

信用评级公告

联合〔2021〕1147号

联合资信评估股份有限公司通过对申万宏源集团股份有限公司及其拟发行的2021年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)的信用状况进行综合分析和评估,确定申万宏源集团股份有限公司主体长期信用等级为AAA,2021年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)信用等级为AAA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:

二〇二一年二月八日

申万宏源集团股份有限公司2021年 面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 20.00 亿元（含）

本期债券期限：本期债券分为两个品种，品种一为 5 年期（3+2），品种二为 7 年期（5+2）

偿还方式：本期债券采用按年计息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付

募集资金用途：拟全部用于补充公司营运资金和偿还到期债务

评级时间：2021 年 2 月 8 日

本期评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司行业信用评级方法	V3.1.202011
证券公司主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本期评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	1
			风险管理	1
			业务经营分析	1
			未来发展	1
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	2
			资本充足性	1
			杠杆水平	2
		流动性因素		2
			调整因素和理由	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对申万宏源集团股份有限公司（以下简称“公司”或“申万宏源”）的评级反映了其作为以证券业务为核心的“A+H”股的上市投资控股集团，具有很强的股东背景及品牌影响力；公司依托“投资控股集团+证券子公司”的架构，已形成多元化经营的业务体系；子公司申万宏源证券有限公司（以下简称“申万宏源证券”）为全国综合性券商之一，行业地位显著，分支机构众多，营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队，连续四年获得A级以上分类评级，形成了很强的综合实力和良好的风险控制能力。公司资本实力很强，营业收入及净利润整体呈增加趋势，盈利能力较强；目前，公司资产流动性较好，资本充足性好，整体偿债能力极强。

同时，联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化，以及市场信用风险上升等因素可能对公司经营带来不利影响。

本期债券的发行对公司债务结构影响不大，相关财务指标对本期债券的覆盖倍数较好。

未来随着资本市场的持续发展、公司各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 股东背景很强，能够对公司形成有力支持。公司实际控制人为中央汇金投资有限责任公司，股东背景很强，能够在业务资源等方面为公司发展给予较大支持。
2. 品牌影响力显著，综合实力领先。公司拥有在中国资本市场历史悠久的品牌，子公司申万宏源证券经营规模处于行业前列，业务资质齐全，分支机构众多，营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队，连续四年获得 A 级以上分类评级。
3. 资本实力很强，资产流动性和盈利能力较强。公司为“A+H”上市公司，资本实力很强，资产流动性较好，资本充足性好，融资渠道畅通，盈利能力较强。

分析师：陈凝 姚雷

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

关注

1. 公司经营易受环境影响。经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。
2. 面临短期集中偿付压力。近年来公司债务规模逐步增加，且债务主要集中在一年内，面临短期集中偿付压力，需对偿债能力和流动性状况保持关注。

主要财务数据：

公司合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
资产总额（亿元）	2999.43	3477.25	3885.37	4728.44
负债总额（亿元）	2429.38	2765.29	3037.06	3839.32
所有者权益（亿元）	570.06	711.96	848.31	889.12
归属于母公司所有者权益（亿元）	551.97	693.99	832.06	872.71
短期债务（亿元）	925.59	1053.42	1131.20	1476.78
全部债务（亿元）	1590.10	1956.36	2060.71	2613.09
营业总收入（亿元）	133.68	152.77	245.93	214.79
投资收益（亿元）	40.62	39.28	57.09	43.67
利润总额（亿元）	59.27	51.87	69.27	79.97
EBITDA（亿元）	126.13	135.74	152.88	/
筹资前净现金流（亿元）	-386.49	-174.91	25.15	-379.78
营业利润率（%）	44.46	34.04	28.26	37.40
净资产收益率（%）	8.51	6.63	7.44	7.60
资产负债率（%）	80.99	79.53	78.17	81.20
全部债务资本化比率（%）	73.61	73.32	70.84	74.61
EBITDA 利息倍数（倍）	1.97	1.68	1.96	/
全部债务/EBITDA（倍）	12.61	14.41	13.48	/
EBITDA/本期债券额度（倍）	4.20	4.52	5.10	/
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
资产总额（亿元）	536.29	717.15	846.83	838.12
所有者权益（亿元）	376.63	501.76	587.22	587.61
全部债务（亿元）	150.27	209.81	257.42	249.22
营业收入（亿元）	12.53	19.04	24.61	21.25
投资收益（亿元）	13.68	17.73	23.57	23.27
利润总额（亿元）	10.20	16.71	20.43	20.22
净资产收益率（%）	2.66	3.80	3.78	3.48
资产负债率（%）	29.77	30.03	30.66	29.89
全部债务资本化比率（%）	28.52	29.49	30.48	29.78
EBITDA/本期债券额度（倍）	0.76	1.19	1.49	/

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2020 年 1—9 月财务数据未经审计，相关指标未年化
 资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
/	/	/	/	/	/

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

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

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

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（期）债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

申万宏源集团股份有限公司2021年 面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

申万宏源集团股份有限公司（以下简称“公司”或“申万宏源”）前身系申银万国证券股份有限公司（以下简称“申银万国”）。申银万国是由原上海申银证券有限公司与原上海万国证券公司于1996年新设合并而组建成立的股份制证券公司，设立时注册资本为13.20亿元，是国内最早的一家股份制证券公司；后经历次增资及股权变更，截至2014年末，中央汇金投资有限责任公司（以下简称“中央汇金”）持有申银万国37.19亿股股份，持股比例为55.38%。

根据中国证券监督管理委员会2014年11月《关于核准申银万国证券股份有限公司发行股票吸收合并宏源证券股份有限公司的批复》（证监许可〔2014〕1279号）及2015年1月《关于核准设立申万宏源证券有限公司及其2家子公司的批复》（证监许可〔2015〕95号），申银万国以换股方式吸收合并宏源证券股份有限公司（以下简称“宏源证券”），并以申银万国和宏源证券的全部证券类资产及负债（净资产）设立全资证券子公司申万宏源证券有限公司。公司更名为“申万宏源集团股份有限公司”，并于2015年1月迁址新疆维吾尔自治区。2015年1月，宏源证券股票按1:2.049比例转换成公司发行的普通股股票；公司发行的普通股股票在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“申万宏源”，证券代码“000166.SZ”；本次合并中，公司共增发81.41亿股普通股股票。本次换股交易完成后，公司的注册资本增加为148.57亿元。

经多次增资及股权变动，截至2018年2月末，公司股本为225.36亿元。2019年4月，公司发行的境外上市外资股（H股）在香港联交所主板挂牌并开始上市交易。本次共发行H股25.04亿股，公司股本增加至250.40亿股。

公司H股股票中文简称“申万宏源”，英文简称“SWHY”，H股股份代号“6806.HK”。

截至2020年9月末，公司注册资本及实收资本均为250.40亿元，中国建银投资有限责任公司（以下简称“中国建投”）持有公司26.34%股权，为公司控股股东，其所持公司股权不存在质押；中央汇金持有中国建银投资有限责任公司100%股权，中央汇金为公司实际控制人。公司股权结构图见附件1-1。

公司经营范围：投资管理、实业投资、股权投资、投资咨询、房屋租赁。（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）

截至2020年9月末，公司拥有一级子公司6家，均为全资持有；分别为申万宏源证券有限公司（以下简称“申万宏源证券”）、申万宏源投资有限公司（以下简称“申万宏源投资”）、申万宏源产业投资管理有限责任公司（以下简称“申万宏源产业投资”）、宏源期货有限公司（以下简称“宏源期货”）、宏源汇富创业投资有限公司（以下简称“宏源汇富”）和宏源汇智投资有限公司（以下简称“宏源汇智”）；公司本部口径员工总数111人。公司组织架构图详见附件1-2。

截至2019年末，公司合并资产总额3885.37亿元；负债总额3037.06亿元，其中代理买卖证券款770.53亿元；所有者权益848.31亿元，其中归属于母公司的所有者权益832.06亿元。2019年，公司实现营业总收入245.93亿元；利润总额69.27亿；净利润58.03亿元，其中归属于母公司的所有者净利润57.35亿元；经营活动现金流量净额101.16亿元，现金及现金等价物净增加额102.82亿元。

截至2020年9月末，公司合并资产总额4728.44亿元；负债总额3839.32亿元，其中代理买卖证券款926.35亿元；所有者权益889.12亿元，其中归属于母公司的所有者权益872.71

亿元。2020年1—9月，公司实现营业总收入214.79亿元；利润总额79.97亿元；净利润66.04亿元，其中归属于母公司的所有者净利润65.29亿元；经营活动现金流量净额-229.90亿元，现金及现金等价物净增加额58.77亿元。

公司注册地址：中国新疆乌鲁木齐市高新区北京南路358号大成国际大厦20楼2001室；法定代表人：黄昊。

二、本期债券概况

本期债券名称为“申万宏源集团股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”，本期债券发行总规模不超过20.00亿元（含）。本期债券分为两个品种，品种一为5年期固定利率债券，在债券存续期第3年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为7年期固定利率债券，在债券存续期第5年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。各品种的最终发行规模将根据网下询价结果，由发行人及主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权后最终确定。

本期债券票面利率采取单利按年计息，不

计复利，到期一次还本；利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充公司营运资金和偿还到期债务。

本期债券为无担保债券。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%，全面实现正增长。

表1 2017—2019年及2020年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP增速（%）	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI增幅（%）	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35% 回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1% 和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为 -13.4%、0.1% 和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2% 的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上

工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8% 的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）

显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长

35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的

新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对

聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业分析

公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等，核心业务属证券行业。

1. 证券行业概况

股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长。根据交易所公布的数据，截至2019年底，上交所和深交所上市的公司合计3777家；股票市场总市值为59.29万亿元，较2018年底增长36.33%；平均市盈率为20.35倍，较2018年增长4.13个倍数。2019年全部A股成交额为127.36万亿元，日均成交额为0.52万亿元，同比增长44.81%。截至2019年底，市场融资融

券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的

违约事件不断发生。2019 年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

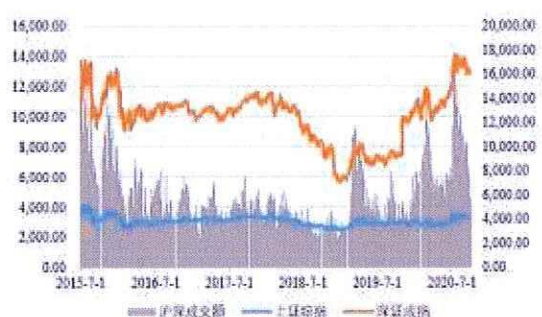
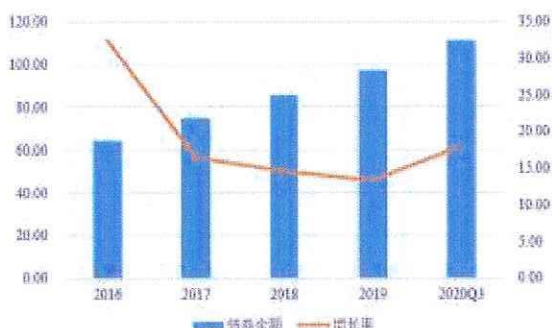


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：WIND，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。

随着资本市场建设力度的加大，证券市场规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。

2015—2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019 年增幅较大；盈利能力呈现倒 U 型走势，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年证券公司盈利水平小幅下降，2018 年盈利水平进一步大幅下降；2019 年，受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表2 证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数（家）	125	129	131	131	133
盈利家数（家）	124	124	120	106	120
盈利家数占比（%）	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入（亿元）	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83
净利润（亿元）	2447.63	1234.45	1129.95	666.20	1230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3604.83 亿元和净利润 1230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

2020 年前三季度，随着国内疫情防控落实和复工复产推进，我国经济稳步增长，A 股指数逐步企稳，中小创指数和沪深交易额大幅增长。其中上证综指涨幅 4.31%，深成综指上涨

21.32%，沪深交易额同比增长 59.12%。截至 2020 年 9 月底，135 家证券公司总资产为 8.57 万亿元，较 2019 年底增长 18.04%；净资产为 2.24 万亿元，较 2019 年底增长 10.89%，净资本为 1.79 万亿元，较 2019 年底增长 10.49%。2020 年前三季度，135 家证券公司实现营业收入 3423.81 亿元，实现净利润 1326.82 亿元，分别同比增长 31.08%和 42.51%，经营业绩同比大幅增长，其中有 126 家公司实现盈利。

2. 行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续；2020 年多项利好政策密集出台，新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。

2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金

脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020年1月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。

2020年2月，《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，国内经济全面修复。

2020年3月，新《证券法》正式实施，加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020年6月，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件发布，创业板试点注册制。

2020年5月，《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》发布，次级债公开发行放开，拓宽证券公司融资渠道，有助于证券公司降本增效。

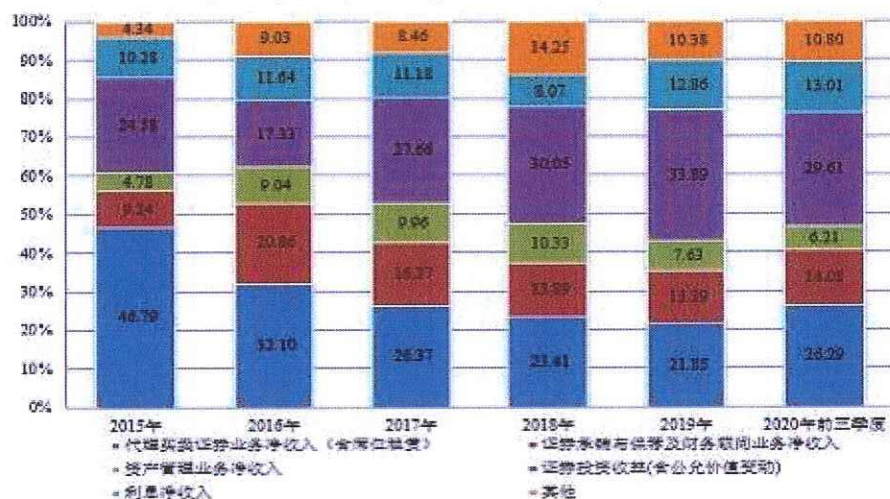
2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

3. 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2019年证券公司盈利水平显著上升，前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；2018年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比增加至30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。2020年前三季度，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，自营投资收入占比有所下降，除此之外其他业务收入占比变动较小。

图3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。2020年前三季度，证券公司代理买卖证券业务净收入900.08亿元，同比增长

43.94%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下降10.58%，延续下降走势。科创板方面，自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委，109家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模1027.22亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实

现大幅增长，2019 年证券公司承销各类债券金额 7.78 万亿元，同比增长 31.92%。基于上述因素，2019 年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 482.65 亿元，同比增长 30.46%。2020 年前三季度，投行业务收入 482.20 亿元，同比增长 51.72%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2019 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 48.36%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 42.42%。

联合资信也关注到，在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时，科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资本且令其面临更大投资风险，或将减弱证券公司盈利稳定性；因此，此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，该业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长 51.46%，成为第一大收入来源。2018 年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018 年债券市场新增 43 家违约主体，较 2017 年 9 家大幅增加，违约金额达 1154.50

亿元，系 2017 年违约金额的 3.42 倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续 2018 年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长。同时，2019 年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2019 年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020 年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63 亿元，同比增长 15.35%。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2019 年末，证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元，较 2018 年末下降 12.90%；2019 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.16 亿元，同比基本持平。2020 年前三季度，证券公司资管业务收

入 212.64 亿元，同比增长 11.54%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2019 年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2019 年末，融资融券余额 1.02 万亿元，较 2018 年末增长 34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至 2019 年 11 月末，深沪两市股票质押回购融资余额 9429 亿元，较 2018 年末下降 20.94%；股票质押回购质押股票总市值 1.8 万亿元，占 A 股总市值 3.3%，较 2018 年末下降 1.3 个百分点，较 2017 年底峰值下降 2.90 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司为 469 家，较年初减少 117 家，降幅分别为 13.80% 和 20.00%。截至 2020 年 9 月末，全市场质押股份市值占总市值比重为 6.21%，较年初下降 1.46 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 28.27%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2019 年，已有至少 5 家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，联合资信也关注到，目前质押规模仍然较大，

未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。

4. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019 年，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，2020 年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司已实现 A 股上市。2020 年以来已有 7 家上市券商完成定向增发募集货币资金，其中海通证券和国信证券分别募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、粤开证券等多家新三板挂牌证券公司未来将筹备 A 股上市，其中华龙证券和开源证券已于新三板退市。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 4 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。截至 2020 年 12 月末，中国内地外资控股证券公司已达 8 家，其中四家为新设立合资证券公司（野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司），另外 4 家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司（瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公

司、高盛高华证券有限责任公司)。此外,证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券 2 家国内券商,行业对外开放程度逐渐提高、行业竞争进一步加剧。短期来看,国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势,证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限;长期来看,随着证券行业进一步开放,外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战,放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机,有利于证券行业整体优化。

2019 年 11 月,证监会明确表态要打造“航母级证券公司”,同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面,具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司,也将引导证券公司实现差异化和专业化发展,重塑证券公司竞争格局。2020 年 7 月,证监会提出,鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段;2020 年 3 月,中信证券完成对广州证券股份有限公司 100%股权的并购,进一步稳固了其龙头券商的地位;4 月,天风证券已基本完成对恒泰证券 29.99%股权的收购;10 月,国联证券和国金证券因合并过程中为就核心条款未达成一致意见,宣布终止并购,成为继 6 月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此,证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显,市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位,弥补自身业务短板,实现跨区域的资源调配。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组,证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2019 年末证券公司所有者权益排序,前十大证券公司实现营业收入合计 2354.94 亿元,净利润 780.77 亿元,占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.89%和 62.75%。截至 2019 年底,前十大证券公司资产总额为 4.51 万亿元,占全行业总

资产的 62.78%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 60%,行业集中度较高。

表 3 截至 2019 年末主要证券公司财务数据(单位:亿元)

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1654.50	7917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1460.94	5593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1411.19	6367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1256.55	5621.81	248.63	90.57
5	广发证券	941.37	3943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2246.44	140.93	49.14
合计		10200.34	45056.60	2354.94	780.77

数据来源: Wind

5. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险,主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险,主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略,设定投资限额和风险集中度指标,对投资、承销、资产管理等活动进行监控,通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量,并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、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，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018—2019年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证

券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

6. 未来动向

监管力度加强，证券行业严监管态势将延续；需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对2021年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关合规、风险事件的发生需保持关注。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、

风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”，于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月末，公司注册资本及实收资本均为250.40亿元，中国建投持有公司26.34%股权，为公司控股股东；中央汇金持有中国建投100%股权，中央汇金为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司为“A+H”股的上市投资控股集团，主营证券业务，子公司申万宏源证券是全国大型综合性证券公司，品牌历史悠久并具有很强的经营实力。

作为一家“A+H”股的上市投资控股集团，公司以证券业务为核心，依托“投资控股集团+证券子公司”的架构，为客户提供多元化的金融产品及服务。公司资本实力很强，截至2020年9月末，公司所有者权益为889.12亿元。

公司全资子公司申万宏源证券是全国大型综合性证券公司之一，自成立以来，经历多个市场周期以及监管环境变化，拥有在中国资本市场历史悠久的强大品牌；其综合实力领先，资本实力很强，净资本、营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队。截至2019年末，申万宏源证券拥有证券营业部311家，分布于21个省、4个直辖市、4个自治区的135个城市，分支机构

数量居行业前列。2017—2020年，申万宏源证券连续获得证监会分类评级A类评级，体现出其良好的合规内控水平、很强的资本实力和风险控制能力。

表4 申万宏源证券主要业绩排名（单位：名）

项目	2017年	2018年	2019年
净资本	7	5	7
营业收入	7	7	7
证券经纪业务收入	5	7	8
客户资产管理业务收入	12	6	5
投资银行业务收入	13	12	12
融资类业务收入	7	4	5
证券投资收入	8	10	6

注：2019年“客户资产管理业务收入”排名为“资产管理业务收入排名”，公式为“资产管理业务净收入-资产管理业务月均受托资产总净值*万分之3”
资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

3. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工岗位构成较为合理，能够满足日常经营需求。

公司目前设总经理1人，副总经理1人（兼财务总监及董事会秘书），总经理助理1人，公司核心管理团队从业时间较长，行业经验丰富。

公司总经理黄昊，男，汉族，1973年7月出生，中国共产党党员，高级经济师。黄昊同志自1999年7月至2005年2月于国家外汇管理局历任政策研究处主任科员、助理调研员、团委书记（兼）等；自2005年2月起至2020年11月于中央汇金投资有限责任公司历任资本市场部副主任、综合部国家开发银行股权管理处副主任及处主任、证券机构管理部董事总经理、副主任、证券机构管理部/保险机构管理部副主任、直管企业领导小组办公室/股权管理二部副主任、综合管理部主任；自2005年9月至2013年1月担任国泰君安证券股份有限公司董事；自2012年4月至2017年10月担任国家开发银行董事、国开金融有限责任公司董事；自2020年2月至2020年12月担任中国国际金融股份有限公司非执行董事。黄昊同志于1996年7月获得浙江大学经济学学士学位，于1999年5月获得清华大学管理学硕士

学位，于2011年7月获得中国人民银行金融研究所经济学博士学位。2020年12月至今任公司总经理。

公司副总经理、财务总监任全胜女士，女，汉族，1968年10月出生，中国共产党党员，法律硕士。任全胜同志于1992年8月至2000年6月任北京市朝阳区人民法院书记员、法官；2000年6月至2008年9月任北京市高级人民法院法官；2008年9月至2012年12月先后担任宏源证券股份有限公司法律合规部副总经理、总经理；2012年12月至2015年1月任宏源证券股份有限公司合规总监；2015年1月至2015年7月任申万宏源集团股份有限公司副总经理；2015年8月至2016年11月任申万宏源证券有限公司副总经理兼合规总监；2016年11月至2017年12月任申万宏源证券有限公司副总经理兼合规总监、首席风险官；2017年12月至2020年4月任申万宏源证券有限公司副总经理兼合规总监；2020年4月至5月任申万宏源证券有限公司副总经理。任全胜同志于1998年7月毕业于中国政法大学法律专业，取得学士学位，于2003年7月毕业于中国人民大学法律硕士专业，取得法律硕士学位。现任公司副总经理、财务总监、代行董事会秘书职责。

截至2020年9月底，公司本部共有在职员工111人，从学历构成上看，硕士及以上学历占比63.06%；本科学历占比22.52%；大专及以下学历占比14.41%。从年龄来看，30~50岁占比65.77%，50岁以上占比26.13%，30岁以下占比8.11%。

4. 外部支持

公司控股股东为中国建投，实控人为中央汇金，股东背景强大，能为公司发展提供较大支持。

公司控股股东中国建投系由原中国建设银行股份有限公司重组改制设立，曾参与多家金融机构重组。近年来中国建投采用集团化发展模式与业务平台化的经营思路，形成投资与实业运营、金融服务两大业务板块，具有很强综合实力。中国建投资产规模大，资本实力很强；

截至2019年末，中国建投资产总额1722.56亿元，所有者权益合计872.64亿元；2019年实现营业总收入135.86亿元，净利润55.34亿元。

中央汇金是由国家出资设立的国有独资公司，代表国家依法行使对国有商业银行等重点金融企业出资人的权利和义务，其重要股东职责由国务院行使，董事会、监事会成员由国务院任命，对国务院负责。中央汇金控股参股机构包括国家开发银行、中国工商银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、中国光大集团股份公司、中国出口信用保险公司、中国再保险（集团）股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、中信建投证券股份有限公司等多家金融机构。截至2019年末，中央汇金总资产为52918.16亿元，净资产为47140.72亿元；2019年营业总收入为5524.88亿元，净利润为5326.37亿元。

公司的历史、品牌和股东背景有助于增强客户的信心，巩固拓展客户基础，以及获取更多的业务机会；同时，中国建投和中央汇金多元化布局为公司业务开展提供了一定资源。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91650000132278661Y），截至2021年1月20日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构，能够满足业务开展需求。

公司为“A+H”上市公司，按照股票上市地和国内的法律、法规及规范性文件的要求，依法建立健全法人治理结构，完善公司治理机

制。

股东大会是公司的权力机构，股东通过股东大会依法行使职权。《公司章程》及《股东大会议事规则》对股东的权利和义务、股东大会的职权、股东大会的召开、表决、决议等事项进行了规定。2019年，公司合计召开4次股东大会，通过了《关于审议<公司2018年度财务决算报告>的议案》《关于公司2018年度利润分配方案的议案》《关于预计2019年度日常关联交易的议案》等议案。

公司设立董事会，对股东负责。公司董事会目前由12名董事组成，其中3名执行董事、5名非执行董事、4名独立非执行董事。独立非执行董事的数量超过公司董事人数的1/3。公司董事由股东大会选举或更换，任期3年。董事任期届满，可连选连任。独立非执行董事必须拥有符合《香港上市规则》第3.13条要求的独立性。董事会主要负责公司战略的制定、企业管治常规的制定、风险管理及内部控制的实施，以及公司财务等方面的决策。

公司设监事会，根据《章程》规定，监事会由9名监事组成，设监事会主席1名；监事会主席由全体监事过半数选举产生和罢免；监事会中包括职工监事4名；从实际情况来看，目前公司监事会包括8名监事，其中职工监事4名。监事会行使下列职权：对董事、高级管理人员执行公司职务及履行合规管理职责的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定，以及对发生重大合规风险负有主要责任或者领导责任的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当公司董事、高级管理人员的行为违反法律、行政法规或者公司章程，损害公司、股东或者客户的利益时，要求其予以纠正等。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。由董事会聘任高级管理人员4名，其中总经理1名、副总经理2名（1名副总经理兼任财务总监、董事会秘书）、总经理助理1名。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告

工作；组织实施公司年度计划和投资方案；拟订公司的内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度等。

2. 管理水平

公司组织架构能够满足业务发展的需要，且建立了较为完善的内控管理体系，内控管理整体水平较高。

公司为投资控股集团，下设6家一级子公司，通过母子公司独立运作、分级授权的机制进行经营，公司总部层面主要职能是投资和管理。总部设置战略管理部、计划财务部、人力资源部、法务风控部、稽核审计部等部门。各子公司在其自身法人治理结构下建立了较完备的决策系统、执行系统和监督反馈系统，并按照相互制衡的原则设置内部机构。

公司根据《公司法》《证券法》《会计法》《企业内部控制基本规范》及其配套指引、《证券公司内部控制指引》等法律法规，并结合公司实际情况，建立了较为完善的业务和财务管理体系，公司制定了涵盖会计核算、财务管理、财务报告等方面的规章制度，并通过设置财务会计组织架构不断健全财务报告各环节授权批准机制，规范了公司财务报告控制流程，明晰各岗位职责，发挥会计信息技术在业务核算、收入与成本费用支出等方面的管理，确保公司编制的财务报告符合会计准则的要求，并能够真实、准确、完整地反映公司财务状况、经营成果等有关信息。公司财务报告内部控制制度、控制机制健全，运行情况良好，未发现公司在财务报告内部控制重大缺陷和重要缺陷。

风险管理方面，公司重视风险管理工作，搭建了由董事会及风险控制委员会、监事会，经理层及风险管理委员会，风险管理部门和其他职能管理部门，以及业务部门、分支机构和子公司共同组成的风险管理组织架构，保障风险管理体系有效运行。董事会是公司风险管理的最高决策机构，对公司全面风险管理负有最终责任。董事会下设风险控制委员会，以内部流程控制为核心的重要风险界限，对全面风险

管理下的内部控制制度进行监督、审查，积极推动公司内部控制体系的建设与完善。公司最少每年检讨一次公司及其附属公司的风险管理及内部监控系统是否有效，涵盖所有重要的监控方面，包括财务监控、运作监控及合规监控，并在《企业管治报告》中向股东汇报完成有关检讨。

合规管理方面，公司及主要子公司结合各自管理实际，依照“领导层（董事会、监事会、经营管理层）、合规总监/分管高管、合规部门、各部门、分支机构和子公司”架构原则建立健全了合规管理组织体系。各层级合规管理机构和人员，按照职责分工，各司其职，有效运作。公司不断建立健全合规管理制度及配套规则，主要包括《合规管理基本制度》《关联交易管理制度》《洗钱和恐怖融资风险管理制度》《董事会对总经理授权管理制度》等。

子公司管理方面，公司为投资控股公司，子公司在公司总体战略下，进行独立经营和自主管理，公司作为控股股东，依据公司法和子公司章程的相关规定，在子公司股东会、董事会和监事会的框架内行使股东权力，对子公司重大事项进行监督管理。同时，公司在财务、风险管理、合规等方面逐渐建立垂直管理体系。

子公司受到处罚方面，2020年2月11日，中国人民银行宁波市中心支行向申万宏源证券宁波分公司出具了行政处罚决定书，主要内容为：宁波分公司未按照规定履行客户身份识别义务、保存交易记录，且情节严重，决定对宁波分公司处以55万元罚款。收到函件后，宁波分公司积极按照监管要求进行整改，强化客户身份识

别，规范交易记录保存，进一步完善反洗钱工作，并及时向当地人行上报了整改报告。2020年5月，上海证监局向申万宏源证券子公司申万菱信基金管理有限公司（以下简称“申万菱信”）出具了责令改正、出具警示函监管措施，主要内容为：申万菱信财务核算与资产估值系统不完善，内控、有效性不足，对相关基金份额净值披露出现差错。收到函件后，申万菱信认真落实整改要求，积极采取完善系统、健全流程等措施，妥善解决客户诉求，进一步强化业务人员风险和责任意识，防范类似事件再次发生，并按要求向监管部门提交整改报告。

2017—2020年，子公司申万宏源证券的证监会分类评级结果分别为A类AA级、A类AA级、A类A级和A类AA级，其内控管理水平保持在较好水平。

七、经营分析

1. 经营概况

公司业务涉及企业金融、个人金融、机构服务及交易、投资管理四大板块，机构服务及交易业务收入规模及占比提升较快，成为公司第一大收入来源；公司营业总收入及净利润整体呈增长趋势。

公司业务以证券业务为核心，涵盖企业金融、个人金融、机构服务及交易、投资管理四大业务板块，其中，申万宏源证券业务在各业务板块均有涉及且占比很高；公司其他子公司业务主要集中在企业金融、机构服务及交易板块。

表 5 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
企业金融	25.97	19.43	18.36	12.02	22.93	9.33
其中：投资银行	14.30	10.70	9.27	6.07	11.93	4.85
本金投资	11.67	8.73	9.09	5.95	11.00	4.47
个人金融	75.75	56.67	64.76	42.39	72.34	29.41
机构服务及交易	17.79	13.31	55.22	36.14	133.99	54.48
投资管理	14.17	10.60	14.44	9.45	16.67	6.78
合计	133.68	100.00	152.77	100.00	245.93	100.00

资料来源：公司年报、公司提供，联合资信整理

企业金融业务以企业客户为对象，包括投资银行业务和本金投资业务；其中，本金投资包括股权投资、债权投资、其他投资等。个人金融主要向个人及非专业机构投资者提供证券经纪、期货经纪、融资融券、股票质押式融资以及金融产品销售等。机构服务及交易主要包括为证券交易机构提供主经纪商服务、研究咨询、FICC 销售及交易和权益类销售及交易等。投资管理主要包括资产管理、公募基金管理和私募基金管理业务。

2017—2019年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长35.64%。2019年，公司营业总收入245.93亿元，同比增长60.98%，公司各主要业务板块收入均有不同程度增加，其中机构服务及交易业务收入增加较多。2017—2019年，公司利润总额波动增长，分别为59.27亿元、51.87亿元和69.27亿元，其中2018年利润总额下降主要是当期计提信用减值损失增加及期货子公司基差贸易业务成本大幅增加所致。

从收入结构来看，公司收入结构以个人金融、机构服务及交易业务为主，且个人金融业务收入占比不断下降，机构服务及交易业务收入占比不断上升。2019年，机构服务及交易业务收入增长较快且成为公司第一大收入来源，占比为54.48%，个人金融业务为公司重要收入来源，占比为29.41%；企业金融和投资管理业务对收入贡献度一般。

2020年1—9月，公司实现营业收入214.79亿元，同比增长30.80%，各业务条线均有不同程度增加；利润总额和净利润分别为79.97亿元和66.04亿元，分别同比增长36.98%和37.53%。

2. 申万宏源证券

(1) 经营概况

申万宏源证券业务涉及企业金融、个人金融、机构服务及交易、投资管理四大板块，个人金融业务为其第一大收入来源但占比有所下降。

滑，机构服务及交易业务收入规模及占比提升较快；其营业收入及净利润整体呈波动增长趋势。

公司核心业务为证券业务，主要由子公司申万宏源证券负责运营。

2017—2019年，申万宏源证券营业总收入呈波动增长趋势，三年复合增长15.05%；2018年申万宏源证券营业收入减少主要是市场低迷致使经纪及投资银行业务收入减少所致；2019年，申万宏源证券实现营业收入167.68亿元，同比增长37.78%，主要是自营投资业务、代理买卖证券业务、投资银行业务发展较好及新增大宗商品销售业务致使企业金融、个人金融、机构及交易服务板块收入增长较多所致。受此影响，2017—2019年，申万宏源证券利润总额波动增长，三年复合增长8.43%；2019年，申万宏源证券实现利润总额67.30亿元，同比增长36.91%。

从收入构成来看，2017—2019年，因经纪业务收入减少、机构服务及交易收入增加较快导致个人金融业务收入占比持续下降但仍为其第一大收入来源，2019年其占比为41.78%；受益于自营投资业务的较好发展，申万宏源证券机构服务及交易业务收入逐年快速增长，三年复合增长率为96.72%，其占比也呈快速增长趋势，2019年占比为38.25%，成为申万宏源证券第二大收入来源；受投资银行及本金投资业务收入整体呈减少趋势影响，企业金融业务收入占比逐年下降，2019年其占比为10.23%，企业金融业务收入主要来自于投资银行业务；投资管理业务收入稳中有增，但受其他板块收入增长较快影响，其占比下降至2019年的9.74%。

2020年1—9月，申万宏源证券实现营业收入150.02亿元，同比增长39.02%，各业务条线均有增加；实现利润总额为78.54亿元，同比增长46.57%。

表6 申万宏源证券营业收入结构（单位：亿元、%）

业务类型	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
个人金融	73.79	58.25	62.87	51.66	70.05	41.78	49.46	53.50

机构服务及交易	16.57	13.08	30.30	24.90	64.14	38.25	26.28	28.43
企业金融	22.21	17.53	14.42	11.85	17.16	10.23	8.81	9.53
其中：投资银行	14.30	11.29	9.45	7.76	12.53	7.47	4.30	4.65
本金投资	7.91	6.24	4.97	4.09	4.63	2.76	4.51	4.88
投资管理	14.11	11.14	14.11	11.59	16.33	9.74	7.88	8.52
合计	126.69	100.00	121.70	100.00	167.68	100.00	92.44	100.00

资料来源：申万宏源证券审计报告、公司提供，联合资信整理

（2）企业金融业务

企业金融业务以企业客户为对象，包括投资银行业务和本金投资业务。2017—2019年，受股权融资项目减少及本金投资收入下降影响，申万宏源证券企业金融业务收入波动下降12.10%；2019年，申万宏源证券实现企业金融业务收入17.16亿元，同比增长19.00%，主要是投资银行业务收入增加所致。

投资银行业务收入为申万宏源证券企业金融板块的主要收入来源；投行业务行业排名处于上游水平，投行项目储备充足。

投资银行业务主要包括股权融资、债权融资、财务顾问、并购重组、资产证券化等业务。截至2019年末，申万宏源证券投行团队（合并口径）人员650人。2017—2019年，投资银行业务手续费净收入三年复合下降6.30%，2019年实现收入12.22亿元，同比增长36.80%，主要是股权及债权承销业务发展较好所致；2017年、2018年和2019年申万宏源证券投资银行业务收入行业排名分别为第13名、12名和12名，位居行业上游水平。

近年来，申万宏源证券投资银行业务积极服务资本市场改革和科技创新国家战略，紧抓市场机遇，全力参与科创板建设，持续加大新项目开拓力度，丰富项目储备，巩固扩大核心客户群。

从股权融资来看，受IPO审核趋严以及再融

资新规影响，2017—2019年末，申万宏源证券股权承销数量和金额整体呈下降趋势。2017年，申万宏源证券完成IPO和再融资项目分别为13个和12个，承销金额分别为55.22亿元和161.99亿元；2018年，申万宏源证券仅完成再融资项目4单，承销金额为129.04亿元；2019年，申万宏源证券股权融资业务有所好转，完成IPO和再融资项目分别为3单和10单，承销金额分别为31.34亿元和107.45亿元。2017年、2018年和2019年，申万宏源证券股票主承销佣金收入行业排名分别为第15位、36位和第20位。

从债券承销来看，申万宏源证券承销的债券产品以企业债券、申万宏源证券债券和非金融企业债务融资工具为主；债券承销业务是申万宏源证券投资业务收入的主要来源。2017—2019年，申万宏源证券债券承销发展较好，承销项目个数和金额均呈上升趋势。2019年，申万宏源证券完成债券承销项目701单，承销金额1549.04亿元。2017—2019年，申万宏源证券债券主承销佣金收入行业排名分别为第27位、第20位和第16位。

新三板方面，受市场影响，2017—2019年，申万宏源证券新三板业务数量呈下降趋势，新三板推荐挂牌企业分别为78家、17家和7家。根据申万宏源证券提供的数据，2019年，申万宏源证券累计推荐挂牌数量、定向发行家次均排名行业第一。

表7 申万宏源证券投行业务情况表（单位：个、亿元）

项目		2017年		2018年		2019年		2020年1－6月	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
股权	IPO	13	55.22	0	0.00	3	31.3	9	36.69
	再融资	12	161.99	4	129.04	10	107.45	9	94.81
	小计	25	217.21	4	129.04	13	138.79	18	131.50
债券承销		101	448.81	419	1007.1	701	1549.04	740	1505.06

新三板	78	/	17	/	7	/	3	/
财务顾问	3	/	5	/	4	/	8	/
合计	207	666.02	445	1136.14	725	1687.83	769	1636.56

资料来源：公司提供

2020年1—9月，申万宏源证券完成股权类项目18个，债券承销项目740个，新三板及财务顾问项目分别为3个和8个；实现投资银行业务手续费净收入8.92亿元，同比增长18.19%。

从投行项目储备来看，截至2020年9月底，申万宏源证券在审项目56个（含IPO10个、债券46个、再融资6个）；已拿批文未实施项目145个（含债券137个、再融资8个）；申万宏源证券项目储备充足，可保障未来投行业务收入。

本金投资业务稳步发展，是企业金融板块的重要补充。

本金投资业务由申万宏源证券及其全资子公司申银万国创新证券投资有限公司（以下简称“申万创新投资”）和申银万国投资有限公司（以下简称“申万投资”）负责运营。

近年来，申万宏源证券本金投资业务积极与投资银行、资产管理等业务协同合作，共享客户资源，开发优质投资标的。申万创新投资深化资产布局调整，重点推动私募股权、私募证券投资基金投资以及科创板跟投业务；申万投资着力加强与大型集团、上市公司、地方政府等业务合作，大力发展并购基金、产业基金和轻资本股权基金等。截至2018年末，申万宏源证券本金投资（不含联营和合营企业投资）规模14.93亿元，联营和合营企业投资规模10.00亿元。截至2019年末，申万宏源证券本金投资（不含联营和合营企业投资）规模15.30亿元，较上年末增长2.48%；联营和合营企业投资规模12.28亿元，较上年末增长22.79%。

（3）个人金融业务

个人金融业务主要涵盖证券经纪、期货经纪、融资融券、股票质押式融资以及金融产品销售等。2017—2019年，申万宏源证券个人金融业务收入有所波动，三年复合下降2.57%；2019年，申万宏源证券实现个人金融业务收入

70.05亿元，同比增长11.42%，主要是代理买卖证券业务手续费及佣金净收入增加所致。2017—2019年，申万宏源证券证券经纪业务收入行业排名分别为第5位、第7位和第8位。

申万宏源证券分支机构家数众多且布局广泛，经纪业务具有很强竞争力；受市场波动影响，申万宏源证券代理买卖证券业务净收入有所波动。

申万宏源证券经纪业务资格齐全，包括向客户提供股票、基金、债券等代理交易买卖业务。经纪业务主要受市场成交及佣金率影响。2017—2019年，申万宏源证券代理买卖证券业务净收入随市场行情波动下降，年均复合下降7.85%；2019年代理买卖证券业务净收入同比增长23.43%至30.23亿元，主要是随着市场行情好转代理买卖证券业务规模增加所致。2017—2019年，申万宏源证券代理买卖证券业务净收入行业排名均为第4名。

申万宏源证券证券经纪业务积极把握市场机遇，通过强化科技应用、优化用户体验、加强投顾建设、提升专业服务、推进客户分层、布局风口业务等系列举措，加大客户资产引进和盘活力度，加快推进向财富管理转型。截至2019年末，申万宏源证券及所属证券类子公司共设有证券分公司41家；证券营业部311家，分布于21个省、4个直辖市、4个自治区的135个城市，分支机构数量众多且布局广泛。

截至2019年末，申万宏源证券证券客户托管资产为3.20万亿元，较上年末增长33.67%，市场占有率7.18%，市场占有率较高。

2020年1—9月，申万宏源证券实现经纪业务手续费净收入41.03亿元，同比增长42.19%，主要是市场回暖，交投活跃度提高所致。

申万宏源证券期货经纪业务发展较好，申万期货连续六年获中国证监会期货公司分类评价A类AA级，具有较强竞争优势。

申万宏源证券主要通过控股子公司申银万国期货有限公司（以下简称“申万期货”）开展期货经纪业务。

近年来，申万期货抓住期货新品种上市、期货品种国际化和股指期货解绑等契机，以产品化业务、综合金融业务、风险管理业务为抓手持续推进创新业务发展和业务结构、客户结构、收入结构转型。申万期货连续六年获中国证监会期货公司分类评价A类AA级最高评级。截至2019年末，申万期货经审计的合并总资产为141.91亿元，总负债为116.25亿元，所有者权益合计为25.66亿元；2019年，申万期货公司实现营业收入23.67亿元，净利润1.87亿元。

申万宏源证券金融产品销售业务发展稳定，处于行业上游水平，但目前收入贡献度偏低。

申万宏源证券持续加强自有资产管理计划创设及管理，深挖收益凭证潜能，在与基金公司开展权益类公募基金做市服务的同时，推进私募业务，重点发展产品型客户。2018年，申万宏源证券销售自行开发金融产品865.02亿元，代理销售第三方金融产品565.35亿元。2019年，申万宏源证券销售自行开发金融产品638.99亿元，代理销售第三方金融产品465.94亿元。2019年，申万宏源证券实现代销金融产品净收入0.89亿元，收入较为稳定。2017年—2019年，申万宏源证券代销金融产品收入行业排名分别为第11位、第13位、第16位。

申万宏源证券信用业务行业排名处于行业前列，具有很强竞争优势；受市场环境及申万宏源证券主动控制风险影响，信用业务规模整体呈下降趋势。

申万宏源证券开展的信用交易业务包括融资融券、约定购回式证券交易产品、股票质押式回购以及转融通业务。2017—2019年末，申万宏源证券信用业务余额逐年减少，年均下降4.97%；2017—2019年，申万宏源证券融资类业

务收入行业排名分别为第7位、第4位和第5位。

融资融券业务方面，近年来，申万宏源证券融资融券业务通过组织与指导分支机构业务推广、强化客户差异化管理，严控业务风险等一系列措施，保持了融资融券业务的市场地位。2017—2019年末，申万宏源证券融资融券业务规模呈波动减少趋势，主要是2018年市场低迷致使业务规模下降较多。截至2019年末，申万宏源证券融资融券业务余额为525.36亿元，较年初增长20.32%，主要是市场回暖、交投活跃度提高，加之申万宏源证券充分利用作为首批科创板转融券业务资格券商的先机，努力拓展融券券源。2017—2019年，随着规模波动减少及利率下降，申万宏源证券融资融券利息收入持续下降，年均下降6.18%；2019年申万宏源证券实现融资融券业务利息收入35.77亿元，同比下降1.50%。

股票质押式回购业务方面，2017—2019年末，申万宏源证券股票质押融资业务规模呈波动减少趋势，年均下降9.49%；2018年，申万宏源证券股票质押业务回购余额较2017年末增长35.27%；进入2019年，申万宏源证券股票质押式融资业务积极应对市场环境变化，通过优化业务制度、严格项目准入、加强集中度管理、开展业务自查、落实贷后管理等系列举措，加强项目风险管理，控规模、调结构、促业务；截至2019年末，申万宏源证券股票质押业务回购余额为264.51亿元，较年初下降39.45%。2017—2019年，申万宏源证券股票质押利息收入呈波动增加趋势，年均增长43.10%，其中2018年收入规模较高主要是日均业务规模较大所致；2019年该收入为20.96亿元，同比下降26.15%，主要是业务规模减少所致。2017年、2018和2019年，申万宏源证券针对买入返售金融资产分别计提1.31亿元、4.50亿元和1.61亿元的减值准备。

表8 申万宏源证券信用交易类业务情况（单位：亿元、万户）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
融资融券客户数目	20.14	20.51	21.19	21.78

融资融券余额	559.75	436.63	525.36	752.11
融资融券利息收入	40.64	36.32	35.77	31.89
股票质押业务回购余额	322.93	436.83	264.51	131.81
股票质押业务利息收入	10.23	28.38	20.96	8.58

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020年1—9月，申万宏源证券实现融资融券业务利息收入31.89亿元，实现股票质押利息收入8.58亿元；截至2020年9月末，申万宏源证券融资融券余额为752.11亿元，较年初增长43.16%，股票质押业务回购余额131.81亿元，较年初下降50.17%；申万宏源证券计提信用减值损失3.93亿元，同比增长31.58%。

(4) 机构服务及交易业务

机构服务主要为专业机构客户提供主经纪商服务与研究咨询等服务；以及FICC、权益类及权益挂钩类证券交易，并基于此向机构客户提供销售、交易、对冲及场外衍生品服务。

2017—2019年，受益于申万宏源证券自营业务的良好发展，申万宏源证券机构服务及交易业务收入逐年快速增长，年均复合增长96.72%；2019年申万宏源证券实现机构及交易业务收入64.14亿元，同比增长111.65%。

自营投资收入是机构服务及交易业务的主要收入来源；自营投资业务排名行业前十名，具有很强竞争优势。

申万宏源证券自营投资业务主要包括固定收益类、权益类以及衍生品等的投资；由固定收益外汇商品事业部、固定收益销售交易总部和投资交易事业部负责具体业务。2017—2019年，申万宏源证券自营业务发展较好，投资收益（含公允价值损益）年均复合增长24.57%；2019年申万宏源证券实现投资收益（含公允价值损益）52.86亿元，较2018年增长45.90%。2017—2019年，申万宏源证券证券投资业务收入行业排名分别为第8位、第10位和第6位。

固定收益投资方面，近年来，申万宏源证券持续加大债券投资规模并较好地把握了债券市场行情，投资回报率超过开放式纯债型基金收益率均值。同时，申万宏源证券逐步完善业务布局，成功获得首批中国金融期货交易所国

债期货做市商业资格、上海证券交易所上市基金主做市商业资格等。从债券持仓情况来看，申万宏源证券投资债券以国债、地方政府债、金融债和公司债、中票为主；债券以AA以上评级为主，其中AAA及AA+级别债权占比较高。

权益投资方面，申万宏源证券权益类投资加强大类资产配置，在可交换债券和ABS投资、策略多元化投资、场外衍生品等方面进行了战略布局，积极拓展创新业务，先后取得上海证券交易所沪深300ETF期权主做市商、深圳证券交易所沪深300ETF期权做市商、场外期权交易商资格。2019年，申万宏源证券权益类销售及交易业务投资回报率超过A股市场指数和可比公募基金平均收益率。

2017—2019年末，申万宏源证券证券投资规模逐年快速增长，年均复合增长36.10%；截至2019年末，申万宏源证券证券投资账面价值合计1598.41亿元，较年初增长33.09%，主要来自债券、基金以及其他类的增长。从投资结构来看，申万宏源证券以固定收益类投资为主，并根据市场行情变化积极调整各类投资的持仓情况；2017—2019年末，申万宏源证券债券投资规模大幅增加，占比均保持在65%左右。其他主要是可交债、ABS、定向工具等，2017—2019年末，其规模和占比均大幅增加，2019年末规模和占比分别为294.97亿元和18.45%；基金投资规模和占比呈逐年增加趋势，2019年分别为229.55亿元和14.36%；资管计划及信托计划规模及占比逐年下降，2019年末分别为23.48亿元和1.47%，占比很低。股票和理财占比逐年下降且占比很低。

2020年1—9月，申万宏源证券实现投资收益及公允价值变动损益分别为40.50亿元和8.83亿元，分别同比增长10.59%和129.62%。

随着申万宏源证券逐渐加大债券投资规模，2017—2019年，自营非权益类证券及其衍生品/净资产水平呈持续增长趋势；自营权益类证券

及其衍生品/净资产水平有所波动；截至2019年末，上述两个指标分别为277.43%和29.67%，均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

表9 申万宏源证券证券投资情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	564.75	65.44	820.39	68.31	1029.53	64.41
股票	65.57	7.60	16.76	1.40	18.97	1.19
理财	17.54	2.03	4.86	0.40	1.91	0.12
资管计划及信托计划	134.80	15.62	30.18	2.51	23.48	1.47
基金	66.49	7.71	153.40	12.77	229.55	14.36
其他	13.79	1.60	175.45	14.61	294.97	18.45
合计	862.95	100.00	1201.04	100.00	1598.41	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资产	28.17		20.28		29.67	
自营非权益类证券及其衍生品/净资产	134.08		172.09		277.43	

注：上表中2017年数据包括以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和衍生金融资产。2018和2019年数据包括衍生金融资产、交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资；其他中包括申万宏源证券与其他若干家证券公司投资于证金公司设立的专户投资，该专户由证金公司进行统一运作与投资管理，计入其他权益工具投资科目核算；2017—2019年末上述投资公允价值分别为70.90亿元、62.42亿元、65.52亿元

资料来源：申万宏源证券审计报告，联合资信整理

申万研究所多次获奖，申万宏源证券研究实力很强。

申万宏源证券及控股子公司上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“申万研究所”）开展研究咨询业务。2018年，申万研究所贯彻落实“研究搭台、联合展业”战略，举办精品会议40多场，机构客户参会总人数达到5000人次；申万宏源证券聚焦提升研究报告质量，布局智能研究，扩大申万指数市场影响力。2018年，申万研究所在《证券市场周刊》杂志社主办的“第十二届卖方水晶球分析师奖”评选中，13个研究领域获得单项奖，并在“Asiamoney最佳分析师”评选中得到6项第一名。2019年，申万研究所围绕“专业化、国际化、平台化”的战略方向，协同总公司举办精品会议40多场，增加海外路演服务和海外联合调研，不断提升研究质量和市场影响力。申万宏源证券在《证券市场周刊》杂志社主办的“第十三届卖方水晶球分析师奖”评选中获得“本土金牌研究团队”第一名，23个研究领域获得单项奖；在《新财富》杂志社主办的“第十七届最佳分析师”评选中获得“最具影响力研究机构”第四名，10个研究领域获得单项奖。截至2019年末，申

万研究所合并口径的总资产为1.61亿元，总负债为0.82亿元，所有者权益合计为0.79亿元；2019年，申万研究所实现营业收入3.04亿元，净利润-0.0046亿元。

申万宏源证券主经纪商服务发展较好，席位租赁业务收入行业排名前十。

申万宏源证券主经纪商服务涵盖交易席位租赁、PB系统及基金行政服务。

PB业务方面，申万宏源证券不断规范发展PB交易系统，实现全市场、全品种覆盖；2018和2019年末，PB系统的资产规模分别为1417亿元和1141亿元。

基金行政服务方面，2018年，申万宏源证券通过了ISAE 3402国际鉴证，成为证券行业第四家通过认证的基金运营外包服务机构。2019年，申万宏源证券进一步推动机构客户综合金融服务，取得中国证监会行政许可的证券投资基金托管资格，年内新增166只私募基金、私募资管计划的托管及运营服务。

席位租赁业务方面，2017—2019年，申万宏源证券交易单元席位租赁收入波动减少，年均下降5.78%；2019年，申万宏源证券实现席位租赁收入4.22亿元，同比增长3.97%。2017—

2019年，申万宏源证券交易单元席位租赁收入行业排名分别为第4位、第9位和第10位。

(5) 投资管理业务

投资管理业务包括资产管理、公募基金管理以及私募基金管理等。2017—2019年，申万宏源证券投资业务收入稳中有增，年均增长7.58%；2019年，申万宏源证券实现投资管理业务收入16.33亿元，同比增长15.76%，主要是资产管理业务收入增加所致。

申万宏源证券资产管理业务具有很强竞争优势，2017—2019年，其规模呈减少趋势，业务结构以定向资管业务为主但占比不断下降；主动管理业务规模和占比均有提升，主动管理能力不断提升；2020年三季度，资产管理业务规模呈继续下降趋势。

申万宏源证券本部资产管理事业部及控股子公司申万菱信、申万期货开展资产管理业务；主要业务包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。2017—2019年，申万宏源证券资产管理业务手续费净收入小幅波动下降，2019年申万宏源证券实现资产管理业务手续费净收入12.60亿元，同比增长7.38%，主要是主动管理业务规模增加所致。2017—2019年，申万宏源证券资产管理业务收入行业排名分别为第12位、第6位和第5位，逐年提升。

近年来，申万宏源证券资产管理业务条线积极顺应市场和监管形势变化，围绕专业化改革和主动管理能力提升转型。此外，申万宏源证券资产管理业务及重点产品不断获得行业认可，在中国银行《2020年大类资产配置白皮书》

发布会上获评中国银行“2019最佳合作伙伴”券商资管；“宝赢金利系列集合资产管理计划”获东方财富风云榜“2019年度最受欢迎券商资管产品”。

从管理规模和业务结构来看，2017—2019年末，申万宏源证券资产管理规模呈下降趋势，主要是受资管新规等政策影响，申万宏源证券主动减少定向业务规模所致；业务结构以定向资管为主但占比不断下降，截至2019年末，申万宏源证券定向管理业务占比为86.97%，较2017年和2018年分别下降7.33和2.44个百分点。从各产品类型来看，2017—2019年末，申万宏源证券集合产品呈波动增加趋势，定向产品逐年较快下降，专项产品逐年增加。

受益于申万宏源证券大力发展主动管理业务，2017—2019年末，申万宏源证券主动管理规模不断增加，主动管理能力有所提升；截至2019年末，申万宏源证券主动管理规模1748.72亿元，年均增长4.65%，规模占比为32.68%，分别较2017末和2018年末上升13.91和8.21个百分点。

截至2020年9月末，申万宏源证券资产管理规模为4037.02亿元，较2019年末下降24.56%，主要来自定向资管业务的减少；资产管理业务结构仍以定向资管业务为主，占比为82.85%，较2019年末小幅下降；主动管理业务规模下降20.15%，占比为34.59%，较2019年末小幅上升。2020年1—9月，申万宏源证券实现资产管理业务及基金管理业务手续费净收入8.81亿元，同比增长11.99%。

表 10 资产管理业务情况表（单位：亿元、%）

项目		2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
		规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
产品类型	集合	390.10	4.59	551.21	8.11	486.49	9.09	483.46	11.98
	定向	8022.09	94.30	6075.97	89.42	4654.02	86.97	3344.83	82.85
	专项	94.99	1.12	167.97	2.47	210.65	3.94	208.73	5.17
管理方式	主动管理	1596.85	18.77	1663.03	24.47	1748.72	32.68	1396.35	34.59
	被动管理	6910.34	81.23	5132.11	75.53	3602.45	67.32	2640.67	65.41
合计		8507.18	100.00	6795.15	100.00	5351.16	100.00	4037.02	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

申万宏源证券公募基金管理业务发展稳定，对其盈利形成补充。

申万宏源证券主要通过控股子公司申万菱信开展公募基金管理业务。

2018年和2019年，申万菱信凭借资深的投研团队，在有效控制风险的前提下实现了基金净值稳定和业绩增长，2018年主动量化及固定收益类基金的加权业绩排名均处于行业前1/2；2019年末管理资产规模762亿元，较上年末增长46%。从具体产品来看，申万菱信中证500指数优选增强与申万菱信中证500指数增强两只500类增强产品分列同类型500指数增强产品的第1、2位。截至2019年末，申万菱信经审计的合并口径的总资产为10.31亿元，总负债为1.51亿元，所有者权益合计为8.80亿元；2019年，申万菱信实现营业收入3.45亿元，净利润0.63亿元。

私募基金管理业务发展稳定，对申万宏源证券盈利形成补充。

申万宏源证券主要通过全资子公司申万投资开展私募基金管理业务。

近年来，申万投资充分发挥“投资集团+证券公司”的双层架构优势，与证券公司的投行业务、资产管理业务及其他各类业务协同联动，为企业客户提供全方位的服务。同时，公司着力加强与大型集团、上市公司、地方政府等业务合作，重点发展并购基金、产业基金与轻资本股权基金等。2018年和2019年，申万投资分别新增基金管理规模22亿元和20亿元。截至2019年末，申万投资经审计的合并口径的总资产为7.91亿元，总负债为1.84亿元，所有者权益合计为6.07亿元；2019年，申万投资公司实现营业收入0.52亿元，净利润0.21亿元。

(6) 风险管理

申万宏源证券建立了较为完善的风险管理体系，能够较好地支持和保障各项业务的发展。

申万宏源证券根据相关要求，不断建立健全全面风险管理体系，申万宏源证券风险管理架构由董事会与监事会，经理层，风险管理部

门与其他职能管理部门，各业务部门、分支机构及子公司共同组成；以《风险管理制度》为基本制度，以《流动性风险管理办法》《流动性风险应急管理操作规程》《市场风险管理办法》《信用风险管理办法》《操作风险管理办法》《风险管理委员会工作规则》《洗钱风险评估及客户分类管理操作规程》等为配套细则。同时，综合考量发展战略目标、外部市场环境、风险承受能力、股东回报要求等内外部因素，确定了风险偏好，明确了对待风险和收益的基本态度及愿意承受的风险总量。在此基础上，申万宏源证券结合实际情况，拟定了风险容忍度及其执行方案，并建立关键风险限额指标体系。相关制度与政策得到了有效的贯彻和落实。

在风险管控措施方面，申万宏源证券建立了全面的风险识别和分析体系，采取定性和定量相结合的方式对风险状况开展分析和评价；针对可能影响实现经营目标的内外部重大风险信息，采用计量模型或评估方法审慎评估；建立了清晰的风险控制指标体系，覆盖各业务类型、各专业风险类型，通过风险管理系统，实现对各类业务风险指标、监管指标的动态监控与预警；制定了与风险偏好相适应的风险应对策略，建立了完善的内外部应对机制，基本有效管控各类风险；建立了畅通的风险信息沟通机制，确保相关信息传递与反馈及时、准确、完整。

3. 其他子公司

其他子公司业务规模不大，整体经营稳定。

截至2019年末，公司拥有一级子公司6家，均为全资子公司；截至2020年9月末，公司子公司家数较年初无变化。其中，宏源期货主要经营期货业务，宏源汇富和宏源汇智主要从事固定收益类及股权类投资业务，申万宏源产业投资主要从事股权基金管理、股权投资；上述子公司业务规模不大，整体经营稳定。

表 11 截至 2019 年末公司其他子公司情况表（单位：亿元）

序号	企业名称	实收资本	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
1	申万宏源产业投资管理有限责任公司	2.00	2.79	1.75	0.04	-0.04
2	宏源汇富创业投资有限公司	5.00	10.89	5.65	0.21	-0.07
3	宏源汇智投资有限公司	20.00	46.94	22.59	3.19	1.64
4	申万宏源投资有限公司	--	0.00	0.00	0.00	0.00
5	宏源期货有限公司	10.00	90.19	12.48	72.77	0.81

资料来源：公司年报、公司提供，联合资信整理

4. 未来发展

公司经营计划清晰，定位明确，经营计划符合自身特点和未来发展的需要。

公司将紧扣打造一流投资控股集团及头部券商的目标任务，坚持新发展理念，遵循“夯实管理基础、实现重点突破、全面提升发展质量”总基调，依托资本市场，围绕“投资+投行”，全面落实各项工作。

公司将研究制订新一轮发展战略，明确打造一流投资控股集团和头部券商的战略方向、实施路径和关键举措，以战略引领发展。聚焦重点区域、重点行业、战略客户和大客户，加大投资业务与证券业务协同，提升综合金融服务能力，加快投资业务转型升级，打造公司重要增长级和盈利支撑点。加快提升资产定价、产品创设与风险管理能力，推动证券业务向财富管理、机构交易服务转型，打造价值型、交易型投行。加强顶层设计，推进体制机制改革，推动人才队伍建设和能力建设，激发公司转型发展的内生动力，全面增强公司市场竞争力。健全内部控制和风险管理体系，全面加强风险防控，保障公司持续健康发展。公司将深刻分析新冠肺炎疫情对当前发展环境带来的深刻变化，科学把握大局，积极应对冲击，坚持防疫与经营“两手抓、两手硬、两不误”，坚决打赢疫情防控的人民战争、总体战、阻击战。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年和 2020 年 1—9 月的财务报表，2017—2019 年财务数据均经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计

并出具了标准无保留的审计意见；2020 年 1—9 月财务数据未经审计。

公司自 2018 年初起执行中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）2017 年修订的《企业会计准则第 14 号——收入》和《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》等新的金融工具准则，将以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和可供出售金融资产重分类至交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资等科目，该事项对前期比较数据不进行重述，导致 2017 年和 2018 年部分科目不可比，且对财务报表产生较广泛影响，但不构成重大影响；公司自 2019 年初起执行了财政部 2018 年度修订的《企业会计准则第 21 号——租赁》。

从合并范围来看，2018 年和 2019 年公司均无新纳入合并范围的重要子公司。整体看，公司 2017 年—2020 年 9 月末财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 3885.37 亿元；负债总额 3037.06 亿元，其中代理买卖证券款 770.53 亿元；所有者权益 848.31 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 832.06 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 245.93 亿元；利润总额 69.27 亿；净利润 58.03 亿元，其中归属于母公司的所有者净利润 57.35 亿元；经营活动现金流量净额 101.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 102.82 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司合并资产总额 4728.44 亿元；负债总额 3839.32 亿元，其中代理买卖证券款 926.35 亿元；所有者权益 889.12 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 872.71 亿元。2020 年 1—9 月，公司实现营业总收入

214.79 亿元;利润总额 79.97 亿元;净利润 66.04 亿元,其中归属于母公司的所有者净利润 65.29 亿元;经营活动现金流量净额-229.90 亿元,现金及现金等价物净增加额 58.77 亿元。

2. 资产质量

2017—2019 年末,公司自有资产规模持续增长,资产流动性较好、质量较高;公司资产总额随着各子公司业务的不断开展亦持续增长,2020 年 9 月末资产总额较上年末有所增长,但资产结构整体变化不大。

2017—2019 年末,公司合并资产总额呈持续增长趋势,年均复合增长 13.81%。截至 2019

年末,公司资产总额 3885.37 亿元,较上年末增长 11.74%,其中货币资金、融出资金、交易性金融资产以及其他债权资产均较上年末有所增长;公司资产主要由货币资金(占比 22.53%)、融出资金(占比 13.65%)、买入返售金融资产(占比 10.10%)、交易性金融资产(占比 29.66%)和其他债权(占比 11.33%)构成,上述会计科目 2019 年末合计占资产总额比重的 87.28%。2017—2019 年末,公司自有资产持续增长,年均复合增长 15.02%,截至 2019 年末,公司自有资产 2977.31 亿元,较上年末增长 8.14%,占比总资产的 76.63%。

表 12 公司资产构成情况(单位:亿元、%)

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	743.39	24.78	734.96	21.14	875.44	22.53	940.33	19.89
融出资金	557.39	18.58	441.48	12.70	530.48	13.65	789.87	16.70
买入返售金融资产	440.53	14.69	662.68	19.06	392.51	10.10	241.51	5.11
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	493.63	16.46	--	--	--	--	--	--
可供出售金融资产	469.88	15.67	--	--	--	--	--	--
交易性金融资产	--	--	942.70	27.11	1152.28	29.66	1488.46	31.48
其他债权资产	--	--	224.37	6.45	440.29	11.33	626.26	13.24
其他	294.62	9.82	471.06	13.55	494.37	12.72	642.01	13.58
资产总额	2999.43	100.00	3477.25	100.00	3885.37	100.00	4728.44	100.00
自有资产	2250.36		2753.15		2977.31		/	
自有资产/总资产	75.03		79.18		76.63		/	

注:自有资产=总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
资料来源:公司财务报表,联合资信整理

公司货币资金主要由银行存款构成,2019 年末银行存款占比货币资金的 99.25%。2017—2019 年末,公司货币资金波动增长,年均复合增长 8.52%,其中 2018 年末较上年末小幅下降 1.13%。截至 2019 年末,公司货币资金 875.44 亿元,较上年末增长 19.11%,主要系经纪客户保证金的增加;其中受限制货币资金 8.89 亿元,占货币资金比重的 1.02%,主要为在途投资款和基金公司一般风险准备。2019 年,公司对货币资金计提减值 0.03 亿元。

公司融出资金金额受子公司申万宏源证券融资融券业务开展情况影响较大。2017—2019

年末,公司融出资金先减后增,整体下降,年均复合下降 2.44%;2018 年受市场环境影响,公司两融业务发展放缓,融出资金较上年末下降 20.79%。截至 2019 年末,公司融出资金 530.48 亿元,较上年末增长 20.16%,主要系 2019 年证券市场行情回暖,子公司客户融资需求上升所致。2019 年,公司融出资金计提减值准备 1.80 亿元,截至 2019 年末,相关业务担保物公允价值 1,761.17 亿元,为融出资金净额的 3.32 倍。

2017—2019 年末,公司买入返售金融资产先增后减,整体呈下降趋势,年均复合下降

5.61%，其中 2018 年末买入返售金融资产较上年末增长 50.43%，主要系子公司申万宏源证券股票和债券质押式回购业务发展较快所致。2019 年，随着股票质押市场风险事件频发，申万宏源证券主动收缩股票质押业务规模，截至 2019 年末，公司买入返售金融资产 392.51 亿元，较上年末下降 40.77%，其中股票质押式回购 264.91 亿元（占比 67.49%）、债券质押式回购 124.76 亿元（占比 31.79%），股票质押式回购中剩余到期日一年以上的账面余额为 55.28 亿元，占 2019 年末股票质押式回购账面余额的 20.87%。2019 年，公司买入返售金融资产计提减值准备 8.03 亿元，占比 2019 年末买入返售金融资产的 2.05%。截至 2019 年末，相关业务担保物公允价值 766.57 亿元，为买入返售金融资产净额的 1.95 倍。

公司交易性金融资产主要为申万宏源证券自营投资的债券、公募基金等。2018—2019 年末，公司交易性金融资产分别为 942.70 亿元和 1152.28 亿元。2017 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 493.63 亿元，可供出售金融资产 469.88 亿元。截至 2019 年末，公司交易性金融资产 1152.28 亿元，较上年末增长 22.23%，其中债券投资 686.33 亿元（占比 59.56%）、公募基金投资 233.01 亿元（占比 20.22%），股票、银行理财产品、资管产品、信托计划及其他投资规模和占比均较小。2019 年，公司及其子公司加大债券和基金的投资力度，债券持仓占比进一步提升。2019 年，公司分别将 532.20 亿元和 21.79 亿元债券用于卖出回购业务和借贷业务的质押，债券质押金额占比债券投资的 80.72%，占比交易性金融资产的 48.08%。

2018—2019 年末，公司其他债权投资规模分别为 224.37 亿元和 440.29 亿元，2019 年末较上年末增长 96.24%，主要系公司投资公司债、企业债等债务工具规模增长所致。截至 2019 年末，其他债权投资中，地方债 71.69 亿元（占比 16.28%）、企业债 59.68 亿元（占比 13.56%）、中期票据 44.37 亿元（占比 10.08%）、公司债

163.33 亿元（占比 37.10%）；公司其他债权投资科目中，146.95 亿元债券投资用于卖出回购业务设定质押，71.09 亿元债券投资为债券借贷业务设定质押，质押规模 218.04 亿元，占比其他债权投资的 49.52%，占比较高。截至 2019 年末，公司其他债权投资累计计提减值准备 2.78 亿元，占比其他债权投资的 0.63%。

截至 2020 年 9 月末，公司资产总额 4728.44 亿元，较上年末增长 21.70%，其中货币资金（占比 19.89%）和买入返售金融资产（占比 5.11%）占比较上年末均有所下降，融出资金（占比 16.70%）、交易性金融资产（31.48%）、其他债券投资（13.24%）占比均较上年末有所上升，整体看资产结构变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2017—2019 年末，随着公司不断发行股票融资以及未分配利润的增加，公司所有者权益快速增长。公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

2017—2019 年末，公司股东权益合计分别为 570.06 亿元、711.96 亿元和 848.31 亿元，年均复合增长 21.99%，其中 2018 年末股东权益合计较 2017 年末增长 24.89%，2019 年末股东权益合计较 2018 年末增长 19.15%。近年来，股东权益合计的增长主要系公司 2018 年和 2019 年分别发行 24.79 亿和 25.04 亿股新股及各年利润留存所致。截至 2019 年末，归属于母公司股东权益合计 832.06 亿元，占比股东权益合计的 98.08%，其中股本 250.40 亿元（占比 30.09%）、资本公积 193.67 亿元（占比 23.28%）、一般风险准备 122.76 亿元（占比 14.75%）、未分配利润 234.64 亿元（占比 28.20%）；少数股东权益占比股东权益合计较小。公司股本和资本公积合计占比较高，所有者权益稳定性较好。2017—2019 年，公司利润分配分别为 11.27 亿元、11.27 亿元和 20.03 亿元，分别占比当年归属于母公司所有者净利润的 24.50%、27.09%和 34.93%，分配力度适中。

表 13 公司所有者权益构成 (单位: 亿元、%)

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
归属于母公司所有者权益合计	551.97	96.83	693.99	97.48	832.06	98.08	872.71	98.15
其中: 实收资本	200.57	36.34	225.36	32.47	250.40	30.09	250.40	28.69
资本公积	44.37	8.04	139.40	20.09	193.67	23.28	193.67	22.19
其他综合收益	-3.48	-0.63	-14.80	-2.13	-3.32	-0.40	-8.88	-1.02
盈余公积	30.17	5.47	31.84	4.59	33.90	4.07	33.90	3.88
一般风险准备	98.61	17.86	110.77	15.96	122.76	14.75	123.19	14.12
未分配利润	181.73	32.92	201.42	29.02	234.64	28.20	280.43	32.13
少数股东权益	18.09	3.17	17.97	2.52	16.25	1.92	16.41	1.85
所有者权益合计	570.06	100.00	711.96	100.00	848.31	100.00	889.12	100.00

资料来源: 公司审计报告及三季度财务报表, 联合资信整理

截至 2020 年 9 月末, 公司股东权益合计 889.12 亿元, 较上年末增长 4.81%, 主要系利润留存致使未分配利润增长所致; 其中归属于母公司股东权益合计 872.71 亿元。整体看, 股东权益有所增长, 但结构较上年末变化不大。

(2) 负债

2017-2019 年末, 公司负债规模和债务规模均呈增长趋势; 公司债务结构以短期债务为主, 杠杆水平处于正常水平。

2017-2019 年末, 公司负债总额呈持续增长趋势, 年均复合增长 11.81%, 截至 2019 年

末, 公司负债总额 3037.06 亿元, 较上年末增长 9.83%, 主要系应付短期融资款、卖出回购金融资产款、代理买卖证券款和应付债券的增长。2017-2019 年末, 公司自有负债亦持续增长, 年均复合增长 12.56%, 截至 2019 年末, 公司自有负债 2129.00 亿元, 较上年末增长 4.30%。截至 2019 年末, 公司负债主要由卖出回购金融资产款 (占比 27.64%)、代理买卖证券款 (占比 25.37%) 和应付债券 (占比 30.21%) 构成, 三者合计占比负债总额的 83.22%。

表 14 公司负债情况 (单位: 亿元、%)

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付短期融资款	152.45	6.28	135.68	4.91	170.65	5.62	357.43	9.31
拆入资金	79.00	3.25	116.94	4.23	109.51	3.61	46.89	1.22
卖出回购金融资产款	646.59	26.62	793.62	28.70	839.44	27.64	956.04	24.90
代理买卖证券款	636.29	26.19	602.75	21.80	770.53	25.37	926.35	24.13
应付债券	656.67	27.03	895.08	32.37	917.35	30.21	1127.47	29.37
其他负债	144.39	5.94	128.32	4.64	122.15	4.02	121.31	3.16
其他	113.97	4.69	92.88	3.36	107.42	3.54	303.83	7.91
负债总额	2429.38	100.00	2765.29	100.00	3037.06	100.00	3839.32	100.00
自有负债	1680.30		2041.19		2129.00		/	
自有负债/总负债	69.17		73.81		70.10		/	
短期债务	925.59	58.21	1053.42	53.85	1131.20	54.89	1476.78	56.51
长期债务	664.51	41.79	902.94	46.15	929.50	45.11	1136.31	43.49
全部债务	1590.10	100.00	1956.36	100.00	2060.71	100.00	2613.09	100.00
资产负债率	80.99		79.53		78.17		81.20	
自有资产负债率	74.67		74.14		71.51		/	

全部债务资本化比率	73.61	73.32	70.84	74.61
长期债务资本化比率	55.83	55.91	52.28	56.10

注：自有资产负债率=自有负债/自有资产*100.00%，自有负债=总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额

资料来源：公司审计报告及三季度财务报表，联合资信整理

图4 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及三季度财务报表，联合资信整理

图5 公司债务杠杆水平（单位：%）



资料来源：公司审计报告及三季度财务报表，联合资信整理

2017—2019年末，公司应付短期融资款先减后增，整体增长，年均复合增长5.80%，其中2018年末较2017年末下降11.00%。截至2019年末，应付短期融资款规模170.65亿元，较上年末增长25.77%，其中短期融资券100.39亿元（占比58.83%）、收益凭证70.26亿元（占比41.17%）。整体看，应付短期融资款有波动主要系短期公司债、短期融资款以及收益凭证净发行规模波动所致。

2017—2019年末，公司卖出回购金融资产款逐年增长，年均复合增长13.94%。截至2019年末，公司卖出回购金融资产款839.44亿元，较上年末增长5.77%，主要系公司及其子公司固定收益投资业务增加债券质押融资规模所致，

其中债券质押式回购规模占比83.96%。

公司代理买卖证券款由子公司申万宏源证券业务产生，2017—2019年末，代理买卖证券款先减后增、波动增长，年均复合增长10.04%，其中2018年末较2017年末下降5.27%。截至2019年末，代理买卖证券款770.53亿元，较上年末增长27.84%，代理买卖证券款受证券市场行情影响较大，其金额变化情况与证券市场交投活跃度基本保持一致。

2017—2019年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长18.19%，其中2018年末较2017年末增长36.31%。截至2019年末，公司应付债券917.35亿元，较上年末增长2.49%，主要系公司及其子公司发行债券规模增长所致。

从有息债务来看，2017—2019年末，公司全部债务逐年增长，年均复合增长13.84%。截至2019年末，公司全部债务2060.71亿元，其中短期债务1131.20亿元（占比54.89%）、长期债务929.50亿元（占比45.11%）。2017—2019年末，公司债务结构未发生较大变化，短期债务占比均在55.00%左右。从债务期限结构来看，截至2020年9月末，公司1年内需偿还的债务规模占全部债务比重为66.34%，1年内需偿还的债务规模较大，需对流动性管理情况保持关注。

表15 截至2020年9月底全部债务偿还期限结构

期限	金额 (亿元)	占比 (%)
1年以内 (含一年)	1728.58	66.34
1年至5年 (含5年)	843.84	32.39
5年以上	33.16	1.27
合计	2605.59	100.00

注：上表全部债务不包括租赁负债

资料来源：公司提供，联合资信整理

2017—2019年末，公司资产负债率、自有资产负债率均持续下降，2019年末分别为78.17%

和 71.51%。近年来，公司债务规模不断增长，但全部债务资本化比率和长期债务资本化比率整体均有所下降，主要系公司发行新股规模较大，所有者权益增长较快所致。截至 2019 年末，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.84% 和 52.28%，较 2018 年末分别下降 2.48 和 3.63 个百分点，结合所处行业来看，公司杠杆水平属正常水平。

截至 2020 年 9 月末，公司负债总额 3839.32 亿元，较上年末增长 26.42%。负债总额的增长主要系债务规模的扩大，截至 2020 年 9 月末，公司应付短期融资款 357.43 亿元，较上年末增长 109.45%；应付债券 1127.47 亿元，较上年末增长 22.90%。截至 2020 年 9 月末，公司全部债务 2613.09 亿元，较上年末增长 26.81%，短期债务和长期债务分别占比 56.51% 和 43.49%，债务结构仍以短期为主。

4. 子公司资本充足性

核心子公司申万宏源证券资本实力较为稳定，以净资本和流动性为核心的风险控制指标均优于行业监管水平，资本充足性良好。

证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施新的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，改进净资本、风险资本准备计算公式。

2017—2019 年末，申万宏源证券母公司口径（下同）的净资本规模分别为 510.71 亿元、583.74 亿元和 561.48 亿元。截至 2019 年末，申万宏源证券净资本 561.48 亿元，较年初下降 3.81%，主要系次级债到期使附属净资本大幅减少所致；核心净资本 538.48 亿元，较年初增长 13.00%；附属净资本 23.00 亿元，较年初大幅下降 78.54%。

从主要风控指标来看，截至 2019 年末，申万宏源证券母公司口径的净资本/净资产指标为 79.72%，较 2018 年末下降 13.93 个百分点；资本杠杆率指标由 2018 年末的 18.92% 上升至 19.86%，主要系核心净资本增加所致；各项风险资本准备之和由 2018 年末的 245.48 亿元增加至 264.65 亿元，主要系申万宏源证券债券投资规模增加所致；受各项风险资本准备之和上升和净资本下降影响，风险覆盖率指标由 2018 年末的 237.80% 下降至 2019 年末的 212.16%，均远高于行业监管标准。

截至 2020 年 9 月末，申万宏源证券母公司口径净资本为 662.06 亿元，较年初增长 17.91%，主要是核心净资本增加及发行次级债致使附属净资本增加所致；各项风险控制指标均满足监管标准。2021 年 1 月，公司对申万宏源证券增资 50.00 亿元，申万宏源证券资本实力进一步增强。

表 16 申万宏源证券风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末	监管	预警
核心净资本（亿元）	403.61	476.54	538.48	578.06	--	--
附属净资本（亿元）	107.10	107.20	23.00	84.00	--	--
净资本（亿元）	510.71	583.74	561.48	662.06	--	--
净资产（元）	498.11	623.31	704.34	751.10	--	--
各项风险资本准备之和（亿元）	237.47	245.48	264.65	355.27	--	--
风险覆盖率（%）	215.06	237.80	212.16	186.36	≥100	≥120
资本杠杆率（%）	19.94	18.92	19.86	17.27	≥8	≥9.6
净资本/净资产（%）	102.53	93.65	79.72	88.15	≥20	≥24

资料来源：申万宏源证券风险控制监管指标报表

5. 盈利能力

2017—2019 年，公司营业收入和营业成本均呈持续增长态势；利润总额先减后增，整体有所增长；盈利指标近年有所波动，但与整体仍处于较高水平。

2017—2019 年，受益于手续费及佣金净收入和其他业务收入的增长，公司营业收入持续增长，年均复合增长 35.64%。2019 年，公司营业收入 245.93 亿元，同比增长 60.98%，主要系随着期货子公司基差贸易业务的开展，其他业

务收入中大宗商品销售收入大幅增长所致。2019 年，公司营业收入主要由手续费及佣金净收入（占比 26.06%）、利息净收入（占比 13.09%）、投资收益（占比 23.21%）和其他业务收入（占比 36.46%）构成。

公司手续费及佣金净收入主要由证券经纪业务净收入、投资银行业务净收入和资产管理业务净收入构成，2019 年，上述业务净收入分别为 35.34 亿元、11.62 亿元和 10.64 亿元，分别占比手续费及佣金净收入的 55.14%、18.14% 和 16.59%。2019 年，手续费及佣金净收入 64.10 亿元，较上年同比增加 9.37 亿元，增长 17.12%；其中受证券市场回暖、交投活跃度回升影响，经纪业务收入较上年同比增加 5.35 亿元，增长 16.39%；在资本市场加快改革、提升直接融资占比的政策背景下，公司股票承销业务和债券承销业务实现较快发展，投资银行业务手续费净收入较上年同比增加 2.86 亿元，增长

32.68%；公司资产管理业务围绕专业化改革和主动管理能力提升转型，资产管理及基金管理业务手续费净收入较上年同比增加 0.91 亿元，增长 7.59%。

2017—2019 年，公司利息净收入波动增长，其中 2018 年同比增长 91.86%，主要系公司及其子公司加大了其他债权工具投资规模，相关利息收入大幅增长所致；2019 年，公司利息净收入 32.20 亿元，同比小幅下降 4.09%。

2017—2019 年，公司分别实现投资收益 40.62 亿元、39.28 亿元和 57.09 亿元，其中 2019 年同比增长 45.35%，主要受益于公司持有的债券和基金投资持有期间取得的收益以及买卖价差收益上升。

公司其他业务收入主要为期货子公司基差贸易业务大宗商品销售收入，2017—2019 年，公司其他业务收入持续大幅增长，但对利润贡献度不大。

表 17 公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	73.78	55.19	54.73	35.82	64.10	26.06	60.47	28.15
利息净收入	17.50	13.09	33.57	21.97	32.20	13.09	27.78	12.93
投资收益	40.62	30.39	39.28	25.71	57.09	23.21	43.67	20.33
其他业务收入	1.06	0.79	24.45	16.00	89.68	36.46	70.81	32.97
其他	0.72	0.54	0.75	0.49	2.87	1.17	12.06	5.61
营业收入合计	133.68	100.00	152.77	100.00	245.93	100.00	214.79	100.00

资料来源：公司审计报告及三季度财务报表，联合资信整理

2017—2019 年，公司营业成本年均复合增长 54.15%，2019 年，公司营业成本 176.42 亿元，同比增长 75.08%，主要系随着期货子公司加快基差贸易业务发展，商业贸易成本即大宗商品销售成本大幅上涨所致。2019 年，业务及管理费和其他业务成本分别为 79.11 亿元和 87.25 亿元，分别占比营业成本的 44.84% 和 49.45%。公司业务及管理费主要由职工薪酬构成，2019 年职工薪酬占比业务及管理费的 75.73%。2017—2019 年，公司营业费用率分别为 51.13%、45.48% 和 32.17%，整体呈下降趋势，费用控制能力较好。近年来，公司期货子公司

基差贸易业务发展迅速，受该业务影响，公司营业总收入大幅增长，但由于该业务利润率较低，一定程度上降低了公司整体的营业利润率水平，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 44.46%、34.04% 和 28.26%，整体呈下降趋势。

从盈利情况来看，综合以上收入和成本费用因素，公司利润总额呈波动增长趋势，2017—2019 年分别实现利润总额 59.27 亿元、51.87 亿元和 69.27 亿元，年均复合增长 8.15%。公司净利润水平亦波动增长，2017—2019 年分别实现净利润 47.26 亿元、42.48 亿元和 58.03 亿元，其中 2019 年同比增长 36.62%，主要系 2019 年

证券市场行情回暖，公司投资收益实现较大增长所致。从盈利指标来看，2017—2019年，公司总资产收益率分别为1.64%、1.31%和1.58%；净资产收益率分别为8.51%、6.63%和7.44%，两者均与净利润波动情况保持一致，呈先减后增态势。

从同行业对比来看，根据下表数据，与样本企业相比，公司盈利指标较高；资产负债率略高于经营同类或类似主业的金融控股平台类企业，主要系公司受子公司申万宏源证券影响较大，且近两年公司发债规模较大所致。

表 18 2019 年末金融控股平台类企业的财务指标比较（单位：%）

项目	净资产收益率	归母净资产收益率	资产负债率	自有资产负债率
湖南财信投资控股有限责任公司	7.23	7.08	64.50	54.63
苏州国际发展集团有限公司	3.74	2.27	73.11	68.35
山西金融投资控股集团有限公司	2.61	2.32	67.36	61.72
珠海华发投资控股有限公司	5.23	3.78	70.41	70.30
上述样本企业平均值	4.70	3.86	68.85	63.75
申万宏源	7.44	7.52	78.17	71.51

资料来源：公司审计报告及三季度财务报表、公开资料，联合资信整理

2020年1—9月，公司实现营业收入214.79亿元，同比增长30.80%；营业成本134.46亿元，同比增长27.25%；利润总额和净利润分别为79.97亿元和66.04亿元，分别同比增长36.98%和37.53%，总资产收益率和净资产收益率分别为1.53%和7.60%。

6. 现金流分析

2017—2019年，公司经营现金流净额持续增长；投资活动现金流有所波动，且均处于净流出状态；筹资活动现金流净额均处于净流入状态，整体看，公司通过能发行债券、债券回购、长短期借款、股权融资等方式筹集资金，融资渠道较为畅通，现金流状况良好。

经营活动现金流方面，2017—2019年，公司经营现金流净额持续增长，其中2018年的增长主要系公司子公司申万宏源证券受市场行情影响，两融业务放缓，融出资金减少以及代理买卖证券支付的现金净额大幅减少共同作用所致；2019年，公司经营现金流由净流出转为净流入，主要系期货子公司大宗商品贸易

易收到现金的增长以及证券子公司代理买卖证券收到的现金净额增加所致。

投资活动现金流方面，2017—2019年，公司投资活动现金流净额有所波动，但均呈净流出态势，其中2018年投资活动现金流量净额有所增长，主要系2018年证券市场交投活跃度下降，用于投资的现金较少，2019年证券市场行情回暖，投资支出有所增长，投资活动现金流净额有所下降。

筹资活动现金流方面，2017—2019年，公司筹资活动现金流净额波动较大，但均呈净流入状态；2018年，公司发行债券规模较大，筹资活动现金流净额增幅较大；2019年，受前期发债的影响，公司偿还债务支出的现金有所增长，筹资活动现金流净额同比有所下降。

2020年1—9月，受发行债券规模扩大影响，公司筹资性现金流入大幅增长，公司整体现金流呈净流入状态，现金及现金等价物净增加额为58.77元，期末现金及现金等价物余额为1134.68亿元。

表 19 公司现金流情况表（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流净额	-305.85	-138.82	101.16	-229.90
投资活动现金流净额	-80.64	-36.09	-76.01	-149.88

筹资活动现金流净额	127.60	257.97	75.64	438.89
现金及现金等价物净增加额	-258.87	83.10	102.82	58.77
期末现金及现金等价物余额	889.98	973.08	1075.90	1134.68

资料来源：公司审计报告及三季度财务报表，联合资信整理

7. 母公司口径财务分析

公司母公司口径资产主要以长期股权投资为主，资产流动性一般；随着公司不断发行股票增资及利润的留存，公司资本实力有所增强，所有者权益于 2017—2019 年间不断增长，但资产负债率稳中有增；公司本部主要依靠投资收益实现盈利，盈利能力一般；2018 年，公司通过发行债券筹集资金用于投资业务，筹资活动现金流净流入和投资活动现金流净流出均大幅增加；随着近年来公司发行债券规模的增长，需对公司的流动性管理情况给予一定关注。

2017—2019 年末，公司母公司口径总资产持续增长，年均复合增长 25.66%，截至 2019 年末为 846.83 亿元，较上年末增长 18.08%，主要系货币资金、交易性金融资产及长期股权投资增加较多所致；资产结构以货币资金（占比 8.64%）、交易性金融资产（占比 9.05%）、长期股权投资（占比 66.77%）和其他资产（占比 10.50%）为主；长期股权投资主要为对子公司的投资，2019 年公司分别追加对申万宏源证券和申万宏源产业投资管理有限责任公司 40.00 亿元和 0.24 亿元投资。

截至 2020 年 9 月末，公司母公司资产总额 838.12 亿元，较上年末下降 1.03%，整体资产规模变化不大，随着母公司投资业务的发展，货币资金占母公司资产比重由 2019 年末的 8.64% 降至 2.02%，交易性金融资产占母公司资产比重由 2019 年末的 9.05% 增至 15.48%。

2017—2019 年末，公司母公司口径负债亦呈持续增长趋势，年均复合增长 27.52%，截至 2019 年末为 259.61 亿元，较上年末增长 20.54%，主要系公司应付债券规模增长；公司负债以应付债券为主，2019 年末应付债券占比负债总额的 96.04%。近三年，公司母公司口径资产负债率小幅增长，但基本维持在 30.00% 左右，2019 年末资产负债率 30.66%，处于较低水平；全部

债务持续增长，2017—2019 年年均复合增长 30.88%。截至 2019 年末，母公司口径全部债务 257.42 亿元，较上年末增长 22.69%，其中长期债务占比 98.03%，主要为发行的公司债券。

截至 2020 年 9 月末，公司母公司口径负债 250.51 亿元，较上年末下降 3.51%，负债总额整体变化不大，全部债务均为应付债券，为 249.22 亿元。

2017—2019 年末，公司母公司口径所有者权益呈增长趋势，年均复合增长 24.87%，其中 2018 年末较上年末增长 33.23%；2019 年末为 587.22 亿元，较上年末增长 17.03%。公司于 2018 年 1 月非公开发行股票，募集资金净额 119.73 元，其中实收资本 24.79 亿元、股本溢价 94.94 亿元；于 2019 年 4 月在香港联合交易所有限公司主板发售 H 股 25.04 亿股，资本实力不断增强。

截至 2020 年 9 月末，公司母公司口径所有者权益 587.61 亿元，较上年末基本持平，结构亦基本未发生变化。

2017—2019 年，公司本部营业收入规模不断增长，三年分别为 12.53 亿元、19.04 亿元和 24.61 亿元，年均复合增长 40.12%。营业收入以投资收益为主，2017—2019 年，分别实现投资收益 13.68 亿元、17.73 亿元和 23.57 亿元，分别占比营业收入的 109.14%、93.15% 和 95.78%。2017—2019 年，公司本部营业支出有所增长，年均复合增长 34.29%，2019 年，公司营业支出 4.18 亿元，同比增长 80.43%，主要系公司计提其他资产减值损失 1.78 亿元。2017—2019 年，公司利润总额持续增长，三年分别为 10.20 亿元、16.71 亿元和 20.43 亿元，三年复合增长率为 41.52%。公司母公司口径总资产收益率和净资产收益率均呈波动增长趋势，2019 年末分别为 2.63% 和 3.78%，分别较 2017 年上升 0.76 和 1.13 个百分点。

2020年1—9月，公司本部实现营业收入21.25亿元，同比下降16.70%，其中投资收益23.27亿元，占比109.50%；营业支出为1.00亿元，同比下降37.49%；实现利润总额20.22亿元，同比下降15.42%。2020年1—9月，公司总资产收益率和净资产收益率分别为2.42%和3.48%。

2017—2019年，公司本部经营活动现金流净额持续下降，2018年由净流入转为净流出，2019年延续下降趋势，主要系为交易目的而持有的金融工具支出持续增加所致。2017—2019年，公司投资活动现金流波动幅度较大，2018年由2017年的-9.51亿元降至-135.05亿元，主要系公司加大了投资规模，投资活动所支付的现金及支付其他与投资活动有关的现金同比均大幅增长所致，2019年投资活动现金流净额由负转正，投资活动支出大幅下降。2018年，公司筹资活动现金流由负转正，主要系发行债券和吸收投资的规模较大所致；2019年，筹资活动现金流净额仍处于净流入状态，发行债券规模同比有所增长，但吸收投资获得的资金量有所下降。

2020年1—9月，公司母公司经营活动现金流净额-56.75亿元，呈净流出状态；投资活动现金流净额31.50亿元，呈净流入状态；筹资活动现金流净额-30.70亿元，呈净流出状态。整

体看，2020年1—9月，公司现金流呈净流出状态，现金及现金等价物净增加额为-56.27亿元。

8. 偿债能力

公司偿债指标表现较好，同时考虑到公司资产质量和流动性整体较好，融资渠道畅通等因素，公司偿债能力极强。

短期偿债指标方面，2017—2019年，合并口径期末现金及现金等价物余额/短期债务指标表现较好，母公司口径期末现金及现金等价物余额/短期债务指标持续改善，2019年末处于较好水平；因筹资活动前现金流量净额波动大或为负值，筹资活动前现金流无法对利息支出形成有效覆盖。

长期偿债指标方面，2017—2019年，受利息支出和净利润共同影响，合并口径EBITDA持续增长，年均复合增长10.10%，2019年，合并口径EBITDA为152.88亿元，同比增长12.63%，主要由利润总额（占比45.31%）和利息支出（占比51.07%）构成；母公司口径EBITDA亦持续增长，年均复合增长40.14%，2019年母公司口径EBITDA为29.75亿元，同比增长25.19%，利润总额和利息支出分别占比68.67%和30.39%。2017—2019年，合并口径和母公司口径EBITDA对利息支出覆盖程度较好，对全部债务覆盖程度一般。

表 20 公司偿债能力指标

项目	2017年		2018年		2019年	
	母公司	合并	母公司	合并	母公司	合并
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.05	0.96	0.31	0.92	14.43	0.95
筹资活动前现金流量净额利息倍数（倍）	-2.02	-6.05	-23.44	-2.06	-3.81	0.32
EBITDA（亿元）	15.15	126.13	23.76	135.74	29.75	152.88
EBITDA 利息倍数（倍）	3.29	1.97	3.51	1.68	3.29	1.96
全部债务/EBITDA（倍）	9.92	12.61	8.83	14.41	8.65	13.48

资料来源：公司审计报告及三季度财务报表，联合资信整理

截至2020年9月末，公司共获得授信额度合计约4538亿元，已使用约1109.8亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2020年9月末，公司无对外担保，无重大被讼、仲裁事项。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响不大，公司资产总额、所有者权益、EBITDA对本期债券覆盖程度较好，考虑到公司为“A+H”上

市公司，在行业内具有很强的竞争力，股东对公司支持力度较大等因素，公司对本期债券的偿付能力极强。

1. 本期债券发行对公司现有债务的影响

截至 2020 年 9 月末，公司全部债务总额 2613.09 亿元。本期拟发行债券规模为不超过 20.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模很小。

以 2020 年 9 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 20.00 亿元，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.31%、74.83% 和 56.74%，分别较发债前上升 0.12、0.22 和 0.64 个百分点。考虑

到本期债务拟用于补充营运资金、偿还债务，本期债券发行后，公司债务结构将得到一定优化。

2. 本期债券偿债能力分析

公司本期拟发行不超过 20.00 亿元债券，本期债券发行成功后，公司负债水平将有所上升。以 2020 年 9 月末的财务数据为基础，按照公司发行 20.00 亿元债券估算资产总额、所有者权益、净利润、EBITDA 和筹资前净现金流对本期债券本金的保障倍数如下表所示，除合并和母公司口径筹资前净现金流对本期债券本金覆盖倍数波动较大，其他指标均表现较好。

表 21 本期债券偿还能力指标（单位：倍）

指标	2019 年		2020 年 1-9 月	
	合并	母公司	合并	母公司
资产总额/本期债券额度	129.51	42.34	157.61	41.91
所有者权益/本期债券额度	28.28	29.36	29.64	29.38
净利润/本期债券额度	1.93	1.03	2.20	1.02
EBITDA/本期债券额度	5.10	1.49	/	/
筹资前净现金流/本期债券额度	0.84	-1.72	-12.66	-1.26

注：2020 年 1-9 月相关指标未年化
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十、结论

公司作为以证券业务为核心的“A+H”股的上市投资控股集团，具有很强的股东背景及品牌影响力；公司依托“投资控股集团+证券公司”的架构，已形成多元化经营的业务体系；子公司申万宏源证券有限公司为全国综合性券商之一，行业地位显著，分支机构众多，营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队，连续四年获得A级以上分类评级，形成了很强的综合实力和良好的风险控制能力。公司资本实力很强，营业收入及净利润整体呈增加趋势，盈利能力较强；目前，公司资产流动性较好，资本

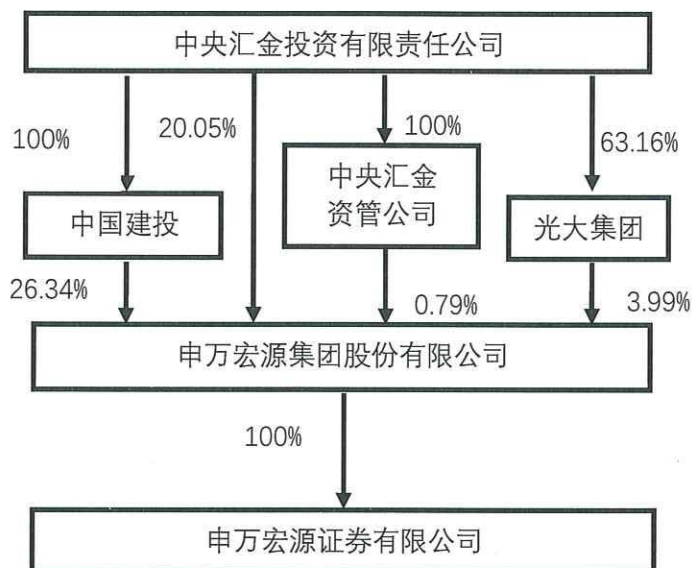
充足性好，整体偿债能力极强。同时，联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化，以及市场信用风险上升等因素可能对公司经营带来不利影响。

本期债券的发行对公司债务结构影响不大，相关财务指标对本期债券的覆盖倍数较好。

未来随着资本市场的持续发展、公司各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

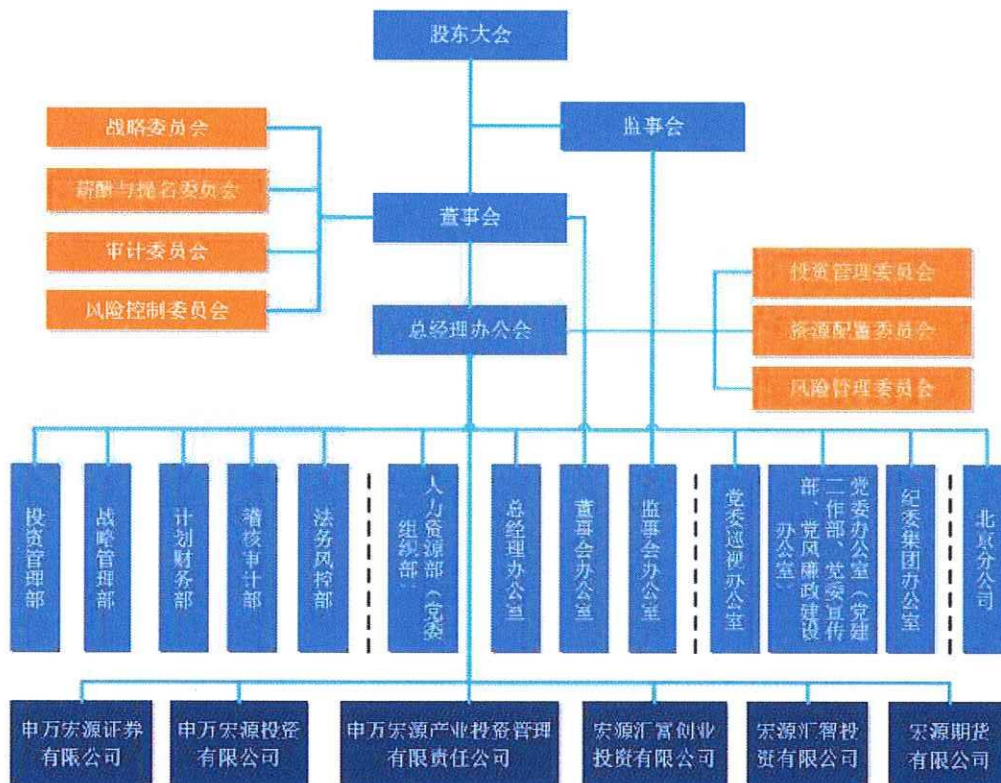
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底申万宏源集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底申万宏源集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2019 年底申万宏源集团股份有限公司

主要子公司情况

序号	企业名称	主要业务	实收资本 (亿元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得方式
1	申万宏源证券有限公司	证券经纪、证券投资咨询、融资融券、代销金融产品、证券投资基金代销、为期货公司提供中间介绍业务（以上各项业务限新疆、甘肃、陕西、宁夏、青海、西藏以外区域），证券资产管理，证券承销与保荐（限除可转换债券以外的各类债券品种），证券自营（除服务新疆、甘肃、陕西、宁夏、青海、西藏区域证券经纪业务客户的证券自营外），股票期权做市，证券投资基金托管，国家有关管理机构批准的其他业务。（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）	470.00	100%	100%	设立
2	申万宏源产业投资管理有限责任公司	投资与资产管理，投资咨询服务。（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）	2.00	100%	100%	设立
3	宏源汇富创业投资有限公司	创业投资业务；创业投资咨询业务；为创业企业提供创业管理服务业务；参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构。（“1、未经有关部门批准，不得以公开方式募集资金；2、不得开展证券类产品和金融衍生品交易活动；3、不得发放贷款；4、不得对所投资企业以外的	5.00	100%	100%	同一控制下企业合并

序号	企业名称	主要业务	实收资本 (亿元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得方式
		其他企业提供担保； 5、不得向投资者承诺 投资本金不受损失或 者承诺最低收益”； 企业依法自主选择经 营项目，开展经营活 动；依法须经批准的 项目，经相关部门批准 后依批准的内容开展 经营活动；不得从事 本市产业政策禁止和 限制类项目的经营 活动。)				
4	宏源汇智投资有限公司	投资；资产管理；投 资管理；企业管理咨询； 投资咨询。（“1、 未经有关部门批准，不 得以公开方式募集资 金；2、不得公开开展 证券类产品和金融衍 生品交易活动；3、不 得发放贷款；4、不得 对所投资企业以外的 其他企业提供担保；5、 不得向投资者承诺投 资本金不受损失或者 承诺最低收益”；企 业依法自主选择经营 项目，开展经营活动； 依法须经批准的项目， 经相关部门批准后依 批准的内容开展经营 活动；不得从事本市 产业政策禁止和限制 类项目的经营活动）	20.00	100%	100%	同一控制下 企业合并
5	申万宏源投资有限公司	投资与资产管理；投 资咨询服务。（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）	--	100%	100%	设立
6	宏源期货有限公司	商品期货经纪、金融 期货经纪、期货投资 咨询、资产管理、基 金销售。（企业依法 自主选择经营项目， 开展经营活动；依法 须经批准的项目，经 相关部门批准后依批 准的内容开展经营活 动；不得从事本市产 业政策禁止和限制类 项目的经营活动。）	10.00	100%	100%	同一控制下 企业合并

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 申万宏源集团股份有限公司

主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
财务数据				
资产总额（亿元）	2999.43	3477.25	3885.37	4728.44
所有者权益（亿元）	570.06	711.96	848.31	889.12
归属于母公司所有者权益（亿元）	551.97	693.99	832.06	872.71
短期债务（亿元）	925.59	1053.42	1131.20	1476.78
长期债务（亿元）	664.51	902.94	929.50	1136.31
全部债务（亿元）	1590.10	1956.36	2060.71	2613.09
营业总收入（亿元）	133.68	152.77	245.93	214.79
投资收益（亿元）	40.62	39.28	57.09	43.67
利润总额（亿元）	59.27	51.87	69.27	79.97
EBITDA（亿元）	126.13	135.74	152.88	/
筹资前净现金流（亿元）	-386.49	-174.91	25.15	-379.78
财务指标				
营业利润率（%）	44.46	34.04	28.26	37.40
资产收益率（%）	1.64	1.31	1.58	1.53
净资产收益率（%）	8.51	6.63	7.44	7.60
归母净资产收益率（%）	8.56	6.68	7.52	7.66
长期债务资本化比率（%）	53.83	55.91	52.28	26.10
全部债务资本化比率（%）	73.61	73.32	70.84	74.61
资产负债率（%）	80.99	79.53	78.17	81.20
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.96	0.92	0.95	0.77
EBITDA 利息倍数（倍）	1.97	1.68	1.96	/
全部债务/EBITDA（倍）	12.61	14.41	13.48	/
EBITDA/本期债券额度（倍）	4.20	4.52	5.10	/

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 申万宏源集团股份有限公司

主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
财务数据				
资产总额（亿元）	536.29	717.15	846.83	838.12
所有者权益（亿元）	376.63	501.76	587.22	587.61
短期债务（亿元）	19.00	5.08	5.07	0.00
长期债务（亿元）	131.27	204.73	252.35	249.22
全部债务（亿元）	150.27	209.81	257.42	249.22
营业收入（亿元）	12.53	19.04	24.61	21.25
投资收益（亿元）	13.68	17.73	23.57	23.27
利润总额（亿元）	10.20	16.71	20.43	20.22
EBITDA（亿元）	15.15	23.76	29.75	/
筹资前净现金流（亿元）	-9.30	-158.84	-34.42	-25.25
财务指标				
营业利润率（%）	81.50	87.83	83.01	95.29
资产收益率（%）	1.88	2.66	2.63	2.42
净资产收益率（%）	2.66	3.80	3.78	3.48
长期债务资本化比率（%）	25.85	28.98	30.06	29.78
全部债务资本化比率（%）	28.52	29.49	30.48	29.78
资产负债率（%）	29.77	30.03	30.66	29.89
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.05	0.31	14.43	*
EBITDA 利息倍数（倍）	3.29	3.51	3.29	/
全部债务/EBITDA（倍）	9.92	8.83	8.65	/
EBITDA/本期债券额度（倍）	0.76	1.19	1.49	/

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率或变动率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
盈利指标	
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部有息债务+期末所有者权益+期末全部有息债务) / 2]×100%
资产收益率	当期净利润/ [(期初资产总额+期末资产总额) / 2]×100%
净资产收益率	当期净利润/ [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
债务结构指标	
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部有息债务/ (全部有息债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
筹资前净现金流流动负债比	筹资前净现金流/流动负债合计×100%
期末现金及现金等价物余额/短期债务	期末现金及现金等价物余额/短期债务

注: 短期债务=短期借款+拆入资金+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债中的有息债务+应付短期债券+其他科目里的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他科目里的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出

自有资产=总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额

自有负债=总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

筹资前净现金流=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 申万宏源集团股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开 发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年申万宏源集团股份有限公司年报公告后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级；并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

申万宏源集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。申万宏源集团股份有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对申万宏源集团股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，申万宏源集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注申万宏源集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债项相关信息，如发现申万宏源集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对申万宏源集团股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如申万宏源集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对申万宏源集团股份有限公司或本次（期）债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送申万宏源集团股份有限公司、监管部门等。