

申万宏源证券有限公司及其发行的 17 申证 01、17
申证 02、18 申证 03、19 申证 01 与 19 申证 03

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2019]100081】

跟踪对象: 申万宏源证券有限公司及其发行的 17 申证 01、17 申证 02、18 申证 03、19 申证 01 与 19 申证 03

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
17 申证 01	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 5 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 12 月 30 日
17 申证 02	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 5 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 12 月 30 日
18 申证 03	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 24 日	-	AAA/稳定/AAA/2018 年 9 月 26 日
19 申证 01	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 24 日	-	AAA/稳定/AAA/2019 年 1 月 4 日
19 申证 03	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 24 日	-	AAA/稳定/AAA/2019 年 2 月 28 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
总资产(亿元)	2631.48	2815.70	3229.19
总资产*(亿元)	1772.94	2217.41	2664.85
股东权益(亿元)	528.29	568.23	684.25
归属于母公司所有者权益(亿元)	510.65	550.22	666.76
净资本(亿元)	508.96	510.71	583.74
总负债*(亿元)	1244.65	1649.18	1980.61
营业收入(亿元)	148.15	126.69	121.70
净利润(亿元)	55.04	45.74	40.53
资产负债率*(%)	70.20	74.37	74.32
净资本/总负债*(%)	40.89	30.97	29.47
净资本/有息债务(%)	51.36	34.94	32.08
员工费用率(%)	38.10	37.07	39.41
资产管理业务净收入与基金管理业务净收入/营业收入(%)	12.18	10.29	9.64
营业利润率(%)	43.03	45.27	40.49
平均资产回报率(%)	2.92	2.29	1.66
平均资本回报率(%)	10.50	8.34	6.47

注:根据申万宏源证券 2016-2018 年经审计的财务报表、2016-2018 年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期末数。

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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对申万宏源证券有限公司(简称申万宏源证券或公司)及其发行的 18 申证 01 与 18 申证 02 的跟踪评级反映了 2018 年以来申万宏源证券在证券业务方面保持优势,同时也反映了公司在股票质押业务信用风险管理和证券自营业务市场风险管理等方面继续面临压力。

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,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。申万宏源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上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并给予上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



申万宏源证券有限公司及其发行的 17 申证 01、17 申证 02、18 申证 03、 19 申证 01 与 19 申证 03

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照申万宏源证券有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）（以下简称“17 申证 01”、“17 申证 02”）信用评级、申万宏源证券有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)（品种一）（以下简称“18 申证 03”）信用评级、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（第一期）（品种一）（以下简称“19 申证 01”）信用评级、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)（品种一）（以下简称“19 申证 03”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据申万宏源证券提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

申万宏源证券于 2017 年 2 月完成公开发行 2017 年公司债券（第一期）的发行，该期债券分两个品种；于 2018 年 12 月完成 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)的发行；于 2019 年 1 月完成 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的发行；于 2019 年 3 月完成 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）的发行，本次跟踪评级债券详细信息见图表 1。

图表 1. 本次跟踪评级债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	起息日	本息兑付情况
17 申证 01	75.00	5	4.40	2017/2/17	无异常
17 申证 02	5.00	7	4.50	2017/2/17	无异常
18 申证 03	15.00	5	4.08	2018/12/10	无异常
19 申证 01	22.00	3	3.55	2019/1/16	无异常
19 申证 03	62.00	3	3.68	2019/3/11	无异常

资料来源：申万宏源证券

公司管理

申万宏源证券有限公司（以下简称“申万宏源证券”、“该公司”或“公司”）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，实际控制人为中央汇金投

资有限责任公司（以下简称“中央汇金”）。2015年1月，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”），并以申银万国证券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，该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。公司取得上海市工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》，初始注册资本为330亿元。原申银万国证券变更为投资控股公司，更名为“申万宏源集团股份有限公司”，于2015年1月26日在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；2002年，申银万国根据《关于同意申银万国证券股份有限公司增资扩股方案的批复》（证监机构字[2001]218号）在规定期限内完成了各项工作，注册资本变更为42.16亿元；2005年，中央汇金对申银万国证券进行了注资，以25亿元现金认购25亿股新股；经公司股东大会审批、中国证监会核准、工商行政部门完成变更注册登记等相关法定程序后，申银万国证券注册资本变更为67.16亿元；2012年中央汇金受让上海国际集团有限公司、上海国有资产经营有限公司、上海国际信托有限公司、上海国际集团资产管理有限公司所持申银万国证券的股份；股权变更完毕后，中央汇金为控股股东，持有55.38%的股权。

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。2006年，经财政部批准，中国信达资产管理公司将所持宏源证券股份有限公司股份协议转让给中国建银投资有限责任公司，宏源证券股份有限公司控股股东变更为中国建银投资有限责任公司。上述股权分置改革完成后，宏源证券总股本增至146,120.4166万股。

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向公司增加注册资本人民币100亿元。截至2018年末，公司实收资本为430亿元，申万宏源集团持有公司全部股份。同期末，中央汇金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（中央汇金持有中央汇金资产管理有限责任公司100%股权）。中央汇金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 2. 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

序号	股东名称	持股数（亿股）	持股比例（%）
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 年年度报告（截至 2018 年末）

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从事证券投资咨询业务；通过控股子公司申万期货从事期货业务，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从事另类投资业务，通过控股子公司申万菱信从事基金募集、基金销售、资产管理业务，通过全资子公司申万宏源（国际）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 3. 申万宏源证券主要子公司情况

公司名称	简称	实收资本（亿元）	持股比例（%）
上海申银万国证券研究所有限公司	申万研究所	0.20	90.00
申万菱信基金管理有限公司	申万菱信	1.50	67.00
申银万国期货有限公司	申万期货	11.19	97.25
申银万国投资有限公司	申万投资公司	5.00	100.00
申银万国创新证券投资有限公司	申万创新投	10.00	100.00
申万宏源（国际）集团有限公司	申万宏源（国际）	港币 22.53	100.00
申万宏源西部证券有限公司	申万宏源西部证券	47.00	100.00
申万宏源证券承销保荐有限责任公司	申万宏源承销保荐	10.00	100.00

资料来源：申万宏源证券（截至 2018 年末）

截至 2018 年末，申万宏源证券资产总额为 3229.19 亿元，所有者权益为 684.25 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 666.76 亿元）。2018 年公司实现营业收入 121.70 亿元，净利润 40.53 亿元（其中归属于母公司股东的净利润为 39.65 亿元）。

业务运营

申万宏源证券投资银行业务包括股票承销保荐、债券承销、财务顾问服务等；本金投资业务包括股权投资、债权投资、其他投资等；个人金融业务主要服务于个人及非专业机构投资者，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；机构服务及交易业务主要为专业机构客户提供主经纪商服务和研究咨询服务，同

时包括 FICC 销售及交易、权益类销售及交易等（以下简称“自营业务”）；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。

申万宏源证券的收入及盈利水平受证券市场环境波动影响较大。2018 年以来，公司投资银行营业收入及营业利润持续下降，主要系股权融资市场低迷、债券发行额度持续波动的影响所致；同时，公司本金投资业务亦持续下降，主要系 IPO 审核趋严趋紧以及市场环境恶化影响；受市场股基交易量及两融规模下滑影响，加之证券市场指数的持续下滑，公司证券经纪、融资融券、股票质押式融资业务均出现波动，公司个人金融业务营业收入及营业利润金额和占比均有所减少；得益于 2018 年以来债券收益率的震荡下行，公司 FICC 销售及交易业务取得了较好的投资回报，带动机构服务与交易分部盈利贡献度快速上升；受资管新规正式出台的影响，公司投资管理业务营业收入增速有一定放缓。

整体来看，申万宏源证券各项业务均受市场及行业竞争影响较大。随公司转型的持续推进及市场环境的不断变化，其营收及营利结构有一定分化。

图表 4. 申万宏源证券主营业收入分业务结构（单位：亿元，%）

营业收入	2016 年		2017 年		营业收入	2017 年		2018 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	75.83	51.22	56.45	44.56	投资银行	14.30	11.29	9.45	7.76
证券自营及其他投资业务	3.91	2.64	6.09	4.81	本金投资	7.91	6.24	4.97	4.09
证券承销及保荐业务	21.55	14.55	14.64	11.56	个人金融	73.79	58.25	62.87	51.66
资产及基金管理业务	20.48	13.83	14.91	11.77	机构服务与交易	16.57	13.08	30.30	24.90
信用业务	12.39	8.37	20.55	16.22	投资管理	14.11	11.14	14.11	11.59
境外业务	2.96	2.00	3.79	2.99	-	-	-	-	-
其他	13.62	9.20	12.95	10.22	-	-	-	-	-
抵消	-2.69	-1.82	-2.71	-2.14	-	-	-	-	-
合计	148.06	100.00	126.69	100.00	合计	126.69	100.00	121.70	100.00

营业利润	2016 年		2017 年		营业利润	2017 年		2018 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	31.42	49.36	29.84	52.02	投资银行	5.91	10.30	3.87	7.85
证券自营及其他投资业务	-0.66	-1.04	0.11	0.19	本金投资	6.87	11.98	3.88	7.87
证券承销及保荐业务	10.43	16.38	5.37	9.36	个人金融	31.09	54.21	17.14	34.79
资产及基金管理业务	9.15	14.37	4.70	8.19	机构服务与交易	7.92	13.81	16.39	33.27
信用业务	5.84	9.17	9.27	16.16	投资管理	5.56	9.70	8.00	16.23
境外业务	0.74	1.16	1.06	1.84	-	-	-	-	-
其他	6.74	10.59	7.13	12.43	-	-	-	-	-
抵消	0.00	0.00	-0.11	-0.20	-	-	-	-	-
合计	63.66	100.00	57.35	100.00	合计	57.35	100.00	49.27	100.00

资料来源：申万宏源证券

1. 个人金融业务

证券经纪业务

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，申万宏源证券通过拓展渠道建设、强化品牌宣传、推进客服分层、加强队伍建设、布局风口业务等一系列举措，加大客户资产引进和盘活力度，推进经纪业务持续发展。

截至 2018 年末，申万宏源证券及所属证券类子公司共设有 40 家证券分公司、310 家证券营业部，分布于 21 个省、4 个直辖市、4 个自治区的 134 个城市内。当年末，公司证券客户托管资产 2.39 万亿元，市场占有率 7.13%，行业排名前 3 位；公司代理买卖业务净收入仍位居行业前列。

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，2016-2018 年公司经纪业务佣金率分别为 0.058%、0.047% 和 0.038%。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，2016-2018 年公司部均代理买卖证券业务净收入分别为 1582.29 万元、1163.59 万元和 790.08 万元。

融资融券业务和股票质押式融资业务

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，市场两融余额亦持续波动。期间申万宏源证券融资融券业务通过创设与开发资券融通创新产品、组织与指导分支机构业务推广、强化客户差异化管理，严控业务风险等系列措施，保持了融资融券业务的市场地位。截至 2018 年末，公司融资融券业务余额为 436.63 亿元，融资融券业务期末余额市场占有率 5.65%。

除融资融券业务外，申万宏源证券还重点推进股票质押式回购交易业务发展，相关业务规模快速增长，但 2018 年证券市场持续下跌，股票质押业务风险暴露，公司也相应调整业务策略。公司通过严格项目准入、加强项目评审，开展业务自查、落实贷后管理、建立资金管控等系列举措，努力化解股票质押项目风险。截至 2018 年末，公司股票质押融资余额 436.83 亿元，较上年末增长 35%；当年实现股票质押式回购利息收入 28.38 亿元。

图表 5. 申万宏源资本中介业务整体情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
融资融券业务余额	561.19	559.75	436.63
股票质押式回购业务待回购余额	59.77	322.93	436.83
融资融券利息收入	42.62	40.64	36.32
股票质押回购利息收入	1.34	10.23	28.38

资料来源：申万宏源证券

期货经纪业务

申万宏源证券主要通过控股子公司申万期货开展期货经纪业务。2018 年，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，以巩固经纪业务基础和
提高创新业务收入贡献为抓手，加快实施创新转型，实现净利润 2.17 亿元，同比增长 39%。

金融产品销售业务

申万宏源证券金融产品销售包括销售公司自行开发的金融产品及第三方开发的金融
产品，金融产品类型涵盖资产管理计划、收益凭证、公募基金、私募基金、商业银行
的理财产品及其他金融产品。2018 年，公司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。

2. 机构服务与交易

自营业务

近年来，申万宏源证券自营业务投资规模及收入水平持续增长，且固定收益类投资
占比不断提高。2018 年，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。同时，权益类投资积
极拓展创新业务，先后取得场外期权交易商资格、上交所 50ETF 期权做市交易商资格并
进行跨境业务布局，筹备沪伦通跨境转换与做市业务。公司固定收益类投资把握市场投
资机会，紧跟市场坚定加仓，投资回报率显著超过同期中债综合全价指数和开放式纯债
型基金收益率均值；此外，公司稳步推进大宗商品销售交易业务和黄金业务。

2018 年末，申万宏源证券自营投资规模维持增长，为 1200.56 亿元，其中债务工具
占比进一步增至 69.81%，净资产对自营投资的覆盖度为 48.73%；当年公司投资收益及公
允价值变动损益分别为 37.46 亿元和-1.23 亿元。

图表 6. 申万宏源证券自营投资业务情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
自营投资规模（亿元）	689.67	862.89	1200.56
其中：债务工具（%）	49.65	65.45	69.81
权益工具（%）	21.29	15.65	21.76
其他（%）	29.07	18.90	8.43
净资产/自营投资规模（%）	73.80	59.19	48.73

资料来源：申万宏源证券

注 1：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

注 2：2018 年末自营投资规模 = 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；
权益类工具包含：股票、基金、非交易性权益工具；债务工具包含：交易性金融资产-债券、债权投
资、其他债权投资。

研究咨询业务

申万宏源证券主要通过控股子公司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；着力市场专题研究，跨行业跨领域协同发力，打造产业链一体化优势；

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。同期，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 1。

主经纪商业务

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。2018 年，公司进一步推动机构客户综合金融服务，交易席位租赁业务方面，向非证券交易所会员单位出租交易单元，全年实现席位租赁收入 4.06 亿元，排名继续位于行业第一梯队；PB 系统业务方面，公司规范发展 PB 交易系统，年末 PB 系统的资产规模达 1,417 亿元；基金行政服务方面，公司通过了 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。

3. 投资管理业务

资产管理业务

自 2017 年底资管新规征求意见稿出台以来，资产管理行业监管重点聚焦降杠杆、去通道、破刚兑，资管业务规模整体萎缩，其中通道业务规模不断压降。2018 年，资管新规及系列配套政策正式落地，过渡期监管边际放松，下半年以来金融监管向稳杠杆转变。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，逐步压缩通道业务、扩充业务渠道、丰富产品体系、提高投资水平。截至 2018 年末，公司资产管理业务规模 6740.01 亿元，较上年末减少 21.21%；当年实现资产管理业务净收入 9.13 亿元，同比增加 1.57%。

图表 7. 申万宏源证券资产管理业务情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
期末集合资产管理业务受托规模（亿元）	394.37	389.33	552.18
期末定向资产管理业务受托规模（亿元）	6363.81	8072.81	6022.97
期末专项资产管理业务受托规模（亿元）	111.39	92.03	164.86
集合资产管理业务净收入（亿元）	2.80	3.17	3.09
定向资产管理业务净收入（亿元）	10.34	5.59	5.07
专项资产管理业务净收入（亿元）	0.18	0.22	0.96
资产管理业务净收入合计（亿元）	13.32	8.98	9.13
资产管理业务净收入行业排名（位）	5	9	6

资料来源：申万宏源证券、证券业协会

公募基金管理业务

申万宏源证券主要通过控股子公司申万菱信和参股公司富国基金开展公募基金管理业务。

2018 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，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；富国基金积极优化和完善公募产品线，2018 年末管理资产规模 4,340 亿元，较上年末增长 1.30%。

私募基金管理业务

申万宏源证券主要通过申万直投开展私募基金管理业务。

2018年，申万直投充分发挥“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。2018年，申万直投采取“PE+产业集团+政府”业务模式，新增基金规模22亿元。

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。

2018年，国内直接融资市场仍呈现结构性差异。股权融资方面，受股票市场波动、审核进度放缓影响，IPO发行规模及再融资规模同比均明显收缩；债券融资方面，债券市场收益率在2017年总体攀升后震荡下行，一级市场发行规模大幅增加。在IPO审核形势趋严、债券市场进一步规范的情况下，申万宏源证券投资银行业务积极响应金融服务实体经济要求，持续加大投行项目开拓力度。2018年，公司共完成再融资项目4个，融资金额128.82亿元；企业债主承销项目9家，主承销金额61亿元；公司债主承销项目30家，主承销金额225.91亿元；重大资产重组项目5单，交易金额157.51亿元；场外业务一级市场推荐挂牌项目17个，定向增发项目87家次。

5. 本金投资业务

申万宏源证券通过全资子公司申万直投和申万创新投开展本金投资业务。2018年，公司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；申万直投努力探索新的私募基金业务合作模式，寻找优质的合作方；申万创新投深化资产布局调整，重点推动投资项目的ABS化以及开拓科创领域的投资布局。截至2018年末，公司本金投资（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10亿元。

风险管理

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，申万宏源证券能够较有效地控制各类风险。

1. 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，申万宏源证券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为 86.36% 和 30.31%。2017 年以来公司逐步加大了对固定收益的投资比重并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。2018 年末，公司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为 172.09% 和 20.28%。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 8. 申万宏源证券监管指标情况（单位：%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	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	86.36	134.08	172.09	≤400%	≤500%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	30.31	28.17	20.28	≤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。2018 年末公司固定收益业务债券持仓总规模为 588 亿元。

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。公司融资类业务主要监管指标和重要内控指标均符合规定标准。2018 年以来，随着权益类市场的持续下行，股票质押业务平均履约保障比例持续下降，公司信用业务风控能力持续面临挑战。

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。未来证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，公司融资融券信用风险有所缓释，但股票质押业务平均履约保障比例有所下降，该类业务风险管理压力仍然较大。此外，公司投资类业务的快速发展，也对其市场风险管理能力提出更高要求。

2. 流动性风险

申万宏源证券在流动性风险方面，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；此外，公司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。

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。近年来公司买入返售 金融资产规模随股票质押业务发展快速增长，自营投资规模占比亦有所增加，融出资金 规模受市场两融余额下降影响持续收缩。截至 2018 年末，公司融出资金、买入返售金融 资产规模分别为 441.48 亿元和 661.94 亿元。

图表 9. 申万宏源证券资产构成占比情况（单位：%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
货币资金*	12.19	10.03	9.42
自营投资业务	38.90	38.91	45.05
买入返售金融资产	9.89	19.74	24.84
其中：股票质押式回购	3.37	14.56	16.39
融出资金	31.51	25.14	16.57
小计	92.49	93.82	95.88
总资产*	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。近年来，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 年末，短期债务占有息债务的比重为 58.99%，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 10. 申万宏源证券债务构成情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
卖出回购金融资产款	347.78	641.09	787.93
短期债务	423.13	906.41	1073.44
有息债务	991.03	1461.67	1819.60
短期债务/有息债务	42.70	62.01	58.99

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
货币资金*/短期债务	51.08	24.53	23.38

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。

财务质量

1. 公司盈利能力

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。2016-2018 年，公司分别实现营业收入 148.15 亿元、126.69 亿元和 121.70 亿元，实现净利润 55.04 亿元、45.74 亿元和 40.53 亿元。

图表 11. 申万宏源证券收入与利润情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入（亿元）	148.15	126.69	121.70
营业收入行业排名（位）	6	7	-
净利润（亿元）	55.04	45.74	40.53
净利润行业排名（位）	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，且均受市场环境因素影响较深。其中受股基交易量持续下降及两融余额的影响，个人金融业务营业利润率有所下降；虽受资管新规影响，公司定向资管规模降幅较快，但得益于主动管理规模的提升，公司投资管理业务营业利润有所上升；机构服务及交易业务营业利润率受金融环境及证券市场变化影响较大，在债券收益率持续下行的环境下，得益于杠杆水平的提升，该业务分部近年盈利较好；投行业务方面，公司较好地应对了 IPO 和再融资发行节奏的放缓，整体营业利润率维持稳定。

图表 12. 申万宏源证券业务分部营业利润率情况（单位：%）

业务分部	2017 年	2018 年
投资银行	41.30	40.93
本金投资	86.88	77.95
个人金融	42.14	27.27

业务分部	2017 年	2018 年
机构服务与交易	47.78	54.09
投资管理	39.42	56.67

资料来源：申万宏源证券

近年来，申万宏源证券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 13. 申万宏源证券成本费用情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	148.15	126.69	121.70
业务及管理费用	75.63	64.36	65.02
职工薪酬	56.44	46.96	47.96
业务及管理费/营业收入	51.05	50.80	53.43
职工薪酬/业务及管理费	74.63	72.96	73.77

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。2018 年以来，得益于股票质押业务及自营债权投资业务带来的利息收入增长，公司盈利来源进一步分散。

2. 资本与杠杆

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原申银万国证券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 14. 申万宏源证券资本实力（单位：亿元，位）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
净资产	464.59	498.11	623.31
行业排名	8	8	-
净资本	508.96	510.71	583.74
行业排名	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 年末，申万宏源证券合并口径股东权益中股本、资本公积和未分配利润占比分别为 62.84%、4.40%和 19.74%。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其对公司股东权益结构稳定性的影响。

图表 15. 申万宏源证券净资产构成情况（单位：%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
股本	62.47	58.08	62.84
资本公积	5.71	5.30	4.40
盈余公积	3.05	3.56	3.79
一般风险准备	7.35	8.51	8.83
未分配利润	19.83	22.10	19.74
少数股东权益	3.34	3.17	2.55
股东权益合计	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，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 16. 申万宏源证券资产负债率及监管指标情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	预警标准	监管标准
资产负债率*	70.20	74.37	74.32	-	-
净资本	508.96	510.71	583.74	-	-
净资本/净资产	109.55	102.53	93.65	≥24%	≥20%
净资本/负债	50.08	34.39	31.54	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	45.72	33.54	33.68	≥12%	≥10%
风险覆盖率	245.71	215.06	237.80	≥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。

跟踪评级结论

综上所述，当前我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段，经济下行压力仍然较大，证券业运营风险较高。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，申万宏源证券或将持续面临激烈的市场竞争压力。跟踪期内，公司各项业务均受市场及行业竞争影响较大。随公司转型的持续推进及市场环境的不变化，其收入及盈利结构逐步调整。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公司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。

同时，我们仍将持续关注（1）国内外经济形势及资本市场变化及其对证券行业的影响；（2）金融市场监管环境与政策导向变化，对证券行业竞争格局与业务模式构成的影响；（3）申万宏源证券杠杆经营程度及资本中介业务对公司流动性管理能力提出的挑战；

(4) 申万宏源证券创新业务发展所带来的风险管理压力；(5) 在债券市场仍有持续调整压力的情况下，申万宏源证券证券自营投资业务和资管业务的风险管理能力。

附录一：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2016 年	2017 年	2018 年
总资产 (亿元)	2631.48	2815.70	3229.19
总资产* (亿元)	1772.94	2217.41	2664.85
股东权益 (亿元)	528.29	568.23	684.25
归属于母公司所有者权益 (亿元)	510.65	550.22	666.76
营业收入 (亿元)	148.15	126.69	121.70
营业利润 (亿元)	63.75	57.35	49.27
净利润 (亿元)	55.04	45.74	40.53
资产负债率 (%)	70.20	74.37	74.32
权益负债率 (%)	235.60	290.23	289.46
净资产/总负债* (%)	40.89	30.97	29.47
净资产/有息债务 (%)	51.36	34.94	32.08
货币资金/总负债*	17.36	13.48	12.67
员工费用率 (%)	38.10	37.07	39.41
手续费及佣金净收入/营业收入 (%)	67.01	56.51	43.38
资产管理净收入与基金管理业务净收入/营业收入 (%)	12.18	10.29	9.64
营业利润率 (%)	43.03	45.27	40.49
平均资产回报率 (%)	2.92	2.29	1.66
平均资本回报率 (%)	10.50	8.34	6.47
监管口径数据与指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
净资产 (亿元)	508.96	510.71	583.74
净资产/各项风险资本准备之和 (%)	245.71	215.06	237.80
净资产/净资产 (%)	109.55	102.53	93.65
净资产/负债 (%)	50.08	34.39	31.54
净资产/负债 (%)	45.72	33.54	33.68
自营非权益类证券及证券衍生品/净资产	86.36	134.08	172.09
自营权益类证券及证券衍生品/净资产	30.31	28.17	20.28

注：根据申万宏源证券 2016-2018 年经审计的财务报表、2016-2018 年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期末数；

附录二：

申万宏源证券调整后资产负债表

财务数据	2016 年末	2017 年末	2018 年末
总资产* (亿元)	1772.94	2217.41	2664.85
其中：货币资金* (亿元)	216.12	222.34	250.99
结算备付金* (亿元)	17.63	29.77	32.23
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (亿元)	347.14	481.96	-
交易性金融资产 (亿元)	-	-	875.08
买入返售金融资产 (亿元)	175.32	437.79	661.94
可供出售金融资产 (亿元)	342.55	380.92	-
债权投资 (亿元)	-	-	10.06
其他债权投资 (亿元)	-	-	224.37
其他权益工具投资	-	-	91.06
融出资金 (亿元)	558.69	557.39	441.48
总负债* (亿元)	1244.65	1649.18	1980.61
其中：卖出回购金融资产款 (亿元)	347.78	641.09	787.93
应付短期融资券 (亿元)	32.12	152.45	135.68
应付债券 (亿元)	498.30	531.67	696.63
其他负债 (亿元)	178.24	138.62	122.47
股东权益 (亿元)	528.29	568.23	684.25
其中：股本 (亿元)	330.00	330.00	430.00
负债*和股东权益 (亿元)	1772.94	2217.41	3229.19

注：根据申万宏源证券 2016-2018 年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（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。

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（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。

评级声明

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《证券行业信用评级方法》（发布于 2018 年 3 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。