



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪148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已发行的“浙商证券股份有限公司2016年公开发行公司债券（面向合格投资者）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定，维持本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月十三日

浙商证券股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（面向合格投资者）跟踪评级报告（2019）

债券名称	浙商证券股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（面向合格投资者）		
债券代码、简称	136718.SH 16 浙证债		
发行规模	人民币 19 亿元		
存续期限	2016/9/23-2021/9/23		
上次评级时间	2018/5/11		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望 稳定	
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望 稳定	

概况数据

浙商证券	2016	2017	2018
资产总额（亿元）	537.37	529.20	569.75
所有者权益（亿元）	95.65	135.14	136.64
净资本（亿元）	70.57	116.44	129.37
营业收入（亿元）	45.95	46.11	36.95
净利润（亿元）	12.41	10.64	7.37
EBITDA（亿元）	25.04	24.65	22.28
资产负债率（%）	75.42	68.36	71.27
摊薄的净资产收益率（%）	12.97	7.87	5.39
EBITDA 利息倍数（X）	3.27	2.58	1.98
总债务/EBITDA（X）	8.59	8.70	11.71
风险覆盖率（%）	135.51	329.96	300.39
资本杠杆率（%）	17.70	25.57	22.49
流动性覆盖率（%）	558.85	872.35	283.30
净稳定资金率（%）	132.98	156.86	133.21
净资本/净资产（%）	86.19	99.75	109.17
净资本/负债（%）	30.23	49.73	48.82
净资产/负债（%）	35.08	49.85	44.72
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	30.31	2.48	3.87
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	135.61	123.95	146.43

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、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款和信用交易代理买卖证券款。

基本观点

2018 年资本市场延续降杠杆、去通道、严监管趋势，受 A 股行情震荡下行、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规出台等因素的影响，证券行业总体盈利下滑。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了浙商证券股份有限公司（以下简称“浙商证券”或“公司”）较强的区域竞争实力和品牌影响力、业务发展多元化及净资本不断增强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，业务发展承压、行业监管全面趋严、资管业务发生亏损等因素对公司信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持公司主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“浙商证券股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（面向合格投资者）”信用等级为 AAA。

正 面

- 区域竞争实力和品牌影响力较强。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 年末，公司在浙江省内拥有 73 家分支机构（包括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。
- 业务发展趋于多元化。公司已建立证券经纪、投资银行、自营投资、资产管理、信用业务、期货经纪和私募基金管理等全面发展的业务格局，近年来各项业务稳步推进，整体发展较为多元化。
- 净资本实力不断增强。自 2017 年 6 月在 A 股上市以来，公司净资本实力不断增强。截至 2018 年末，公司净资本（母公司口径，下同）和净资产（母公司口径，下同）分别为 118.50 亿元和 129.37 亿元，同比分别增加 11.00% 和 1.59%。

分 析 师

郑耀宗 yzzheng@ccxr.com.cn
马昊天 haotianma@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2019年5月13日

关 注

- 宏观经济筑底，业务发展承压。目前中国经济仍处于“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。2018年以来，资本市场延续降杠杆、去通道、严监管趋势，受A股行情震荡下行，市场流动性下降、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规冲击等因素的影响，证券行业业务发展承压。
- 行业监管全面趋严。近年来，监管层提出防范化解系统性金融风险，对同业、理财、表外业务三个领域进行重点监管；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。
- 资管业务发生亏损。2018年公司资管业务由于产品结构调整，代销费用增加，营业支出增长。2018年，公司资管业务收入2.64亿元，资管业务支出2.91亿元，亏损0.28亿元。

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）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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

重大事项

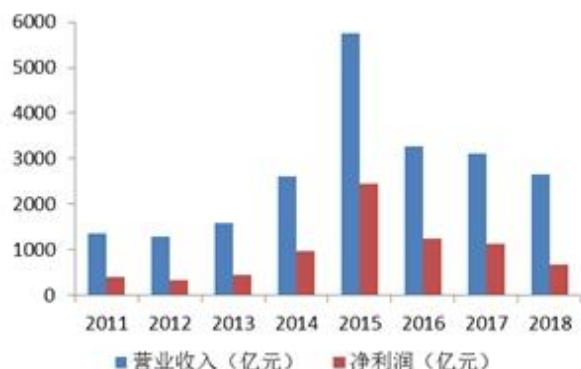
2019年3月8日，公司成功发行可转债35亿元，债券简称为“浙商转债”，债券代码为“113022”。本次可转债募集资金扣除发行费用后拟全部用于补充公司营运资金，在可转债持有人转股后增加公司资本金，以扩大业务规模，优化业务结构，提升公司的市场竞争力和抗风险能力。

基本情况

2018年资本市场延续降杠杆、去通道、严监管趋势，受A股行情震荡下行、市场流动性下降、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规出台等因素的影响，证券行业营收及利润同比下滑。受此影响，公司多个板块收入下滑，整体营业收入有所下降

根据证券业协会数据，截至2018年末，中国证券行业的总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产、净资产和净资本分别为6.26万亿元、5.32万亿元、1.89万亿元和1.57万亿元。其中，总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产较年初分别上升1.95%和4.72%；净资产、净资本较年初分别增长2.16%和下降0.63%，证券行业财务杠杆倍数（扣除客户交易结算资金后的总资产/净资产）由上年末的2.75倍上升至2.81倍。2018年，证券行业营业收入、净利润双双下滑，营业收入和净利润分别为2,662.87亿元和666.20亿元，同比分别减少27.32%和41.04%。

图1：2011~2018年证券公司营业收入和利润情况

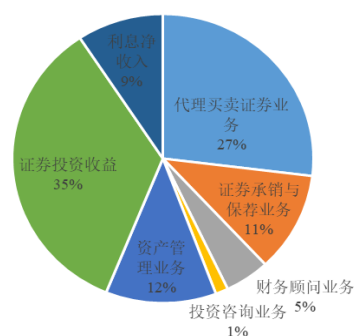


资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

分业务板块来看，2018年证券行业各主要业务条线全面承压，分别实现代理买卖证券业务净收入

（含席位租赁）623.42亿元、证券承销与保荐业务净收入258.46亿元、财务顾问业务净收入111.50亿元、投资咨询业务净收入31.52亿元、资产管理业务净收入275.00亿元、证券投资收益（含公允价值变动）800.27亿元和利息净收入214.85亿元，同比分别减少24.06%、32.72%、11.06%、7.18%、11.35%、7.05%和38.28%。受中美贸易战、国内经济增长放缓等内外部因素的共同影响，2018年证券二级市场行情震荡下行，证券公司以经纪、自营收入为主的传统业务结构进一步调整，传统经纪业务收入对证券公司的贡献度下降，自营业务收入的收入贡献度继续上升。因此，股票市场波动对证券公司收入水平和收入结构的影响依然较大。

图2：2018年证券行业收入结构



资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

公司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、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业务占比较高。受供给侧改革、中美贸易摩擦等国内外因素共同影响，2018年股票市场大幅下跌，公司经纪业务、自营业务均有不同幅度的下降，当年公司实现营业收入36.95亿元，同比下降19.86%。从营业收入的构成来看，2018年公司证券经纪业务、期货经纪业务、信用业务、自营业务、资产管理业务和投行业务的分别实现收入8.15亿元、14.71亿元、9.51亿元、4.74亿元、2.64亿元和2.86亿元，同比分别下降22.85%、下降20.43%、增长3.24%、下降1.29%、下降25.52%和下降41.10%，在营业收入中的占比分别为22.06%、39.81%、25.74%、12.82%、7.13%、7.75%。

表 1：2016~2018 年公司营业收入构成

单位：亿元、%

	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务收入	13.66	29.74	10.56	22.91	8.15	22.06
自营业务收入	2.59	5.63	4.80	10.41	4.74	12.82
投行业务收入	4.52	9.84	4.86	10.54	2.86	7.75
资产管理业务收入	5.76	12.54	3.54	7.67	2.64	7.13
期货业务	13.06	28.43	18.49	40.09	14.71	39.81
信用业务	11.73	25.53	9.21	19.98	9.51	25.74
其他及抵消	-5.38	-11.71	-5.35	-11.60	-5.65	-15.30
营业收入合计	45.95	100.00	46.11	100.00	36.95	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司业务较为全面，主要业务指标位于行业中游水平。2017 年公司股票主承销家数、金额排名均为第 28 位，同比分别上升 13 位和 8 位；债券主承销家数和金额排名分别为 27 位和 35 位，同比分别上升 13 位和 5 位。2016~2018 年，根据中国证监会券商分类评级的结果，公司分别获得 B 类 BBB 级、A 类 A 级和 A 类 A 级，合规经营状况良好。

表 2：2015~2017 年公司经营业绩排名

	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	23
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：证券业协会，中诚信证评整理

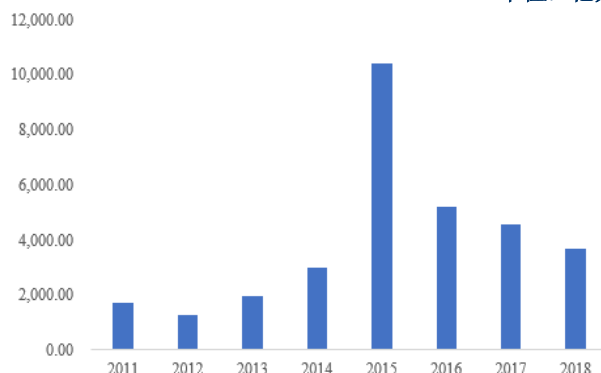
2018 年证券市场震荡下行，股基交易量大幅收缩；同期证券经纪业务行业竞争充分，佣金率持续下行。受此影响，公司经纪业务板块收入有所下降

2018 年以来，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素的共同影响，上证综指震荡下跌，截至当年末，上证综指收盘于 2,493.90 点，较年初

下跌 24.59%；全年 A 股市场日均成交额为 3,694 亿元，同比减少 19.45%。同时，证券经纪业务市场维持高度竞争态势，行业佣金费率维持下行趋势，受交易量下跌影响，2018 年证券行业代理买卖证券业务净收入同比减少 24.06%。

图 3：2011~2018 年证券市场日均交易金额

单位：亿元



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

证券经纪业务是公司主要收入来源之一，截至 2018 年末，公司共有分支机构 119 家，其中浙江省内 73 家，浙江省外 46 家；理财顾问达 706 人，投资顾问共 100 人。公司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 2018 年末，公司沪深两市证券账户有效开户数为 250.44 万户，较去年增长 4.95%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，股市震荡下跌，市场成交量持续收缩，公司经纪业务收入进一步下降，全年实现经纪业务收入 8.15 亿元，同比下降 22.85%；在营业收入中占比为 22.06%，较上年下降 0.85 个百分点，仍是公司重要的收入来源之一。另一方面，

受“一人多户”放开以及互联网金融冲击影响，市场竞争更加激烈，同时近年来行情低迷，2018 年二级市场震荡下跌，交易量大幅下降，公司佣金率呈下降趋势。2018 年公司佣金率下降至 0.40%。此外，公司财富管理规模增长较快，2018 年共销售各类金融产品 215 亿元，同比增长 12%，截至 2018 年末，公司产品保有量 177 亿元，同比增加 17%。

股基交易量方面，受市场行情震荡下跌的影响，公司股基交易量有所下降，同时，近年来证券公司竞争加剧，公司股票基金交易量市场份额也呈逐年下降趋势。2018 年，公司股基交易量 2.02 万亿元，股基交易量市场份额为 1.01%，同比分别下降 0.76 万亿元和 0.15 个百分点。

表 3：2016~2018 年公司经纪业务开展情况（母公司口径）

	2016	2017	2018
分支机构数量（家）	107	113	119
客户保证金余额（亿元）	135.43	102.18	119.8
股票基金交易量（万亿元）	3.51	2.78	2.02
股票基金交易量市场份额（%）	1.27	1.16	1.01
客户交易结算资金余额行业排名	23	25	-
代理买卖证券收入行业排名	22	23	21

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，公司在浙江地区的影响力较强。但“一人多户”政策实施后同业竞争进一步加剧，互联网金融冲击下行业佣金率持续下滑趋势不可避免，公司传统经纪业务市场份额受到进一步挤压。

2018 年股权融资业务规模大幅下滑；债券市场扩容速度减缓，债券融资规模整体平稳。受此影响，公司投行业务有较大下滑

2018 年以来，受 IPO 审核全面从严及再融资进度放缓影响，股权融资业务规模大幅下滑。根据东方财富统计，2018 年，沪深两市 IPO 首发家数合计 103 家，首发募集资金 1,374.88 亿元，同比分别减少 75.53%和 37.11%。同期，受去杠杆政策影响，债券市场扩容持续放缓，全年新发行债券 43.76 万亿元，同比增长 7.94%，增幅较 2017 年下降 5.08 个百分点。

公司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。截至 2018 年末，公司投行团队规模达 280 人，其中注册保荐代表人 45 人。受 IPO 审核全面从严和再融资进度放缓的影响，2018 年公司投行业务共实现收入 2.86 亿元，较上年下降 41.10%。

股票承销业务方面，2018 年，因 IPO 审核全面从严、再融资进度放缓，公司股票主承销数量有较大下降，股票主承销项目 4 单，其中 IPO 项目 2 个，再融资项目 2 个，另有可转债分销项目 1 个，融资额为 31.91 亿元，融资额同比大幅下降 68.53%。2018 年公司股票承销收入 0.84 亿元，同比下降 63.11%。

债券承销业务方面，2018 年，在“降杠杆”的政策背景下，市场资金面收紧，债券发行规模下降，公司全年完成债券主承销项目 33 单，分销 5 单，融资额 217.52 亿元，较上年下降 13.74%。2018 年公司债券承销收入 1.22 亿元，同比下降 6.96%。

并购及财务顾问业务方面，受市场行情影响，公司 2018 年完成并购项目家数有较大下滑，全年完成并购项目 1 家，较上年减少 10 家。场外业务方面，2018 年公司共推荐 6 家企业实现新三板挂牌交易，较上年下降 13 家，同时共推荐 2 家企业在浙江股交中心实现挂牌交易。2018 年公司实现并购及财务顾问收入 0.71 亿元。

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；此外，洛娃科技实业集团有限公司（以下简称“洛娃科技”）发行的“17 洛娃科技 CP001”于 2018 年违约，公司作为洛娃科技已发行的公司债券“15 洛娃 01”、“16 洛娃 01”的主承销商、部分债券持有人代表，已经提起仲裁，要求其清偿“15 洛娃 01”、“16 洛娃 01”本息合计 13.76 亿元。公司其余主承项目信用情况良好。

表 4：2016~2018 年公司股票和债券主承销情况

单位：亿元

	2016	2017	2018
股票承销业务			
主承销家数	6	11	4
承销金额	79.27	101.39	31.91
股票承销业务净收入	1.09	2.27	0.84
债券承销业务			
主承销家数	30	36	33
承销金额	279.38	250.16	216.09
债券承销业务净收入	1.76	1.32	1.22
并购及财务顾问业务			
并购项目家数	9	11	1
财务顾问项目家数	158	167	-
并购及财务顾问业务净收入	1.60	1.00	0.71

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，公司投资银行业务建立了较为成熟的体系，投行团队已形成一定规模。但是在2018年IPO审核全面趋严、市场资金面缩紧的背景下，公司股债承销规模均有下降，投行业务收入出现一定的下滑。另公司承销的部分债券出现违约，未来风险管控能力需进一步提升。

2018 年以来，股票市场行情震荡下跌，债券市场震荡走强。2018 年，公司自营业务投资规模有所增长，同时公司积极调整投资结构，业务收入保持稳定

2018 年以来股市震荡走弱，权益证券持仓较多、以蓝筹作为主要持仓的证券公司自营业务收入大幅减少，6 月以后股市跌幅扩大，权益类投资亏

损加大，债券市场进入结构性牛市，固定收益投资实力较强的证券公司自营业务收入大幅增长，证券公司自营业务收入分化加剧。

公司的证券自营业务主要包括以股票和基金中权益类部分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。2018 年，股票市场震荡下跌，公司自营投资业务收入小幅下降，全年实现自营业务收入 4.74 亿元，同比下降 1.29%，在公司总营业收入的贡献度为 12.82%，较上年增长 2.41 个百分点。

从投资结构来看，截至 2018 年末，公司投资资产中持有股票 3.53 亿元，固定收益产品 124.21 亿元，金融衍生品 0.39 亿元，在公司投资资产中占比分别为 2.75%、96.96%和 0.30%。2018 年公司在债券市场整体走强的环境下加大固定收益产品投资规模，截至 2018 年末，公司固定收益产品投资规模同比大幅增加 43.33%。同时公司对债券持仓结构进行了结构化调整，增加了公募债券的投资规模，降低了私募债券和低评级债券的比重，所投债券的等级以 AA⁺以上为主。权益类投资方面，2018 年，由于股票市场震荡下跌，公司降低了股票的投资规模，截至 2018 年末，股票投资规模较 2017 年末下降 29.32%。此外，截至 2018 年末，公司金融衍生品投资金额 0.39 亿元，在公司证券投资资产中占比较小；公司衍生品投资有部分为对所持债券的对冲头寸。

表 5：2016~2018 年末公司自营业务投资组合情况

单位：亿元、%

	2016			2017			2018		
	规模	收益	收益率	规模	收益	收益率	规模	收益	收益率
股票	4.25	0.28	6.54	4.98	1.35	27.05	3.52	-1.02	-29.00
固定收益产品	51.29	3.03	5.91	86.66	4.11	4.75	124.21	7.84	6.31
金融衍生品	32.92	-0.00	-7.22	0.56	0.14	24.39	0.39	-0.12	-29.84
合计	88.46	3.31	3.74	92.19	5.60	6.07	128.11	6.71	5.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司目前主要以固定收益产品投资为主，同时适度调整股票投资规模，整体收益情况良好。但公司证券投资收益受到市场环境的影响较

大，自营业务对营业收入贡献的稳定性还需要长期保持。

2018 年资管新规正式发布，通道业务规模压缩，主动管理能力重要性凸显，行业受托管资金本金规模进一步下降。公司根据资管新规进一步推进产品转型，营业支出上升，2018 年资管业务小幅亏损

2018 年 7 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）》（以下简称“资管新规”）正式发布，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。在资管新规影响下，券商资管业务的主动管理能力将成为重要的竞争力来源。截至 2018 年末，证券公司托管证券市值 32.62 万亿元，受托管理资金本金总额 14.11 万亿元，同比减少 18.25%。

2012 年 11 月，经证监会核准公司设立了专业的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，并于 2014 年 8 月获得公募基金的牌照。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。2018 年公司资管业务实现营业收入 2.64 亿元，较上年下降 25.52%；此外由于资管产品结构调整，代销费用增加，导致资管业务亏损 0.28 亿元。

受资管新规以及大集合产品转型的影响，公司受托管理资产规模出现一定幅度下滑，截至 2018 年末，公司受托管理资产规模 1,402.16 亿元，同比下降 17.47%。分类型来看，截至 2018 年末，公司定向资产管理计划 177 个，较上年末减少 86 个；受托管理资金规模 867.71 亿元，同比下降 16.53%。集合资产管理计划数量 148 个，较上年末减少 34 个；受托管理资金规模为 521.00 亿元，同比下降 19.44%。公募产品方面，截至 2018 年末，公司发行的存续期内的公募基金管理产品 8 个，受托管理资金净值规模为 13.56 亿元，较 2017 年末分别增长了 2 个和 4.12 亿元。

表 6：2016~2018 年公司资产管理业务开展情况

单位：亿元、只

	2016	2017	2018
管理资产总规模	1,372.84	1,699.01	1,402.16
其中：资管业务			
集合计划规模	455.27	646.70	521.00
集合计划只数	146	182	148
定向计划规模	888.76	1,039.47	867.61
定向计划只数	187	263	177
专项计划规模	14.43	3.40	0.00
专项计划只数	12	5	0
其中：公募业务			
产品只数	6	6	8
公募产品总规模	14.38	9.44	13.56

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，2018 年来受市场行情低迷、资管新规带来的去通道化以及大集合产品转型影响，浙商证券的受托资产管理规模有所下降，资管业务收入连续下降，当年资管业务出现亏损，未来公司主动管理能力有待提升。

2018 年股票市场大幅下跌，两融余额下降，股票质押风险迅速暴露。公司加强风控工作，严格排除风险标的，融资融券业务和股票质押业务稳定开展

2018 年以来，受股票市场大幅下跌，成交量大幅萎缩影响，融资融券业务规模出现较大下滑。截至 2018 年末，沪深两市融资融券余额 0.76 万亿元，较上年减少 26.36%。随着《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》及《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》（以下简称“股票质押新规”）的正式实施，证券公司以自有资金参与股票质押业务融资规模受到一定限制。同期股票市场大幅下跌，部分股票质押率过高，证券行业质押股票平仓风险迅速暴露。

2018 年公司实现信用业务收入 9.51 亿元，同比增长 3.24%；在营业收入中占比为 25.74%，较上年末增长 5.76 个百分点。融资融券业务方面，截至 2018 年末，公司融资融券余额为 57.77 亿元，较上年下降 26.96%；实现融资融券业务收入 5.25 亿元，同比下降 12.04%。同时，2018 年公司共发生强制平仓业务

22笔，涉及金额290.96万元，同比增加了86.75%。股票质押业务方面，截至2018年末，公司股票质押式回购业务余额为66.41亿元，同比增长40.82%；实现股票质押式回购利息收入3.22亿元，同比增长107.74%。在行业整体风险暴露的情况下，公司对股票质押业务交易对手的信用资质要求较高，严格排除风险标的，截至2018年末，公司股票质押业务平均履约保障比例约254.53%，低于追保线的项目余额合计占业务余额的1.38%。

表 7：2016~2018 年末公司信用类业务开展情况

单位：亿元、万户			
项目	2016	2017	2018
融资融券业务			
融出资金余额	79.52	78.93	57.65
融出证券余额	0.02	0.03	0.12
签约户数	3.62	3.73	3.80
业务收入	9.13	5.98	5.25
股票质押式回购业务			
业务余额	19.47	47.16	66.41
签约户数	2.29	2.44	2.43
业务收入	2.36	1.55	3.22

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司信用业务发展较为迅速，2018年公司融资融券规模有所收缩，股票质押规模稳定增长，整体信用业务收入有所增长。但二级市场下跌的不利外部环境和公司业务量的增加也给风险内控工作带来了挑战。

2018 年，公司期货业务收入、利润有所下降。同时，公司积极发展私募基金管理业务、研究业务，促进业务结构多元化

期货业务方面，公司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。截至2018年末，浙商期货拥有期货经纪业务资格的营业部共有24家。2018年，公司完成期货代理交易额4.06万亿元，同比上升7.11%；日均客户权益57.88亿元，同比下降7.58%；实现期货业务收入14.71亿元，同比下降20.43%，其中仓单贸易收入10.37亿元，同比下降24.15%；实现净利润1.33亿元，同比下降36.00%；在营业收入中占比为39.81%，与上年基本持平。

私募基金管理业务方面，浙商证券的私募基金

管理业务通过其全资子公司浙商资本开展。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。截至2018年末，浙商资本及下设机构管理基金6只，规模44.91亿元。2018年，浙商资本母基金新增投资项目7个，新增投资2.2亿元，全年实现营业收入311.82万元，净利润1,239.91万元。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、行业公司部两个部门。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2018年末，研究所拥有各类人员88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。

总体来看，近年来公司期货业务、私募股权投资业务和研究业务开展情况较好，但整体盈利能力较弱，对于公司的利润贡献还有待提高。

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 2016 年、2017 年和 2018 年度财务报告。报告中对净资产、净资本、净资本/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

2018 年证券市场交易量同比小幅下滑，导致公司客户资金减少，公司资产规模增长缓慢。截至 2018 年末，公司资产总额为 569.75 亿元，同比增长 7.66%。剔除代理买卖证券款后，公司总资产为 475.60 亿元，同比增加 11.34%。同时，得益于一般风险准备的增加以及未分配利润的积累，公司所有者权益有小幅提升，截至 2018 年末，公司所有者权益为 136.64 亿元，同比上升 1.11%。

从公司资产流动性来看，2018 年公司新发次级债的募集资金到位，自有资金及现金等价物规模有

较大增长，截至 2018 年末，公司自有资金及现金等价物余额为 43.78 亿元，同比增长了 68.45%。截至 2018 年末，公司持有金融资产合计 351.56 亿元，同比增长了 7.42%。从公司所持有金融资产的结构来看，截至 2018 年末，公司交易性金融资产、买入返售金融资产、融出资金和可供出售金融资产规模分别为 164.26 亿元、82.07 亿元、57.60 亿元和 47.63 亿元，占总资产的比重分别为 28.83%、14.40%、10.11%和 8.36%。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；买入返售金融资产主要是股票质押式回购业务和债券逆回购业务，期限主要在一年以内；融出资金主要为融资融券业务向个人客户的融资；2018 年公司结合市场行情，对可供出售金融资产的投资标的进行调整，可供出售金融资产以债券投资为主，同时适度配置股票、理财产品等。

表 8：2016~2018 年末公司金融资产余额明细

单位：亿元

科目	分类	2016	2017	2018
融出资金	个人客户	79.46	78.60	57.18
	机构客户	0.07	0.34	0.43
	减：减值准备	0.42	0.42	-
	小计	79.10	78.52	57.60
买入返售金融资产	股票	21.30	47.16	51.52
	债券	18.66	51.48	30.91
	减：减值准备	0.31	0.71	0.36
	小计	39.65	97.93	82.07

表 9：2016~2018 年末公司各风险控制指标情况

指标名称	预警标准	监管标准	2016	2017	2018
净资本（亿元）	-	-	70.57	116.44	129.37
净资产（亿元）	-	-	81.87	116.74	118.50
风险覆盖率（%）	≥120	≥100	135.51	329.96	300.39
资本杠杆率（%）	≥9.6	≥8	17.70	25.57	22.49
流动性覆盖率（%）	≥120	≥100	558.85	872.35	283.30
净稳定资金率（%）	≥120	≥100	132.98	156.86	133.21
净资本/净资产（%）	≥24	≥20	86.19	99.75	109.17
净资本/负债（%）	≥9.6	≥8	30.23	49.73	48.82
净资产/负债（%）	≥12	≥10	35.08	49.85	44.72
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	≤80	≤100	30.31	2.48	3.87
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	≤400	≤500	135.61	123.95	146.43

注：公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

交易性金融资产	股票投资	0.69	0.77	0.11
	债券投资	67.16	121.91	158.40
	基金投资	12.79	3.01	5.75
	其他	0.00	0.00	0.00
	小计	80.64	125.69	164.26
可供出售金融资产	股票投资	5.88	9.31	6.55
	债券投资	0.30	0.00	29.14
	基金投资	1.45	3.92	3.21
	理财产品	9.34	9.15	6.88
	信托计划	0.10	2.54	1.53
	其他投资	14.27	0.23	0.31
	小计	31.34	25.15	47.63
合计		230.74	327.28	351.56

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：公司提供，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，截至 2018 年末，公司净资产为 118.50 亿元，较去年上升 1.59%，同期，净资本（母公司口径，下同）为 129.37 亿元，较去年上升 11.00%，净资本/净资产的比率保持在 85%以上，远高于 40% 的监管标准。

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。

从公司负债水平来看，2016~2018 年末，公司剔除代理买卖证券款的资产负债率分别为 75.42%、68.36%和 71.27%，截至 2018 年末，公司扩大融资规模，总债务同比增长 21.40%至 260.24 亿元，资产负债率较 2017 年末上升 2.91 个百分点。

截至 2018 年末，公司净稳定资金率为 133.21%，较 2017 年末下降 23.65 个百分点，但仍高于 100%的监管指标。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。另一方面，由于未来 30 日现金净流出较同期大幅上升，远高于优质流动性资产的增幅，截至 2018 年末，公司流动性覆盖率 283.30%，较 2017 年末下降 589.05 个百分点。

总体来看，2018 年公司自有资本实力有所上升，但是资本充足水平仍较高，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

2018 年，股票市场波动下跌，公司经纪、投行、资管等业务板块收入有所下降，全年实现营业收入 36.95 亿元，同比下降 19.86%。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持续下降，但仍为公司最大的收入来源，其次为投资收益（含公允价值变动收益），近年来公司投资收益呈上升趋势。2018 年，公司分别实现手续费和佣金净收入、利息净收入、投资收益（含公允价值变动收益，下同）14.10 亿元、3.17 亿元和 8.95 亿元，占比分别为 38.16%、8.58%和 24.22%，同比分别下降 5.44 个百分点、下降 0.48 个百分点和上升 7.25 个百分点。2018 年，公司其他业务收入 10.49 亿元，占比为 28.39%，主要来源于浙期实业基于以开展仓单服务、合作套保等为目的产生的货物销售收入。

表 10：2016~2018 年公司营业收入情况

单位：亿元

	2016	2017	2018
（一）手续费及佣金净收入	25.95	20.10	14.10
其中：经纪业务手续费净收入	13.17	9.72	7.00
投资银行业务手续费净收入	4.52	4.86	2.86
资产管理业务手续费净收入	5.83	3.42	2.40
（二）利息净收入	7.20	4.18	3.17
（三）投资收益	3.00	8.14	8.04
（四）公允价值变动收益	-0.89	-0.32	0.91
（五）汇兑收益	0.03	-0.03	0.24
（六）其他业务收入	10.67	13.85	10.49
营业收入	45.95	46.11	36.95

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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。2018 年受股票市场大幅下跌影响，公司实现经纪业务收入 7.00 亿元，同比下降 27.94%，在营业收入中占比 18.96%，较上年下降 2.11 个百分点，但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行情景气度相关度极大，且面临行业性佣金下滑的挑战，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。

投资银行业务方面，公司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。2018 年，受 IPO 审核从严和再融资速度放缓的影响，公司投行业务收入有所下降，全年实现手续费收入 7.00 亿元，同比下降 41.11%，在营业收入中占比为 7.75%，较上年下降 2.79 个百分点。

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。2018 年受资管新规影响，公司受托管理资产规模下降，公司全年实现资产管理业务手续费净收入 2.40 亿元，同比下降 29.69%；在营业收入中占比为 6.51%，较上年下降 0.91 个百分点。

除手续费和佣金净收入以外，利息净收入是公司重要的收入来源。2018 年公司债务规模扩大，利息支出上升，利息净收入持续下降，全年实现利息净收入 3.17 亿元，同比下降 24.14%，在公司营业

收入中占比为 8.58%，与上一年基本持平。

公司投资收益主要来自于债权投资，2018 年在债券市场总体保持牛市的格局下，公司实现投资收益（含公允价值变动收益，下同）8.95 亿元，同比增长了 14.43%，占营业总收入的 24.22%，同比上升了 7.25 个百分点。2018 年，公司实现其他业务收入 10.49 亿元，在同期营业收入中占比为 28.39%。公司其他业务收入主要来源于浙期实业的现货商品销售收入，规模较大，利润贡献较低。

在营业支出方面，2018 年，公司业务及管理费用为 16.73 亿元，同比下降 5.71%，业务及管理费用率为 45.27%。由于公司营业收入下降幅度较大，导致公司业务及管理费用率较上年上升 6.79 个百分点。

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。2018 年，公司实现营业利润 9.81 亿元，同比下降 29.99%；同期获得净利润 7.37 亿元，同比下降 30.74%。

总体来看，公司的盈利水平很大程度与证券市场行情景气度相关。2018 年在不利的影响下，公司手续费及佣金和利息净收入下降，投资收益有所增长，整体收入及利润有所下降。同时我们也将持续关注宏观经济、证券市场走势、金融监管政策等外部因素的变化对公司盈利水平的影响。

偿债能力

公司主要通过发行短期融资券、收益凭证、公司债、次级债等方式补充资金流动性。2018 年，公司扩大融资规模，债务水平有所上升。截至 2018 年末，公司总债务为 260.34 亿元，同比增长 21.40%。同期，公司短期债务规模增加、部分次级债券将到期，公司债务偿还压力加大。

受利润总额下降影响，2018 年公司实现 EBITDA 总计 22.28 亿元，同比下降 9.87%。从经营性现金流看，受证券市场行情景气度的影响，客户资金存款规模随之变化，导致公司经营性净现金流随之波动，2018 年公司经营活动净现金流为-18.28 亿元，呈净流出状态。

从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，

2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 1.98 倍，较上年下降 0.59 倍；同期，总债务/EBITDA 为 11.71 倍，较上年上升 3.18 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所下降，但仍处于较好水平。

表 11：2016~2018 年末偿债能力指标

指标	2016	2017	2018
总债务（亿元）	215.10	214.36	260.34
资产负债率（%）	75.42	68.36	71.27
经营活动净现金流（亿元）	-58.91	-110.07	-18.28
EBITDA（亿元）	25.04	24.65	22.28
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.27	2.58	1.98
总债务/EBITDA（X）	8.59	8.70	11.71

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年末，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。

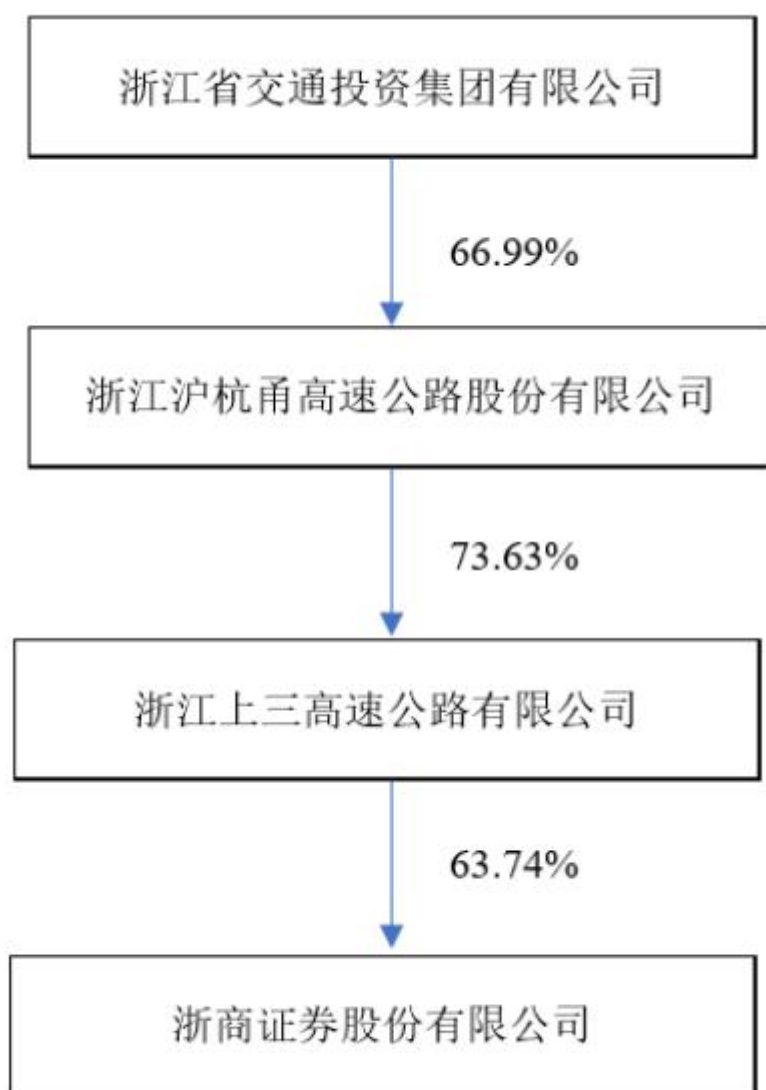
银行授信方面，截至 2018 年末，公司共获得银行授信 397 亿元，未使用授信余额为 347.28 亿元。

综合来看，近年来公司业务发展较快，资本实力进一步增强，为业务发展奠定良好基础；同时随着业务的快速扩张，公司债务规模增长较快，其面临的债务压力尤其是短期偿债压力有所上升。但公司整体资产质量较好，资产流动性和安全性高，盈利能力强，对债务本息的保障程度高，整体偿债能力极强。

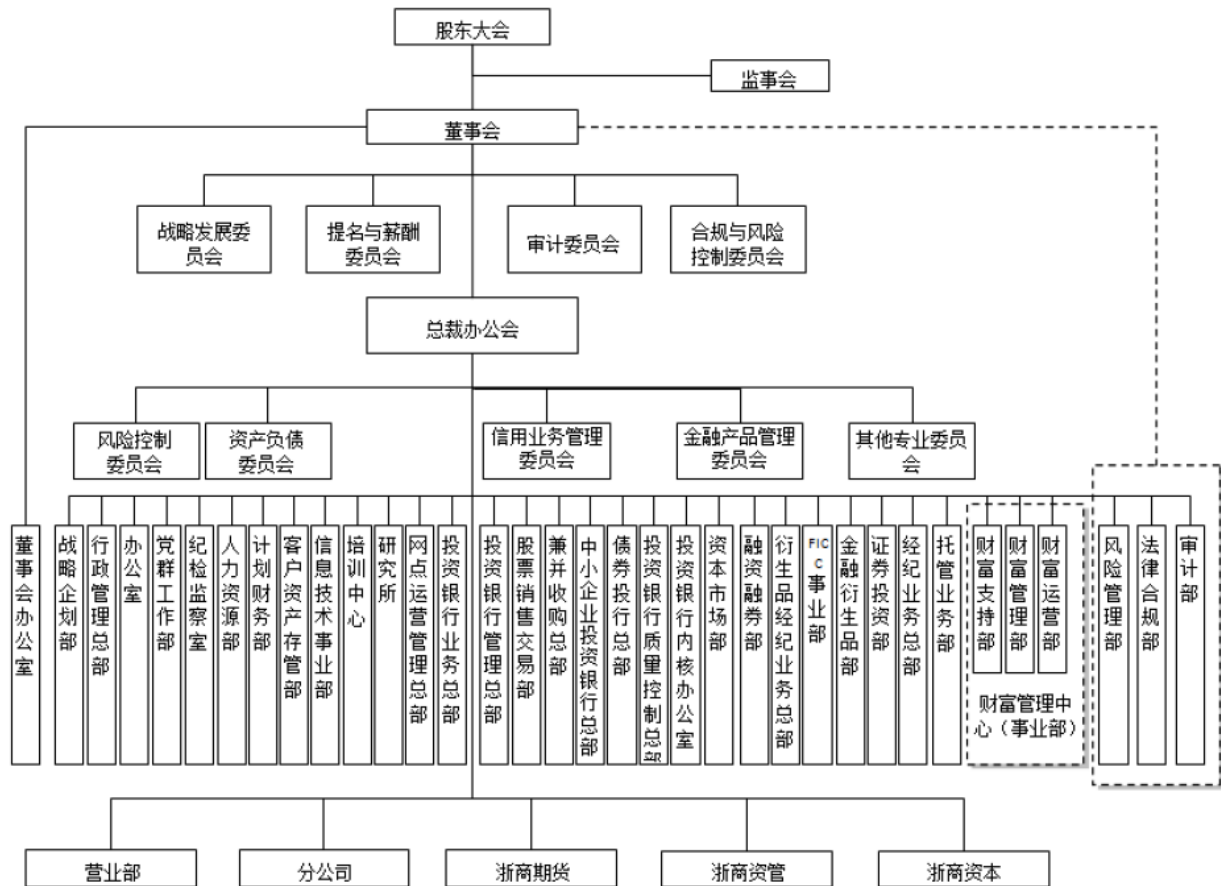
结 论

中诚信证评维持浙商证券主体信用级别为 **AAA**，评级展望稳定；维持“浙商证券股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（面向合格投资者）”信用级别为 **AAA**。

附一：浙商证券股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附二：浙商证券股份有限公司组织机构图（截至 2018 年 12 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）	2016	2017	2018
自有资金及现金等价物	54.80	25.99	43.78
交易性金融资产	80.64	125.69	164.26
可供出售金融资产	31.34	25.15	47.63
衍生金融资产	-0.00	0.05	0.04
持有至到期金融资产	0.00	0.00	0.00
长期投资	1.09	1.30	1.12
固定资产合计	9.58	9.57	9.21
总资产	537.37	529.20	569.75
代理买卖证券款	148.17	102.03	94.15
总债务	215.10	214.36	260.24
所有者权益	95.65	135.14	136.64
净资本	70.57	116.44	129.37
营业收入	45.95	46.11	36.95
手续费及佣金净收入	25.95	20.10	14.10
经纪业务净收入	13.17	9.72	7.00
投资银行业务净收入	4.52	4.86	2.86
资产管理业务净收入	5.83	3.42	2.40
利息净收入	7.20	4.18	3.17
投资收益	3.00	8.14	8.04
公允价值变动收益	-0.89	-0.32	0.91
业务及管理费用	19.39	17.74	16.73
营业利润	16.26	14.01	9.81
净利润	12.41	10.64	7.37
EBITDA	25.04	24.65	22.28
经营性现金流量净额	-58.91	-110.07	-18.28
财务指标	2016	2017	2018
资产负债率（%）	75.42	68.36	71.27
风险覆盖率（%）（注）	135.51	329.96	300.39
资本杠杆率（%）（注）	17.70	25.57	22.49
流动性覆盖率（%）	558.85	872.35	283.30
净稳定资金率（%）	132.98	156.86	133.21
净资本/净资产（%）（注）	86.19	99.75	109.17
净资本/负债（%）（注）	30.23	49.73	48.82
净资产/负债（%）（注）	35.08	49.85	44.72
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）（注）	30.31	2.48	3.87
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）（注）	135.61	123.95	146.43
业务及管理费用率（%）	42.20	38.48	45.27
摊薄的净资产收益率（%）	12.97	7.87	5.39
净资本收益率（%）（注）	12.19	6.47	4.37
EBITDA 利息倍数（X）	3.27	2.58	1.98
总债务/EBITDA（X）	8.59	8.70	11.71
净资本/总债务（X）	0.33	0.54	0.50
经营性现金净流量/总债务（X）	-0.27	-0.51	-0.07

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”。

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-信用交易代理买卖证券款)/(总资产-代理买卖证券款-信用交易代理买卖证券款)

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

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。