

申万宏源证券有限公司
2019 年面向合格投资者
公开发行公司债券（第二期）
信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概要

编号:【新世纪债评(2019)010196】

评级对象: 申万宏源证券有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)(本期债券)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA(未安排增级)

评级时间: 2019 年 2 月 28 日

计划发行: 不超过 180 亿元(含 180 亿元)

发行目的: 偿还到期债务

本期发行: 不超过 80 亿元(含 80 亿元)

偿还方式: 每年付息一次,到期一次还本

存续期限: 品种一为 3 年期固定利率债券;

品种二为 5 年期固定利率债券

增级安排: 无

主要数据与指标:

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位:人民币亿元				
总资产(亿元)	3325.09	2631.48	2815.70	3235.31
总资产*(亿元)	1997.28	1772.94	2217.41	2691.04
股东权益(亿元)	519.90	528.29	568.23	681.79
归属于母公司所有者 权益(亿元)	503.58	510.65	550.22	664.52
净资产(亿元)	373.67	508.96	510.71	621.14
总负债*(亿元)	1477.38	1244.65	1649.18	2009.25
营业收入(亿元)	303.48	148.06	126.69	88.33
净利润(亿元)	132.63	55.04	45.74	32.35
资产负债率*(%)	73.97	70.20	74.37	74.66
净资产/总负债* (%)	25.29	40.89	30.45	30.91
净资产/有息债务(%)	32.12	55.25	35.52	35.13
员工费用率(%)	28.76	38.10	-	-
资产管理业务净收入 与基金管理业务净收 入/营业收入(%)	7.75	12.18	10.29	12.12
营业利润率(%)	57.65	43.00	45.27	44.74
平均资产回报率(%)	8.24	2.92	2.29	-
平均资本回报率(%)	28.96	10.50	8.34	-

注 1: 根据申万宏源证券 2015-2017 年经审计的财务报表及 2018 年前三季度未经审计的财务报表、2015-2017 年末及 2018 年 9 月末母公司净资产计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算,其中资产负债表数据及指标取自各期末数据;

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

分析师

李玉鼎 lyd@shxsj.com

何泳莹 hyx@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点:

➤ 主要优势

● **业务基础较好。**申万宏源证券有限公司特许经营资质较为齐全,传统业务与创新业务发展均处于行业领先水平,各项业务发展全面均衡,具有较高的品牌认可度和市场影响力。

● **畅通的资本补充渠道。**申万宏源证券资本实力较强,且资本补充渠道较通畅。

● **股东支持。**申万宏源证券实际控制人为中央汇金公司,股东实力雄厚,能够为公司业务发展提供有力支持。

➤ 主要风险

● **宏观经济风险。**当前我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段,经济下行压力较大,证券业运营风险较高。

● **市场竞争风险。**国内证券公司同质化竞争较严重,其他金融机构也在部分业务领域对证券公司构成竞争,同时,互联网金融发展对证券公司业务构成冲击,申万宏源证券将持续面临激烈的市场竞争压力。

● **业务发展考验风险管理能力。**近年来,创新业务品种的不断丰富与规模的逐步扩大,给申万宏源证券的融资能力和风险管理提出更高要求。

● **自营投资收益波动较大。**申万证券债务工具持仓占比较高,债券市场的波动或将持续挑战公司风险管理能力。

➤ 未来展望

通过对申万宏源证券及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，新世纪公司给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《证券行业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

申万宏源证券有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）

信用评级报告

释义

申万宏源证券，公司或该公司：申万宏源证券有限公司

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本期债券：申万宏源证券有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）

一、公司概况

申万宏源证券是申万宏源集团股份有限公司（以下简称“申万宏源集团”）全资子公司。根据中国证券监督管理委员会有关批复，原申银万国证券股份有限公司（以下简称“申银万国证券”）以换股方式吸收合并原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）出资设立全资证券子公司申万宏源证券有限公司，申万宏源证券有限公司设立申万宏源证券承销保荐有限责任公司和申万宏源西部证券有限公司；申万宏源证券有限公司成立，并取得上海市工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》，注册资本为 330 亿元。申银万国证券更名为“申万宏源集团股份有限公司”于 2015 年 1 月 26 日于深圳证券交易所上市。

申银万国证券是我国第一家股份制证券公司，由原上海申银证券有限公司与原上海万国证券公司于 1996 年合并而组建成立；2005 年，中央汇金投资有限责任公司（以下简称“中央汇金公司”）向申银万国证券出资 25 亿元，成为其第一大股东；2012 年中央汇金公司受让上海国际集团及其下属子公司所持申银万国证券的股份；截至 2014 年末，合并前的申银万国证券注册资本为 67.16 亿元，中央汇金公司持有 55.38% 的股份。

宏源证券是国内资本市场第一家上市证券公司，由原新疆宏源信托投资股份有限公司改组而来，原新疆宏源信托投资股份有限公司于 1994 年在深交所上市，并于 2000 年 9 月整体改组并更名为宏源证券。截至 2014 年末，宏源证券注册资本为 39.72 亿元，中央汇金公司通过下属子公司中国建银投资有限责任公司（以下简称“中国建投”）持有宏源证券 60.02% 的股份，为其第一大股东。

2018 年一季度,根据申万宏源证券 2018 年 1 月 22 日第一届董事会第三十五次会议决议,并经股东申万宏源集团公司第四届董事会第三十次会议审议同意,公司股东申万宏源集团公司同意向公司增加注册资本人民币 100 亿元。

截至 2018 年 9 月末,申万宏源证券实收资本为 430.00 亿元,申万宏源集团持有申万宏源证券 100%的股份,为公司控股股东。中央汇金投资有限责任公司(以下简称“中央汇金公司”)直接持有申万宏源集团 22.28%的股权,通过中国建投持有申万宏源集团 29.27%的股权(中央汇金持有中国建投 100%股权);中国光大集团股份公司持有申万宏源集团 4.43%的股权(中央汇金公司持有中国光大集团股份公司 55.67%股权);中央汇金资产管理有限责任公司持有申万宏源集团 0.88%的股权(中央汇金公司持有中央汇金资产管理有限责任公司 100%股权)。中央汇金公司直接或间接持有申万宏源集团 56.86%的股权,为公司实际控制人。

图表 1. 申万宏源集团前十大股东情况

序号	股东名称	持股数(亿股)	持股比例(%)
1	中国建银投资有限责任公司	65.96	29.27
2	中央汇金投资有限责任公司	50.21	22.28
3	上海久事(集团)有限公司	12.13	5.38
4	四川发展(控股)有限责任公司	11.25	4.99
5	中国光大集团股份公司	9.99	4.43
6	中国证券金融股份有限公司	6.35	2.82
7	新疆金融投资有限公司	6.20	2.75
8	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 深	4.97	2.20
9	太平人寿保险有限公司-传统-普通保险产品-022L-CT0001 深	2.39	1.06
10	中央汇金资产管理有限责任公司	1.97	0.88
合计	-	171.42	76.06

资料来源:申万宏源集团 2018 年第三季度报告(截至 2018 年 9 月末)

申万宏源证券目前是国内规模最大、经营业务最齐全、营业网点分布最广泛的大型综合类证券公司之一。公司特许经营资质较为齐全,涵盖证券经纪、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,证券资产管理,证券承销与保荐,证券自营,股票期权做市,国家有关管理机关批准的其他业务。此外,还通过控股子公司申万研究所有限公司从事证券投资咨询业务;通过控股子公司申万期货公司从事期货业务,通过全资子公司申万投资公司从事直接投资业务,通过全资子公司申万创新投公司从事另类投资业务,通过控股子公司申万菱信基金管理有限公司从事基金募集、基金销售、

资产管理业务，通过全资子公司申万宏源(国际)集团及其下属公司在香港、新加坡从事经监管部门批准的持牌业务。

图表 2. 申万宏源证券主要子公司情况

公司名称	持股比例 (%)
上海申银万国证券研究所有限公司	90.00
申万菱信基金管理有限公司	67.00
申银万国期货有限公司	97.25
申银万国投资有限公司	100.00
申银万国创新证券投资有限公司	100.00
申万宏源（国际）集团有限公司	100.00
申万宏源西部证券有限公司	100.00
申万宏源证券承销保荐有限责任公司	100.00

资料来源：申万宏源证券（截至 2018 年 9 月末）

截至 2017 年末，申万宏源证券资产总额为 2815.70 亿元，所有者权益为 568.23 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 550.22 亿元）。2017 年公司实现营业收入 126.69 亿元，净利润 45.74 亿元。

截至 2018 年 9 月末，申万宏源证券资产总额为 3235.31 亿元，所有者权益为 681.79 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 664.52 亿元）。2018 年前三季度公司实现营业收入 88.33 亿元，净利润 32.35 亿元。

二、债项概况

本期债券发行总规模不超过人民币 80 亿元（含 80 亿元）。本期债券分为两个品种，品种一为 3 年期固定利率债券；品种二为 5 年期固定利率债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期债务。

图表 3. 申万宏源证券拟发行债券概况

债券名称：	申万宏源证券有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）
发行规模：	不超过 80 亿元（含 80 亿元）
债券期限：	本期债券分为两个品种，品种一为 3 年期固定利率债券；品种二为 5 年期固定利率债券
债券类型：	公司债券
付息方式：	采用单利按年计息、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
担保方式：	无担保
品种间回拨选择权：	发行人和主承销商将根据网下申购情况，决定是否启动品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，回拨比例不受限制（如某个品种的发行规模全额回拨至另一个品种，则本期债券实际变更为单一品种）。

资料来源：申万宏源证券有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）募集说明书

截至评级报告出具日，申万宏源证券已发行尚未偿付的债券（不含短期融资券）共 577.00 亿元，其中公司债券 227.00 亿元，次级债券 350.00 亿元。

图表 4. 申万宏源证券已发行尚未偿付债券情况

债券名称	发行规模（亿元）	票面利率（%）	起息日	备注
12 申万债	60.00	5.20	2013-07-29	将于 2019-07-29 到期，若投资者行使回售选择权，则为 2016 年 7 月 29 日到期。
17 申证 01	75.00	4.40	2017-02-17	将于 2022-02-17 到期
17 申证 02	5.00	4.50	2017-02-17	将于 2024-02-17 到期
18 申证 01	20.00	4.10	2018-11-19	将于 2020-11-19 到期
18 申证 02	30.00	4.20	2018-11-19	将于 2021-11-19 到期
18 申证 03	15.00	4.08	2018-12-10	将于 2023-12-10 到期
19 申证 01	22.00	3.55	2019-01-16	将于 2022-01-16 到期
16 申证 C1	100.00	3.62	2016-03-25	将于 2021-03-25 到期；若发行人行使赎回选择权，则为 2019-03-25 到期。
16 申证 C3	50.00	3.28	2016-10-19	将于 2019-10-19 到期
17 申证 C1	4.00	5.20	2017-11-16	将于 2019-11-16 到期
17 申证 C2	43.00	5.30	2017-11-16	将于 2020-11-16 到期
18 申证 C1	14.00	5.25	2018-04-12	将于 2020-04-12 到期
18 申证 C2	46.00	5.35	2018-04-12	将于 2023-04-12 到期；若投资者行使回售选择权，则为 2021-04-12 到期。
18 申证 C3	42.00	5.38	2018-05-21	将于 2020-05-21 到期
18 申证 C5	51.00	4.69	2018-09-17	将于 2020-09-17 到期

资料来源：申万宏源证券

三、经营环境

（一）宏观经济和政策环境

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、

促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因 CPI 快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI 下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018 年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内 CPI 上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

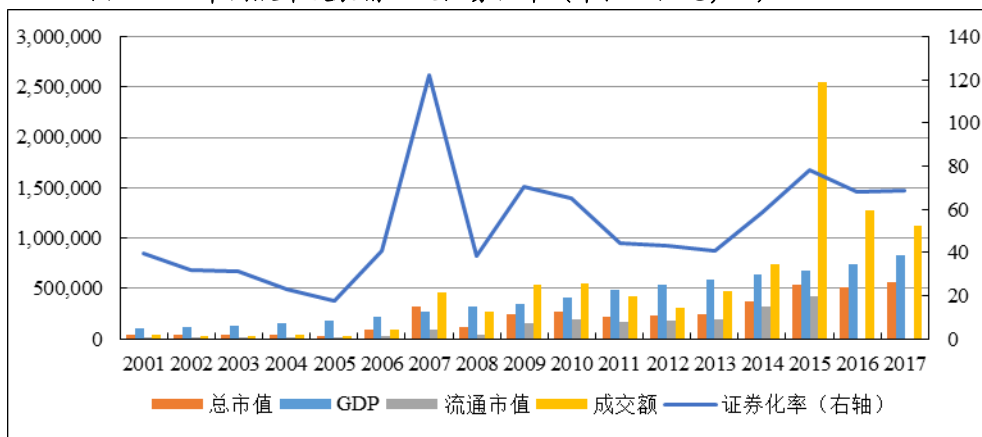
（二）证券行业运营状况与风险关注

近年来，我国证券市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善，但与成熟市场相比，风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性仍较强。由于证券业受到高度监管，证券公司业务得到较大保护，这也成为证券公司信用质量的重要支撑。证券业同质化竞争较严重，且随着证券市场层次与参与主体的日益丰富，其他金融机构及互联网金融使得证券业面临日益激烈的市场竞争压力。而证券公司创新业务的开展在优化证券公司业务结构的同时，也抬高了其杠杆经营程度，对证券公司资本补充、融资能力和风险管理能力提出更高要求。

我国证券市场经过 20 多年发展，市场规模不断壮大，市场层次与参与主体不断丰富，监管体系与市场规则不断完善。证券市场在改善社会融资结构、优化资源配置、推动经济与金融体制改革与发展等方面发挥了重要作用。

根据沪深交易所统计数据，截至 2017 年末，沪深两市境内上市公司共有 3485 家，市价总值 56.71 万亿元。2017 年，沪深两市股基累计成交额为 242.82 万亿元。

图表 5. 中国股市发展情况及证券化率（单位：亿元，%）



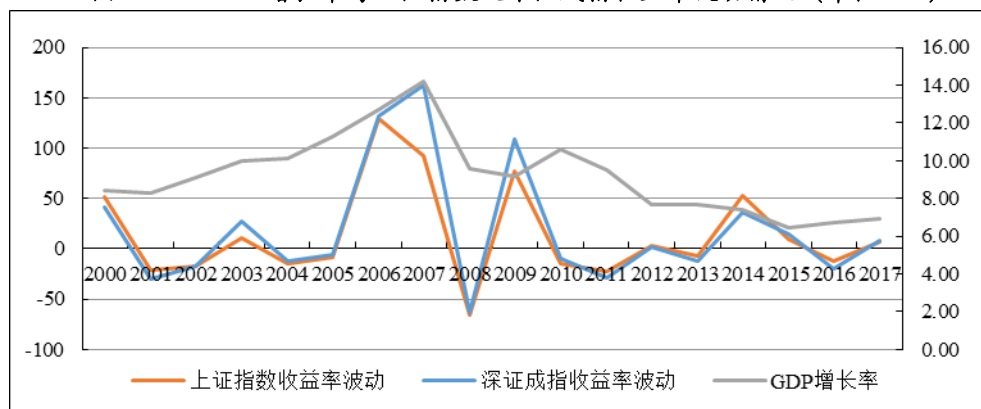
资料来源：Wind

注：证券化率=股市总市值/GDP×100%。

我国证券市场尚处于不断发展和完善过程中。证券公司综合治理和股权分置改革的陆续完成，有利于证券市场的规范发展，但市场依然存在结构性矛盾与制度性缺陷。目前，我国证券市场在多层次市场体系建设、机构投资者培育、发行审批制度改革、信息披露规则要求、市场退出机制等方面仍有较大改善空间。近年来，证券行业持续推进改革创新，

以点带面稳步推动创新业务制度建设逐一落地实施，证券行业有望由依靠通道业务驱动转向多元化发展。但与成熟市场相比，我国证券市场的风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性较强。自2015年我国股票二级市场出现大幅调整以来，证券行业监管政策导向逐步向防范金融风险和维护金融稳定的方向转变，创新脚步有所放缓，但中长期改革转型的思路不变。

图表 6. GDP 增长率与上证指数及深证成指收益率波动情况（单位：%）

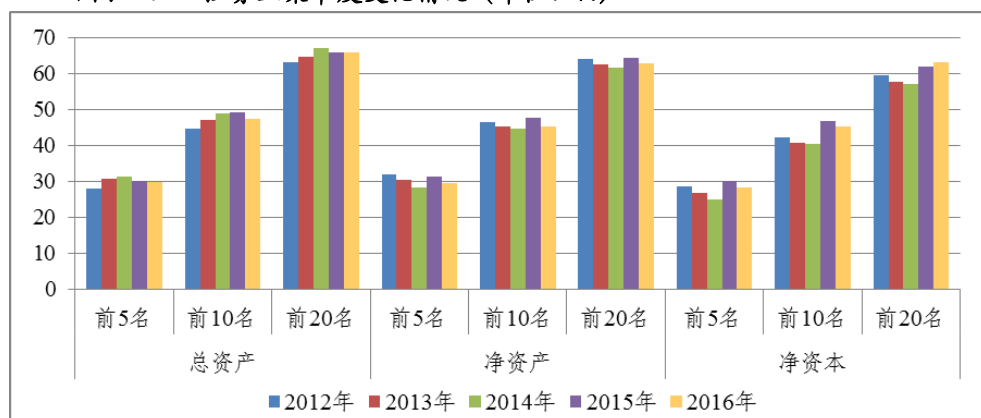


资料来源：Wind

我国证券业受到高度监管。证券公司在市场准入、业务经营和日常管理等方面受到全面监管，证券公司的设立和业务实施特许经营。在金融分业经营环境下，特许经营方式使证券公司能够获得较好的经营保护，这也成为我国证券公司重要的信用支持因素。

证券公司综合治理整顿之后，证券业竞争格局发生重大变化，业务资源向少数证券公司集中。同时，中国证监会自2004年以来实施证券公司分类监管，大型优质证券公司竞争优势得到增强。证券业市场集中度较高，行业竞争格局初步形成。

图表 7. 证券业集中度变化情况（单位：%）



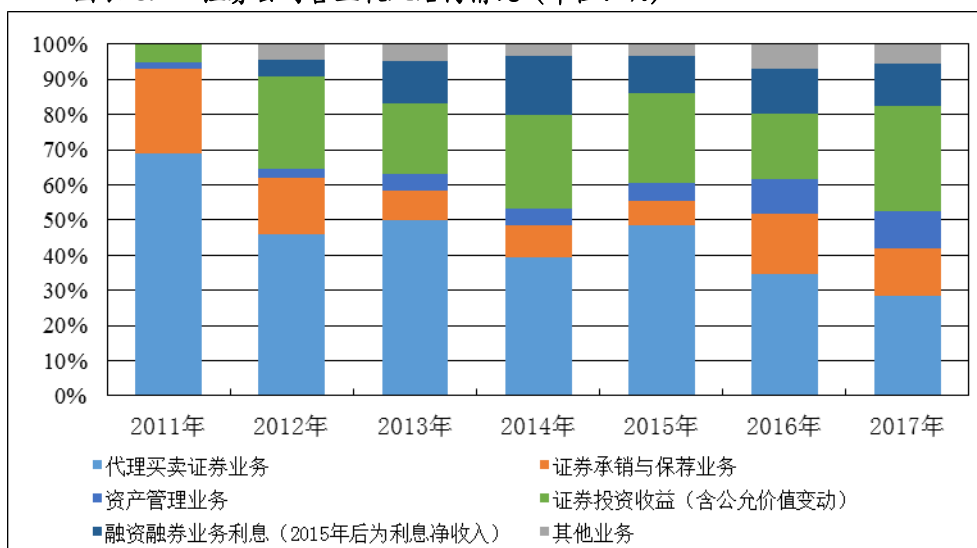
资料来源：中国证券业协会

目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。

一方面，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险。而且，近年来，互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面临激烈的市场竞争压力。另一方面，随着我国金融市场的持续改革，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，杠杆经营程度上升后，证券公司在资本补充、融资能力和风险管理能力等方面有待同步提高。

受市场发展水平和监管环境影响，国内证券公司业务模式相对单一，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，盈利水平易受证券场景气度影响，周期性波动明显。近年来，佣金率整体下滑促使证券公司推动转型，积极抢占融资融券市场份额。受益于证券市场的阶段性回暖以及客户准入门槛降低，2014年至2015年上半年，两融业务发展迅速，并已成为部分证券公司的重要盈利贡献点。但两融业务规模受市场行情的影响波动较大，在补充证券公司盈利的同时，也对证券公司杠杆经营水平管理、融资能力和流动性管理能力提出了更高的要求。资产管理业务方面，受监管层面调整资管产品风险准备计提政策的影响，短期内也面临通道类业务向主动管理型业务转型的压力。2016年，投行业务借助政策推动，业务收入确认加快，在证券公司收入结构中占比增速较快，项目储备充足和承销能力较强的证券公司将在业务结构转型和收入结构优化的过程中得到较强支撑。2017年，股票质押式业务规模迅速增长，为证券公司盈利稳定性提供了一定补充。同时，全年股票市场慢牛的走势以及市场投资风格的转变亦使得证券公司自营投资表现有所改善。但监管政策的持续收紧对证券公司合规风控能力提出了更高的要求。

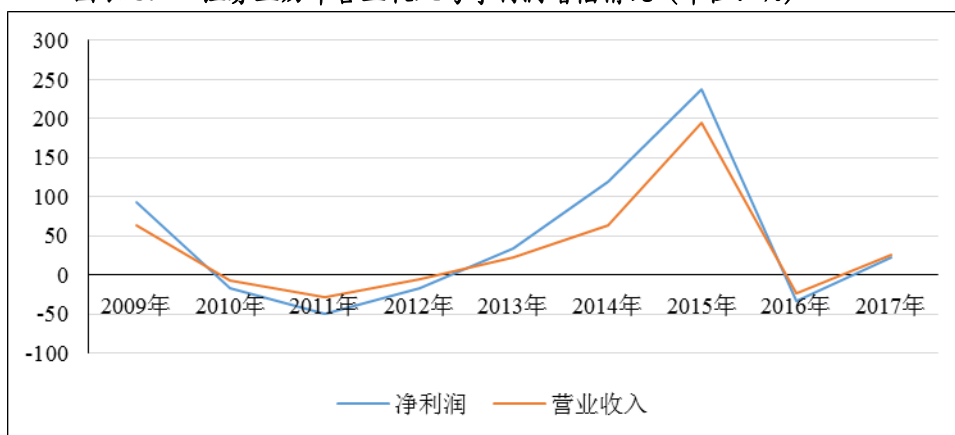
图表 8. 证券公司营业收入结构情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

2017 年，我国股票市场维持慢牛走势，沪深两市主要指数均表现为上涨，股基交易量同比仍有一定下降。债券市场震荡走熊，受货币政策收紧、金融去杠杆及委外赎回等因素影响，债券市场全年经历了 3 次收益率的快速上行。在此背景下，根据中国证券业协会行业数据统计，2017 年证券行业营业收入 3113.28 亿元，较上年下降 5.08%。其中，受股基交易量减少影响，代理买卖证券净收入为 820.92 亿元，较去年下降 22.04%；虽 IPO 募集资金较去年同期增长，但激烈的市场竞争加之再融资及债券发行金额的减少使得上市证券公司证券承销与保荐业务净收入出现下滑；随着《证券公司风险控制指标管理办法》及《基金管理公司子公司管理规定》的出台，上市证券公司资产管理业务仍处于转型阶段，业务净收入较去年小幅上升；投资收益方面，2017 年股票市场整体估值维持稳定，蓝筹股的结构化行情使得证券公司投资收益有一定提升，而市场慢牛的走势亦使得证券公司的投资标的公允价值有所增长；利息净收入方面，两融规模的企稳回升加之证券公司加大对股票质押业务的资金投入使得其较去年同期增长 4.64%。

图表 9. 证券业历年营业收入与净利润增幅情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

我国证券监管部门审慎推进证券市场的金融创新与对外开放。近年来，证券市场创新步伐与开放进程有所加快，融资融券、直投业务、股指期货等创新业务与品种陆续推出，创业板成立、三板市场升级扩容，QFII 与 QDII 适用对象和额度逐步拓宽和提高，创新为市场与机构注入了活力。随着我国对外开放水平的提高，我国证券市场的创新度和开放度将进一步提高。

四、业务与战略

申万宏源证券特许经营资质较为齐全，传统业务与创新业务发展均处于行业领先水平，各项业务发展全面，具有较高的品牌认可度和市场影响力。

（一）业务竞争力

近年来，受市场环境影响，申万宏源证券盈利水平呈现波动。2017 年，受股基交易量减少、行业竞争加剧、佣金率下滑等不利因素的影响，公司证券及期货经纪业务收入规模继续减少；股票质押业务规模的快速增长以及两融余额的企稳带动公司信用交易业务营收和利润快速回升；得益于股票市场的慢牛走势及债券收益率的上行，证券自营及其他投资业务取得了较好的投资收益，但整体营收较 2016 年仍有所减少；债券发行市场低迷使得公司债券承销规模有所减少，证券承销及保荐业务收入总规模同比下降；受资管通道业务政策限制影响，公司资产管理及基金管理业务收入较 2016 年亦有收缩。整体来看，证券及期货经纪业务受市场及行业竞争影响较大，公司以该项业务为主要收入来源的营收结构有一定分化，信用业务的逐步回暖对公司盈利形成了较好的补充。

2018 年上半年，公司各项业务稳定发展，整体营收及盈利贡献稳定。

图表 10. 申万宏源证券主营业收入分业务结构（单位：亿元，%）

营业收入	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 上半年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
证券及期货经纪业务	173.76	57.26	75.83	51.22	56.45	44.56	24.23	42.21
证券自营及其他投资业务	46.42	15.30	3.91	2.64	6.09	4.81	5.16	8.98
证券承销及保荐业务	15.89	5.24	21.55	14.55	14.64	11.56	4.31	7.51
资产及基金管理业务	35.58	11.72	20.48	13.83	14.91	11.77	7.40	12.89
信用业务	18.34	6.04	12.39	8.37	20.55	16.22	12.62	21.97
境外业务	4.24	1.40	2.96	2.00	3.79	2.99	1.82	3.17
其他	12.69	4.18	13.62	9.20	12.95	10.22	3.11	5.42
抵消	-3.44	-1.13	-2.69	-1.82	-2.71	-2.14	-1.23	-2.15
合计	303.48	100.00	148.06	100.00	126.69	100.00	57.41	100.00

营业利润	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 上半年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
证券及期货经纪业务	90.03	51.46	31.42	49.36	29.84	52.02	10.04	40.16
证券自营及其他投资业务	33.31	19.04	-0.66	-1.04	0.11	0.19	3.25	13.00
证券承销及保荐业务	6.51	3.72	10.43	16.38	5.37	9.36	1.63	6.52
资产及基金管理业务	23.69	13.54	9.15	14.37	4.70	8.19	4.45	17.80
信用业务	12.25	7.00	5.84	9.17	9.27	16.16	4.22	16.88
境外业务	1.63	0.93	0.74	1.16	1.06	1.84	0.47	1.88
其他	7.54	4.31	6.74	10.59	7.13	12.43	0.95	3.80
抵消	-6.88	-3.93	0.00	0.00	-0.11	-0.20	0.00	0.00
合计	174.96	100.00	63.66	100.00	57.35	100.00	25.00	100.00

资料来源：申万宏源证券

1. 经纪业务

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

截至 2017 年末，申万宏源证券有 37 家分公司，306 家证券营业部，分布于 21 个省、4 个直辖市、4 个自治区的 129 个城市内。截至 2018 年 3 月末，根据 Wind 资讯统计，2018 年一季度公司经纪业务的股基交易额合计 1.83 万亿，市场份额为 3.09%，市场排名第 8 位；2018 年 9 月末，公司托管客户资产 2.69 万亿元，市场占有率 7.35%。

在经纪业务佣金率方面，申万宏源证券整体佣金率维持在行业较好水平，但仍呈下降走势。受此影响，加之市场股基交易持续低迷，公司

部均代理买卖证券业务净收入亦逐年减少。

图表 11. 申万宏源证券经纪业务整体情况

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 一季度	
	份额	排名	份额	排名	份额	排名	份额	排名
股票 (%)	4.72	6	3.22	9	3.01	10	2.97	10
基金 (%)	2.50	11	3.62	6	4.56	4	4.70	5
债券 (%)	6.18	3	6.60	4	6.55	3	4.80	5
交易额合计 (%)	5.11	4	5.36	6	5.47	4	3.09	8
经纪业务佣金率 (%)	0.058		0.053		0.047		-	
部均代理买卖证券业务净收入 (万元/家)	4638.31		1582.59		1163.59		-	

资料来源: Wind 资讯、申万宏源证券

注 1: 证券经纪业务佣金率=代理买卖证券业务净收入/股票基金交易量×100%;

注 2: 沪深市仅公布截止到 2018 年 3 月的会员交易量。

2. 证券信用业务

经过多年发展,信用业务已成为申万宏源证券营业收入及营业利润的重要贡献点。其信用业务主要包括融资融券业务、约定购回式证券交易业务、股票质押式回购交易业务、转融通业务等。

近年来,证券市场持续震荡,沪深交易所对两融业务保证金的调整一度使得市场两融余额快速减少。2017 年以来,伴随股票市场的慢牛走势,融资融券余额逐步企稳回升,期间申万宏源证券信用业务着重完善集客户适当性管理、业务推进、风险管理于一体的业务运作体系,在严格风险控制的同时,重点推进信用业务发展。截至 2017 年末,公司融出资金余额分别为 557.39 亿元,融出证券余额为 1.00 亿元。

除融资融券业务外,近两年来申万宏源证券还重点推进股票质押业务发展,相关业务规模快速增长。截至 2017 年末,公司股票质押式回购余额为 322.93 亿元;2017 年,股票质押式回购利息收入为 10.23 亿元。截至 2018 年 6 月末,公司股票质押式回购业务余额为 522.58 亿元;2018 年上半年,股票质押式回购利息收入为 14.56 亿元。

图表 12. 申万宏源资本中介业务整体情况 (单位: 亿元、户)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
融资融券业务余额	715.66	545.14	559.75
股票质押式回购业务待回购余额	8.08	59.77	322.93
融资融券利息收入	69.73	42.62	40.64
股票质押回购利息收入	0.82	1.34	10.23

资料来源: 申万宏源证券

3. 证券自营业务

近年来,申万宏源证券自营业务营收及利润波动较大。2017 年,申

万宏源证券按照“控风险、推转型、抓布局、促协同”的思路，稳步推进投资交易体系转型。公司权益类投资业务通过加强大类资产配置，积极探索的多元化投资策略，把握市场获取收益；公司固定收益类投资业务通过优化持仓组合，有效控制风险。截至 2017 年末，公司自营投资规模为 862.89 亿元，较上年末增长 25.11%；2017 年公司投资收益及公允价值变动收益分别为 33.99 亿元和 0.08 亿元。2018 年前三季度，公司继续推进传统自营向综合交易、协同服务的战略目标转型。在可交换债券和 ABS 投资、策略多元化投资、大类资产配置组合、场外衍生品等方面进行了战略布局；固定收益类投资把握市场变化，通过多品种交易增厚收益，增加低风险业务收入；积极筹备跨境业务、上交所场内期权做市业务、场外期权二级交易商资格备案和一级交易商申请、沪伦通业务资格准备各项工作。

2017 年申万宏源证券债务工具投资规模快速增长，年末公司债务工具投资规模增至 570.59 亿元。同年末，公司净资本对自营投资的覆盖度降至 59.19%。截至 2018 年 6 月末，公司自营投资规模为 1009.52 亿元，净资本对自营投资的覆盖度为 57.89%。

图表 13. 申万宏源证券自营投资业务情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
自营投资规模（亿元）	867.18	689.67	862.89	1009.52
其中：债务工具（%）	35.47	49.65	65.45	71.01
权益工具（%）	42.12	21.29	15.65	23.49
其他（%）	22.41	29.07	18.90	5.50
净资本/自营投资规模（%）	43.09	73.80	59.19	57.89

资料来源：申万宏源证券

注：自营投资规模 = 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资；2018 年 6 月末自营投资规模 = 交易性金融资产+其他债权投资+其他权益工具投资+债权投资。

4. 投资银行业务

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

2017 年，国内直接融资市场呈现结构性特征。股权融资方面，IPO 发行节奏有所加快，但再融资市场受定增新规及减持新规影响大幅缩减；债权融资方面，受增长复苏、通胀预期升温、货币政策趋紧等因素影响，债券市场收益率总体上行，导致一级市场发行减少，而可转换债券发行受益于监管政策大幅增长。申万宏源证券积极应对债券市场低迷

局面，努力顺应金融服务实体经济要求，全方位开发 IPO、再融资、并购重组、公司债等项目。截至 2017 年末，公司共完成股票主承销项目 25 家，债券主承销项目 28 家。场外业务方面，公司共完成场外市场推荐挂牌项目 78 家，定向增资项目 156 家，一级市场排名保持行业第 2。

2018 年前三季度，面对 IPO 审核从严、股权再融资下滑、并购重组收紧的发展环境，加之债市仍处于金融去杠杆和严监管的环境中，申万宏源证券积极应对政策和市场环境的变化，调整工作思路，适应新的审核理念和市场环境。期间，公司共完成股权融资项目 5 家，主承销金额 173.82 亿元，主承销金额行业排名第 9；根据 Wind 资讯统计数据，同期，公司债券总承销金额 685.81 亿元，总承销排名 18 名；新三板业务继续保持市场领先优势，完成 11 家一级市场推荐挂牌项目和 74 家定向增资项目，市场占有率 5.07%。

5. 资产管理业务

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

2017 年，资管行业监管政策持续收紧，申万宏源证券资产管理业务顺应市场和监管形势变化，以提升主动管理能力为主线推进转型，扩充业务渠道、丰富产品体系、提高投资水平。截至 2017 年末，公司受托资产管理业务规模达到 8554.17 亿元，行业排名第 4 位，受托资产管理业务净收入为 8.98 亿元，行业排名第 9 位。2018 年前三季度，在行业整体业务净收入同比下降的情况下，公司资产管理业务净收入未降反升，实现业务净收入 8.95 亿元，同比增长 22.00%，公司资产管理业务结构逐步优化，主动管理规模稳步增长，业务规模继续排名行业第 3。

图表 14. 申万宏源证券资产管理业务情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
期末集合资产管理业务受托规模（亿元）	463.11	394.37	389.33	498.65
期末定向资产管理业务受托规模（亿元）	6368.12	6363.81	8072.81	7364.26
期末专项资产管理业务受托规模（亿元）	109.17	111.39	92.03	128.39
集合资产管理业务净收入（亿元）	3.79	2.80	3.17	2.20
定向资产管理业务净收入（亿元）	12.43	10.34	5.59	2.78
专项资产管理业务净收入（亿元）	0.09	0.18	0.22	0.41

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年
资产管理业务净收入合计（亿元）	16.30	13.32	8.98	5.39
资产管理业务净收入行业排名（位）	1	5	9	-

资料来源：申万宏源证券、证券业协会

6. 其他业务

其他业务方面，申万宏源证券主要通过上海申银万国证券研究有限公司从事证券投资咨询业务；通过申万菱信基金管理有限公司从事基金募集、基金销售、资产管理业务并参股富国基金管理有限公司；通过境内国际业务总部开展 QFII 经纪代理业务；通过申万宏源（国际）集团有限公司及其下属公司在香港、新加坡从事经监管部门批准的持牌业务。此外，申万宏源证券还分别通过申银万国期货有限公司（以下简称“申万期货”）、申银万国投资有限公司（以下简称“申万直投”）和申银万国创新证券投资有限公司（以下简称“申万创新投”）从事期货业务、直接投资业务及创新投资业务。

具体来看，在研究领域申万宏源证券积极践行公司协同发展战略，通过“研究搭台，联合展业”全力服务公司整体业务发展。2017 年，公司举办珠海春季策略会、中投全球并购跨境峰会、厦门上市公司见面会等多项大中型会议，着力强化客户个性化服务、巩固和提升市场影响力。在 2017 年新财富评选中，申万宏源研究获得“本土最佳研究团队第八名”“最具影响力机构第六名”“最佳销售服务团队第四名”“北京区域最佳销售服务团队第三名”。在单项奖中，申万宏源研究的 14 个领域入围，10 个领域获奖，分别是“轻工造纸和电力、煤气及水等公用事业研究领域连续第三年蝉联第一名”；“策略研究领域第二名”；“金融工程及其衍生品、石油化工、煤炭开采领域第三名”；“军工领域获得第四名”；“食品饮料、计算机、宏观经济领域获得第五名”等。在 2017 年水晶球奖评选中，申万宏源获得 5 项团队奖，另有 16 个研究领域获得单项奖。在 2017 “亚洲货币（Asiamoney）最佳分析师”评选中，申万宏源研究荣获 A 股最佳本土券商第三，最佳综合研究和销售服务第七，并获得 15 项研究领域单项奖以及 18 项最佳分析师个人奖。2017 年，申万研究所全年实现总收入 2.89 亿元。2018 年前三季度，公司研究咨询条线积极践行协同发展战略，通过“研究搭台，联合展业”全力加强对公司各条线业务的研究服务支持。公司共举办春季新财富首席团拜会、申万宏源 2018 投资高峰（西安）春季论坛、银行公募资管高端交流会、杭州上市公司见面会、北京夏季投资策略会等 19 项大中型会议，参会总人数达到 2000 人次。通过聚焦“全球价值链”研究，优化“基本面趋

势”研究体系，聚焦核心客户+协同组团冲刺，提升研究质量，强化客户个性化服务，不断提升市场影响力。

国际业务方面，申万宏源证券国际业务总部主要开展 QFII 经纪代理业务、B 股市场海外机构投资者的经纪代理业务、相关的境外机构客户市场开拓、维护，以及境外机构客户境内 A、B 股交易的清算交收等运作支持业务。在 QFII 经纪业务方面，2017 年公司新增开发 QFII 客户 2 家，全市场新增 9 家；新增开发 RQFII 客户 2 家；同时其上海自贸区分账核算单元业务资质获中国人民银行验收通过。2018 年前三季度，公司把握 A 股被正式纳入 MSCI 指数、互联互通机制扩大和完善、“一带一路”倡议深入推进等有利条件，夯实传统 QFII 业务基础的同时，积极推进跨境证券业务和海外布局，强化产品开发和服务，满足客户海外证券投资需求。截至 2018 年 9 月末，公司签约的 QFII、RQFII、B 股等各类境外机构客户合计 109 家，继续排名行业前列。2018 年前三季度，申万宏源（国际）集团签约 1 家保荐新股上市项目，参与 7 家承销配售项目，承揽 11 家财务顾问项目，资产管理规模 72.76 亿港元。

基金管理业务方面，申万菱信以打造“有特色的综合性财富管理机构”为战略目标，在分级基金市场中具有一定领先优势。2017 年末，其基金资产管理规模为 815.47 亿元，同期基金管理业务实现营业收入 5.32 亿元，实现净利润 1.61 亿元。此外，公司还参股了富国基金管理有限公司，持股比例为 27.78%。2018 年前三季度，申万菱信直面不利的市场环境，加强主动管理，积极推进转型，量化投资业绩排名同类产品前列，同时积极做好对境外投资产品的研发力度和产品储备工作，于 5 月获批 2 亿美元 QDII 额度。

（二）发展战略

申万宏源证券将在中央汇金公司等股东单位的大力支持下，契合国家发展战略重点布局上海、新疆、香港、新加坡等区域，通过转型创新不断做大做强，朝着“具有国际竞争力、品牌影响力和系统重要性的现代投资银行”的目标加快迈进，为中国资本市场创新发展做出积极贡献。

五、风险管理

申万宏源证券建立了较为完善的公司治理制度和较为完备的风险管理体系，公司通过分层授权及多部门会签等形式控制投资类业务相关风险。

申万宏源证券建立健全了全面风险管理体系，包括制度体系、组织架构、信息技术系统、风险指标体系、人才队伍以及风险应对机制等。公司建立了由董事会与监事会，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的风险管理组织体系。通过风险识别、实时监控和报告，申万宏源证券能够得到较有效控制的各类风险。

（一）市场与信用风险

申万宏源证券市场风险敞口主要集中在自营投资业务、自有资金参与的资产管理业务等。此外，公司持有的外币资产亦面临汇率波动等市场风险。

针对市场风险，公司建立风险限额分级授权机制，规定了大类资产市场投资业务规模限额及风险损失限额。经理层对上述风险容忍度规定进行细化，制订了执行方案。公司合规风控部门对公司整体市场风险进行全面的风险评估和监控。

2016 年末，申万宏源证券自营非权益类证券及其衍生品和自营权益类证券及其衍生品占净资本的比重分别降至 86.36%和 30.31%。2017 年以来公司加大了对固定收益的投资比重并逐步降低权益类证券投资比例，整体非权益类证券投资规模快速上升。整体来看，公司自营业务风控指标均处在监管标准之内。

图表 15. 申万宏源证券监管指标情况（单位：%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末	预警标准	监管标准
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	122.76	86.36	134.08	153.03	≤400%	≤500%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	50.41	30.31	28.17	22.21	≤80%	≤100%

资料来源：申万宏源证券

申万宏源证券信用风险敞口主要分布在融资类业务（融资融券、约定购回式交易和股票质押式回购业务）、固定收益自营业务、场外衍生品交易业务和非标投资等领域。

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

资本中介业务方面，申万宏源证券通过对客户风险教育、适当性管理、尽职调查、征信评级、分级授信管理、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式有效地控制了信用风险。报告期内融资类业务主要监管指标和重要内控指标符合规定标准。

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

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

综合而言，申万宏源证券建立了符合自身特点的市场与信用风险管理制度体系，证券投资业务风险和信用风险得到较好控制。未来债券市场仍有持续调整压力，公司自营投资业务市场风险管理能力或将持续承压。随着公司资本中介业务规模的回落，公司面临的信用风险有所缓释。此外，公司投资类业务的快速发展，也将对公司的市场风险管理能力提出更高要求。

（二）流动性风险

申万宏源证券针对流动性风险，一方面，公司通过不断完善流动性储备管理体系，加强对优质流动性资产的总量和结构管理，流动性储备较为充分；另一方面，在考虑宏观市场环境和大类资产流动性的基础上，通过控制长期资产占用资金比例、提升融资渠道多样性和优化负债期限结构，防范流动性风险的发生。

近年来，申万宏源证券资产以证券自营投资业务和信用业务资产为主。2016年以来公司买入返售金融资产规模随股票质押业务发展快速增长，自营投资规模占比较为稳定，融出资金规模受市场两融余额下降影响持续收缩。截至2018年9月末，公司融出资金、买入返售金融资产规模分别为449.26亿元和713.97亿元。

图表 16. 申万宏源证券资产构成占比情况（单位：%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
货币资金*	13.94	12.19	10.03	9.06
自营投资业务	43.42	38.90	38.91	42.87
买入返售金融资产	1.42	9.89	19.74	26.53
其中：股票质押式回购	0.40	3.37	14.56	-

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
融出资金	35.76	31.51	25.14	16.69
小计	95.18	92.49	93.82	95.15
总资产*	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：申万宏源证券

注 1：本表货币资金已扣除客户资金存款，比例计算已扣除代理买卖和承销证券款；

注 2：2018 年 9 月末自营投资规模 = 交易性金融资产+其他债权投资+其他权益工具投资+债权投资。

负债端来看，申万宏源证券主要通过发行长期限债券、资产支持证券、两融收益权转让等中长期负债手段，以及同业拆借、转融资、卖出回购债券、发行短期限债券等短期负债手段支持信用交易业务及自营投资业务开展。2017 年以来，随固定收益投资规模和股票质押业务的增长，公司卖出回购金融资产款，短期债务和有息债务规模均有所提升。截至 2018 年 9 月末，短期债务占有息债务的比重为 58.44%，债务规模的整体提升在一定程度上加大了公司流动性管理压力。

图表 17. 申万宏源证券债务构成情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
卖出回购金融资产款	651.41	347.78	641.09	772.03
短期债务	901.69	423.13	906.41	1062.33
有息债务	1163.27	921.23	1461.67	1817.89
短期债务/有息债务	77.51	45.93	63.04	58.44
货币资金*/短期债务	30.87	51.08	24.53	22.95

资料来源：申万宏源证券

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

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

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

六、盈利能力

申万宏源证券盈利能力在行业内居前列，综合竞争力较强。此外，随着各类业务的持续开展，公司收入结构将有所改善。

近年来受证券市场调整影响，申万宏源证券收入及利润规模有所下

降。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司分别实现营业收入 303.48 亿元、148.06 亿元 126.69 亿元和 88.33 亿元，实现净利润 132.63 亿元、55.04 亿元、45.74 亿元和 32.35 亿元。

图表 18. 申万宏源证券收入与利润情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
营业收入（亿元）	303.48	148.06	126.69	88.33
营业收入行业排名（位）	11	6	7	-
净利润（亿元）	132.63	55.04	45.74	32.35
净利润行业排名（位）	11	6	8	-

资料来源：申万宏源证券

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

从成本及费用结构看，2016 年申万宏源证券业务及管理费占营业收入的比重有所上升，主要系公司推行市场化薪酬和激励机制，人力费用上升较快。近年来，公司营业成本结构已趋于稳定，业务管理费占比和职工薪酬占业务及管理费比重得到了较好的控制。未来受同业竞争加剧、创新业务需求等因素影响，公司人员成本或将面临上升压力。

图表 19. 申万宏源证券成本费用情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年
营业收入	303.48	148.06	126.69	57.41
业务及管理费用	107.27	75.63	64.36	30.84
职工薪酬	87.28	56.44	46.96	22.70
业务及管理费/营业收入	35.35	51.05	50.80	53.71
职工薪酬/业务及管理费	81.36	74.63	72.96	73.60

资料来源：申万宏源证券

综合而言，申万宏源证券盈利水平在行业内居前列，综合竞争力较强。但公司盈利较为依赖经纪业务，公司盈利结构有待改善。

七、资本与杠杆

申万宏源证券资本实力较强，杠杆处于行业平均水平。

申万宏源证券在行业内具有较突出的市场地位，合并重组完成前申银万国证券及宏源证券净资产及净资本排名均位于行业前列。合并重组完成后，申万宏源证券承继和承接了申银万国和宏源证券的全部证券类资产、负债、业务和人员等，资产规模和净资本指标排名大幅提升。此外，2018年1月股东申万宏源集团向公司增资人民币100亿元，至此公司的注册资本变更为人民币430亿元。

图表 20. 申万宏源证券资本实力（单位：亿元，位）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
净资产	509.06	464.59	498.11	620.70
行业排名	8	8	8	-
净资本	361.66	508.96	510.71	621.14
行业排名	10	6	7	-

资料来源：中国证券业协会、申万宏源证券（母公司口径）

截至2018年9月末，申万宏源证券合并口径股东权益构成中股本、一般风险准备和未分配利润占比分别为63.07%、7.12%和21.23%。整体来看，公司股东权益结构较稳定，但仍需关注未来分红政策的变化及对公司股东权益结构稳定性的影响。

图表 21. 申万宏源证券净资产构成情况（单位：%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
股本	63.47	62.47	59.20	63.07
资本公积	5.80	5.71	5.41	4.41
盈余公积	2.13	3.05	2.89	2.97
一般风险准备	5.17	7.35	6.99	7.12
未分配利润	19.41	19.83	23.08	21.23
少数股东权益	3.14	3.34	3.18	2.53
股东权益合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：申万宏源证券

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

监管处罚导致的分类评价下降。

图表 22. 申万宏源证券资产负债率及监管指标情况（单位：%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末	预警标准	监管标准
资产负债率*	73.97	70.20	74.37	74.66	-	-
净资本	373.67	508.96	510.71	621.14	-	-
净资本/净资产	79.86	109.55	102.53	100.07	≥24%	≥20%
净资本/负债	30.01	50.08	34.39	33.05	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	37.58	45.72	33.54	33.03	≥12%	≥10%
风险覆盖率	148.12	245.71	215.06	244.23	≥120%	≥100%

资料来源：申万宏源证券

注：本表中净资本及风险控制指标均为母公司数据。

八、外部支持

中央汇金公司合计持有申万宏源集团 56.86% 的股份，而申万宏源集团持有申万宏源证券 100% 的股份，因此中央汇金公司为公司实际控制人。公司可在业务发展、业务协同、经营管理及资本补充等方面得到中央汇金公司的大力支持。

中央汇金公司成立于 2003 年 12 月，注册资本 8282.09 亿元人民币，为国有独资公司，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。除申万宏源证券外，中央汇金公司控股参股机构还包括国开行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、中国建投、银河金控、中信建投证券、中投证券等多家大型重点金融机构或投资集团。

中央汇金公司对申银万国证券及宏源证券的支持力度均较大。2005 年中央汇金公司对申银万国证券增资 25 亿元，于 2012 年受让上海国际集团及其下属子公司所持申银万国证券的股份，于 2012 年通过下属子公司建银投资认购宏源证券 22692.89 万股定向增发股份。申银万国证券和宏源证券合并完成后，截至 2018 年 9 月末中央汇金公司合计持有申万宏源集团 56.86% 的股份，为其实际控制人。公司可在业务发展、业务协同、经营管理及资本补充等方面得到中央汇金公司的大力支持。

九、 本期债券偿付保障分析

（一） 具有较强可持续性的盈利积累

申万宏源证券业务基础较好，根据审计报告，2015-2017年及2018年前三季度，申万宏源证券分别实现净利润132.63亿元、55.04亿元、45.74亿元和32.35亿元，为本期债券本息偿付提供了较好保障。

（二） 货币资金*及可变现金融资产规模较大

根据申万宏源证券 2018 年前三季度未经审计的财务报告，截至2018年9月末，公司持有货币资金*243.78亿元，同时交易性金融资产、其他债权投资和其他权益工具投资中可即时变现的金融资产规模较大，能够对本期债券的偿付提供较好保障。

（三） 具有畅通的融资渠道

申万宏源证券拥有畅通的债务性融资渠道，且已建立资本市场融资渠道，可根据实际情况综合运用同业拆借、债券回购等多种融资方式，借入资金用于补足偿债资金缺口，保障债券本息兑付。

（四） 能够获得股东的大力支持

申万宏源证券实际控制人为中央汇金公司，公司可获得中央汇金公司的大力支持。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不早于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
总资产（亿元）	3325.09	2631.48	2815.70	3235.31
总资产*（亿元）	1997.28	1772.94	2217.41	2691.04
股东权益（亿元）	519.90	528.29	568.23	681.79
归属于母公司所有者权益（亿元）	503.58	510.65	550.22	664.52
营业收入（亿元）	303.48	148.06	126.69	88.33
营业利润（亿元）	174.96	63.66	57.35	39.51
净利润（亿元）	132.63	55.04	45.74	32.35
资产负债率（%）	73.97	70.20	74.37	74.66
权益负债率（%）	284.17	235.60	290.23	294.70
净资本/总负债*（%）	25.29	40.89	30.45	30.91
净资本/有息债务（%）	32.12	55.25	35.52	34.17
货币资金/总负债*	18.84	17.36	13.48	12.13
员工费用率（%）	14.02	38.10	-	-
手续费及佣金净收入/营业收入（%）	65.51	67.01	56.51	47.75
资产管理净收入与基金管理业务净收入/ 营业收入（%）	7.75	12.18	10.29	12.12
营业利润率（%）	57.65	43.00	45.27	44.74
平均资产回报率（%）	10.10	2.92	2.29	-
平均资本回报率（%）	30.78	10.50	8.34	-
监管口径数据与指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
净资本（亿元）	373.67	508.96	510.71	621.14
净资本/各项风险资本准备之和（%）	148.12	245.71	215.06	244.23
净资本/净资产（%）	79.86	109.55	102.53	100.07
净资本/负债（%）	30.01	50.08	34.39	33.05
净资产/负债（%）	37.58	45.72	33.54	33.03
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	122.76	86.36	134.08	153.03
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	50.41	30.31	28.17	22.21

注 1：根据申万宏源证券 2015-2017 年经审计的财务报表及 2018 年前三季度未经审计的财务波表、2015-2017 年末及 2018 年 9 月末母公司净资本计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算，其中资产负债表数据及指标取自各期末数；

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

附录二：

申万宏源证券调整后资产负债简表

财务数据	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
总资产*（亿元）	1997.28	1772.94	2217.41	2691.04
其中：货币资金*（亿元）	278.33	216.12	170.66	243.78
结算备付金*（亿元）	21.14	17.63	30.81	34.68
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（亿元）	574.52	347.14	481.96	-
交易性金融资产（亿元）	-	-	-	750.93
买入返售金融资产（亿元）	28.27	175.32	437.79	713.97
可供出售金融资产（亿元）	279.67	342.55	380.92	-
其他债权投资（亿元）	-	-	-	292.21
其他权益工具投资	-	-	-	99.81
融出资金（亿元）	714.19	558.69	557.39	449.26
总负债*（亿元）	1477.38	1244.65	1649.18	2009.25
其中：卖出回购金融资产款（亿元）	651.41	347.78	641.09	772.03
应付短期融资券（亿元）	243.57	32.12	152.45	138.11
应付债券（亿元）	261.88	498.30	531.67	715.50
其他负债（亿元）	198.20	178.24	138.62	131.22
股东权益（亿元）	519.90	528.29	568.23	681.79
其中：股本（亿元）	330.00	330.00	330.00	430.00
负债*和股东权益（亿元）	1997.28	1772.94	2217.41	3235.31

注：根据申万宏源证券2015-2017年经审计的财务报表及2018年前三季度未经审计的财务报表整理、计算，其中资产负债表数据及指标取自各期期末数。

附录三：

各项数据与指标计算公式

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

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资本为母公司数据。

附录四：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。