



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]G331号

## 浙商证券股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“浙商证券股份有限公司2018年公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定，本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。



## 浙商证券股份有限公司 2018年公开发行可转换公司债券信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	浙商证券股份有限公司
<b>发行规模</b>	本次拟发行可转债总额不超过 35 亿元（含 35 亿元）
<b>债券期限</b>	本次发行的可转债期限为发行之日起 6 年
<b>债券利率</b>	本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
<b>付息方式</b>	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有到期未转股的可转债本金和最后一年利息
<b>转股期限</b>	本次发行的可转债转股 4 自发行结束之满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止

### 概况数据

浙商证券	2015	2016	2017	2018.3
资产总额（亿元）	554.90	537.37	529.20	532.67
所有者权益（亿元）	84.49	95.65	135.14	136.86
净资产（亿元）	63.42	70.57	116.44	121.12
营业收入（亿元）	61.89	45.95	46.11	8.11
净利润（亿元）	18.34	12.41	10.64	2.00
EBITDA（亿元）	34.74	25.04	24.65	-
资产负债率（%）	74.23	75.42	68.36	67.24
摊薄的净资产收益率（%）	21.72	12.97	7.87	1.46
EBITDA 利息倍数（X）	4.05	3.27	2.58	-
总债务/EBITDA（X）	4.92	8.59	8.70	-
风险覆盖率（%）	364.11	135.51	329.96	297.50
资本杠杆率（%）	18.94	17.70	25.57	27.18
流动性覆盖率（%）	274.74	558.85	872.35	845.76
净稳定资金率（%）	130.42	132.98	156.86	144.72
净资本/净资产（%）	102.63	86.19	99.75	102.33
净资本/负债（%）	39.62	30.23	49.73	54.96
净资产/负债（%）	38.61	35.08	49.85	53.71
自营权益类证券及证券衍生品/净资产（%）	30.01	30.31	2.48	4.97
自营固定收益类证券/净资产（%）	53.89	135.61	123.95	114.82

注：1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径；  
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）进行重述；  
3、2018 年一季度摊薄的净资产收益率经年化处理。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“浙商证券股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券”信用级别为 **AAA**，该级别反映了本次债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定浙商证券股份有限公司（以下简称“浙商证券”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，该级别反映了发行主体浙商证券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。中诚信证评肯定了证券行业日趋规范的行业环境、公司较强的区域竞争实力和品牌影响力、盈利能力行业内处于较高水平、合规经营情况较好以及 2017 年 6 月成功上市等正面因素对公司业务发展及信用质量的支撑；同时，我们也关注到宏观经济筑底，市场信心不足、行业监管全面趋严、盈利能力下降、创新业务的发展对公司风险控制能力提出了新的挑战等因素对公司信用水平的影响。

### 正面

- 证券行业日益规范，提升行业信用水平。密集出台的政策法规及日趋严格的监管力度，对树立证券行业从业规范、控制各类风险发生、促进行业持续健康发展具有显著意义。较前几年而言，证券行业规范性和透明度大幅提升，风险管理水平及抗风险能力显著增强，行业整体信用质量明显提升。
- 区域竞争实力和品牌影响力较强。作为中小券商，公司主要扎根浙江本地市场，省内营业网点众多，在当地具有较强的品牌影响力。截至 2018 年 3 月末，公司在浙江省内拥有 68 家分公司和证券营业部，是浙江省内分支机构数量位居前列的证券公司。
- 公司盈利能力行业内仍处于较高水平。2017 年，公司营业收入（母公司口径）和净利润（母公司口径）在市场排名分别为第 22 位和第 29 位；公司总资产（母公司口径）和代理买卖证券业务净收入（合并口径）排名分别为第 31

## 分析师

郑耀宗 yzzheng@ccxr.com.cn

戴敏 mdai@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年7月2日

位和第26位。

- 合规经营情况较好。2017年，公司监管评级被上调至A类A级券商，对公司未来日常管理、业务运营及投融资情况有一定程度的积极影响。
- 首次公开发行股票并上市。2017年6月，公司正式于上交所主板上市，股票代码为601878.SH，是浙江省首家上市券商，公司综合实力得到不断增强，品牌影响力逐步扩大，对公司未来业务发展及融资渠道的开拓具有积极影响。

## 关注

- 宏观经济筑底，市场信心不足。目前我国宏观经济仍处于“L”型筑底阶段，房地产调控和金融强监管背景下投资面临下行压力，证券市场信心不足。
- 行业监管全面趋严。2017年以来，监管层提出防范化解系统性金融风险；同时《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》已实施。金融强监管背景下，证券公司的合规、风控和经营适应能力将受到考验。
- 盈利能力趋弱。公司盈利能力受宏观因素影响较大，同时，随着监管趋严，公司经纪业务、资管业务、信用业务板块营业收入都出现下滑，业务盈利面临一定挑战。2015~2017年，公司净利润呈逐年下降趋势，分别实现净利润18.34亿元、12.41亿元和10.64亿元；2018年一季度，公司实现净利润2.00亿元，同比下降24.22%。
- 创新业务的发展对公司的风险控制能力提出了进一步的挑战。随着证券行业多项政策的逐步放开，大量创新业务陆续推出，公司的创新业务面对较好的发展机会，但各项创新业务的发展也对公司的风险控制能力提出了进一步的挑战。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 概 况

### 公司概况

浙商证券股份有限公司前身为金信证券有限责任公司，成立于 2002 年 5 月，注册资本 5.20 亿元。2006 年 6 月，浙江上三高速公路有限公司（以下简称“上三高速”）分别受让金信信托投资股份有限公司、台州市台信投资管理有限公司和通和投资控股有限公司持有的公司股权共计 3.664 亿元，占出资总额的 70.46%，成为公司控股股东。2006 年 8 月，公司更名为浙商证券有限责任公司。2007 年 11 月，公司注册资本由 5.20 亿元增至 15.20 亿元。2007 年 11 月，公司全资收购浙江天马期货经纪有限公司，并于 2008 年 4 月获得为期货公司提供中间介绍业务资格。2008 年 4 月，公司注册资本由 15.20 亿元增至 21.20 亿元。2011 年 2 月，公司注册资本由 21.20 亿元增至 29.15 亿元。2012 年 9 月，公司改制为股份有限公司，名称变更为浙商证券股份有限公司，注册资本增至 30.00 亿元。2017 年 6 月，公司正式于上交所主板上市，股票代码为 601878.SH。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为人民币 33.33 亿元，股东为上三高速等 15 家单位，其中上三高速为公司控股股东，持股比例达 63.74%，公司实际控制人为浙江省交通投资集团有限公司。

浙商证券的业务牌照较为齐全，目前母公司的主营业务包括证券经纪，证券投资咨询，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，证券承销与保荐，证券自营，融资融券，证券投资基金代销，为期货公司提供中间介绍业务，代销金融产品等。资管业务资格已全部转至公司子公司浙江浙商证券资产管理有限公司。

2017 年 8 月，证监会公布 2017 年证券公司分类结果，基于证券公司风险管理能力，结合公司市场竞争力和合规管理水平等因素，公司被评为 A 类 A 级券商，公司分类级别的上调（2016 年为 B 类 BBB 级）对公司未来日常管理、业务运营及投融资情况有一定积极影响。

截至 2018 年 3 月末，公司共有分支机构 113 家，其中浙江省内 68 家，省外 45 家。公司拥有浙

商期货有限公司（以下简称“浙商期货”）、浙江浙商资本管理有限公司（以下简称“浙商资本”）、浙江浙商证券资产管理有限公司（以下简称“浙商资管”）、浙江浙期实业有限公司（以下简称“浙期实业”）、宁波东方聚金投资管理有限公司（以下简称“聚金投资管理公司”）、浙商国际金融控股有限公司（以下简称“浙商国际”）、宁波东方聚金嘉华投资管理中心（有限合伙）和杭州聚金嘉为投资管理合伙企业（以下简称“聚金嘉为投资管理合伙企业”）等八家子公司纳入合并报表范围。此外，公司参股浙商基金管理有限公司、浙江股权交易中心有限公司等。近年来，公司积极推动业务结构优化转型，资产管理、融资融券等新业务实现了较快发展。

截至 2017 年末，按合并口径计，公司的总资产达 529.20 亿元，包括信用交易的代理买卖证券款 102.03 亿元，所有者权益为 135.14 亿元；母公司净资本为 116.44 亿元。2017 年公司实现营业收入 46.11 亿元，净利润 10.64 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并口径总资产 532.67 亿元，包括信用交易的代理买卖证券款 114.92 亿元，所有者权益 136.86 亿元；母公司净资本 121.12 亿元。2018 年一季度实现营业收入 8.11 亿元，净利润 2.00 亿元。

### 本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券品种	可转换公司债券
债券名称	浙商证券股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券
发行规模	本次拟发行可转债总额不超过 35 亿元（含 35 亿元）。
债券期限	本次发行的可转债期限为发行之日起 6 年。
债券利率	本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
付息方式	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有到期未转股的可转债本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
初始转股	本次发行可转债的初始转股价格不低于募集说

价格的确定 说明书公告日前三十个交易日公司股票交易均价

(若在该三十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形,则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)、前二十个交易日公司股票交易均价(若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形,则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司股票交易均价中的最高者,具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据市场状况与保荐机构(主承销商)协商确定。

在本次发行的可转债期满后5个交易日内,公司将赎回全部未转股的可转债,具体赎回价格由股东大会授权董事会及其授权人士根据发行时市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定。

赎回条款

在本次发行的可转债转股期内,当下述两种情形的任意一种出现时,公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债:

(1) 在本次发行的可转债转股期内,如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%);

(2) 当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时。

回售条款

若本次发行可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现变化,且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的,可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转债的权利。在上述情形下,可转债持有人可以在回售申报期内进行回售,在回售申报期内不实施回售的,自动丧失该回售权。

募集资金用途

本次发行的可转债所募集资金总额不超过35亿元(含35亿元),扣除发行费用后拟全部用于补充公司营运资金,在可转债持有人转股后增加公司资本金,以扩大业务规模,优化业务结构,提升公司的市场竞争力和抗风险能力。

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

## 行业分析

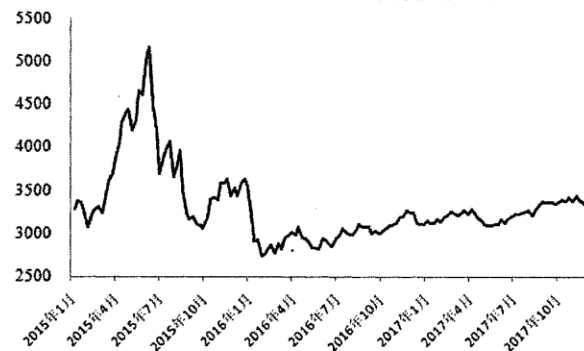
### 证券市场概况

证券行业与宏观经济环境高度相关。2015年上半年,中国资本市场在改革红利不断释放、货币政策定向宽松的宏观背景下,延续了2014年第四季度以来的上涨势头,主要股指屡创新高,上证综指从3,234.68点上升至5,178.19点。但进入六月中旬后,市场在融资盘去杠杆、获利回吐等因素的影响下急促回调,股市出现巨幅震荡。监管层密集出台多项措施来稳定市场,取得初步成效,年末上证综指有所上升。截至2015年12月31日,上证综指为3,539.18点。

进入2016年以来,宏观经济下行压力加大,股票市场继续进入震荡下行,从2016年前三季度A股表现来看,各大指数整体均表现为下跌。但进入10月份以后,随着国内各金融机构资产配置压力加大以及国家对于房地产市场的连续政策调控,造成国内无风险收益率持续下滑,导致大量机构资金进入股票市场寻求高收益资产。推动股票市场指数持续上升。截至2016年末,上证综指收盘收于3,103.64点,较年内最低点2,638.30点上涨17.64%,年初因熔断造成的大幅下跌的影响有所修复。

2016年底,中央经济工作会议定调,要稳中求进、去杠杆,大力发展实体经济。2017年以来,金融监管力度持续走强,针对资产管理、银行、保险等的监管政策密集出台,实质性去杠杆逐渐展开,表现为资管通道业务规模收缩,银行资产增速下落等。在供给侧改革深化过程中,2017年股市呈现出结构性行情,2017年全年,上证指数全年振幅13.98%,截至2017年末,上证综指收盘收于3,307.17点,较年初上涨6.56%。中诚信证评认为,未来在经济转型升级不断加快以及城镇化建设不断深入,外围经济企稳回升等因素的带动下,国内经济有望平稳发展,从而推动证券市场的景气度向上提升。

图1: 2015~2017年上证综合指数变化趋势图



资料来源:东方财富Choice,中诚信证评整理

多层次资本市场体系建设方面,近年来,在大力发展资本市场的政策导向下,针对证券市场和证券公司的深层次改革陆续展开,多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。截至2015年末,我国境内上市公司数(A、B股)为2,827家,总市值达53.13万亿元。2016年以来,IPO审核提速,截至2016年末,我国境内上市公司数(A、B股)增至3,052

家,总市值下降至 50.82 万亿元。2017 年前三季度, IPO 审核提速, 2017 年 10 月新一届发审委履职以来, IPO 审核通过率大幅降低, 2017 年 IPO 企业数量创下历史记录。截至 2017 年末, 我国境内上市公司数(A、B 股)增至 3,485 家, 总市值上升至 56.71 万亿元。与此同时, 随着证券市场的发展, 证券投资品种日趋多元化, 基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展, 多层次资本市场体系建设逐步深入。

表 2: 2015~2017 年股票市场主要指标

指标	单位: 家、万亿元		
	2015	2016	2017
上市公司总数	2,827	3,052	3,485
总市值	53.13	50.82	56.71
总成交额	255.05	127.38	112.46

资料来源: 中国证监会, 东方财富 choice, 中诚信证评整理

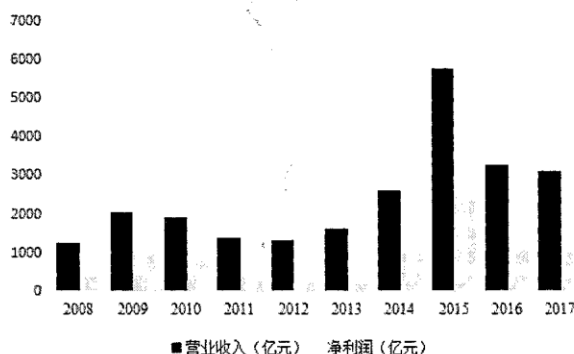
交易量方面, 伴随着近几年证券市场的发展, 市场交易量呈现一定的波动。2015 年以来, 尤其是上半年股指大幅上涨情况下, 市场交易量显著增长, 全年成交总额 255.05 万亿元, 同比增长 242.86%。2016 年, 证券市场整体较为低迷, 两市成交额为 127.38 万亿元, 较上年同期显著下滑。2017 年市场交易仍未改善, 两市成交额 112.46 万亿元, 较 2016 年继续下降 11.71%。

从券商业务结构来看, 目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看, 虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势, 收入结构得到优化, 但从绝对占比看, 仍较大程度的依赖于传统的经纪业务, 因而整体的经营状况与宏观经济及证券市场景气度息息相关。2017 年, 全行业证券投资收益(含公允价值变动)超过代理买卖证券业务净收入成为第一大收入来源, 经纪业务、自营业务和投行业务是证券公司最重要的收入来源。

2013~2015 年随着市场景气度的提升, 全行业证券公司实现净利润 440.21 亿元、965.54 亿元和 2,447.63 亿元, 总体呈现上升态势。进入 2016 年以来, 证券公司整体经营情况受二级市场行情下滑影响显著, 全行业证券公司 2016 年和 2017 年分别实

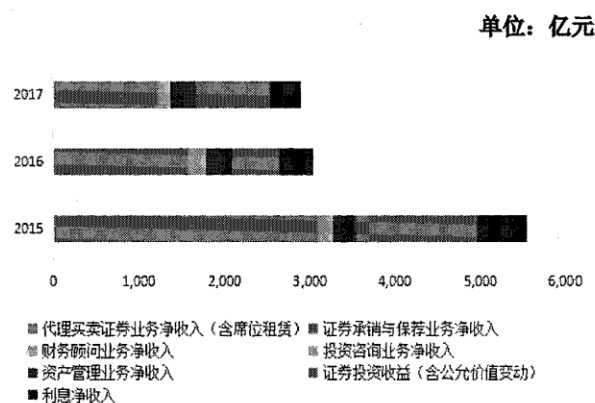
现净利润 1,234.45 亿元和 1,129.95 亿元。

图 2: 2008~2017 年证券公司营业收入和利润情况



资料来源: 证券业协会, 中诚信证评整理

图 3: 2015~2017 年证券公司营业收入结构



资料来源: 证券业协会, 中诚信证评整理

从行业风险管理能力看, 随着中国证券市场的发展, 国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平, 证监会出台《证券公司分类监管规定》, 将证券公司分为 A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中, A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司, D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起, 证监会每年对证券公司进行分类评价, 以确定其风险管理能力和合规管理水平。据 2015 年 7 月证监会披露的分类结果显示, 在全行业 119 家证券公司中, 剔除 24 家与母公司合并评价的公司外, 共有 95 家证券公司参与分类评价, 其中 AA 类公司 27 家, A 类公司 37 家, B 类公司 30 家, C 类公司 1 家, 无 D 类及 E 类公司, 全行业证券公司各项风险控制指标均已达到规定标准, 且获得 AA 级和 A 级的券商数量较上年分别

增加 7 家和 19 家。但伴随着 2015 年证券行业的快速发展，行业中亦出现了场外配资信息系统违规接入、两融违规操作招来的罚单，以及新三板业务中的违规行为等。为加强行业监管，证监会对多家券商进行立案调查，根据 2016 年度公布的证券公司分类结果，95 家参评券商中，58 家评级下滑、30 家评级持平、仅 7 家评级上升。2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，提出全面风险管理；新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项；提高净资本加分门槛等。在 2017 年分类评价中，有 97 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 48 家、C 类有 9 家，评级最高的 AA 级有 11 家。变化趋势上看，97 家参与评级的证券公司中，29 家成功升级，37 家维持去年评级，29 家降级，另有两家新设证券公司分别获得 B 级和 BBB 级。

中诚信证评认为，证券公司分类评价体系的进一步完善有望促进证券市场健康稳定发展。同时，2017 年公布的证券公司分类评级结果较 2016 年有所改善，反映了在监管转型和行业发展的双重驱动下，证券公司风险管理能力不断提升。

### 经纪业务

经纪业务作为证券公司的传统业务，一直以来，在证券公司收入中的占比很高。随着 2008 年 5 月券商新设营业部重新开闸，营业部网点扩展限制的放开，证券公司争相新设营业部并升级服务部，抢占经纪业务市场份额。截至 2015 年底，我国共有证券公司营业部 8,170 家，较 2014 年增加 13.49%。轻型营业部的扩张态势持续，但增速略有放缓。2016 年新增加 1,215 家证券营业部，较上年增加 14.87%，新增营业部绝大多数为轻型营业部，沿海区域分布较为密集。2017 年二季度开始，监管部门收紧对证券营业部新设申请的管理，截至 2017 年末，证券公司营业部合计 10,089 家。

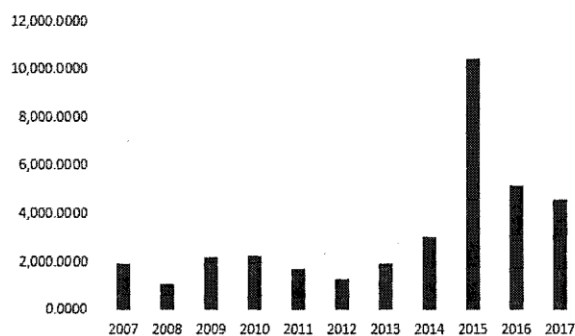
受营业部数量不断增加的影响，证券经纪业务竞争日趋激烈，市场集中度呈现下降趋势。尽管证券业协会于 2010 年 10 月下发了《关于进一步加强

证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》，规范行业佣金的收取，避免恶意拉低佣金率的不正当竞争，但随着证券公司经纪业务的竞争加剧，全国范围内的经纪业务佣金率持续下滑。2014 年佣金率降为 0.0707%，下降接近万分之一。2015 年，受互联网冲击和一人多户政策的放开，佣金率进一步降至 0.050%。2016 年，行业平均佣金率进一步下降至 0.038%。2017 年佣金率下行趋势依旧，行业平均佣金率进一步下降至约 0.034%。

2015 年 A 股市场日均成交金额为 11,079 亿元，同比增长 243.7%，其中第二季度日均成交金额为 16,681 亿元，较 2014 年日均成交额多了 4 倍。由于上半年牛市效应，市场活跃，成交金额的放量式增长对冲了佣金率的下降，所以总体来看，2015 年经纪业务收入仍实现了 156% 的增长。2016 年，证券市场行情在经历年初的急剧下跌后企稳回升，但整体较为低迷，市场交易规模显著收缩，A 股市场日均成交金额为 5,215 亿元，同比减少 52.93%。2017 年 A 股市场绩优蓝筹股表现抢眼，中小盘股表现低迷，市场结构分化明显，全年 A 股市场日均成交额为 4,582.08 亿元，同比减少 11.63%。

图 4：2007 年以来市场日均成交额情况

单位：亿元



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

经纪业务发展趋势方面，为提升服务附加价值，开拓盈利增长点，未来国内券商经纪业务的发展趋势是提供投资顾问服务、财富管理服务等增值服务。2011 年《证券投资顾问业务暂行规定》以及 2012 年《证券公司证券营业部信息技术指引》的颁布实施，标志着政策正加速推进证券经纪业务向财富管理职能方向转变。

中诚信证评认为，券商经纪业务目前激烈的竞

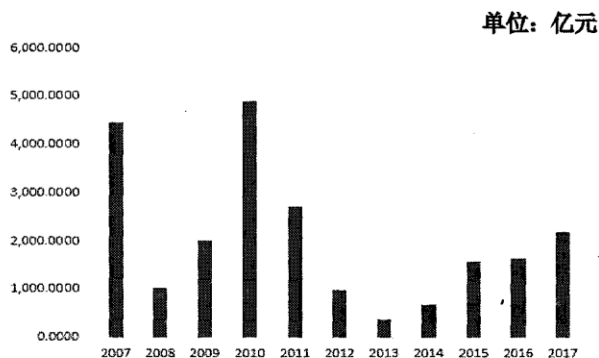


争态势必然推动该业务的升级，未来新型证券营业部的设立以及经纪业务向财富管理职能的转变是必然趋势。随着券商收入的多元化，经纪业务收入贡献度将会下降，但仍然是重要的收入来源之一。

### 投行业务

2009年3月，随着《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》的颁布，创业板正式开启，作为A股主板和中小板市场的重要补充，创业板的开启一度为证券公司投行业务的发展打开了新的市场空间。2015年，IPO因受二级市场异常波动影响而暂停近4个月，全年A股市场一共发行了1,082个股权融资项目，同比增加72.57%；融资金额为15,350.36亿元，同比大幅增长101.02%；其中，IPO发行224家，融资金额1,578.29亿元，分别增长79.20%和135.96%。2016年，A股共计227家上市公司取得批文并成功发行上市，累计募集资金1,496亿元，同比略有减少。2017年全年，沪深两市IPO首发家数合计421家，为历史最高水平，首发募集资金2,186.10亿元，同比分别增长69.76%和33.82%。2017年第十七届发审委上任后，IPO审核标准有所提高，通过率大幅下降，低通过率或成常态。

图 5：2007 年以来 IPO 募集资金情况

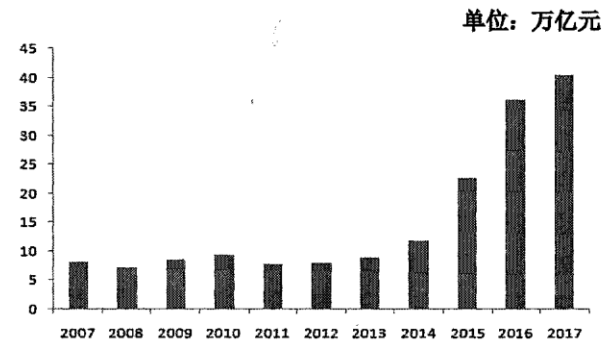


资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

同时，国内资本市场融资品种逐步多元化，有效地平滑了证券公司投行业务的波动。近年来随着A股市场融资功能的逐步完善和债券市场的快速发展，上市公司对增发、配股、债务融资需求不断增加，券商投行业务已不再单纯依赖IPO业务。2015年债券融资规模达到22.73万亿元，同比增长近一倍。二者的大幅增长为券商贡献了394亿元的承销保荐收入，增长了64%。2016年我国债券融资规模继续大幅增长，全年债券融资金额达36.22万亿元，

同比增长59.33%。2017年在稳健中性的货币政策、金融监管持续趋严背景下，2017年债券市场扩容放缓。2017年全年，新发行债券规模40.52万亿元，同比增加11.87%。

图 6：2007 年以来债券融资规模



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

从市场集中度来看，虽然目前证券公司投行业务仍处于高度集中的状态，但以中小项目见长的中小券商的投行业务快速发展，大券商主导的市场格局有所弱化。短期内，受IPO市场景气度回升及债市扩容影响，投行业务的竞争将更为激烈，但总体来看，历史业绩相对稳定和承销能力相对更强的大中型券商主导的竞争格局短期内难有大的变动。

中诚信证评认为，在资本市场的不断深化过程中，长期来看直接融资仍为企业的重要需求，因而证券公司的投行业务仍具有一定发展空间。而2017年以来的金融强监管将对投行人员的业务水平和风险意识提出更高要求。

### 自营业务

作为证券公司的传统业务之一，近年来直至2015年末我国证券公司自营规模持续增长，2015年125家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）1,413.54亿元，同比大幅增长99.01%。从自营业务投资结构来看，由于前几年股票市场表现不佳，因而券商将资金配置重心逐渐由权益类转向债券类投资，2014年以来随着证券市场景气度的提升，证券公司自营业务收入规模显著提升。2016年受资本市场震荡、监管趋严影响，证券公司自营业务规模及收益率显著回落，截至2016年末，证券公司进行金融产品投资的资金规模达到1.70万亿元，同比减少1.37%；在2016年年初权益市场和年末债市波动的影响下，证券公司投资收入同比减少

59.78%至 568.47 亿元。投资结构方面，2016 年证券公司增加了债券的投资规模，基金投资规模有所下降。

为进一步扩大证券公司证券自营业务的投资品种范围，2012 年 11 月，证监会公布《关于修改〈关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定〉的决定》，规定券商自营业务投资范围扩大至全国中小企业股份转让系统挂牌转让的证券、在境内银行间市场交易的证券（由部分扩大到全部）。此外，新三板、区域性股权交易市场挂牌转让的股票等产品纳入券商自营业务投资范围。

中诚信证评认为，随着券商自营投资范围的扩大以及金融强监管下行业整体风控力度加强，同时市场风险的逐步消化，券商自营业务有望稳健发展。

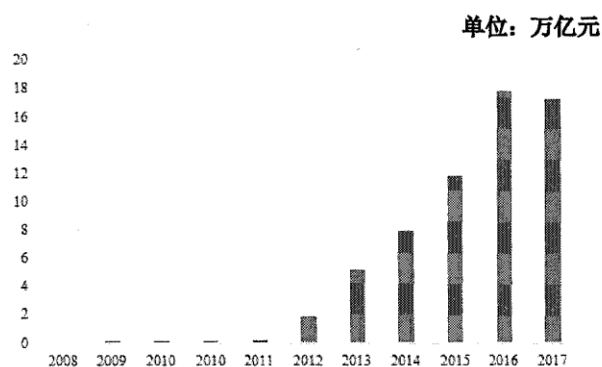
#### 资产管理

2012 年以来，在鼓励金融创新的大背景下，资管规模实现爆发式增长，同时也暴露出同多层嵌套、杠杆不清、套利频繁、名股实债、刚性兑付和交易复杂等问题，对金融稳定构成挑战。2016 年开始，监管部门试图约束通道业务，鼓励发展主动管理业务；进入 2017 年以来，更是以密集下发监管政策的手段限制通道业务，要求资管行业回归主动管理的本源。

目前，证券公司资产管理业务已形成了涵盖集合资管计划、专项资管计划、定向资管计划为主的产品线。集合资管计划的发行始于 2005 年，作为资产管理的主要产品，其产品线也扩展到股票型、债券型、货币市场型、混合型以及 FOF 型等多种系列。随着人们财富的积累，对于理财的需求也不断增长，2009 年以后券商集合资管计划规模逐年上升。资管业务主动管理能力为集合产品最重要的竞争力来源，而截至 2017 年末，资管产品仍以被动管理的定向资管计划为主，多数为通道业务。近年来通道业务的扩张成为资管规模上升的主要动力。2015 年券商受托管理资金总额为 11.88 万亿元，同比增长 49.06%，增速与去年基本持平，保持较快增长。从收入占比来看，2015 年券商资管业务收入

占行业总收入的 4.78%，与 2014 年保持一致，占比仍然较低。截至 2016 年末，129 家证券公司托管证券市值 33.77 万亿元，受托管理资金本金总额 17.82 万亿元，受托规模较 2015 年末继续大幅增长；同期券商资管业务收入占行业总收入的 9.04%，同比亦有较大提高。2017 年，监管部门针对资管业务中存在的多层嵌套等问题密集出台监管政策，在降杠杆、去通道、严控资金池的监管下，截至 2017 年末，证券公司受托管理资金本金规模 17.26 万亿元，较 2016 年末减少 0.56 万亿元，规模首次下降。

图 7：2008 年以来受托管理资金规模



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

中诚信证评认为，随着监管政策的逐步落实，资管通道业务不再会是发展重心，能够积极调整经营策略，提高主动管理能力的券商，将能够形成核心竞争力。主动管理策略上，将延续现有的以固定收益类投资为主策略。

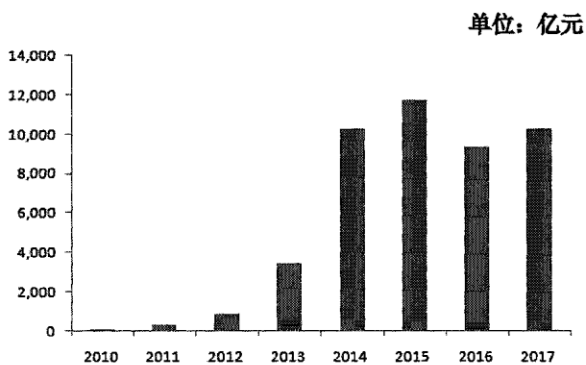
#### 信用业务

信用业务主要包括融资融券业务和回购业务，以赚取利息收入为盈利方式，其中回购业务包括约定式回购和股票质押式回购。信用业务是券商较新的业务种类，推出后发展迅速，近年来其全行业收入贡献度达到了 10% 以上。

融资融券业务于 2010 年正式推出后发展迅速。据中国证券金融股份有限公司统计数据，自 2010 年 3 月中国证监会批准国泰君安、国信证券、中信证券、光大证券、海通证券和广发证券六家证券公司作为融资融券业务首批试点证券公司以来，融资买入额占两市成交额的比例不断攀升，目前达到 15% 左右的规模。融资融券业务在 2014 年表现抢眼，全年共实现收入 446.24 亿元，占券商总收入的比例为 17%，收入增速高达 141.71%。自 2014

年末融资融券余额迈上 1 万亿元的台阶后，2015 年上半年该项业务继续维持高速增长，两融规模最高突破 2.27 万亿元，其中第二季度单季融资融券日均余额达到了 1.95 万亿元。之后受市场大幅调整影响，两融规模回落至 9,000 亿元，随着市场企稳，年末两融余额达到了 1.17 万亿元，较 2014 年增长了 14.5%。2016 年以来 A 股市场成交量萎缩，沪深两市两融余额有所缩减，年末融资融券余额为 9,392 亿元，同比减少 20.02%。2017 年下半年 A 股市场成交量有所上升，沪深两市两融余额有所增加，截至 2017 年末融资融券余额为 1.03 万亿元，同比增加 9.26%。

图 8：近年来证券行业融资融券额



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

2011 年 10 月上交所正式推出股票约定式购回业务，银河、中信和海通证券首批试点，而后约定购回业务逐步进入常态化运作。2013 年，上海证券交易所、深圳证券交易所与中国证券登记结算有限责任公司共同制定《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（实行）》，标志着这一创新业务的正式推出已具备制度基础。股票质押式回购推出后发展迅速，交易规模逐步提高，并逐渐取代约定式购回业务。2017 年末的沪深两市股票质押式回购业务待回购金额较年初新增 3,419 亿元，达 1.62 万亿元。2017 年以来，股票质押业务风险频发，中国证券业协会发布修订后的《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，强调服务实体经济的业务定位，防控交易风险和规范业务运作。

中诚信证评认为，信用业务作为券商创新业务，较券商其他业务具有起步晚，发展迅速的特点，成为券商收入的有力补充。信用业务作为券商的资金业务，实力雄厚、分类评价较优的大券商更具竞

争优势。同时也许关注，市场个股存在质押率过高，在股价大幅调整时，将给股票质押回购业务带来风险。

## 证券行业关注

### 传统业务竞争加剧，收入结构仍需改善

目前，虽然证券行业经纪业务占比有所下降，收入结构得到一定优化，但行业的盈利模式仍对经纪业务和自营业务具有很高的依赖性，其业绩的增长高度依赖于市场变化，各证券公司之间盈利模式的同质化显著。与此同时，投行业务的竞争日趋激烈。尽管银行间市场交易商协会于 2012 年 11 月公告新增中信证券、招商证券、广发证券等 10 家券商获得参与短融、中票等非金融企业债务融资工具的主承销业务资格，但短期内来看，银行间债券市场的承销业务仍由银行把控，券商进入存在一定障碍，对证券公司投行业务的推动难以快速显现。

2012 年 10 月，证监会发布修订后的《外资参股证券公司设立规则》和《证券公司设立子公司试行规定》，将合资券商外资持股比例上限由此前的 1/3 升至 49%；2018 年 4 月，证监会发布修订后的《外商投资证券公司管理办法》，允许外资设立控股合资证券公司。进一步放开外资对证券公司的持股比例有利于提高外资参股券商的积极性，加快券商与国际市场接轨的节奏，但同时，国内证券公司直接面对拥有雄厚实力的国际证券公司的正面竞争，对国内证券公司尤其是抢占高端客户和投资银行业务方面形成冲击。

### 通道业务受限，券商资管业务面临转型压力

受益于过去监管层对金融创新的大力支持，通道型业务迎来最佳发展机遇，券商资管业务规模迅速增长。近期，监管机构强调不得从事让渡管理责任的通道业务，2017 年 11 月，一行三会共同参与制定《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，提出消除多层嵌套、强化资本约束和风险准备金计提等要求。未来，通道业务的发展受到限制，券商资管业务规模收缩短期阵痛不可避免，中长期将倒逼通道业务向主动管理转型，对券商的投资能力、产品设计能力等带来较大的挑战。

## 合规经营压力持续增加

2017年证券行业延续全面监管、从严监管，重罚各种违法违规行，强化证券期货基金经营机构合规风控和流动性管理，发布投行、股权质押和资管新规等监管政策。预计对券商监管仍将全面从严，资质较差的券商将面临更大的经营压力。

2017年7月，国务院金融稳定发展委员会成立，统筹和协调金融改革发展与监管，监管部门保持高压监管态势，证监会、银监会相继开出史上最大罚单，2017年证监会作出行政处罚决定超200件，罚没款金额超70亿元。监管部门预计将保持高压监管态势。

2017年，IPO发行常态化，新一届发审委履职以来，审核更加严格，IPO过会率大幅降低。同时，在金融强监管的背景下，近期针对资管行业、股票质押业务、委贷业务的新政也密集出台，主要在于抑制多层嵌套和通道业务，限制委贷业务，提高股票质押业务要求。

总体看来，在防控金融风险和守住不发生系统性金融风险的监管要求下，券商的合规经营压力将持续增加。

## 金融牌照收紧，券商控股股东门槛提升

2018年3月，证监会发布了《证券公司股权管理规定（征求意见稿）》（下称“《规定》”），主要强调了两方面内容，第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股。其中针对控股股东，《规定》提出了净资产不低于人民币1,000亿元与最近5年原则上连续盈利，最近3年主营业务收入累计不低于人民币1,000亿元，主业净利润占净利润比例不低于50%的要求。

中诚信证评认为，虽然正式规定尚未公布，但加强对金融牌照的管理，注重控股股东对券商的支持能力将成为监管的新方向，此举有利于提升股东质量，促使券商审慎经营，提升竞争力。

表3：近年来证券业主要行业政策

时间	文件	说明
2015年1月	《公司债券发行与交易管理办法》	扩大发行主体范围至所有公司制法人，同时全面建立非公开发行制度，增加债权交易场所，简化发行审核流程，加强市场监管等。
2015年5月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》	规范证券公司、基金管理公司子公司等相关主体开展资产证券化业务，保障投资者的合法权益。
2015年5月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》	规范和指导资产证券化业务的尽职调查工作，提高尽职调查工作质量。
2015年7月	《香港互认基金管理暂行规定》	规范香港互认基金在内地（指中华人民共和国的全部关税领土）的注册、销售、信息披露等活动。
2016年10月	《证券公司风险控制指标管理办法》	建立以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系。
2017年6月 (2017年10月执行)	《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》	明晰董事会、监事会、高级管理人员、合规负责人等各方职责，提高合规履职保障，加大违法违规追责力度等措施，切实提升公司合规管理有效性，不断增强公司自我约束能力，促进行业持续健康发展。
2017年7月	《关于修改〈证券公司分类监管规定〉》	促进证券公司提升全面风险管理能力，鼓励证券公司做优做强主营业务。
2017年11月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	确立资管产品的分类标准，降低影子银行风险，减少流动性风险，打破刚性兑付，控制资管产品的杠杆水平，抑制多层嵌套和通道业务，切实加强监管协调，合理设置过渡期。
2017年12月	《规范债券市场参与者债券交易业务的通知（银发[2017]302号文）》	督促各类市场参与者加强内部控制与风险管理，健全债券交易相关的各项内控制度，规范债券交易行为，并将自身杠杆操作控制在合理水平。
2018年1月	《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》	加强证券公司尽职调查要求；加强对融出资金监控；细化风控指标要求。此规定于2018年3月12日实施。
2018年3月	《证券公司股权管理规定》（征求意见稿）	第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股，股东在股权锁定期内不得质押所持证券公司相关股权。
2018年4月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	廓清资管行业和资管产品本质，并对刚兑和资金池概念进行界定，为后续资管行业规范设立标准，主要对阻断监管嵌套、打破刚兑、非标处置等方面做出规定，过渡期延长至2020年底。
2018年4月	《外商投资证券公司管理办法》	允许外资设立控股合资证券公司

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

## 竞争实力

公司区域竞争实力和品牌影响力不断提升，2017年6月成功上市，综合竞争实力进一步增强

公司立足于浙江地区，业务较为全面，在创新业务领域也取得了一定进展。2016年公司营业收入（母公司口径）、净利润（母公司口径）在市场排名分别为第23位和第28位，同比上年均上升12位；公司总资产排名为第30位（母公司口径），同比上年排名持平；公司代理买卖证券业务净收入排名为第22位（合并口径），同比上年持平。2015~2017年，根据中国证监会券商分类评级的结果，浙商证券3年分别获得A类A级、B类BBB级和A类A级，合规经营状况良好。

2017年6月，公司正式于上交所主板上市，股票代码为601878.SH，是浙江省首家上市券商，公司综合实力得到不断增强，品牌影响力逐步扩大，对公司未来业务发展及融资渠道的开拓具有积极影响。

作为中型券商，公司主要扎根浙江本地市场，省内营业网点众多，在当地具有较强的品牌影响力。截至2018年3月末，公司拥有113家营业部、分公司等分支机构，其中68家在浙江省内。

表 4：2014~2016 年公司经营业绩行业排名

	2015	2016	2017
营业收入排名（母公司口径）	35	23	22
净利润排名（母公司口径）	40	28	29
净资产排名（母公司口径）	50	52	36
净资本排名（母公司口径）	49	49	33
总资产排名（母公司口径）	30	30	31
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）（合并口径）	19	28	26
股票主承销家数排名（合并口径）	36	41	28
股票主承销金额排名（合并口径）	49	36	28
债券主承销家数排名（合并口径）	36	40	27
债券主承销金额排名（合并口径）	41	40	35

资料来源：证监会

## 各板块业务较强的协同能力

公司以“打造最具浙商特色的财富增值服务商”为发展愿景，制定了“四个聚焦、四个协同、四个合作”的总体战略。其中，“四个聚焦”指聚焦资产管理业务、债权融资业务、股权融资业务、经纪业务四大板块，扩大业务规模，驱动公司未来收入增长。“四个协同”指加强资产管理业务与营业网点协同、公司与浙商国际协同、研究所与投融资业务协同以及投资银行业务与直投业务协同，通过推动业务板块协同，整合各类资源，强调不同业务资源共享，提升公司营销服务能力和盈利能力。“四个合作”指加强创投和私募机构的服务合作、加强浙商群体的服务与合作、加强上市公司群体的服务与合作、加强金融同业的服务与合作；通过拓展与私募机构合作，挖掘新的机构经纪盈利模式；将浙商群体作为核心客户群体，提供财富管理和各类投融资服务，提升业务规模；加强与上市公司合作，开展再融资、兼并收购等业务，成为上市公司中长期合作伙伴。此外，公司加强公司治理，形成持续稳健的资本补充机制，并扩大公司品牌影响。

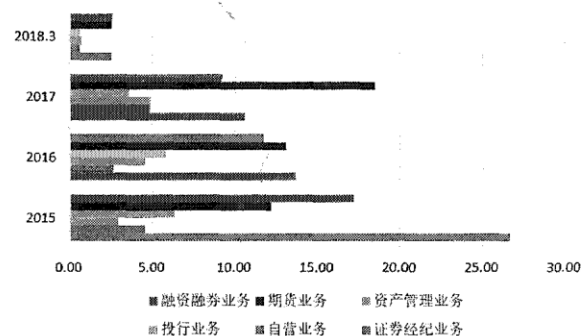
## 业务运营

浙商证券的业务主要包括证券经纪业务、证券自营投资业务、投资银行业务、资产管理业务、融资融券等信用业务、直投业务、期货业务和研究咨询业务等。从业务结构来看，公司推行“双经纪”业务模式，证券经纪业务和期货经纪业务占比较高。受大宗商品价格上涨、两会供给侧改革预期、四行业跨界定增叫停以及 A 股未纳入 MSCI、英国脱欧等国内外因素交织影响，近年来证券市场跌宕起伏，公司业务收入占比呈现一定波动。2015~2017年，公司分别实现营业收入 61.89 亿元、45.95 亿元和 46.11 亿元，2017 年公司实现营业收入较上年小幅上涨 0.34%。其中证券经纪业务、期货经纪业务、融资融券等信用业务、自营业务、资产管理业务和投行业务的占比分别为 22.91%、40.09%、19.98%、10.41%、7.67%和 1.54%，其中，期货业务占营业收入比例大幅增加，增幅为 11.66 个百分点。公司

2018 年一季度实现营业收入 8.11 亿元，其中证券经纪业务、期货经纪业务、融资融券等信用业务、自营业务、资产管理业务和投行业务的占比分别为 30.60%、30.88%、31.36%、6.97%、7.45%和 8.56%。

图 9：2015~2018.3 公司分板块营业收入情况

单位：亿元



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：2015~2018.3 公司营业收入构成

单位：百万元、%

	2015		2016		2017		2018.3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务收入	2,663.86	43.04	1,365.99	29.74	1,056.38	22.91	248.10	30.60
自营业务收入	451.36	7.29	258.79	5.63	479.96	10.41	56.51	6.97
投行业务收入	289.28	4.67	452.36	9.84	485.9	10.54	69.42	8.56
资产管理业务收入	631.71	10.21	576.31	12.54	353.82	7.67	60.39	7.45
期货业务	1,219.50	19.70	1,306.20	28.43	1,848.53	40.09	250.40	30.88
信用业务	1,716.90	27.74	1,173.16	25.53	921.07	19.98	254.30	31.36
其他及抵消	-783.71	-12.67	-537.9	-11.71	-535.04	-11.60	-128.34	-15.83
营业收入合计	6,188.90	100.00	4,594.90	100.00	4,610.61	100.00	810.78	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 证券经纪业务

浙商证券证券经纪业务由网点运营管理总部和财富管理中心事业部负责运营。截至 2018 年 3 月末，公司共有分支机构 113 家，其中浙江省内 68 家，浙江省外 45 家；理财顾问达 959 人，经纪人团队达 841 人，投资顾问共 108 人。浙商证券目标客户包括证券投资个人客户、金融产品理财客户、企业融资客户及公募和私募机构客户等，截至 2017 年末，公司沪深两市证券账户有效开户数为 236.82 万户，较去年增长 6.32%。截至 2018 年 3 月末，公司沪深两市证券账户有效开户数为 240.60 万户。

2015 年市场冲高后巨幅震荡，年成交量大幅增长，带动经纪业务收入不断增长，2016 年以来市场行情萎靡不振导致公司经纪业务收入明显回调，使得 2016 年经纪业务收入较去年下降 48.72%。2017 年，宏观经济持续低迷，国内股市呈震荡态势，受

此影响公司经纪业务收入下降，2017 年全年实现收入 10.56 亿元，较去年下降 22.67%。另一方面，受“一人多户”放开，行业竞争加剧以及互联网金融冲击影响，2017 年公司净佣金率较 2016 年下降 0.04 个百分点至 0.41%，低于市场平均水平。此外公司财富管理规模增长较快，营业网点全年销售各类金融产品超过 220 亿元，同比增长 17.02%，公司拥有财富管理存量规模 152 亿元，公司服务基金管理人 96 家，逐步推进服务模式由产品导向向客户导向过渡。2017 年受证券市场股票、基金等交易量减少及公司经纪业务占有率有所下降等原因的影响，公司经纪业务收入占比较 2016 年下降 6.83 个百分点至 22.91%，仍为公司重要的收入来源之一。2018 年一季度，公司经纪业务收入占比为 30.60%。在客户定位方面，公司依据资产和交易类型对客户进行分类精细化管理，在坚持以大众客户为主的前提下，加大对高端客户和机构客户的营销力度，并通过经

纪、投行、资管等综合金融服务的提供吸引培养核心机构客户资源，通过机构经纪业务的拓展带动传统经纪业务的转型升级。在产品服务方面，针对不同层级客户提供差异化的产品和服务，包括对大众客户以标准化资讯产品的分层服务为主，而对高端客户则采取投资顾问及团队服务模式；同时，不断丰富产品种类，通过多元化的产品组合来满足客户需求。在业务发展方面，加大业务协同力度，在公司层面推动经纪业务与资产管理、投资银行及创新业务的融合，实现客户资源共享，经过两年的实践探索，公司已经形成了一套较为明确的协同业务绩效分成机制，该绩效评价体系的完善，有助于推动公司跨业务条线协同的持续深入和客户资源共享；同时，推进经纪业务向财富管理的服务模式转型，实现市场营销与客户服务的融合，打造综合投融资服务平台。

在渠道拓展方面，公司对营业部功能进行再定位，将营业部逐步转变为投融资全功能性网点和一站式金融产品销售平台，重点发展产品销售、新三板、股权质押等业务；同时，强化银证合作和电子渠道整合创新，不断拓展新的经纪业务渠道，公司推出集多种交易方式和理财服务于一体的综合性服务平台“慧金 e 网融”，该平台可以向客户提供预约开户、三方存管，手机证券、高端理财等多项综合性服务，同时在移动端推出“汇金谷”网上营业厅，基本覆盖主要柜台业务，此外公司已与 40 余家互联网渠道建立引流合作。在网点建设方面，公司不断优化网点布局，在浙江省内逐渐向经济强县渗透，并逐步在以长三角、环渤海和珠三角地区为主的省会和重点经济城市设立分支机构。公司在推进营业网点由传统通道业务向综合投融资服务转型过程中，根据各地市场体量和业务经营模式，将分支机构划分为标 I、标 II、标 III 和小微四类，截至 2018 年 3 月末，公司标 I 型分支机构总数为 20 家，标 II 型分支机构总数为 36 家，标 III 型分支机构总数为 33 家，小微型分支机构总数为 23 家，另有投行上海分公司 1 家。此外，公司深入推进网点管理模式改革，将原有的总公司-营业部二级管理架构转变为总公司-分公司/中心营业部-营业部三级管理

模式，成立了北京、上海、宁波、温州、台州、天津、杭州、丽水、绍兴、江西和四川等 12 家分公司，管理模式上，采用分级管理模式，总部直管分公司/中心营业部，再由分公司/中心营业部分管辖区内的营业部，在一定程度上缩短总公司管理半径，并给分公司/中心营业部更多的业务自主权以便于其当地展业，提高管理决策效率。

表 6: 2015~2018.3 经纪业务开展情况 (母公司口径)

	2015	2016	2017	2018.3
分支机构数量 (家)	101	107	113	113
客户保证金余额 (亿元)	183.89	135.43	102.18	105.25
股票基金交易量 (万亿元)	6.49	3.51	2.78	0.61
股票基金交易量市场份额 (%)	1.20	1.27	1.16	1.03
客户交易结算资金余额行业排名	23	23	25	27
代理买卖证券收入行业排名	19	28	26	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，受益于省内众多的营业网点，浙商证券在服务的便利性和效率方面具有一定优势。此外，公司全面推动经纪业务转向财富管理的策略符合行业发展的大趋势，营业部分级管理模式改革和职能转型已获实质推进。但是，公司高净值客户和机构客户偏少；“一人多户”政策后同业竞争进一步加剧和互联网金融冲击下行业佣金率持续下滑趋势不可避免，传统经纪业务利润会受到进一步挤压，同时亦会受到股票二级市场波动影响。

### 投资银行业务

浙商证券的投行业务主要为客户提供 IPO、配股、增发等股权融资，企业债、公司债、可转债发行等债权融资，以及兼并收购、私募融资、资产和债务重组等财务顾问方面的服务。公司“大投行”业务条线设有投资银行业务总部、投资银行管理总部、场外市场业务部、固定收益总部、财务顾问业务部以及主要从事投行业务的上海分公司。公司的投行业务自开展以来，以股票和债券的保荐承销为主，总体实现了稳步发展，项目过会率较高，再融资项目过会率达 100%。截至 2018 年 3 月末，公司投行团队规模达 269 人，其中注册保荐代表人 37 人，2018 年 1~3 月累计完成 7 单股债主承销项目。

2017年，因IPO保持较高的发行频率，公司加大承揽力度，股票主承销项目10单，其中IPO项目4个，再融资项目6个，融资额为85.39亿元，融资额较去年同比小幅下降2.93%。债券承销方面，自2015年5月证监会公司债新规发布后，公司完成首单非上市公司公司债券舟山港项目发行，品牌影响力有所提升，同时公司适时加大对低风险上市公司、国有企业等客户拓展，客户结构有所优化。2016年，因公司债发行的快速扩容，公司债券承销业务发展势头良好，2016年完成债券主承销项目30单，融资额273.75亿元，同比上升201.19%。2017年，公司全年完成债券主承销项目37单，融资额266.16亿元，同比下降4.23%。公司承销的湖州金泰科技股份有限公司发行的12金泰债于2014年发生违约，未能按时足额偿付本金及利息合计3,300万元，其余主承项目信用等级良好。场外业务方面，2017年公司成功协助19家企业实现在新三板挂牌交易，较去年下降24.00%，同时，公司共推荐9家企业在浙江股交中心实现挂牌交易。2017年全年投行业务共实现收入4.86亿元，对公司营业收入的贡献度为10.54%，较上年上升0.70个百分点，其中承销业务收入为3.56亿元，财务顾问收入为1.00亿元。2018年一季度，公司完成股票主承销项目2单，其中IPO项目1个，再融资项目1个，融资额为23.77亿元；完成债券主承销项目5单，融资额33.59亿元。

表7：2015~2018.3公司股票和债券主承销情况

	单位：家、亿元			
	2015	2016	2017	2018.3
<b>股票承销业务</b>				
主承销家数	6	6	10	2
承销金额	39.30	87.97	85.39	23.77
股票承销业务净收入	0.78	1.09	2.07	0.39
<b>债券承销业务</b>				
主承销家数	12	30	37	5
承销金额	90.89	279.38	268.16	33.59
债券承销业务净收入	0.71	1.76	1.52	0.20
<b>并购及财务顾问业务</b>				
并购项目家数	6	9	11	0
财务顾问项目家数	166	158	167	38
并购及财务顾问业务净收入	1.26	1.60	1.00	0.10

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从业务区域来看，公司的投行业务在坚持以浙江省内为核心的基础上，涉及地区较广，还包括重庆、山东、福建、广东等地。从行业和客户定位来看，公司以国家产业导向为指导，重点关注新兴和高增长行业；立足区域客户，股权融资以具有行业优势地位、成长性强的中小企业客户为主，主推中小板和创业板业务；债权融资主要依托省内资源，积极开发省属大型国有企业客户和各地市优质民营企业，以扩大市场影响力。从机制建设来看，公司充分发挥机构网点众多的优势，建立了分支机构投行业务协同开发和项目承揽分成机制，通过经纪、资管等多业务条线与投行业务的协同合作，推进构建提供综合性金融服务的“大投行”业务体系。与此同时，着手建立保荐代表人统一调配机制，并不断完善其薪酬激励制度，实现投行业务范畴人力资源的有效整合。

整体来看，公司投资银行业务呈现稳定发展的趋势，投行团队已形成一定规模。受益于浙江省市场经济化程度较高，项目来源较为丰富，投行业务经营状况较好。

## 自营投资业务

浙商证券的证券自营业务主要包括以股票和基金为主的权益类投资和以债券为主的固定收益类投资，分别由总公司的证券投资部和债券销售交易部负责。公司证券自营投资风格一贯较为稳健。每年自营业务的总规模由公司董事会决定，总裁室下设的投资决策委员会审定实际投资品种和持仓水平，证券投资部和债券销售交易部各设合规专员1名。2017年，公司自营投资业务收入大幅增长，全年实现营业收入为4.80亿元，同比增长85.46%，在公司总营业收入的贡献度为10.41%，同比增长4.78个百分点。2017年自营业务收益率为3.18%，较去年增长了0.87个百分点。2018年一季度公司自营业务收入为0.57亿元，占营业总收入的比重为6.97%，年化收益率为6.83%。



表 8：2015~2018.3 公司自营业务投资组合情况

单位：亿元，%

	2015			2016			2017			2018.3		
	规模	收益	收益率	规模	收益	收益率	规模	收益	收益率	规模	收益	收益率
股票	1.65	0.35	21.23	4.25	0.28	6.54	4.98	1.35	27.05	4.79	-0.30	-6.21
固定收益产品	32.92	3.24	9.84	51.29	3.03	5.91	86.66	4.11	4.75	49.09	1.30	2.65
金融衍生品	1.29	0.43	33.31	32.92	-0.00	-7.22	0.56	0.14	24.39	0.60	-0.07	-11.20
合计	35.87	4.02	11.21	88.46	3.31	3.74	92.19	5.60	6.07	54.48	0.93	1.72

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2017 年末，公司证券投资资产余额较年初上升 34.63% 至 150.84 亿元。债券投资方面，债券类投资规模大幅增加，截至 2017 年末，公司债券类投资规模 121.91 亿元，同比增加 80.63%，占证券投资资产的 80.83%，较 2016 年末上升 20.59 个百分点。截至 2017 年末，公司所投资债券类项目资信信用等级大部分为 AA<sup>+</sup>，大部分为私募债券，占债券投资总额的 60.94%；权益类投资方面，2017 年，公司根据市场行情变化积极调整持仓结构，权益类投资规模 18.22 亿元，占证券投资资产的 12.08%，其中股票（含融出证券）投资 10.11 亿元，较上年增长了 52.60%，在证券投资中占比为 6.70%。此外，公司在 2017 年结束了与证金公司开展权益互换交易，截至 2017 年末账面价值为 0 元。理财产品在公司投资规模中也保持较高的份额，截至 2017 年末，公司理财产品投资总额为 9.15 亿元，在总投资中的占比为 6.06%。截至 2017 年末，信托产品投资规模为 2.54 亿元，金额较去年增长 24.42 倍，其投资均为云南国际信托的资金信托。2015 年公司金融衍生品业务取得股票期权自营业务资格，并积极准备股票期权与 ETF 期权做市商资格，目前公司衍生金融产品投资规模仍较小。截至 2018 年 3 月末，公司证券投资余额 163.65 亿元，其中债券类投资 115.74 亿元，占比 70.72%，股票投资 14.97 亿元，占比 9.15%，理财产品投资 24.21 亿元，占比 14.80%，基金产品投资 5.67 亿元，占比 3.47%，信托产品投资 2.87 亿元，占比 1.76%。

整体来看，公司目前主要配置债券类投资资产，同时适度提升权益类资产投资规模，风险处于可控水平。但公司目前的证券投资资产结构仍将受到市场环境直接影响，公司自营业务对营业收入贡献的稳定性还需进一步提高。

## 资产管理业务

浙商证券的资产管理业务原来由其资产管理总部归口管理；2012 年 11 月，证监会核准设立了资产管理子公司浙商资管，成为业内第五家券商资产管理公司，于 2013 年 7 月开业。目前公司资产管理业务主要包括集合资产管理、定向资产管理、专项资产管理等业务，下设“汇金”、“金惠”、“聚金”、“聚银”、“恒天”等子品牌。其中，大集合资产管理产品以“汇金”系列命名；小集合产品以“金惠”系列命名，针对资金规模在 100 万元以上的中高端投资人士，其产品设计和投资管理较为灵活；定向资产管理产品以“聚金”系列命名，主要关注委托人的个性化需求，以绝对收益率为终极目标；专项资产管理计划冠以“聚银”系列产品名称，主要针对具有稳定现金流预期的企业单位，通过发行资产支持受益凭证，将未来预期现金流提前变现而实现融资。同时，浙商资管于 2014 年 8 月获得公募基金的牌照。2016 年公司受托资产管理业务净收入（合并口径）行业排名第 19 位，资产管理业务是公司今后发展的主方向之一。

受益于江浙地区居民理财意识的提高以及营业部渠道优势，公司集合资产管理计划规模大幅增长，截至 2017 年末，公司存续期集合资产管理计划为 182 个，期末集合资产管理计划受托管理资金规模为 645.35 亿元，公司发行的存续期内的定向资产管理计划共 263 个，期末定向资产管理受托管理资金规模为 1,042.53 亿元，主要投资于股票、理财产品、股票质押权、票据等产品。公司设立的“聚银”系列产品为专项资产管理产品，“聚银 1 号”专项资产管理产品是以股票质押为保障，对股票收益权进行转让和约定回购的专项资产管理计划，同期，

公司发行的存续期内的专项资产管理产品 5 个，资产净值 3.40 亿元。浙商资管于 2014 年 8 月获得中国证监会核准公开募集证券投资基金管理业务资格，并于 2014 年 12 月募集首只公募基金“浙商汇金转型成长混合型证券投资基金”。截至 2017 年末，公司发行的存续期内的公募基金管理产品 6 个，受托管理资金规模为 11.09 亿元。

截至 2017 年末，公司资产管理业务的总规模达 1,702.37 亿元，同比增长 24.04%；其中，主动资管产品规模 757.64 亿元，通道类资管产品 944.73 亿元。2017 年公司实现资产管理业务营业收入为 3.54 亿元，在公司总营业收入中占 7.67%，较上年下降了 4.87 个百分点，主要系公司资管业务受股债行情低迷的影响，同时产品结构调整调整为固收类产品居多，管理费率较低使得营业收入下降。截至 2018 年 3 月末，公司资产管理业务总规模 1,536.27 亿元，2018 年 1~3 月实现营业收入 0.60 亿元。

表 9：2015~2018.3 公司资产管理情况

	单位：亿份、只			
	2015	2016	2017	2018.3
<b>管理资产总规模</b>	<b>973.82</b>	<b>1,376.54</b>	<b>1,702.37</b>	<b>1,536.27</b>
<b>其中：私募产品</b>				
集合计划规模	187.68	456.88	645.35	571.61
集合计划只数	93	146	182	178
定向计划规模	734.32	889.35	1,042.53	951.85
定向计划只数	129	187	263	265
专向计划规模	37.98	13.00	3.40	2.64
专向计划只数	41	12	4	3
<b>其中：公募产品</b>				
产品只数	2	6	6	6
公募产品总规模	13.84	17.31	11.09	10.17

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，近两年来浙商证券的受托资产管理规模发展迅速，但主要依托于定向资产管理业务。同时，金融业资产管理业务的竞争进一步加剧，无论从市场份额还是管理费率方面，都会对公司造成严峻的挑战。未来，公司将深化与银行合作，积极发展银行委外业务；同时计划以资产和财富管理为目标拓宽资本中介业务，积极发展资产证券化相关业务；并将资产管理与经纪、投行、直投、研究、期货等业务充分整合，推动资产管理业务规模和收

入的提升，进一步提高资产管理业务的竞争力。

## 研究业务

浙商证券的研究业务主要由其研究所承担，下设宏观策略部、行业公司部、金融工程部三个部门。在扎根浙江、服务本地资本市场、同时辐射全国的指导思想下，研究所建立了以浙江区域经济环境研究、浙江上市公司深度研究、以基金为代表的各类金融衍生品研究的研究服务体系。截至 2017 年末，研究所拥有各类人员 80 人，其中绝大部分具有硕士或博士学位，核心研究员均具有 10 年以上证券从业经验，大部分研究人员为具有行业背景的复合型人才；研究涵盖宏观经济、投资策略、债券市场等行业，在电力设备、新能源、通信、生物医药等行业形成了一定的市场知名度。

公司研究业务的定位为对外继续巩固卖方业务，提升研究业务的品牌价值和市场地位，对内强调为各业务条线提供高质高效的服务，包括加强对业务一线特别是对营业部的研究支持，加大对机构投资者和高净值客户的研究服务力度，协助投行、资产管理、直投等业务条线开展调研及路演工作等。公司坚持卖方研究的市场定位，将研究业务全面向盈利研究、卖方研究转型，着力于“大消费类行业”、“浙江上市公司”及“务实的金融工程”等三个特色领域的研究，同时加大在 TMT、生物医药、高端装备等新兴行业研究投入，并开辟债券研究领域，合理覆盖研究领域，以争取基金分仓等研究收入；此外，理顺内部管理考核激励机制，择优引进研究和销售人才。从目前情况看，公募基金管理规模恢复式增长，新型资产管理机构可能大量涌现，而近期老牌卖方研究机构发展遭遇一定程度冲击，都给公司卖方研究业务带来了良好的发展机遇。

整体来看，浙商证券卖方研究业务开展时间不长，研究团队建设有待加强，行业涵盖面有待进一步提高，关键要继续坚持研究领域的特色化和差异化，不断提升研究质量，增强自主盈利能力。

## 信用类业务

自 2012 年公司陆续获得融资融券、约定购回式证券交易等信用类业务资格以来，创新业务规模

快速增长。2016年，资本市场波动幅度较大，股票二级市场行情较2015年低迷，交易量较2015年有所下降，公司共发生强制平仓业务18笔，涉及金额163.26万元。2017年，公司共发生强制平仓业务32笔，涉及金额155.80万元，较去年下降了4.57%。截至2017年末，公司融资融券余额为78.93亿元，较上年小幅下降0.74个百分点。2015年下半年宏观经济角度两融业务规模缩减使得资本有所释放，公司相应扩大股票质押业务规模，把握股票质押业务安全边际较高时机，重点拓展上市公司大股东服务，使得融资融券余额增长。2016年，受资本市场震荡影响，股票质押式回购规模迅速增长。2017年，受宏观经济环境震荡影响，股票质押式回购规模进一步增长，截至2017年末，公司股票质押式回购业务余额为91.44亿元，较去年增长369.65%。截至2017年末，公司股票质押式回购业务签约户数共有24,344家，期末待回购余额70.33亿元，股票质押式回购利息收入3.22亿元，同比增长36.44%。截至2017年末，公司融券余额为0.03亿元，融资余额为78.93亿元，股票质押式回购业务余额为91.44亿元，约定购回式业务余额为0。2017年全年信用类业务为公司合计贡献收入9.21亿元，同比下降21.49%，主要系信用业务整体利率下降，同时，公司客户净增量较少。2017年信用类业务在公司营业收入中的占比较2016年下降5.55个百分点至19.98%。2018年一季度，公司发生强制平仓1笔，涉及金额1.22万元；融资余额74.52亿元，融券余额0.13亿元；股票质押式回购业务余额89.41亿元，信用类业务总计收入0.25亿元。

表 10：2015-2018.3 信用类业务开展情况

单位：亿元、户

	2015	2016	2017	2018.3
<b>融资融券业务</b>				
融出资金余额	105.51	79.52	78.93	74.52
融出证券余额	0	0.02	0.03	0.13
签约户数	34,666	36,166	37,252	37,517
业务收入	17.17	9.13	5.98	1.47
<b>约定购回式证券交易业务</b>				
业务余额	1.99	1.83	0	0
签约户数	88	92	90	90
业务收入	0.05	0.15	0.13	0
<b>股票质押式回购业务</b>				
业务余额	28.83	19.47	91.44	89.41

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2013年1月，公司获得转融通业务资格，截至2017年末，公司转融资额度为20亿元。2014年6月公司取得转融券业务试点资格，截至2018年3月末，公司转融券业务尚未正式开展。

公司开展信用业务时把防范和控制风险、确保公司和客户资产安全放在首位，业务决策与授权按照统一管理、统一审批、统一业务与技术平台、全程监控、分级授权的原则进行。公司着力于客户培育，为营业部提供全方位服务支持，并利用股票质押式回购业务，寻找与机构客户合作切入点，开展综合金融服务业务，寻求业务长远发展和促进当前业务推进积极性之间的平衡。

公司目前正在搭建融资融券的研究服务体系，通过研究资讯、标的证券分类管理、程序化交易、在线实时响应等途径，实现约定购回交易协议的网上签署，提高客户服务水平和效率，为客户提供及时咨询，使得客户资产得到更多的增值服务。

整体来看，浙商证券的信用业务发展较为迅速，但业务品种的不断增长也给风险内控工作带来了挑战。公司需加强新业务风控人力配置，完善相关风险制度，提升新业务的风险管理水平。

### 其他业务

为了改善公司收入结构，实现业务转型，公司非常重视创新业务的发展，并已搭建起相关组织机构。此外，公司通过下属全资子公司不断拓展业务领域，产品和服务体系日益全面。公司在期货和直接投资等业务方面都具有较好的发展。

**表 11: 截至 2017 年末控股子公司名单**

公司名称	注册资本	持股比例	经营业务	成立时间
浙商期货有限公司	5.00 亿元	100.00%	金融期货经纪业务及商品期货经纪业务等	1995.09
浙江浙商资本管理有限公司	1.00 亿元	100.00%	股权投资等	2012.02
浙江浙商证券资产管理有限公司	5.00 亿元	100.00%	资产管理业务等	2013.04
浙江浙期实业有限公司	2.00 亿元	100.00%	商品期货经纪业务等	2013.04
宁波东方聚金投资管理有限公司	0.01 亿元	100.00%	投资管理、财务咨询等	2014.03
宁波东方聚金嘉华投资管理中心(有限合伙)	-	31.39%	投资管理、投资咨询、实业投资等	2014.04
杭州聚金嘉为投资管理合伙企业(有限合伙)	-	45.03%	投资管理、实业投资, 投资咨询	2015.04
浙商国际金融控股有限公司	0.10 亿港元	100.00%	期货合约交易、就期货合约提供意见	2015.04

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

### (一) 期货业务

浙商证券的期货业务主要通过其全资子公司浙商期货、浙期实业以及衍生品经纪业务总部开展并管理。浙商期货于 1995 年设立, 截至 2018 年 3 月末, 浙商期货拥有期货经纪业务资格的营业部共有 25 家, 分公司 2 家, 此外浙商国际已于 2016 年 3 月获得期货业务牌照, 公司境外期货业务取得一定进展。为积极应对证券市场不确定性, 公司推出证券、期货“双经纪”业务模式, 业务增量较为明显。2017 年公司期货业务实现营业收入 18.49 亿元, 同比增长 29.34%, 由于 2017 年公司其他业务整体发展较慢, 期货业务对公司营业收入的贡献度进一步提升, 2017 年期货业务占营业总收入的比例为 40.09%, 较 2016 年上升 11.66 个百分点。2018 年一季度, 公司期货业务实现营业收入为 2.50 亿元, 占营业总收入的比例为 30.88%。

衍生品经纪业务方面, 公司主抓重点品种, 积极拓展产业客户和机构客户, 逐步构建标准化客户服务体系, 并加强对衍生品经纪业务专员的考核督导和培训。2017 年浙商期货全年完成期货代理交易额 3.79 万亿元, 较去年有所下降, 降幅为 9.98%, 主要系股指期货交易规模受限; 代理交易量 6,508.28 万手, 同比下降 28.18%; 日均客户权益 62.63 亿元, 时点权益超过 100 亿元, 同比增长 20.10%, 浙商期货完成营业收入 18.49 亿元, 实现税前利润 2.79 亿元, 同比增长 47.95%, 实现净利润 2.07 亿元, 同比增长 48.88%。2018 年浙商期货代理成交额 0.77 万亿元, 代理成交量 1182.84 万手, 日均客户权益 55.70 亿元。

浙商证券的直投业务通过其全资子公司浙商资本来开展。浙商资本于 2012 年 2 月成立, 主营业务包括股权投资或与股权相关的债权投资、基金的募集和管理、投资顾问、投资管理、财务顾问等, 注册资本为 3 亿元, 浙商证券的持股比例为 100%。2014 年, 综合考虑公司及浙商资本的资金和业务状况, 浙商资本将注册资本由 3 亿元减少至 1 亿元。截至 2017 年末, 浙商资本注册资本为 5 亿元。

浙商资本在决定投资的过程中独立运作, 已初步组建了一支结构较合理、专业覆盖较广的投研团队, 团队成员均具有复合教育背景和有多多年资本市场工作经历。成立以来, 浙商资本的工作重点是建立业务体系、调研和储备项目、研究与跟踪亮点项目, 其投资主要侧重于成熟期和上市前的项目投资, 获利将主要通过 IPO 方式和并购退出实现资本增值。从区域与行业来看, 公司的直投业务立足于浙江区域, 依托省内资源优势, 重点选择区域内风险较低、具有良好成长性的项目, 主要投资于 TMT、医疗医药、环保等行业。

浙商资本运营体系基本搭建完成, 对医药健康、现代消费、先进制造及互联网等行业重点关注, 目前已经形成天使创业投资基金、医药健康基金、传媒运营基金、娱乐基金、环保产业基金、产业并购引导基金和浙商转型升级母基金等股权投资业务链布局, 并于 2015 年获得私募基金管理人资格, 积极进行创新业务的探索。2016 年, 公司积极发展直投业务, 全年累计完成项目数量 10 个, 累计投资金额 1.88 亿元, 全年实现营业收入 1,989.35 万元, 对公司营业收入的贡献度为 0.44%。2017 年, 公司

直投业务累计完成项目数量 13 个，累计投资金额 2.07 亿元。2017 年全年实现营业收入 1,199.08 万元，对公司营业收入的贡献度为 0.26%。浙商资本在 2017 年成功完成私募基金管理子公司的转型，开展专业的私募基金管理业务，新成立基金 2 只。

总体来看，近年来公司以期货业务和直接投资业务为代表的其他创新业务获得较快发展，业务规模和营业收入处于增长趋势。

## 风险管理

### 风险管理架构

浙商证券将风险管理和内部控制放在公司经营的重要位置，建立了以董事会为最高决策机构，经营管理层为执行管理机构，风险管理部门为统筹、协调、监督实施机构，各职能部门、分支机构为执行落实主体的风险管理组织架构。

公司董事会对风险管理负有最高职责，拥有风险管理的最高权限，主要负责设定公司的风险偏好水平和制定风险管理授权体系。董事会下设的审计委员会、合规与风险控制委员会主要负责评估重大业务项目的风险。监事会主要负责对公司经营以及公司董事、管理层人员履行职责的合法合规性进行监督。

公司经营管理层负责执行落实经董事会批准的风险管理政策，组织实施日常风险管理工作。总裁室下设的风险控制委员会主要负责对公司经营活动中的风险进行管理。合规总监是公司的合规负责人，对公司及其工作人员的经营管理和职业行为的合规性进行审查和监督。首席风控官推动全面风险管理工作，监测、评估、报告公司整体风险水平，并为业务决策提供风险管理建议，协助、指导和检查各部门各分支机构的风险管理工作。

公司设风险管理部门包括风险管理部、法律合规部和审计部。其中风险管理部主要负责确认和评估公司及各分支机构在经营活动过程中面临的风险，并采取相应措施进行防范。法律合规部负责公司总部及营业部合规制度建设、合规经营审查等工作。审计部组织实施公司高管及分支机构负责人的离任审计和其他内部审计。

在业务线层面，公司各部门和分支机构接受风险管理部部门的独立监督，向风险管理部门及公司风险控制委员会报告风险事项。各部门和分支机构负责拟定各自的风险管理制度，建立相互制衡的岗位职责分工和审批、授权机制，制定规范的业务操作流程，对本部门业务风险进行识别、评估、监控和处置。公司在各业务部门和分支机构聘任了合规专员，承担各自单位一线的风险监控职能，执行具体的风险管理制度，配合监管部门和公司风险管理部门的各项检查并做好相应的整改落实工作。针对创新业务，公司强调事前风险防控和评估工作，风险管理部出具独立风险评估报告，总裁室下设风险控制委员会针对创新业务进行集中的风险评估，并对额度和风险指标进行考量。2013 年，浙商资管子公司在原资产管理部的基础上成立，设有合规风控部负责其风险管理工作。

公司在经纪、自营、投行、资管等主要业务条线建立了一系列风险管理规章制度，并针对业务主要风险环节制定了相应的业务操作流程，在规章制度、资金财务及信息传递等方面建立了隔离墙机制和授权体系，一方面保证公司决策在纵向贯彻和传导上的畅通，另一方面也形成了各部门之间的横向制约关系。同时，公司建立了定期风险报告制度，对公司整体的经营、风险控制和资源配置与利用情况进行监督，为业务的开展提供了保障。

公司对于子公司管理方面，通过向子公司派驻董事、监事和高管人员，制定联络人等方式加强对子公司的控制，并督促子公司建立健全和完善内控制度。

整体来看，公司建立了较为完善的全面风险管理体系，未来业务规模的逐步扩大和创新业务的进一步开展将对公司风险管理水平提出更高的要求，风险管理体系还需不断适应业务发展的变化进行适时调整。

### 市场风险管理

市场风险是指因汇率、利率和市场价格波动而导致的金融工具公允价值变动的损失风险，不论该价格变动是因个别工具或其发行人特有因素所致或因影响在市场上交易的所有工具的因素造成，主

要包括投资风险、利率风险和汇率风险。

浙商证券主要涉及的市场风险包括以自有资金进行各类投资时因利率、汇率和证券市场价格变动而产生盈利或亏损，开展信用业务时因市场环境变化而导致的盈亏，以及公司直接投资子公司进行股权投资的风险。

在具体实施市场风险管理的过程中，公司业务部门向交易及结算系统录入和报送交易基础信息，风险管理总部在此基础上对自营交易活动进行监控并出具市场风险监控报告。公司对市场风险实施限额管理，依据风险偏好、风险容忍度、公司资本实力、发展战略、业务和产品的市场风险收益特性以及外部市场变化等要素，建立市场风险限额管理体系。董事会负责公司层面市场风险限额的制定与调整，经营管理层或经营管理层授权的风险控制委员会负责在公司整体限额之内，对各业务部门、交易策略、金融品种的市场风险限额分配和调整。业务部门负责管理及调整风险敞口，将其限制在许可范围，若业务部门不能达到止损要求，则由风险控制委员会授权风险管理部进行强制止损，以控制盈亏波动水平和市场风险暴露程度。

在市场风险管理的方法和工具方面，公司对市场风险的管理主要通过投资规模、项目集中度、单个项目规模等进行适当控制，并通过动态监控各类资产的风险敏感性指标，如 VaR、久期、凸性、 $\beta$  值等指标，为市场风险管理和决策提供支持。

具体来看，投资风险方面，公司根据市场环境变化对自营证券投资规模进行适时的动态调整，坚持执行谨慎的投资策略。此外，为了监控市场风险对公司自营权益类证券价值的影响，公司定期对权益类证券持仓进行风险价值测量。

利率风险方面，公司目前的生息资产主要为银行存款、结算备付金、买入返售金融资产、存出保证金、交易性金融资产与可供出售金融资产中的债券投资；付息负债主要为代理买卖证券款和卖出回购金融资产款。公司持续监控公司的利率风险，依据最新的利率市场状况及时调整持仓来降低利率风险。

汇率风险方面，由于浙商证券目前以人民币业

务为主，所持有的外币资产及负债占公司整体资产及负债的比重有限，因此无重大外汇风险。

整体来看，浙商证券初步建立起了市场风险管理的制度和体系。但公司目前管理市场风险的工具还较为单一，建立并应用量化工具监测和管理市场风险的能力还有待检验；同时，公司多项创新业务正处在起步阶段，公司管理相应市场风险的能力也需加强。未来随着业务的发展和市场深度和广度的加大，公司市场风险管理能力仍需进一步提升。

### 信用风险管理

信用风险是指因客户、交易对手或证券发行人未履行合约责任而引致的损失。目前浙商证券的信用风险主要来自代理客户买卖证券、融资融券等信用类业务以及债券投资三方面。目前公司对信用风险的管理主要通过产品信用评级，控制投资对象的信用等级，对交易对手进行信用评级和分类授信，设置产品额度等方法实施。

为了控制经纪业务产生的信用风险，公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，这种结算方式在很大程度上控制了与公司交易业务相关的结算风险。

融资融券、股票质押、约定购回等保证金类业务的信用风险主要涉及对担保物集中度高导致价值波动影响较大、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。公司对融资融券标的证券进行风险排查，对融资客户进行资信审核和信用评级，针对不同资信等级的客户制订不同的融资额度，采取客户账户监控、逐日盯市等措施，并控制客户集中度和标的证券集中度，逐步细化信用业务信用风险管理。

在债券类投资方面，债券刚性兑付打破后，公司加大债券信用风险防控工作，债券的选择更加谨慎，未来将逐步建立新的债券信用评估系统，引入评估模型，作为债券入池的依据。为了控制风险，公司对债券投资对象及其信用等级进行了相应的限制，所投债券信用等级主要在 AA 以上。授信管理方面，在结合自身资本情况制定的总体额度框架下，公司制定了严格的授信制度，根据特定的交易对手、

客户或证券发行人的信用评级状况设置相应的信用风险限额，采用信用强化的机制作为额外保障，包括要求交易对手或客户提供母公司的信用担保、价值相当的保证金或担保品、或购买信用风险缓释工具等，并对交易对手或客户的信用变动及担保物情况进行追踪，以确保所有客户始终在其限定额度范围内从事信用交易。

整体来看，公司目前的信用风险管理能力能够满足业务发展的需要；但随着创新业务的逐步开展和现有业务规模的扩大，公司还需不断完善信用风险管理体系建设。

### 流动性风险管理

流动性风险是指公司在履行与金融负债有关义务时遇到资金短缺的风险，往往源于不能以合理价格及时卖出持有证券或将该工具转手而使公司遭受损失。流动性衡量的是资产在不受价值损失的条件是否具有迅速变现的能力，资金的流动性直接影响到公司的偿债能力。由于目前浙商证券的流动资产中现金及结算备付金占到一半以上，因此能够应付可预见的融资承诺或客户提取资金的需求。

公司对资产流动性和融资渠道稳定性定期评估，保持融资渠道在方式、期限上的分散性，实现资产负债在期限上的适度匹配。公司致力于完善内部资金调度和分配的管理机制，并根据公司流动性水平对公司表内外各时间段的现金流量进行评估与预测，对可能的现金流缺口进行测算和分析。

根据监管要求，公司建立了以净资本为核心的风险控制指标预警机制，确保风险控制指标及有关财务指标持续符合相关规定。为有效防范证券投资带来的流动性风险，公司严格按照监管部门风险控制指标中有关规定比例进行证券投资，并设定了更为严格的公司预警指标，当净资本处于预警或达不到规定标准时，公司将结合公司的业务经营、资产负债以及公司的重大事项等情况提出解决方案，通过压缩风险性较高的投资经营品种或规模、加大对应收款项的管理等方式提前采取措施补充净资本。公司在进行业务规模扩张、开展投行业务及进行长期股权投资等重要决策前均会进行敏感性分析和压力测试，确保公司风险控制指标和财务指标稳健合

理。

### 操作风险管理与内部控制

操作风险是指由于内部制度流程疏漏、信息系统故障、员工行为不当以及外部事件影响所造成损失的可能性。操作风险管理是通过识别、评估、监测和控制业务过程中的操作风险，提高公司制度流程执行、信息系统安全以及客户权益保护等方面管理能力的制度措施安排。

公司不断健全操作风险管控机制，在组织架构、岗位设置、权责分配、业务流程等方面，通过适当的职责分工、授权和分级审批等机制，形成合理制约和有效监督。公司由独立的风险管理部门监控业务部门遵守风险限额或授权的情况；建立关键岗位轮岗、强制休假和离岗审计制度；重要业务操作实行双人负责制，并加强对单人单岗业务的监控；强化系统风控功能，通过权限控制、限额参数、流程固化、操作提示等功能，固化操作风险控制措施；建立奖惩兼顾的激励约束机制。

内部控制方面，公司遵循健全、合理、制衡、独立的原则，按照《公司法》、《会计法》、《证券法》、《证券公司内部控制指引》、《证券公司监督管理条例》等相关要求，建立健全了包括公司治理、信息披露、经纪业务、资本中介业务、投行业务、自营业务、资产管理业务、财务管理、行政及人力资源、信息技术、研究咨询和合规审计等在内的内部控制制度体系，为公司有效进行内部控制创造了有利条件。

此外，公司进一步加强对相关法律、法规和公司制度的培训力度，构建网络合规培训平台，进一步提高合规培训的及时性、针对性。公司实施营业部合规分级评价机制，通过营业部自评、合规审计部复查等环节，将各营业部分为不同等级，合规审计部根据营业部在不同发展阶段、不同监管环境所暴露出的风险现状，及时开展有针对性的合规指导，协助营业部建立符合自身实际的合规管理方法和合规考核问责机制，实现营业部合规能力的不断提高。

信息系统建设方面，公司持续加大信息系统建设投入，目前已经具有集中交易系统、清算系统、

净资本风险监控平台和针对自营、资管和融资融券等业务的风险管理与绩效评估系统，未来公司将继续加大对 OTC、股权质押等新业务系统和电子商务平台建设的投入。公司不断完善技术建设，对现有系统进行持续升级改造，确保系统稳定运行；并且制定了突发事件应急预案及信息安全保障方案，以保证系统的稳定安全运转。

整体来看，浙商证券的内部控制体系较为健全，保证了公司各项业务的持续稳健开展。但随着公司业务规模的不断扩大特别是创新业务的持续推出，持续提升操作风险管理水平将是一项长期而艰巨的任务，公司需要根据业务发展和市场发展态势与监管要求的变化，不断调整和完善公司内控机制，切实保证各项风险管理措施落到实处。

## 公司治理及管理

浙商证券的前身金信证券有限责任公司成立于 2002 年，成立时注册资本 5.20 亿元。2006 年，上三高速受让金信信托投资股份有限公司、台州市台信投资管理有限公司和通和投资控股有限公司持有的金信证券股权共计 3.664 亿元（占出资总额的 70.46%），金信证券更名为浙商证券有限责任公司。2012 年 7 月公司变更为股份有限公司。2017 年 6 月，公司正式于上交所主板上市，股票代码为 601878.SH。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 33.33 亿元，公司最大单一股东为上三高速，持股比例为 63.74%。浙江省国资委全资控股的浙江省交通投资集团有限公司通过其持股 66.99% 的沪杭甬高速公路股份有限公司间接持有上三高速 73.625% 的股份，是公司的实际控制人。

表 12：截至 2018 年 3 月末公司前十大股东情况

股东名称	持股比例
浙江上三高速公路有限公司	63.74%
西子联合控股有限公司	4.38%
义乌市裕中投资有限公司	4.32%
台州市金融投资有限责任公司	3.41%
浙江裕隆实业股份有限公司	3.29%
振东集团有限公司	1.92%
浙江中义集团有限公司	1.80%
西藏朴仁济创业投资有限公司	1.14%
兰州新兴热力有限公司	1.13%
浙江和信投资管理有限公司	1.04%
合计	86.17%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

浙商证券按照相关法律法规要求建立了较为完善的公司法人治理架构，形成了股东大会、董事会、监事会和经营管理层相互分离、相互制衡的“三会一层”公司治理结构，各层级在各自的职责和权限范围内，各司其职，确保了公司的规范经营。

股东大会是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等。董事会是公司的决策机构，对股东会负责，负责执行股东会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，董事由股东会选举或更换。公司董事会现由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名，4 名董事由控股股东推荐。董事会下设战略发展委员会、审计委员会、合规与风险控制委员会、提名与薪酬委员会四个专业委员会。公司设立监事会，对股东会负责，由 3 名监事组成，包括职工监事 1 人，对公司财务以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督。公司总裁由董事会聘任或解聘，主持公司的日常经营管理工作，组织实施董事会决议，向董事会汇报工作，并根据总裁职责范围行使职权。总裁室下设风险控制委员会、资产负债委员会、投行业务管理委员会、经纪业务管理委员会、信用业务管理委员会、金融产品销售管理委员会和其他专业委员会。

在管理架构方面，浙商证券建立了较为完整的组织机构和业务体系。在公司总部层面，公司设有 31 个业务及职能部门。其中前台业务部门包括经纪业务、投行业务、自营业务 3 大条线。具体来看，



经纪业务条线包括网点运营管理总部、融资融券部、财富管理中心事业部、衍生品经纪业务总部和互联网金融部等；投行业务条线包括投资银行业务总部、投资银行管理总部、投资银行质量控制总部、债券投行总部、资本市场部、兼并收购总部、中小企业融资服务总部和股票销售交易部等；自营业务条线包括证券投资部、固定收益总部和金融衍生品部。中、后台方面，浙商证券设立了客户资产存管部、计划财务部、合规审计部、风险管理部、信息技术部、战略企划部、人力资源部等部门。

截至 2018 年 3 月末，公司共有分支机构 113 家，其中浙江省内 68 家，省外 45 家。公司 2014 年起变更了网点的管理模式，由过去扁平化管理模式更改为总部-分公司（中心营业部）—营业部三级管理模式，缩短了公司总部管理半径。分公司和中心营业部负责管理辖区内营业部经纪业务以及投融资业务，或根据具体情况单独作为投融资平台。公司拥有浙商期货、浙商资本、浙商资管、浙期实业、浙商国际、聚金投资管理公司、聚金嘉同投资管理合伙企业 and 聚金嘉为投资管理合伙企业等八家全资子公司。此外，公司参股浙商基金管理有限公司、浙江股权交易中心有限公司。

中诚信证评认为，浙商证券建立了与自身业务规模和发展阶段相适应的管理架构。未来随着公司业务规模的持续增长以及分支机构的扩张，对总部管理效率和经营管理能力将提出更高要求。随着行业转型、创新以及战略规划的实施，公司组织架构还需不断优化调整，以支持业务发展。

## 战略规划

“十三五”期间，公司将着力发展多层次“大资管”、中小企业投融资服务、资本驱动业务三大方向；以经纪业务、资产管理、投资银行、资本中介、FICC 等五大业务作为收入与利润的主要来源；以证券和衍生品双经纪业务作为各项业务的发展平台，持续做大客户基础；以证券研究业务作为各项业务的专业支持，持续提升行业影响；加快培育财富管理、股权投资、并购投行等新兴业务，作为公司长期的发展动力。

证券经纪业务方面，加快经纪业务的互联网化

升级，实现开户、业务办理、营销和服务等全部线上化，逐步强化互联网渠道的新增客户开发功能，形成实体营业部与互联网等非现场渠道相辅相成的客户开发模式。通过公司总部、区域分公司、营业部开发多层次、多类型的互联网营销渠道。以互联网降低经纪业务人力成本，并大大提升业务办理的效率与质量。分阶段推进智能化集服务营销于一体的多媒体客服平台，通过大数据分析与客户标签管理，提供个性化服务与精细化营销。

资产管理业务方面，子公司浙商资管在行业内具备较强竞争力，资产管理业务为公司未来重点发展领域之一。资产管理业务主要发展目标为巩固和提升公司以主动管理为特色的一线资管地位，突出浙商资管“聚金汇银”资管品牌和商誉。采取“大类资产全线配置、积极做好加法，细分领域差异化发展、睿智做好减法”的发展模式，实现经营业务结构和资产类别体系由“3+7”向“5+8”升级，从而形成涵盖券商资管、公募基金、私募投行、股权基金和 FICC 资本驱动型业务组成的全产业链型“大资管”平台。

投资银行业务方面，进一步成为“大投行”战略和中小企业投融资服务体系的核心，政策框架下探索有效模式，实现投行与股权投资、资产管理的有效联动，形成竞争力和盈利点。巩固和提升公司作为“中国区最佳债券融资投行”的专业能力与业务特色，保持债券投行业务的稳健发展。

股权融资方面，公司本着稳健经营、审慎投资的原则聚焦重点新兴行业、聚焦产业整合，遵从价值投资理念，形成并稳固浙商证券的价值投资风格。以基金化运作为发展思路，完善股权及债权投资业务布局，促进资源整合和协同发展，提升业务核心竞争力，实现企业股权融资服务能力的突破。

期货业务方面，加强浙商期货与浙商证券各业务的融合发展，定位于期货经纪业务平台，加强与证券经纪业务的协同，作为公司多层次“大资管”的重要组成，持续做强资产管理，作为公司 FICC 业务的重要组成，做强风险管理等增值业务。

此外，公司将锁定核心客户群体，创新盈利模式，形成中长期发展的良好伙伴关系。积极拓展与私募机构的合作，挖掘新的机构经纪盈利模式。以

浙商群体作为核心客户群体，通过区域营业网点进行需求挖掘，积极提供财富管理和各类投融资服务。加强与上市公司群体的联系，通过股权、债权、资产管理和研究等综合服务，争取成为部分上市公司中长期的合作伙伴。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2015 年、2016 年 2017 年度财务报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。报告中对净资产、净资本、净资产/负债等风险控制指标的描述和分析均采用母公司口径数据。

### 资产质量

近三年，得益于证券市场的快速发展，公司经历了三次增资扩股和一次资本公积转增注册资本，截至 2017 年末，公司注册资本达到 33.33 亿元。同时，在稳固传统业务市场份额的同时加快创新业务发展，通过发行短期融资券、公司债券等扩展大买方业务板块和资本中介类业务板块，促进其资产规模的发展，近年来受到宏观股票市场行情大跌的影响，公司资产规模呈小幅下降趋势。2015~2017 年末，公司资产总额分别为 554.90 亿元、537.37 亿元和 529.20 亿元。剔除代理买卖证券款后，公司资产规模稳步增长，2015~2017 年末的总资产分别为 351.39 亿元、389.20 亿元和 427.17 亿元。得益于未分配利润的积累，公司所有者权益有所增加，2015~2017 年末，分别为 84.49 亿元、95.65 亿元和 135.14 亿元，复合增长率为 16.95%。2018 年 3 月末，公司总资产 532.67 亿元，剔除代理买卖证券款的总资产为 417.75 亿元，所有者权益为 136.86 亿元。

从公司资产流动性来看，随着证券市场活跃度的不断增加，公司的客户资金存款亦显著增加，且自有资金及现金等价物一直保持在较高水平。2015~2017 年末以及 2018 年 3 月末，公司自有资金及现金等价物余额分别为 35.68 亿元、54.80 亿元和 25.99 亿元和 26.70 亿元。从公司所持有金融资产的结构来看，公司流动资产中交易性金融资产、买入

返售证券和融出资金占比最高，截至 2017 年末，分别为 125.69 亿元、97.93 亿元和 78.52 亿元，其中交易性金融资产以债券投资为主，且公司持有的大部分债券均可以在银行间、交易所市场进行交易，流动性相对较好，交易性金融资产在 2017 年有大幅提升，增幅为 55.87%，主要为债券投资增幅较大；可供出售金融资产以股票和理财产品投资为主；买入返售金融资产主要是与银行等金融机构进行的证券及票据回购业务。截至 2018 年 3 月末，公司交易性金融资产余额 125.21 亿元，买入返售金融资产为 75.31 亿元，融出资金为 74.13 亿元。

表 13：2016~2018.3 公司金融资产余额明细

		单位：亿元		
科目	分类	2016	2017	2018.3
融出资金	个人客户	79.46	78.60	74.02
	机构客户	0.07	0.34	0.51
	减：减值准备	0.42	0.42	0.40
	<b>小计</b>	<b>79.10</b>	<b>78.52</b>	<b>74.13</b>
买入返售金融资产	股票	21.30	47.16	47.19
	债券	18.66	51.48	28.82
	减：减值准备	0.31	0.71	0.71
	<b>小计</b>	<b>39.65</b>	<b>97.93</b>	<b>75.31</b>
交易性金融资产	股票投资	0.69	0.77	6.44
	债券投资	67.16	121.91	115.74
	基金投资	12.79	3.01	3.03
	其他	0.00	0.00	0.00
<b>小计</b>	<b>80.64</b>	<b>125.69</b>	<b>125.21</b>	
可供出售金融资产	股票投资	5.88	9.31	8.51
	债券投资	0.30	0.00	0.00
	基金投资	1.45	3.92	2.62
	理财产品	9.34	9.15	24.21
信托计划	0.10	2.54	2.87	
其他投资	14.27	0.23	0.22	
<b>小计</b>	<b>31.34</b>	<b>25.15</b>	<b>38.45</b>	
<b>合计</b>		<b>230.74</b>	<b>327.28</b>	<b>313.09</b>

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差  
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

凭借较为稳健的经营策略及有效的资本补充渠道，公司近年来净资产（母公司口径，下同）规模持续增长，2015~2017 年末，母公司净资产分别为 75.00 亿元、81.87 亿元和 116.74 亿元，净资本（母公司口径，下同）分别为 63.42 亿元、70.57 亿元和 116.44 亿元，近三年净资本/净资产的比率保

持在 60%-90%之间, 远高于 40%的监管标准。截至 2018 年 3 月末, 母公司净资产为 118.36 亿元, 净资本为 121.12 亿元, 净资本/净资产为 102.33%。

此外, 从公司各项风险控制指标看, 根据证监会 2016 年 6 月公布的《证券公司风险控制指标管

理办法》(2016 年修订版) 及《证券公司风险控制指标计算标准规定》, 公司以净资本为核心的各项风险指标均远高于证监会制定的监管标准, 进一步反映出公司较高的资产质量和安全性。

表 14: 2015~2018.3 公司各风险控制指标情况

指标名称	预警标准	监管标准	2015	2016	2017	2018.3
净资本(亿元)	-	-	76.97	70.57	116.44	121.12
净资产(亿元)	-	-	75.00	81.87	116.74	118.36
风险覆盖率(%)	≥120	≥100	364.11	135.51	329.96	297.50
资本杠杆率(%)	≤9.6	≤8	18.94	17.00	25.57	27.18
流动性覆盖率(%)	≥120	≥100	274.74	558.85	872.35	845.76
净稳定资金率(%)	≥120	≥100	130.42	132.98	156.86	144.72
净资本/净资产(%)	≥24	≥20	102.63	86.19	99.75	102.33
净资本/负债(%)	≥9.6	≥8	39.62	30.23	49.73	54.96
净资产/负债(%)	≥12	≥10	38.61	35.08	49.85	53.71
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	≤80	≤100	30.01	30.31	2.48	4.97
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	≤400	≤500	66.08	135.61	123.95	114.82

注: 1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径;

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) 进行重述。

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从公司负债水平来看, 2015~2017 年末, 公司剔除代理买卖证券款的资产负债率分别为 74.23%、75.42%和 68.36%, 2017 年末, 公司债务规模得到控制, 所有者权益同比增长 41.29%至 135.14 亿元, 使得剔除代理买卖证券款的资产负债率有所下降, 降幅为 7.06 个百分点。截至 2018 年 3 月末, 公司剔除代理买卖证券款的资产负债率为 67.23%, 所有

者权益 136.86 亿元。

截至 2017 年末, 公司净稳定资金率为 156.86%, 高于 100%的监管指标, 净稳定资金率较去年同期提升 23.88 个百分点, 公司具有较稳定的资金来源, 能够为后续业务的开展奠定较好基础。

截至 2018 年 3 月末, 公司净稳定资金率为 144.72%。

表 15: 2017 年末公司与同行业主要证券公司风险控制指标比较

指标名称	中信证券	广发证券	华泰证券	光大证券	广州证券	湘财证券	浙商证券
净资本(亿元)	867.08	636.65	467.43	326.84	120.23	87.94	116.44
净资产(亿元)	1,232.17	759.80	786.83	484.22	111.52	81.15	135.14
风险覆盖率(%)	166.31	248.78	193.75	267.78	242.08	394.44	329.96
资本杠杆率(%)	16.67	22.49	19.05	25.38	25.38	47.25	25.57
流动性覆盖率(%)	290.32	155.59	619.25	233.05	282.24	1,788.38	872.35
净稳定资金率(%)	122.03	134.47	130.39	140.19	140.27	180.92	156.86
净资本/净资产(%)	70.37	83.79	59.41	67.50	107.81	108.37	99.75
净资本/负债(%)	29.49	38.95	29.72	37.47	52.80	116.44	49.73
净资产/负债(%)	41.91	46.48	50.08	55.52	48.98	107.45	49.85
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	33.23	35.07	60.50	28.90	8.66	16.14	2.48
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	124.35	155.11	108.16	158.82	139.03	51.62	123.95

数据来源: 各公司年度报告, 中诚信证评整理

总体来看, 近年来公司自有资本实力不断提升, 资产负债率呈下降趋势; 资本充足水平较高,

对吸收非预期损失的能力较强。目前公司各项风险控制指标均处于合理水平。

## 盈利能力

证券公司的盈利状况变化趋势和证券市场的走势表现出极大的相关性。近年来证券市场逐年回暖，股票二级市场交易活跃度提高，融资融券业务等信用业务及创新业务迅速发展，浙商证券营业收入逐年增加，2015~2017年营业收入呈波动趋势，2015年公司全年实现营业收入61.89亿元，同比大幅增长91.79%。2016年受市场行情走弱的影响，公司收入较上年较大幅度下滑，实现营业收入45.95亿元，下降幅度为25.76%。2017年市场环境有所缓解的影响，公司营业收入小幅上涨，全年实现营业收入46.11亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入8.11亿元，同比下降19.94%。

从营业收入的构成来看，近年来手续费和佣金收入在营业收入中占比保持在40%以上，为最大的收入来源，其次为利息收入和投资收益（含公允价值变动收益）。2017年手续费和佣金净收入占比下降12.87个百分点至43.60%，利息净收入占比下降了6.61个百分点至9.06%，投资收益（含公允价值变动收益，下同）占比上升11.14个百分点至17.66%。2015~2017年，公司其他业务收入占比分别为13.49%、23.22%和30.04%，主要来源于浙期实业基于以开展仓单服务、合作套保等为目的货物销售收入。2018年一季度，公司手续费和佣金净收入占比上升4.53个百分点至48.13%，利息净收入占比上升2.98个百分点至12.05%，投资收益占比上升0.21个百分点至17.87%，其他业务收入占比为21.20%。

具体来看，公司的手续费及佣金净收入主要来源于经纪业务、投行业务以及资产管理业务。近年来，公司经纪业务净收入随着市场宏观环境的不景气以及交投量的减少逐年递减，2015年受上半年股票二级市场大幅上涨，公司股基交易量上升推动，浙商证券经纪业务手续费及佣金净收入同比大幅增长79.62%至28.52亿元，经纪业务在总营业收入中的占比为46.08%，同比上升14.47个百分点。2016年股票二级市场行情低迷，客户交易活跃度下降，公司经纪业务营业收入同比减少53.82%，在总营业收入中的占比为28.66%，同比下降17.42个百分点。2017年股票市场持续低迷，市场成交规模持续萎

缩，公司经纪业务营业收入同比减少26.20%，在总营业收入中的占比为21.08%，同比下降7.58个百分点，但经纪业务仍为公司重要的收入来源之一。由于经纪业务和整个证券市场景气度相关度极大，且面临行业佣金下滑的挑战，未来公司将进一步提高机构客户在经纪业务中的占比以提升该业务收入的稳定性。2018年一季度，公司经纪业务净收入2.29亿元，同比下降5.43%，占营业总收入的28.25%。

投资银行业务方面，投资银行业务近年来加速推进资源整合，推动股权、债券承销和并购及财务顾问等传统业务均衡发展。2015年以来，公司把握IPO窗口期以及交易所公司债扩容机会，同时积极推进并购和新三板业务，投行业务取得较好收益。2016年，公司全年实现投资银行业务手续费净收入4.52亿元，较上年增长54.79%。2017年，公司投资银行业务呈上升趋势，全年实现手续费净收入4.86亿元，占营业总收入的10.54%。2018年一季度，公司投资银行业务手续费净收入0.69亿元，同比下降51.90%，占营业总收入的8.56%。

资产管理业务方面，得益于浙江地区民间理财意识较强，投资需求较大，公司资产管理业务起步较早。近年来，公司资产管理规模呈下降趋势，2017年公司资管业务手续费净收入为3.42亿元，同比下降38.61%，主要系资管业务受股债行情低迷的影响较大，同时产品结构调整为固收类产品居多，管理费率较低使得营业收入下降。2018年一季度，公司资产管理业务手续费净收入0.53亿元，占营业总收入的6.54%，同比下降46.72%。

除手续费和佣金净收入以外，浙商证券的利息净收入是公司第二大收入来源。2015~2017年公司利息净收入分别为8.55亿元、7.20亿元和4.18亿元。2015年，在上半股票市场行情上扬的推动下，客户存款利息收入和融资融券利息收入均大幅增长，同时，在信用类业务，特别是融资融券业务规模增长的推动下，公司利息收入大幅增长；2016年受股票二级市场行情低迷影响，公司客户存款、融资融券和银行存款等产生的利息收入减少，利息净收入有所减少，同时股票质押式回购业务有所上升，抵消了部分两融业务收入规模的下降。2017年，由于

股票市场持续低迷，融资融券及股票质押成交规模持续萎缩，公司利息净收入呈下降趋势，全年实现利息净收入4.18亿元，占营业总收入的9.06%。2018年一季度，公司利息净收入0.98亿元，同比上升3.73%，占营业总收入的12.05%。

投资方面，公司投资收益主要来源于信用债投资。2015年以来，公司债券投资规模大幅增长，同时在债券市场虽出现较大波动但总体保持牛市格局的环境下，整体来看公司权益类投资收益有所增加。2015年全年实现投资收益5.35亿元，在营业收

入中的占比为8.64%。由于2016年股票二级市场行情整体较2015年低迷，股债均有所下跌，公司投资收益有所减少，2016年全年实现投资收益3.00亿元，同比下降43.93%，在营业总收入中的占比为6.53%。2017年，公司取得较好的投资收益，主要来自于处置所持有的债券及股票等所取得的收益及持有期间所获得的收益，全面实现投资收益8.14亿元，较去年增长171.55%，在营业总收入中的占比为17.66%。2018年一季度，公司实现投资收益1.45亿元，同比上升55.81%，占营业总收入的17.87%。

表 16：2015~2018.3 公司营业收入构成

单位：亿元、%

	2015		2016		2017		2018.3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
(一) 手续费及佣金净收入	39.25	63.42	25.95	56.47	20.1	43.60	3.9	48.13
其中：经纪业务手续费净收入	28.52	46.08	13.17	28.66	9.72	21.07	2.29	28.25
投资银行业务手续费净收入	2.92	4.72	4.52	9.84	4.86	10.54	0.69	8.56
资产管理业务手续费净收入	5.93	9.58	5.83	12.69	3.42	7.42	0.53	6.57
(二) 利息净收入	8.55	13.81	7.2	15.67	4.18	9.06	0.98	12.05
(三) 投资收益	5.35	8.64	3	6.53	8.14	17.66	1.45	17.87
(四) 公允价值变动收益	0.37	0.6	-0.89	-1.94	-0.32	-0.69	0.02	0.23
(五) 汇兑收益和其他收益	0.02	0.03	0.03	0.07	0.15	0.33	0.04	0.53
(六) 其他业务收入	8.35	13.49	10.67	23.22	13.85	30.04	1.72	21.20
<b>营业收入</b>	<b>61.89</b>	<b>100</b>	<b>45.95</b>	<b>100</b>	<b>46.11</b>	<b>100</b>	<b>8.11</b>	<b>100</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在营业支出方面，由于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，人力成本在公司营业支出中占比一直相对较高，且具有一定的刚性。2015~2017年公司业务及管理费呈持续下降态势，分别为24.46亿元、19.39亿元和17.74亿元，业务及管理费率分别为39.52%、42.20%和38.48%。2017年公司业务及管理费同比减少8.51%，同时，公司营业收入有小幅上升影响，使得公司业务及管理费率同比减少3.72个百分点至38.48%。2018年一季度，公司业务及管理费用为3.73亿元，同比下降16.92%，由于公司营业收入同比下降19.94%，公司业务及管理费率上升至45.99%。

营业利润方面，由于近年股票二级市场行情低迷，市场交易量下跌，公司营业利润和净利润呈下滑趋势。2015~2017年，公司分别实现营业利润25.16亿元、16.25亿元和14.01亿元；同期分别获

得净利润18.34亿元、12.41亿元和10.64亿元。2018年一季度，公司营业利润为2.64亿元，净利润为2.00亿元，与去年同期相比分别下降24.35%和24.22%。

总体来看，公司的盈利水平很大程度与证券市场行情气度相关，未来随着公司传统业务转型以及新业务不断发展，公司仍存在较大的发展空间和较多的盈利增长点。

### 偿债能力

近年来，公司主要通过发行短期融资券、收益凭证、公司债、次级债等方式融入资金补充资金流动性，随着业务规模的增长，公司对外融资需求增加，公司债务总量呈增长态势。2015~2017年末，公司总债务分别为171.70亿元、215.10亿元和218.14亿元，公司债务偿还压力加大。尽管公司各项风险控制指标远低于监管标准，但债务规模的快速上升

仍将进一步考验公司的负债管理能力。截至2018年3月末，公司总债务为209.11亿元。

EBITDA获取能力方面，由于公司EBITDA主要来自于利润总额，受证券市场行情低迷的影响，公司EBITDA获现能力呈逐年下降态势，2015~2017年，公司实现EBITDA分别为34.74亿元、25.04亿元和24.65亿元。从经营性现金流看，受证券市场景气度的影响，客户资金存款规模随之变化，导致公司经营净现金流随之波动，2015~2017年公司经营活动净现金流分别为36.40亿元、-58.91亿元和-110.07亿元，呈净流出状态。2018年一季度公司经营活动净现金流为16.59亿元。

从公司EBITDA对债务本息的保障程度来看，由于近年来公司债务规模快速上升，导致EBITDA对债务本息的覆盖程度相对弱化，2015~2017年，公司EBITDA利息倍数为4.05倍、3.27倍和2.58倍，2017年较上年同比下降0.69倍；同期，总债务/EBITDA分别为4.94倍、8.59倍和8.70倍，2017年较上年上升了0.11倍，但EBITDA对债务本息的覆盖能力仍处于较好水平。

表 17：2015~2018.3 公司偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.3
总债务（亿元）	171.70	215.10	214.36	209.11
资产负债率（%）	74.23	75.42	68.36	67.23
经营活动净现金流（亿元）	36.40	-58.91	-110.07	16.59
EBITDA（亿元）	34.74	25.04	24.65	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.05	3.27	2.58	-
总债务/EBITDA（X）	4.94	8.59	8.70	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至2018年3月末，公司无对外担保，无对经营及财务产生重大影响的未决诉讼事项。

银行授信方面，截至2018年3月末，公司共获得银行授信386亿元，未使用授信余额为367亿元。

综合来看，近几年随着业务的开展，公司债务规模增长较快，其面临的债务压力有所上升，同时其自有资本实力持续增强，各项风险控制指标保持在较好水平。公司整体资产质量较好，资产安全性

高，盈利能力较好，对债务本息的保障程度高。就各项业务开展规模及负债规模而言，目前公司资本充足水平高，综合实力和抗风险能力很强。

## 结 论

综上，中诚信证评评定浙商证券股份有限公司主体信用级别为AAA，评级展望为稳定；评定“浙商证券股份有限公司2018年公开发行可转换公司债券”信用级别为AAA。

## 关于浙商证券股份有限公司 2018年公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

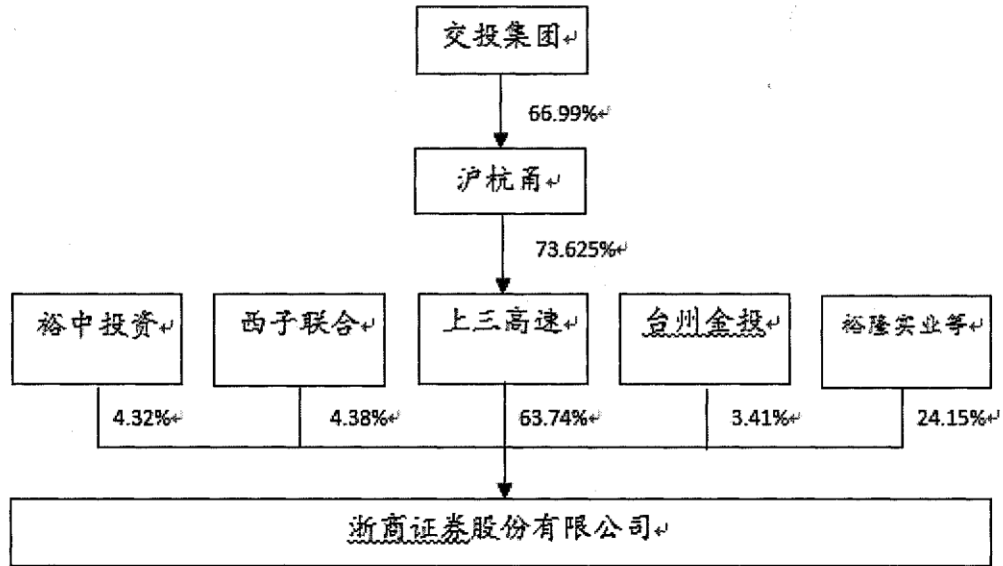
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：浙商证券股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）







附三：浙商证券股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据 (单位: 亿元)	2015	2016	2017	2018.Q1
自有资金及现金等价物	35.68	54.80	25.99	26.70
交易性金融资产	36.81	80.64	125.69	125.21
可供出售金融资产	26.49	31.34	25.15	38.45
衍生金融资产	0.02	-0.00	0.05	0.00
持有至到期金融资产	-	-	-	-
长期投资	0.42	1.09	1.30	1.29
固定资产合计	9.84	9.58	9.57	9.46
总资产	554.90	537.37	529.20	532.67
代理买卖证券款	203.51	148.17	102.03	114.92
总债务	171.06	215.10	218.14	209.11
所有者权益	84.49	95.65	135.14	136.86
净资本	76.97	70.57	116.44	121.12
营业收入	61.89	45.95	46.11	8.11
手续费及佣金净收入	39.25	25.95	20.10	3.90
经纪业务净收入	28.52	13.17	9.72	2.29
投资银行业务净收入	2.92	4.52	4.86	0.69
资产管理业务净收入	5.93	5.83	3.42	0.53
利息净收入	8.55	7.20	4.18	0.98
投资收益	5.35	3.00	8.14	1.45
公允价值变动收益	0.37	-0.89	-0.32	0.02
业务及管理费用	24.46	19.39	17.74	3.73
营业利润	25.16	16.26	14.01	2.64
净利润	18.34	12.41	10.64	2.00
EBITDA	34.74	25.04	24.65	-
经营性现金流量净额	36.40	-58.91	-110.07	16.59
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
资产负债率 (%)	74.23	75.42	68.36	67.24
风险覆盖率 (%) (注)	364.11	135.51	329.96	297.50
资本杠杆率 (%) (注)	18.94	17.70	25.57	27.18
流动性覆盖率 (%)	274.74	558.85	872.35	845.76
净稳定资金率 (%)	130.42	132.98	156.86	144.72
净资本/净资产 (%) (注)	102.63	86.19	99.75	102.33
净资本/负债 (%) (注)	39.62	30.23	49.73	54.96
净资产/负债 (%) (注)	38.61	35.08	49.85	53.71
自营权益类证券及证券衍生品/净资本 (%) (注)	30.01	30.31	2.48	4.97
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本 (%) (注)	66.08	135.61	123.95	114.82
业务及管理费用率 (%)	39.52	42.2	38.48	45.99
摊薄的净资产收益率 (%)	21.72	12.97	7.87	1.46
净资产收益率 (%) (注)	19.79	12.19	6.47	1.44
EBITDA 利息倍数 (X)	4.05	3.27	2.58	-
总债务/EBITDA (X)	4.92	8.59	8.7	38.87
净资本/总债务 (X)	0.45	0.33	0.54	0.58
经营性现金净流量/总债务 (X)	0.21	-0.27	-0.51	0.02

注：1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径；

2、《证券公司风险控制指标管理办法》（2016年修订版）新增“资本杠杆率”、“流动性覆盖率”及“净稳定资金率”指标，修订“自营固定收益类证券/净资本”为“自营非权益类证券及证券衍生品/净资本”，修订“净资本/各项风险资本准备之和”为“风险覆盖率”；

3、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）进行重述。

**附四：基本财务指标的计算公式**

自有资金及现金等价物=货币资金-客户资金存款+结算备付金-客户备付金

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款-代办股权转让客户资金)/(总资产-代理买卖证券款-代办股权转让客户资金)

净资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款)/所有者权益(含少数股东权益)

EBIT(息税前盈余)=利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

业务及管理费用率=业务及管理费/营业收入

摊薄的净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/归属于母公司的所有者权益

净资产收益率(母公司口径)=净利润/净资产

全部债务=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+期末应付债券+期末应付短期融资款+长期借款

债务资本比率=全部债务/(全部债务+所有者权益(含少数股东权益))

利息保障倍数=EBIT/(应付债券利息支出+短期借款利息支出+收益凭证利息支出+次级债务利息支出)

固定资产合计=固定资产+在建工程

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

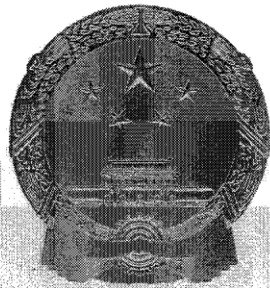
等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

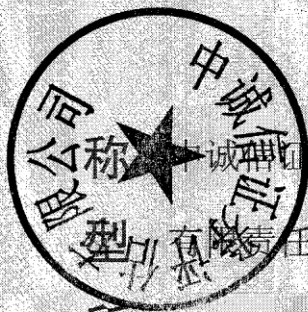


# 营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

名称  
类型  
住所



中诚证评证券评估有限公司

有限责任公司(外商投资企业法人独资)

所 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室

法定代表人 闫衍

注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日

经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一支。

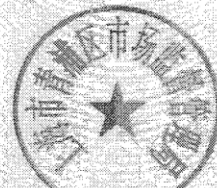
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

此复印件仅用于 浙高证评证券评估有限公司2018年

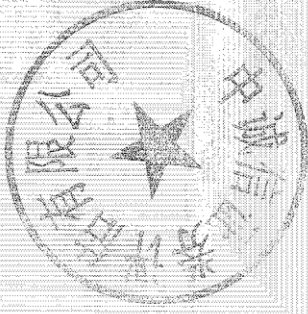
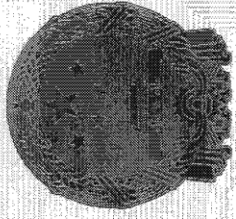
公司发行, 其他用途无效。



登记机关



2017年11月15日



# 中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证



公司名称:中诚信证评有限公司  
业务许可种类:证券市场资信评级  
法定代表人:闫衍

中国证券监督管理委员会(公章)

注册地址:上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室  
2017年12月12日  
编号: ZPJ001

**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



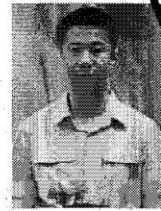
郑耀宗, 证件号码:310115198409263236, 于2007年12月02日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20073100687301



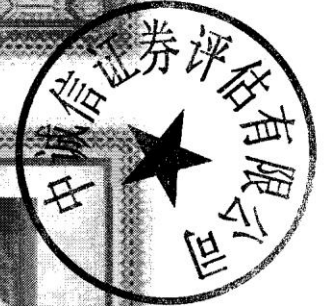
**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



郑耀宗, 证件号码:310115198409263236, 于2008年05月25日参加证券投资分析考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20083101052004



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



戴敏, 证件号码:321283198912310233, 于2016年10月23日参加证券市场基本法律  
法规考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn核对信息



201610110000483836501100  
00

**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



戴敏, 证件号码:321283198912310233, 于2016年10月23日参加金融市场基础知识  
考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn核对信息



201610110000497397201100  
00



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



戴敏, 证件号码:321283198912310233, 于2017年02月25日参加发布证券研究报告  
业务考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn核对信息



201703310000565199603100  
00