资产*)/2]×100%
平均资本回报率	报告期净利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2]×100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资本为母公司数据。

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。