

浙商证券股份有限公司公开发行可转换公司债券 跟踪评级报告（2020）

项目负责人：郑耀宗 yzzheng@ccxi.com.cn

项目组成员：马昊天 haotianma@ccxi.com.cn

周子健 zjzhou@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年5月14日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽职和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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和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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 0253号

浙商证券股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“浙商转债”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月十四日

评级观点：中诚信国际维持浙商证券股份有限公司（以下称“浙商证券”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“浙商转债”信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了浙商证券区域竞争实力和品牌影响力较强，业务发展多元化以及多元化的融资渠道等正面因素对公司整体经营及信用水平的支撑作用。同时，中诚信国际关注到，市场竞争日趋激烈，宏观经济总体下行、经营稳定性有待提高及投行业务结构有待调整等因素对公司经营及信用状况形成的影响。

概况数据

浙商证券	2017	2018	2019
资产总额（亿元）	529.20	569.63	674.04
股东权益（亿元）	135.14	136.52	148.56
净资本（亿元）	116.44	129.37	125.11
营业收入（亿元）	46.11	36.95	56.59
净利润（亿元）	10.64	7.37	9.68
平均资本回报率（%）	9.22	5.43	6.79
营业费用率（%）	38.48	45.27	36.70
风险覆盖率（%）	329.96	300.39	289.86
资本杠杆率（%）	25.57	22.49	20.77
流动性覆盖率（%）	872.35	283.30	323.81
净稳定资金率（%）	156.86	133.21	157.51
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.58	1.98	2.13
总债务/EBITDA (X)	8.85	12.28	11.53

注：[1]数据来源为公司提供的 2017 年、2018 年和 2019 年审计报告；[2]公司净资本及风险控制指标按照母公司口径，资产负债率计算已扣除代理买卖证券款、信用交易代理买卖证券款；[3]本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

资料来源：浙商证券，中诚信国际整理

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，分支机构数量在浙江省内位居前列，在当地具有较强的品牌影响力。

■ **业务发展多元化。**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业务全面发展的业务格局，收入来源较为多元化。

■ **多元化的融资渠道。**作为 A 股和港股上市公司，公司建立了集股权、债券、银行借款、转融通以及同业拆借等融资工具于一体的融资平台，融资渠道多元化。

关注

■ **市场竞争日趋激烈。**随着国内证券行业加速对外开放、放宽混业经营的限制以及越来越多的券商通过上市、收购兼并的方式增强自身实力，公司面临来自境内外券商、商业银行等金融机构的激烈竞争。

■ **宏观经济总体下行，经营稳定性有待提高。**宏观经济总体下行、外部环境不确定性增加及证券市场的波动性对公司经营稳定性及持续盈利能力构成压力。

■ **投行业务结构有待调整。**2019 年公司债券承销业务取得较好发展，但股权融资业务规模相对较小，近年来股权融资业务呈收缩趋势，业务结构仍需优化。

同行业比较

2019 年部分证券公司主要指标	浙商证券	国海证券	东方证券	光大证券	中信建投
总资产（亿元）	674.04	663.08	2,629.71	2,040.90	2,856.70
净资本（母公司口径）（亿元）	125.11	120.36	401.08	365.81	539.56
净利润（亿元）	9.68	5.44	24.79	6.94	55.30
平均资本回报率（%）	6.79	3.81	4.66	1.42	10.56
风险覆盖率（%）	289.86	206.15	265.40	288.41	275.19

注：“国海证券”为“国海证券股份有限公司”简称；“东方证券”为“东方证券股份有限公司”简称；“光大证券”为“光大证券股份有限公司”简称；“中信建投”为“中信建投证券股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债券情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券期限	发行时间
浙商转债	AAA	AAA	35	6 年	2019/03/12

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期或不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速

释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于

疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来市场行情总体有所回暖；多层次资本市场体系建设逐步深入；券商收入结构有所优化但对经纪业务依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响

证券行业的运营表现与宏观经济环境高度相关。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 A 股出现慢牛格局。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%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，上证综指震荡下跌，截至 2018 年末，上证综指收盘于 2,493.90 点，较年初下跌 24.59%。2019 年以来，国内财政政策整体趋于宽松，市场情绪回暖，风险偏好提升，但结构性问题依然存在，国内外环境呈现不确定性，A 股市场一季度呈现活跃，之后受到国内外宏观因素的影响出现持续波动，但市场行情总体回暖，年末上证综指收于 3,050.12 点，较上年末涨幅 22.30%。

图 1：2014-2019 上证综合指数变化趋势图



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。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，总市值下降至 44.93 万亿元。2018 年，IPO 审核趋严，众多企业主动终止审查、放弃 IPO，同时 IPO 审核趋缓，IPO 过会企业数量大幅减少。截至 2018 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,584 家，总市值下降至 43.49 万亿元。2019 年，市场行情好转，但传统股权融资仍旧较为低迷，科创板尚未对券商投行收入产生影响。截至 2019 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,777 家，2019 年以来，受益于股票市场有所回暖，总市值较上年末增加 36.44% 至 59.29 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 1：2016-2019 股票市场主要指标（单位：家、万亿元）

指标	2016	2017	2018	2019
上市公司总数	3,052	3,485	3,584	3,777
总市值	50.82	44.93	43.49	59.29
总成交额	127.38	112.46	90.17	127.46

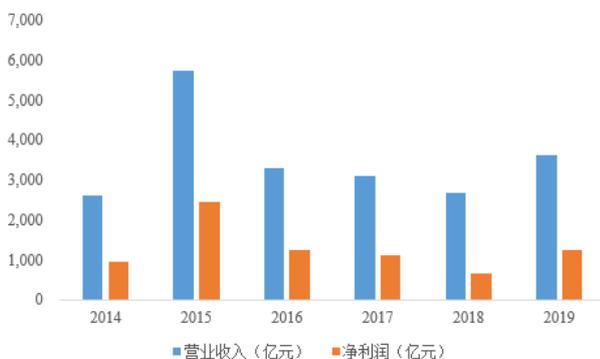
资料来源：Wind，中诚信国际整理

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。2016 年，证券市场整体较为低迷，两市成交额为 127.38 万亿元，较上年大幅减少 49.94%。2017 年全年两市成交额 112.46 万亿元，同比减少 11.71%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，证券市场交易更为低迷，两市成交额 90.17 万亿元，同比减少 19.82%。2019 年，证券市场回暖，股票交易复苏，当期两市成交额 127.46 万亿元，同比增加 41.36%。

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场景气度息息相关。随着市场景气度的提升，2013~2015年，全行业证券公司分别实现净利润440.21亿元、965.54亿元和2,447.63亿元，总体呈现上升态势。2016年，证券公司整体经营情况受二级市场行情下滑影响显著，2016年全行业证券公司实现净利润1,234.45亿元。受二级市场成交量及债券承销业务量下滑共同影响，2017年证券公司实现净利润1,129.95亿元，同比减少8.47%。受经济环境及监管政策影响，证券公司业绩持续承压，2018年证券公司实现净利润666.20亿元，同比减少41.04%。2019年，随着资本市场走强及交投活跃度提升，证券公司收入及利润均实现大幅增长，当期全行业实现净利润1,230.95亿元，同比增长84.77%。

图 2：2014-2019 证券公司营业收入和净利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

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。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。在2018年7月发布的分类评价中，共有98家券商参评，其中A类有40家、B类有49家、C类有8家、D类有1家，评级最高的AA级有12家。2018年的分类评价结果与2017年相比，有24家评级上升、24家评级下滑、48家评级持平，并首次出现了D类评级。2019年7月，证监会公布了最新一期证券公司分类结果，其中A类有38家、B类有50家、C类有8家、D类有2家，评级最高的AA级减少至10家，与2018年相比，有19家评级上调，28家评级下滑，51家评级持平。

受市场环境及监管趋严等因素影响，近年来证券行业营业收入和净利润呈下降趋势，行业竞争日趋激烈。随着业务资格普及，证券公司牌照红利逐渐弱化，大型综合类证券公司在业务布局、渠道建设、风控能力等方面拥有较大优势，市场集中度呈上升趋势。未来，中小型证券公司竞争将更为激烈，推动证券行业加快整合。总体来看，证券行业竞争将更为激烈，大型证券公司优势将进一步扩大，证券行业整合速度将有所提升。

表 2：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1月	《证券公司私募投资基金子公司管理规范》	规范证券公司私募投资基金子公司行为，有效控制风险。
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5月	《外商投资证券公司管理办法》	加强和完善对外商投资证券公司的监督管理，明确外商投资证券公司的设立条件和程序。
2018年9月	《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》	规范证券公司、证券投资基金管理公司在境外设立、收购子公司或者参股经营机构的行为。
2019年3月	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共2+6+1个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定。
2019年7月	《证券公司股权管理规定》	主要从股东资质及出资来源等方面进行了要求。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。
2019年8月	修订《融资融券交易实施细则》	取消最低维持担保比例要求，完善维持担保比例计算公式，将融资融券标的股票数量由950只扩大至1,600只。
2019年8月	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	对高分类评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。
2019年12月	修订《证券法》	推行证券发行注册制；进一步加强信息披露义务人的信息披露责任；增设投资者保护专章，加强投资者保护力度；加大对违反证券监督法律行为的处罚力度；优化债券公开发行条件；取消现行规定下的暂停上市制度，推行更加严格的退市制度。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

受益于市场回暖，公司股基成交额同比大幅增长，市场份额提升；网点布局进一步完善，客户规模持续提升，经纪业务收入增长

证券经纪业务与市场景气度密切相关，公司经纪业务收入的波动主要源自证券市场波动以及交

易量变化的影响。2019年，在国内外经济环境等因素影响下，A股市场行情总体回暖。同时，受证券公司客户非现场见证开户、网上开户政策的实施和“一人多户”放开，行业竞争加剧以及互联网金融冲击影响，行业佣金费率进一步下降。受行情影响，

2019 年公司股基成交额 2.90 万亿元，同比增长 43.56%；经纪业务收入 10.11 亿元，同比增长 24.08%。此外，公司积极拓展渠道，线下持续创新营销督导管理新模式、新渠道，线上利用数字化手段开展精准营销，促进客户增长，2019 年全年新增开户数量 8.97 万户，同比提升 19%；截至 2019 年末，公司沪深两市有效开户数 266.96 万户。

浙商证券分支机构布局立足浙江、辐射全国，截至 2019 年末，公司共有分支机构 121 家，其中浙江省内 74 家，省外 47 家。

表 3：2017-2019 年末经纪业务开展情况

	2017	2018	2019
分支机构部数量（家）	113	119	121
客户保证金余额（亿元）	102.19	94.69	129.74
股票基金交易量（万亿元）	2.84	2.02	2.90
股票基金交易量市场份额（%）	1.16	1.01	1.05

资料来源：浙商证券，中诚信国际整理

近年来在行业竞争加剧的影响下，佣金费率水平下滑成为行业所共同面临的挑战。为此，公司经纪业务积极向财富管理转型。截至 2019 年末，公司共有理财顾问 676 人，投资顾问 101 人。2019 年，公司共销售各类金融产品 247 亿元，同比增长 14.9%，其中权益类产品保有规模大幅增长 42%；截至 2019 年末，公司产品保有量 205 亿元，同比增加 15.8%。整体来看，财富管理产品结构逐步优化，权益产品销量和保有量均显著提升。

股债市场回暖，投行业务收入增长，但贡献度有所下滑；债券承销业务深入挖掘省内项目，实现较好发展，市场地位不断巩固，股权融资业务规模相对较小，业务结构仍需优化

投资银行业务作为证券公司传统业务之一，是公司重要的收入来源，具体业务包括股票承销及保荐、债券承销、财务顾问和场外投资银行等业务。2019 年以来，受益于 A 股 IPO 企业质量明显改善，IPO 审核进入常态化阶段，过会率得以显著提升，全年沪深两市 IPO 首发家数合计 203 家，首发募集资金 2,533.67 亿元，同比分别增加 97.09% 和 84.28%。2019

年 6 月科创板的正式推出，为投行带来增量业务机会。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，近年来以浙江省推进企业上市和并购重组的“凤凰行动”计划为契机，强化人才队伍建设，深入挖掘省内地市资源，并积极开拓省外大型企业机会。2019 年，公司实现投行业务收入 3.13 亿元，同比增长 9.48%；占营业收入的比重为 5.54%，较上年下降 2.21 个百分点。

表 4：2017-2019 年公司股票和债券主承销情况

	2017	2018	2019
股票承销业务			
主承销家数（家）	10	4	2
承销金额（亿元）	85.39	31.91	11.01
股票承销业务收入（亿元）	2.07	0.84	0.14
债券承销业务			
主承销家数（家）	37	33	72
主承销金额（亿元）	250.16	216.09	475.98
债券主承销业务收入（亿元）	1.29	1.20	2.15
并购及财务顾问业务			
并购项目家数（家）	11	10	4
财务顾问项目家数（家）	167	121	242
并购及财务顾问业务净收入（亿元）	1.00	0.71	0.56

资料来源：浙商证券，中诚信国际整理

股票承销和保荐业务方面，2019 年公司股权保荐项目全部过会，全年公司共完成股票主承销 2 家，承销金额 11.01 亿元，实现股票承销收入 0.14 亿元；另有 1 单 IPO、2 单可转债项目通过证监会审核，5 单 IPO、2 单科创板及 3 单再融资项目申报在审。

债券承销业务方面，2019 年公司完成债券主承销 72 单，较上年增长 39 单；主承销金额 475.98 亿元，同比大幅增长 120.27%。2019 年，浙商证券的公司债承销金额位居行业中上游水平；在浙江省内，公司债、企业债承销金额及单数处于领先水平。项目风险方面，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；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。

并购及财务顾问业务方面，2019 年公司完成并购交易数量 4 家，财务顾问项目 242 家，当年实现并购及财务顾问净收入 0.56 亿元。场外业务方面，2019 年公司共推荐 4 家企业实现在新三板挂牌交易。

自营投资业务规模持续增长，以债券类资产配置为主，2019 年受益于市场行情回暖，权益类投资规模有所回升；自营业务营收及贡献度有所提升

自营业务与市场景气度高度相关，2019 年股票市场回暖，股债双牛促使证券公司投资收益大幅提升。浙商证券自营业务由股票投资、固定收益类投资以及其他投资等组成。截至 2019 年末，公司金融投资资产为 222.51 亿元，较上年增加 3.14%，全年公司实现自营业务收入 8.38 亿元，同比增长 76.86%，营业收入贡献度为 14.81%，较上年增长 1.99 个百分点。

表5：2017-2019年公司投资组合情况（金额单位：亿元、%）

	2017		2018		2019	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
债券	121.91	80.83	191.43	88.73	173.89	78.15
基金	6.92	4.59	6.04	2.80	7.70	3.46
股票（含融出证券）	10.11	6.70	6.66	3.09	8.33	3.74
券商资管产品	9.15	6.06	6.88	3.19	9.57	4.30
信托产品	2.54	1.69	1.53	0.71	7.03	3.16
其他	0.19	0.13	3.21	1.49	15.99	7.19
合计	150.83	100.00	215.75	100.00	222.51	100.00

注：2018 年数据根据新金融工具准则调整

资料来源：浙商证券，中诚信国际整理

从投资结构来看，公司金融资产以债券为主。公司债券投资根据市场行情不断优化持仓结构，重点提升高信用等级债、可转债的投资比重，截至 2019 年末，公司金融资产中持有债券 173.89 亿元，同比减少 9.16%；在金融资产中占比为 78.15%，同比下降 10.58 个百分点。

公司股票投资专注于核心池的建设，2019 年实现较好的收益率。截至 2019 年末，公司持有股票 8.33 亿元，同比增长 25.02%；在金融资产中占比为 3.74%，同比提升 0.66 个百分点。

此外，公司金融资产还包括基金、券商资管产品、信托产品和其他金融资产等，截至 2019 年末分别为 7.70 亿元、9.57 亿元、7.03 亿元和 15.99 亿元，在金融资产中占比分别为 3.46%、4.30%、3.16% 和 7.19%。

受“资管新规”及市场环境的影响，资产管理业务规模有所下降，主动管理能力提升；积极开展公募基金业务、资产证券化业务，实现多元化发展

2018 年资管新规及其细则陆续发布，对资管行业产生了深远的影响；2019 年以来，受完成去通道业务的截止日期日益临近影响，受托管理资金规模继续保持下滑趋势。2012 年 11 月，经证监会核准公司设立专业的资产管理子公司浙江浙商证券资产管理有限公司，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。受市场环境的影响，截至 2019 年末，公司资产管理业务规模 1,395.75 亿元，与上年末基本持平；其中主动管理规模占比 53.52%，通道类资管产品占比 46.48%。当年公司实

现资产管理业务收入 3.83 亿元，同比增长 45.38%。分类型来看，截至 2019 年末，公司定向资产管理计划 142 个，较上年末减少 35 个；受托管理资金规模 726.83 亿元，同比下降 16.23%。集合资产管理计划数量 192 个，较上年末增加 44 个；受托管理资金规模为 563.23 亿元，同比下降 8.11%。公募产品方面，截至 2019 年末，公司发行的存续期内的公募基金管理产品 14 个，受托管理资金净值规模为 75.01 亿元。

表 6：2017-2019 年末公司资产管理情况（单位：亿元、个）

	2017	2018	2019
管理资产总规模	1,699.01	1,402.16	1,395.75
其中：私募产品			
集合计划规模	646.70	521.00	563.23
集合计划只数	182	148	192
定向计划规模	1,039.47	867.61	726.83
定向计划只数	263	177	142
专项计划规模	3.40	0.00	30.67
专项计划只数	5	0	3
其中：公募产品			
产品只数	6	8	14
总规模	9.44	13.56	75.01

资料来源：浙商证券，中诚信国际整理

随着 2019 年市场行情转暖，两融业务增量明显；股质业务定位于服务上市公司及其大股东，并与投行业务协作开展；目前信用业务风险较为可控，未来仍需提高风险识别能力和管理水平

公司信用类业务包括融资融券、约定购回式证券交易、股票质押式回购交易等，融资来源以公司自有资金、发债融资为主。2019 年，股票市场转暖，两融业务随之升温，年末沪深两市融资融券余额 1.02 万亿元，较上年末增加 34.88%。截至 2019 年末，公司融资融券余额为 86.57 亿元，较年初增长 49.85%，期末有负债的融资融券客户平均维持担保比例 280.76%；全年实现融资融券业务收入 5.71 亿元，较上年增长 8.76%。2019 年全年，公司共发生强制平仓业务 19 笔，涉及金额 100.63 万元，涉及客户 3 名，整体风险可控。截至 2019 年末，公司融资融券业务不涉及诉讼金额超过人民币 1,000 万元的诉讼、仲裁事项。

股票质押业务方面，个股风险事件频频发生，股票质押业务市场整体呈现规模压缩下行，结构调整的明显趋势。公司股票质押业务坚持服务实体经济和上市公司大股东，有序调整存量项目结构，履约保障比例和业务收入均显著提升。截至 2019 年末，公司股票质押式回购业务待购回余额为 52.99 亿元，较年初减少 4.86%，其中以公司作为融出方股票质押规模 48.83 亿元，平均履约保障比例为 412%；以集合资产管理计划或定向资产管理客户作为融出方的股票质押规模为 4.16 亿元。存量项目仅“ST 中新”项目低于追保线，涉及融资本金 1.8 亿元。截至 2019 年末，公司股票质押业务共涉及诉讼 1 起，即“ST 中新”项目，公司已提起诉讼，杭州市江干区人民法院、杭州市中级人民法院已受理该案件。

表 7：2017-2019 年末信用类业务开展情况

	2017	2018	2019
融资融券业务			
融出资金余额（亿元）	78.93	57.65	86.46
融出证券余额（亿元）	0.04	0.12	0.12
签约户数（户）	37,252	37,990	40,770
业务收入（亿元）	5.97	5.25	5.71
股票质押式回购业务			
业务余额（亿元）	91.44	66.39	52.99
签约户数（万户）	2.44	2.43	2.41
公司业务收入（亿元）	1.55	3.22	3.71

资料来源：浙商证券，中诚信国际整理

期货业务稳步发展，盈利能力提升；积极发展私募基金管理业务，促进收入多元化

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 2019 年末，浙商期货拥有期货经纪业务资格的营业部共有 24 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。2019 年浙商期货全年完成期货代理交易额 5.54 万亿元，同比上升 36.44%，主要系股指期货松绑、商品期货

回暖；日均客户权益 64.35 亿元，同比上升 11.18%；当年浙商期货实现营业收入 27.24 亿元，其中仓单贸易收入 24.17 亿元。

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，截至 2019 年末，浙商资本注册资本为 5 亿元，并已转型为私募基金管理公司。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，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。截至 2019 年末，浙商资本累计投资项目 10 个，投资额 9 亿元；当年实现 2 个投资项目退出。

财务分析

以下分析基于浙商证券提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2017 年、2018 年和 2019 年财务报告，已审计财务报告的审计意见类型均为标准无保留意见；其中 2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数；2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数；2019 年财务数据为 2019 年审计报告期末数。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。

盈利能力

2019 年市场行情整体回暖，公司主营业务稳步发展，经纪业务、自营投资等实现较好收益，推动全年盈利水平回升，利润指标有所改善

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。在经历 2018 年证券市场行情低迷、股票质押风险暴露、债券市场违约风险频发等多重不利因素影响之后，2019 年市场行情

有所好转，公司经纪、自营等业务条线业绩提升明显，投行与资管业务收入同比小幅增长，子公司浙期实业现货销售业务收入大幅增长，受上述因素共同影响，2019 年公司全年实现营业收入 56.59 亿元，同比增长 53.17%。

从营业收入的构成来看，近年来受证券市场波动影响，公司手续费和佣金收入贡献度呈下行趋势，2019 年手续费和佣金收入在营业收入中的占比较上年下降 8.80 个百分点至 29.36%。此外，利息收入和投资收益（含公允价值变动收益）亦为公司重要的收入来源，2019 年利息净收入占比较上年下降 3.16 个百分点至 5.42%，投资收益（含公允价值变动收益）占比较上年下降 0.47 个百分点至 23.75%。2019 年子公司浙期实业以开展仓单服务、合作套保等为目的货物销售收入大幅增加，其他业务收入占比较上年上升 12.53 个百分点至 40.92%。

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。2019 年以来证券市场竞争加剧，佣金率持续下行，但得益于市场行情好转，交易量复苏，公司经纪业务手续费净收入同比增加 28.25% 至 8.98 亿元。由于经纪业务和整个证券场景气度相关度极大，且面临行业佣金降低的挑战，未来公司将进一步提升零售客户服务质量并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，近年来公司积极开展投行业务，并根据市场情况灵活调整具体业务类型。2019 年因科创板设立并试点注册制，IPO 发行节奏加快，截至 2019 年末，公司有 10 单股权项目申报在审中；同时受央行降准等政策影响，债券一级市场融资规模明显增长，公司债券承销金额大幅增加。2019 年公司实现投资银行业务手续费净收入 3.13 亿元，同比上升 9.48%。

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。2019 年继续受“资管新规”影响，公司压降通道类业务规模，并向财务管理体系进一步转型，

主动管理规模有所增加，全年公司资管业务手续费及佣金净收入为 2.66 亿元，同比增长 10.75%。

受上述因素的共同影响，2019 年公司手续费和佣金净收入有所回升，全年实现 16.61 亿元，同比增长 17.85%。

利息净收入方面，2019 年伴随股票市场回暖，公司融资融券业务整体规模快速增长，同时公司继续从审慎风险控制角度出发减少股票质押式回购业务规模。得益于融资融券业务和货币资金及结算备付金利息收入的增长，公司利息收入同比增加 8.02% 至 15.92 亿元。利息支出方面，2019 年公司债券利息支出增幅较大，致使利息支出同比上升 11.10% 至 12.85 亿元。受上述两方面共同影响，2019

年公司实现利息净收入 3.07 亿元，同比减少 3.22%。

投资收益方面，公司投资收益主要来源于固定收益类投资。2019 年以来，公司债券投资紧抓市场阶段性行情，并加大高等级债券配置规模；股票自营业务专注核心池建设，股票及债券均实现较好投资收益。同时，公司通过子公司开展私募股权投资业务，并于年内实现 2 个项目退出。受上述因素推动，2019 年公司实现投资收益（含公允价值变动收益）同比增长 50.23% 至 13.44 亿元。

此外，公司其他业务收入主要系浙商期货及浙期实业的现货贸易收入，该业务收入规模较高，但利润率较低，2019 年公司实现其他业务收入 23.16 亿元，同比增长 120.77%。

表 8：2017-2019 年公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	2,010.02	43.59	1,409.80	38.16	1,661.42	29.36
其中：经纪业务手续费净收入	971.65	21.07	700.40	18.96	898.25	15.87
投资银行业务手续费净收入	485.91	10.54	286.20	7.75	313.34	5.54
资产管理业务手续费净收入	342.06	7.42	240.45	6.51	266.29	4.71
投资收益及公允价值变动	782.39	16.97	894.87	24.22	1,344.39	23.75
利息净收入	417.92	9.06	317.11	8.58	306.91	5.42
其他业务收入	1,376.69	29.86	1,048.91	28.39	2,315.72	40.92
汇兑收益	(2.56)	(0.06)	2.04	0.06	0.72	0.01
其他收益	26.41	0.57	21.96	0.59	27.20	0.48
资产处置收益	0.00	0.00	0.10	0.00	3.11	0.06
营业收入	4,610.87	100.00	3,694.80	100.00	5,659.48	100.00

资料来源：浙商证券，中诚信国际整理

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相对较高。2019 年公司受人力成本大幅增长影响，业务及管理费用支出同比增加 24.17% 至 20.77 亿元。由于营业收入增长幅度较大，2019 年营业费用率较 2018 年下降 8.57 个百分点至 36.70%。此外，由于现货交易业务规模上升，公司 2019 年其他业务成本同比上升 116.19% 至 22.84 亿元。

受营业收入和营业支出两方面影响，2019 年浙

商证券盈利水平有所回升，全年净利润同比增加 31.29% 至 9.68 亿元，综合收益同比增加 100.26% 至 9.68 亿元。从利润率来看，受盈利提升影响，2019 年公司的平均资本回报率同比上升 1.36 个百分点至 6.79%；平均资产回报率同比上升 0.26 个百分点至 1.90%。

表 9：2017-2019 年主要盈利指标（单位：亿元、%）

	2017	2018	2019
经调整后的营业收入	32.63	26.38	33.76
业务及管理费	(17.74)	(16.73)	(20.77)

营业利润	14.01	9.81	12.95
净利润	10.64	7.37	9.68
综合收益	11.92	4.84	9.68
营业费用率	38.48	45.27	36.70
平均资产回报率	2.61	1.63	1.90
平均资本回报率	9.22	5.43	6.79

资料来源：浙商证券，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司的盈利水平很大程度与市场景气度相关，未来随着公司传统业务转型以及新业务不断发展，公司仍存在一定的发展空间和新的盈利增长点。但同时中诚信国际也将持续关注证券市场走势及监管政策对公司经纪业务、投行业务、资管业务稳定性和盈利水平的影响，以及信用业务的开展给公司风险管理能力带来的挑战。

资产质量和资本充足性

资产规模稳步增长，金融资产以债券投资为主

2019年，公司资本中介业务和经纪业务规模扩张，公司总资产有所增加。截至2019年末，公司资产总额为674.04亿元，同比增加18.33%；剔除代理买卖证券款后年末公司资产总额为544.30亿元，同比增加14.47%。同时，受可转债转股和留存收益积累的影响，公司2019年末所有者权益为148.56亿元，同比增长8.81%。

从公司所持有金融资产的结构来看，公司根据市场情况适时调整权益类和债券、基金的投资比例，体现了较为稳健的投资策略。具体来看，公司金融资产以债券为主，股票、基金投资规模较少，流动性相对较好。截至2019年末公司债券类投资余额为173.89亿元，在金融资产中占比78.15%；随着

2019年证券市场行情有所好转，公司股票投资余额占比增长至3.74%。此外，截至2019年末，公司融出资金余额为87.52亿元，同比增长49.60%，主要为对客户的融资融券业务融出的资金，担保充足，2019年全年共计提融出资金信用减值损失0.03亿元；买入返售金融资产余额81.10亿元，同比减少1.17%，主要系股票质押式回购业务规模收缩，融出资金剩余期限大部分集中于一年以内，2019年共计提买入返售金融资产减值损失0.31亿元。

各项风险指标均高于监管标准，但伴随业务规模的扩大部分风险指标同比有所下滑；杠杆水平有所上升，需关注业务规模与债务水平的增长对资本产生的压力

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安全性和资本充足性。

2017年公司首次公开发行A股，资本实力得到大幅提升，但2019年以来受部分次级债到期影响，公司净资本规模有所下降。截至2019年末，浙商证券母公司口径净资本为125.11亿元，同比减少3.29%；净资本/净资产比率为95.58%，同比减少13.59个百分点。公司根据市场情况变化适度增加杠杆规模，截至2019年末公司风险覆盖率和资本杠杆率分别为289.86%和20.77%，同比分别下降10.53和1.68个百分点。

表 10：2017-2019 年末各风险控制指标情况（母公司口径）（单位：亿元、%）

项目	标准	2017	2018	2019
净资本	--	116.44	129.37	125.11
净资产	--	116.74	118.50	130.89
风险覆盖率	≥100	329.96	300.39	289.86
资本杠杆率	≥8	25.57	22.49	20.77
流动性覆盖率	≥100	872.35	283.30	323.81
净稳定资金率	≥100	156.86	133.21	157.51

净资产/净资产	>=20	99.75	109.17	95.58
净资产/负债	>=8	49.73	48.82	39.77
净资产/负债	>=10	49.85	44.72	41.60
自营权益类证券及其衍生品/净资产	<=100	2.48	3.87	12.34
自营非权益类证券及其衍生品/净资产	<=500	123.95	146.43	157.24

资料来源：浙商证券，中诚信国际整理

从杠杆水平来看，由于 2019 年公司债务规模有所增长，截至 2019 年末，母公司口径净资产/负债比率为 39.77%，较 2018 年末下降 9.05 个百分点，公司杠杆水平有所增加。

总体来看，凭借 A 股上市以及较好的内生资本能力，浙商证券资本实力保持较好水平，资产规模持续扩大，以净资产为核心的各项风险指标较好。但随着公司债务规模的持续扩大，未来公司仍需持续提升盈利水平、以增强内生资本补充能力，警惕杠杆水平提升带来的风险。

流动性和偿债能力

流动性覆盖率和净稳定资金率均有所提升，流动性风险管理指标远高于监管标准

从公司资产流动性来看，截至 2019 年末，公司自有资金及结算备付金余额为 59.68 亿元，同比增加 36.30%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 10.96%。

从流动性风险管理指标上看，截至 2019 年末，公司流动性覆盖率为 323.81%，较上年末增加 40.51 个百分点；净稳定资金率为 157.51%，较上年末增加 24.30 个百分点。流动性覆盖率和净稳定资金率均高于监管要求，体现出公司长短期流动性管理均处于较好水平。

总体债务规模上升，债务期限结构更趋合理，且随着盈利好转偿债指标有所改善，但资产负债率有所上升，未来仍需持续关注整体偿债能力的变化情况

从债务构成来看，为了满足业务发展需要，2019 年内，公司发行 22 期合计 22.70 亿元固定收益凭证，2 期合计 0.50 亿元浮动收益凭证，7 期合计 135 亿元短期融资券，1 期 10 亿元次级债，1 期

20 亿元非公开发行公司债，1 期 35 亿元可转换公司债，并有部分次级债到期。截至 2019 年末，浙商证券的短期债务余额为 182.23 亿元，同比下降 7.28%，长期债务余额由 2018 年末的 76.22 亿元增长 60.72% 至 122.51 亿元，债务结构有所优化。

从负债率来看，近年来该指标随着公司总负债的增长有所上升，但仍处于安全水平。截至 2019 年末，浙商证券的资产负债率为 72.71%，较上年末增加 1.42 个百分点。

现金获取能力方面，由于 2019 年盈利水平回升，公司 EBITDA 为 26.43 亿元，同比增加 18.97%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2019 年，公司总债务/EBITDA 为 11.53 倍，较上年下降 0.75 倍，EBITDA 利息倍数为 2.13 倍，较上年上升 0.15 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度有所增强。

表 11：2017-2019 年末偿债能力指标

指标	2017	2018	2019
资产负债率 (%)	68.36	71.29	72.71
经营活动净现金流 (亿元)	(110.74)	(18.28)	4.06
EBITDA (亿元)	24.65	22.22	26.43
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.58	1.98	2.13
总债务/EBITDA (X)	8.85	12.28	11.53

资料来源：浙商证券，中诚信国际整理

财务弹性方面，公司在各大银行等金融机构的资信情况良好，截至 2019 年末，公司的授信对手主要为 16 家国有和股份制银行，获得外部授信规模约为人民币 499.50 亿元，其中已使用额度约 66.04 亿元，间接融资能力较强。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司无对外担保。诉讼、仲裁事项方面，截至 2019 年末，公司涉案金额超过 1,000 万元的未决诉讼及仲裁事项共 10 项，其中公司作为原告案件 4 项，涉案融出本金

1,100 万元、证券券面总额 1.90 亿元；作为被告的案件 2 项，涉案金额 30,608.80 元；作为债券及定向资管产品的受托管理人提起的仲裁 4 项。除上述诉讼事项外，公司不存在涉案金额超过人民币 1,000 万元并且占公司最近一期经审计净资产绝对值 10% 以上的重大诉讼、仲裁事项。公司重大诉讼、仲裁事项涉案金额合计较小，预期不会对公司产生重大的财务影响。

外部支持

作为浙江省内最大证券公司，受到国有资本支持，浙江交投集团有较强的能力和意愿在必要时对公司予以援助

截至 2019 年末，浙江交投集团持有浙江沪杭甬高速公路股份有限公司 66.99% 股权，并通过沪杭甬持有浙商证券控股股东浙江上三高速公路有限公司 73.625% 股权，浙江交投集团为浙商证券的实际控制人。

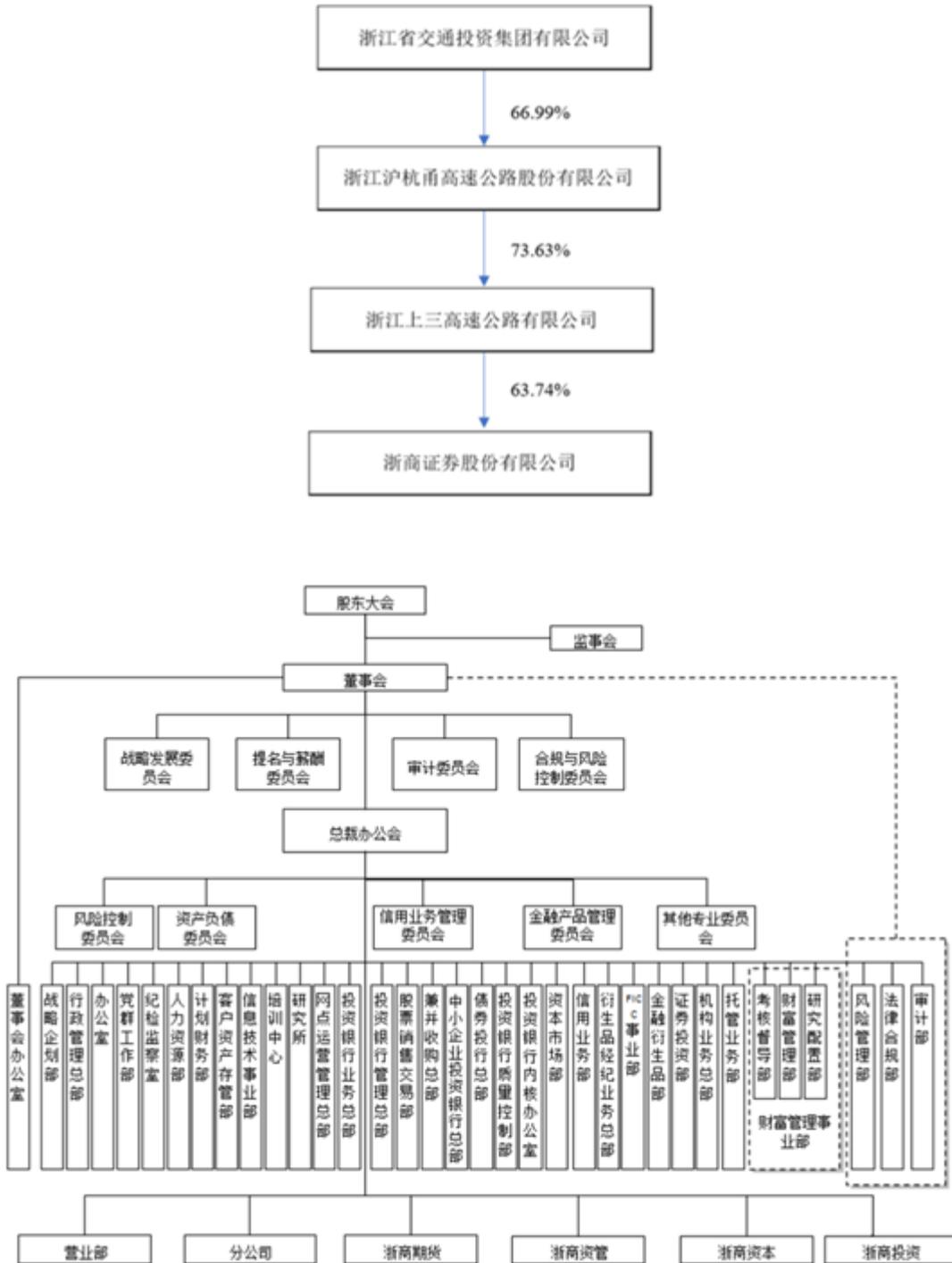
浙江交投集团有限公司是浙江省交通基础设施投融资和综合交通体系建设运营主体，实际控制人为浙江省国资委。公司在区域内市场地位突出，主要从事全省的高速公路、铁路等交通基础设施的投融资、建设和运营，同时兼营工程施工、远洋运输、商贸物流、房地产等业务。截至 2019 年 9 月末，公司总资产 4,592.02 亿元，所有者权益合计 1,549.42 亿元；2019 年前三季度，浙江交投集团营业总收入达 1,039.63 亿元，净利润为 67.36 亿元。

浙商证券作为浙江交投集团金融板块的经营主体，在集团内具有较高的战略地位，必要时公司能够获得浙江交投集团强有力的支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持浙商证券股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“浙商转债”的信用等级为 **AAA**。

附一：浙商证券股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：浙商证券

附二：浙商证券主要财务数据（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2017	2018	2019
货币资金及结算备付金	15,681.62	17,121.73	22,909.79
买入返售金融资产	9,793.49	8,206.18	8,110.35
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	12,568.69	--	--
可供出售金融资产	2,514.62	--	--
持有至到期投资	0.00	--	--
交易性金融资产	--	21,574.81	22,251.38
债权投资	--	0.00	0.00
其他债权投资	--	0.00	0.00
其他权益工具投资	--	0.00	0.00
长期股权投资净额	130.12	111.69	99.51
融出资金	7,851.61	5,760.39	8,751.64
总资产	52,920.37	56,963.21	67,404.02
代买卖证券款	10,202.82	9,414.71	12,974.28
短期债务	12,959.64	19,653.70	18,222.56
长期债务	8,850.00	7,622.31	12,250.92
总债务	21,809.64	27,276.01	30,473.48
总负债	39,406.48	43,310.80	52,548.38
股东权益	13,513.89	13,652.41	14,855.64
净资本（母公司口径）	11,644.47	12,937.13	12,511.34
手续费及佣金净收入	2,010.02	1,409.80	1,661.42
其中：经纪业务手续费净收入	971.65	700.40	898.25
投资银行业务手续费净收入	485.91	286.20	313.34
资产管理业务手续费净收入	342.06	240.45	266.29
利息净收入	417.92	317.11	306.91
投资收益及公允价值变动	782.39	894.87	1,344.39
营业收入	4,610.87	3,694.80	5,659.48
业务及管理费	(1,774.20)	(1,672.79)	(2,077.13)
净利润	1,063.51	736.96	967.56
综合收益	1,191.59	483.61	968.48
EBITDA	2,464.61	2,221.66	2,643.05

注：2018 年数据根据新金融工具准则调整

附三：浙商证券主要财务指标（合并口径）

财务数据	2017	2018	2019
盈利能力及营运效率			
平均资产回报率(%)	2.61	1.63	1.90
平均资本回报率(%)	9.22	5.43	6.79
营业费用率(%)	38.48	45.27	36.70
流动性及资本充足性（母公司口径）			
风险覆盖率(%)	329.96	300.39	289.86
资本杠杆率(%)	25.57	22.49	20.77
流动性覆盖率(%)	872.35	283.30	323.81
净稳定资金率(%)	156.86	133.21	157.51
净资本/净资产(%)	99.75	109.17	95.58
净资本/负债(%)	49.73	48.82	39.77
净资产/负债(%)	49.85	44.72	41.60
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	2.48	3.87	12.34
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	123.95	146.43	157.24
偿债能力			
资产负债率(%)	68.36	71.29	72.71
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.58	1.98	2.13
总债务/EBITDA(X)	8.85	12.28	11.53

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本充足性及流动性	风险覆盖率	净资产/各项风险资本准备之和×100%；
	资本杠杆率	核心净资产/表内外资产总额×100%
	流动性覆盖率	优质流动性资产/未来30天现金净流出量×100%
	净稳定资金率	可用稳定资金/所需稳定资金×100%
盈利能力	经调整后的营业收入	营业收入-其他业务成本
	平均资产回报率	净利润/[(当期末总资产-当期末代理买卖证券款+上期末总资产-上期末代理买卖证券款)/2]
	平均资本回报率	净利润/[(当期末所有者权益+上期末所有者权益)/2]
	营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
偿债能力	EBITDA	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+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息倍数	EBITDA/(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)
	短期债务	短期借款+交易性金融负债+拆入资金+卖出回购金融资产+应付短期融资款+一年以内到期应付债券
	长期债务	一年以外到期的应付债券+长期借款
	总债务	短期借款+交易性金融负债+拆入资金+卖出回购金融资产+应付债券+应付短期融资款+长期借款
	资产负债率	(总负债-代理买卖证券款)/(总资产-代理买卖证券款)

附五：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。