

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不就因本公告全部或任何部分內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)
(股份代號：6806)

海外監管公告

本公告乃由申萬宏源集團股份有限公司(「本公司」)根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條作出。

茲載列本公司於深圳證券交易所網站發佈之《申萬宏源集團股份有限公司2021年面向專業投資者公開發行公司債券(第三期)信用評級報告》，僅供參閱。

承董事會命
申萬宏源集團股份有限公司
董事長
儲曉明

北京，2021年7月29日

於本公告日期，董事會成員包括執行董事儲曉明先生、楊文清先生及黃昊先生；非執行董事葛蓉蓉女士、任曉濤先生、張宜剛先生及朱志龍先生；獨立非執行董事楊小雯女士、武常岐先生、陳漢文先生及趙磊先生。

信用评级公告

联合〔2021〕6469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(第三期)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,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(第三期)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:



二〇二一年七月二十一日

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（第三期）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 30 亿元（含）
本期债券期限：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
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途：扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期债务

评级时间：2021 年 7 月 22 日

本次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

本次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	2
财务风险	F1	偿付能力	未来发展	1
			盈利能力	1
			资本充足性	1
		杠杆水平	2	
		流动性因素		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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”股上市投资控股集团，具备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，近年来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，2018—2020年，公司营业收入及净利润均呈持续增长趋势，盈利能力保持在较强水平；资产流动性较好，子公司资本充足性很好，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负担影响较小，2020年公司合并口径和母公司口径资产总额、EBITDA、所有者权益及净利润对本期债券本金覆盖程度较好。

未来随着资本市场的持续发展、公司各项业务的稳步推进，公司整体竞争力有望进一步提升，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，公司主体违约风险极低，本期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，股东实力很强，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强大品牌，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好。**公司为“A+H”上市公司，2018—2020 年末公司资本实力不断增

分析师：董日新 陈凝
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

强，资产流动性较好，资本充足性很好，融资渠道畅通，盈利能力较强。

关注

1. **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	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
资产总额（亿元）	3477.25	3885.37	4911.24	4999.76
负债总额（亿元）	2765.29	3037.06	4010.34	4077.25
所有者权益（亿元）	711.96	848.31	900.91	922.51
归属于母公司所有者权益（亿元）	693.99	832.06	884.65	905.44
短期债务（亿元）	1081.74	1135.05	1560.48	/
全部债务（亿元）	1984.68	2056.75	2743.51	/
营业总收入（亿元）	152.77	245.93	294.09	86.51
投资收益（亿元）	39.28	57.09	58.87	21.13
利润总额（亿元）	51.87	69.27	93.48	29.48
EBITDA（亿元）	135.74	152.88	182.54	/
筹资前净现金流（亿元）	-174.91	25.15	-295.93	84.20
营业利润率（%）	34.04	28.26	31.92	34.11
净资产收益率（%）	6.63	7.44	9.01	2.69
资产负债率（%）	79.53	78.17	81.66	81.55
全部债务资本化比率（%）	73.60	70.80	75.28	/
EBITDA利息倍数（倍）	1.68	1.96	2.20	/
全部债务/EBITDA（倍）	14.62	13.45	15.03	/
EBITDA/本期债券发行金额（倍）	4.52	5.10	6.08	/
公司本部（母公司）				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
资产总额（亿元）	717.15	846.83	835.25	857.55
所有者权益（亿元）	501.76	587.22	584.50	584.45
全部债务（亿元）	209.81	257.42	249.46	271.53
营业收入（亿元）	19.04	24.61	17.41	0.28
投资收益（亿元）	17.73	23.57	22.11	1.93
利润总额（亿元）	16.71	20.43	15.90	-0.07
净资产收益率（%）	3.80	3.78	2.96	-0.04
资产负债率（%）	30.03	30.66	30.02	31.85
全部债务资本化比率（%）	29.49	30.48	29.91	31.72
EBITDA/本期债券发行金额（倍）	0.79	0.99	0.88	/

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，财务数据均指合并口径；2. 公司2021年一季度财务报表未经审计，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
AAA	稳定	2021/6/8	董日新 陈凝	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	阅读全文
AAA	稳定	2021/2/8	陈凝 姚雷	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	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅。

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（第三期）信用评级报告

一、企业基本情况

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。

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（以下简称“申万宏源证券”）。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 2021 年 3 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投 100.00% 股权，中央汇金为公司实际控制人。

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 年末，公司拥有 6 家一级子公司，分别为：申万宏源证券、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”）、申万宏源投资有限公司、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”）、宏源汇智投资有限公司（以下简称“宏源汇智”）；公司合并口径员工总数 11707 人。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 4911.24 亿元，其中客户资金存款 758.71 亿元；负债总额 4010.34 亿元，其中代理买卖证券款 975.35 亿元；所有者权益合计 900.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益 884.65 亿元；申万宏源证券母公司口径净资产 660.54 亿元。2020 年，公司实现营业收入 294.09 亿元，利润总额 93.48 亿元，净利润 78.76 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 77.66 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -177.47 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 156.09 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 4999.76 亿元，其中客户资金存款 756.23 亿元；负债总额 4077.25 亿元，其中代理买卖证券款 957.22 亿元；所有者权益合计 922.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益 905.44 亿元。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 86.51 亿元，利

润总额 29.48 亿元，净利润 24.52 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 24.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额-54.32 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 101.73 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、债券概况及募集资金使用情况

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（第三期）”。本期债券发行规模不超过 30.00 亿元（含）。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。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期债务。

本期债券为无担保债券。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情

负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年 平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1

个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛

盾，居民收入保持稳定增长。2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调

节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

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

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，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；2020年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据，截至2020年底，上交所和深交所上市的公司合计4154家；股票市场总市值为79.72万亿元，较2019年底增长34.46%；平均市盈率为25.64倍，较2019年增长5.29个倍数。2020年全部A股成交额为206.02万亿元，日均成交额为0.85万亿元，同比增长63.05%。截至2020年底，市场融资融券余额为1.62万亿元，较2019年底增长58.84%，其中融资余额占比为91.54%，融券余额占比为8.46%。股票一级市场发行方面，2020年，上交所和深交所共实际募集资金1.67万亿元，同比增长8.20%，共完成IPO为396家、增发362家、配股18家、优先股8家，可转债和可交债分别为206家和41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。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，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据Wind统计，截至2020年底，债券余额为114.30万亿元，较2019年底增

长17.72%。债券发行方面，2020年境内共发行各类债券5.03万只，发行额达56.89万亿元，同比增长25.90%。2020年境内债券交易总金额为1282.19万亿元。其中，现券交易成交金额为241.09万亿元，回购交易成交金额为893.97万亿元，同业拆借147.13万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020年全国期货市场累计成交额为437.53万亿元，同比增长50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为115.44万亿元，同比增长65.80%，占全国市场份额26.38%。

图1 股票市场指数和成交额情况 (单位: 点、亿元)

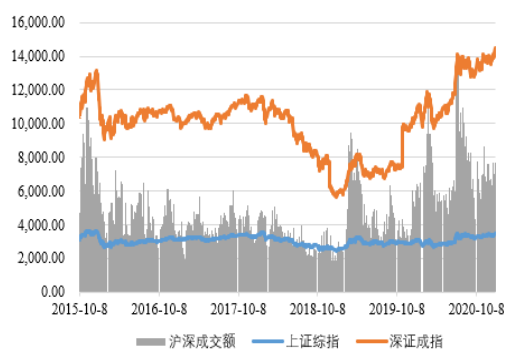
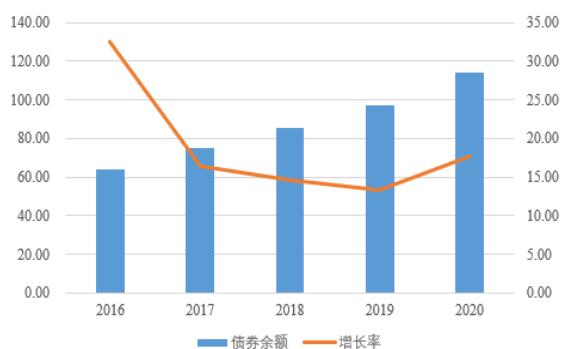


图2 债券市场余额和增长率 (单位: 万亿元、%)



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的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。2020年6月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，

加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019年以来增幅较大；盈利能力呈现U型走势，2018年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019年和2020年，受市场行情和利好政策等因素影响，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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

资料来源：中国证券业协会

2020 年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020 年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020 年以来涉及证券公司的罚单超过 150 张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020 年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较 2019 年有所提升。截至 2020 年底，139 家证券公司总资产为 8.90 万亿元，较 2019 年底增长 22.50%；净资产为 2.31 万亿元，较 2019 年底增长 14.10%，净资本为 1.82 万亿元，较 2019 年底增长 12.35%。2020 年，139 家证券公司实现营业收入 4484.79 亿元，实现净利润 1575.34 亿元，分别同比增长 24.41% 和 27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有 127 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。

2021年3月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

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；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

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。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，自营业务收入占比升至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，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露2020年全年行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入
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。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，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10亿元，同比增长47.42%。

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、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策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。2020年以来，A股IPO审核家数及过会率明显提升，2020年，发审委审核IPO家数634家，其中605家通过审核，过会率达95.43%，远高于2019年全年277家审核家数、247家通过家数及89.17%的通过率。2020年，IPO发行规模合计4699.63亿元，发行家数396家，分别同比增长85.57%和95.07%。受再融资新规利好政策影响，2020年，再融资规模8854.34亿元，同比增长26.10%，扭转下降趋势。科创板方面，2020年共有229家科创类公司提交上交所上市委审核，218家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模2262.60亿元。债券市场方面，2020年，证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资，2020年证券公司承销各类债券金额10.05万亿元，同比增长32.09%。基于上述因素，2020年，全行业实现投资银行业务净收入672.11亿元，同比增长39.26%。

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，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2020年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为52.83%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时，创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；新证券法等纲领性文件出台，强化中介机构“看门人”的责任，促使证券公司提升专业服务能力，投行业务快速发展的背景下，合规风控成为证券公司核心竞争力。

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。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年的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。2020年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。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，同比基本持平。

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2020年末，证券公司资产管理业务规模为10.51万亿元，较2019年末下降14.48%；2020年，证券公司实现资产管理业务净收入299.60亿元，同比增长8.88%。

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；2020年融资融券业务大幅增长且风险可控，股票质押业务规模继续压缩，风险继续化解。

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2020年末，融资融券余额1.62万亿元，较2019年末增长58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。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。截至2020年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为5.42%，较年初下降0.79个百分点；控股股东（按第一大口径统计，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。但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。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31.72%。

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、差异化和专业化竞争演变。

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。2019年11月,证监会明确提出要推动打造航母级证券公司,推动证券行业做大做强。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。

近年来,证券公司扎堆补充净资本,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、财达证券已实现A股上市,首创证券、信达证券、万联证券、国开证券等证券公司已处于IPO辅导期或已过会阶段。2020年,共计16家上市证券公司完成增发和配股,其中海通证券和国信证券分别增发募资200.00亿元和150.00亿元,招商证券完成配股募资126.83亿元,资本金规模大幅提升,行业内头部效应有所加强。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。

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2020年末证券公司所有者权益排序,2020年前十大证券公司实现营业收入合计2994.25亿元,净利润995.85亿元,占全行业营业收入和净利润的比重分别为66.76%和63.21%。截至2020年底,前十大证券公司资产总额为5.85万亿元,占全行业总资产的65.70%。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2020年末/2020年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	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37

3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37
4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

资料来源：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 年以来，债券市场违约常态化，2020 年部分国企违约超预期，债券市场分化加剧，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。

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，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

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2021年3月末，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100.00%股权，中央汇金为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司子公司申万宏源证券具有很强的经营竞争力，其品牌历史悠久，品牌影响力很强。

公司作为一家“A+H”股的上市投资控股集团，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年末，公司所有者权益为900.91亿元。

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2020年末，申万宏源证券拥有证券营业部309家，分布于21个省、4个直辖市、4个自治区的134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	2018年	2019年	2020年
净资本	5	7	6
营业收入	7	7	8
证券经纪业务收入	7	8	8
客户资产管理业务收入	6	5	8
投资银行业务收入	12	12	14
融资类业务收入	4	5	6
证券投资收入	10	6	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. 外部支持

公司控股股东及实际控制人综合实力很强，对公司支持力度较强。

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2020年末，中国建投资产总额1829.84亿元，所有者权益合计921.03亿元；2020年，中国建投实现营业总收入171.85亿元，净利润66.37亿元。

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2020年末，中央汇金资产总额为58174.00亿元，所有者权益合计52776.78亿元；2020年，中央汇金实现营业总收入5240.30亿元，净利润5032.34亿元。

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。

4. 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（统一社会信用代码：91650000132278661Y），截至2021年7月15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。

截至2020年末，公司共获得百余家银行的授信，授信额度合计约4507.08亿元。其中，额度前10大的银行授信规模合计约2624.80亿元，已使用约1007.18亿元。公司间接融资渠道畅通。

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。

公司设立董事会，对股东负责。目前公司董事会由11名董事组成，其中3名执行董事、4名非执行董事、4名独立非执行董事。公司董事会设独立非执行董事，独立非执行董事的人数不少于3名且不得少于全体董事成员的1/3，且至少包括1名具备适当的专业资格或具备适当的会计或相关的财务管理专长，且一名独立非执行董事常居于香港。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。董事会形式以下职权：负责召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案等。

公司设监事会，根据《章程》规定，监事会由5~9名监事组成，设监事会主席1名，副主席1名；监事会主席、副主席的任免应当经三分之二以上监事会成员表决通过。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3，监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生；从实际情况来看，目前公司监事会包括5名监事，其中职工监事2名。监事会行使下列职权：对董事会编制的公司证券发行文件和定期报告进行审核并提出书面审核意见。监事应当签署书面确认意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、本章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司高级管理人员3名，其中总经理兼任执行委员会主任、财务总监兼任执行委员会成员。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；拟订公司经营管理相关的重要规章制度等。

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。

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 and 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，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4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。2020年11月，上海证监局出具了《关于对申万宏源证券有限公司采取责令改正措施的决定》，主要内容为：申万宏源证券子公司上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“研究所”）开展发布证券研究报告业务，但未对研究所署名证券分析师刘洋在冠以公司名称的公众号上发布的某篇证券研究报告进行发布前的质量控制和合规审查。收到函件后，研究所积极按照监管要求进行整改，强化发布研究报告业务内控管理，完善新媒体及互联网工具管理机制，切实避免类似事件再次发生。2021年3月，新疆证监局出具了《关于对申万宏源西部证券有限公司库尔勒滨河路证券营业部采取出具警示函措施的决定》，主要内容为：营业部未采取有效措施严格规范员工执业行为，对营业部电脑使用情况

监督失效，存在营业部员工使用营业部电脑替客户办理证券交易的情况。收到函件后，营业部对各业务条线工作进行了风险排查，加强全体员工合规培训，加强营业部现场客户用机管理及客户委托交易监控，切实防范发生类似事件。2021年4月，重庆证监局出具了《关于对申万宏源证券有限公司采取出具警示函措施的决定》，主要内容为：申万宏源证券重庆分公司负责人王军在任职期间，存在在其他营利性机构兼职的行为，申万宏源证券未及时处置王军的兼职行为并向重庆证监局报告，反映出申万宏源证券内部控制不完善、合规管理不到位。函件正式下发前，申万宏源证券已督促王军根据要求完成整改。函件下发后，申万宏源证券再次组织对分支机构负责人兼职情况进行了梳理，未发现类似违反监管规定的问题。申万宏源证券将进一步细化完善相关规章制度，严格落实监管要求，加强干部兼职管理，切实防范发生类似事件。

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；公司营业总收入及利润总额整体呈持续较快增长趋势。

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 公司营业总收入结构 单位：亿元、%

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
企业金融	18.36	12.02	22.93	9.33	22.65	7.70
其中：投资银行	9.27	6.07	11.93	4.85	14.93	5.08
本金投资	9.09	5.95	11.00	4.47	7.72	2.63
个人金融	64.76	42.39	72.34	29.41	90.07	30.63
机构服务及交易	55.22	36.14	133.99	54.48	162.03	55.10
投资管理	14.44	9.45	16.67	6.78	19.34	6.58
合计	152.77	100.00	245.93	100.00	194.09	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。

2018—2020年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长38.74%。2020年，公司营业总收入294.09亿元，同比增长19.58%，主要系代理买卖证券业务手续费及佣金净收入增加及融资融券业务收入增加导致个人金融业务收入增长，投资银行业务收入增长及自营投资业务收入增长导致机构服务及交易业务收入增长所致。2018—2020年，公司利润总额持续增长，年均复合增长34.25%，2020年公司实现利润总额93.48亿元，同比增长34.95%。

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，个人金融业务收入规模持续增长，但占比不断下降，机构服务及交易业务收入规模及占比不断上升。2020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55.10%，个人金融业务为公司重要收入来源，占比为30.63%；企业金融和投资管理业务对收入贡献度一般。

2021年1—3月，公司实现营业总收入86.51

亿元，同比增长12.39%，主要系股权融资承销收入增加及市场回暖导致手续费及佣金净收入增长，加之交易性金融资产投资收益增加致使投资收益同比增长。同期，公司实现利润总额29.48亿元，同比增长19.61%。

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，2020年，个人金融业务仍为申万宏源证券第一大收入来源，机构服务及交易业务收入规模进一步增长，为公司营业收入的重要来源，整体收入结构较稳定、经营情况良好。

申万宏源证券业务范围涵盖企业金融、个人金融、机构服务及交易、投资管理四大业务板块。

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，本金投资业务由全资子公司申银万国投资有限公司（以下简称“申万投资”）和申银万国创新证券投资有限公司（以下简称“申万创新投资”）使用自有资金开展投资。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、权益类销售及交易和衍生品业务等。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。

2018—2020年，申万宏源证券营业收入呈持续增长趋势，年均复合增长29.95%，各类业务均有所增长。2020年，申万宏源证券实现营业收入205.53亿元，同比增长22.57%。受此影响，2020年，实现净利润79.57亿元，同比增长40.51%。2020年申万宏源证券营业收入增幅略低于行业平均水平，净利润增幅高于行业平均水平。

从收入构成来看，2018—2020年，个人金融收入呈持续增长趋势，主要系受市场回暖影响，经纪业务收入及融资融券业务收入规模增长所致，个人金融业务收入占比波动下降，2020年占比为42.83%，仍为申万宏源证券第一大收入来源；受益于自营投资业务的较好发展，

公司机构服务及交易业务收入规模呈持续增长趋势，年均复合增长57.83%，占比整体呈上升趋势，2020年占比为36.73%，为公司第二大收入来源；企业金融业务收入规模呈持续增长趋势，年均复合增长26.74%，企业金融业务收入主要来自于投资银行业务，2020年企业金融业务实现收入23.16亿元，同比增长34.98%，本金投资业务和投资银行业务收入均有所增长，2020年企业金融业务收入占比为11.27%；投资管理业务收入保持稳定增长，年均复合增长15.56%，2020年投资管理业务实现收入18.84亿元，同比增长15.36%，主要系资管计划投资收入增加所致，但受其他板块收入增长较快影响，占比持续下降，2020年占比为9.17%。

表6 申万宏源证券营业收入结构 单位：亿元、%

业务类型	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
个人金融	62.87	51.66	70.05	41.78	88.04	42.83
机构服务及交易	30.30	24.90	64.14	38.25	75.49	36.73
企业金融	14.42	11.85	17.16	10.23	23.16	11.27
其中：投资银行	9.45	7.76	12.53	7.47	14.94	7.27
本金投资	4.97	4.09	4.63	2.76	8.22	4.00
投资管理	14.11	11.59	16.33	9.74	18.84	9.17
合计	121.70	100.00	167.68	100.00	205.53	100.00

资料来源：申万宏源证券财务报表、公司提供，联合资信整理

（2）业务运营

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。2018—2020年，企业金融业务呈持续增长趋势，年均复合增长26.74%，2020年，企业金融业务实现收入23.16亿元，同比增长34.98%，主要系投资银行业务收入增长所致。

投资银行业务收入为企业金融板块的主要收入来源，2018—2020年，得益于政策红利释放及市场环境的综合影响，投资银行业务收入呈持续增长趋势，收入排名处于行业上游水平。

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。

2018—2020年，投资银行业务手续费净收入三年复合增长26.26%，2020年实现手续费净收入14.24亿元，同比增长16.53%，主要是IPO承销业务收入增加所致；2018—2020年投资银行业务收入行业排名分别为第12名、第12名和第14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审核速度加快以及再融资松绑影响，2018—2020年，申万宏源

证券股权承销数量和金额均呈上升趋势。2018年，申万宏源证券完成再融资项目4单，承销金额为129.04亿元，2019年和2020年，申万宏源证券股权融资业务有所好转，完成IPO项目分别为3个和12个，2020年增加明显，承销金额分别为31.34亿元和75.97亿元。2019年和2020年，申万宏源证券完成再融资项目分别为10个和15个，承销金额分别为107.45亿元和197.46亿元。2018—2020年，申万宏源证券股票主承销佣金收入行业排名分别为第36名、第20名和第16名，不断上升。

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、公司债券和非金融企业债

务融资工具为主；债券承销业务是公司投行业务收入的主要来源。2018—2020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。2020年，申万宏源证券完成债券承销项目978个，承销金额2546.30亿元，同比增长64.38%，主要系市场环境及业务拓展影响所致。2018—2020年，申万宏源证券债券主承销佣金收入行业排名分别为第20名、第16名和第20名。

新三板方面，受市场环境及业务拓展影响，2018—2020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17家、7家和5家。

表 7 申万宏源证券投行业务情况表 单位：个、亿元、家

项目	2018年		2019年		2020年		
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	
股权	IPO	0	0.00	3	31.34	12	75.97
	再融资	4	129.04	10	107.45	15	197.46
	小计	4	129.04	13	138.79	27	273.44
债券承销	419	1007.10	701	1549.04	978	2546.30	
新三板	17	/	7	/	5	/	
财务顾问	5	/	4	/	8	/	
合计	445	1136.14	725	1687.83	1018	2819.74	

注：上表包括 IPO 精选层数据

资料来源：公司提供，联合资信整理

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全资子公司申万创新投资和申万投资负责运营。

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。2018—2020年末，申万宏源证券本金投资（不含联营和合营企业投资）规模分别为14.93亿元、15.30亿元和17.72亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长8.94%。

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。2018—2020年，申万宏源证券个人金融业务收入呈持续增长趋势，年均复合增长18.33%；2020年，个人金融业务实现收入88.04亿元，同比增长25.68%，主要是代理买卖证券业务手续费及佣金净收入增加及融资融券业务收入增加所致。2018—2020年，申万宏源证券证券经纪业务收入行业排名分别为第7名、第8名和第8名。

2020年申万宏源证券调整营业部分布，目前分支机构家数众多且布局广泛，经纪业务具有很强竞争力；受证券市场回暖影响，代理买卖证券业务净收入规模持续增长。

申万宏源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。2020年申万宏源证券撤销6家证券营业部，新完成设立4家证券营业部，另外申万宏源证券正在广东省深圳市、江苏省徐州市等地筹建6家营业部。截至2020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42家；证券营业部309家，分布于21个省、4个直辖市、4个自治区的134个城市，分支机构数量众多且布局广泛。

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。2019年代理买卖证券业务净收入同比增长23.43%至30.23亿元，2020年代理买卖业务净收入为42.79亿元，同比增长41.55%，主要系受证券市场行情回暖所致。2018—2020年，申万宏源证券代理买卖证券业务收入行业排名均为第4名、第4名和第8名。

截至2020年末，申万宏源证券证券客户托管资产为4.19万亿元，较上年末增长30.89%，市场占有率6.83%，市场占有率较高。

申万宏源证券期货经纪业务发展较好，申银万国期货有限公司（以下简称“申万期货”）连续七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。申万期货连续七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2020年末，申万期货资产总额为230.75亿元，所有者权益合计为24.91亿元；2020年，申万期货实现营业收入24.09亿元，净利润2.34亿

元。

申万宏源证券金融产品销售业务发展较好，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。2020年，申万宏源证券销售自行开发金融产品1481.20亿元，较上年增长131.80%；代理销售第三方金融产品1103.14亿元，较上年增长136.76%，实现代销金融产品净收入2.21亿元。2018—2019年，申万宏源证券代销金融产品收入行业排名分别为第13名和第16名。

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业务规模的综合影响，信用业务规模呈波动增长趋势。

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。2018—2020年末，申万宏源证券信用业务余额呈波动增长趋势，年均复合增长6.85%；2019年信用业务余额较上年末下降9.57%，主要系股票质押式回购业务规模下降所致，2020年末较上年末增长26.24%，主要系融资融券业务规模增长所致。2018—2020年，申万宏源证券融资类业务收入行业排名分别为第4名、第5名和第6名。

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，严控业务风险等系列措施，保持了融资融券业务的市场地位。2018—2020年末，受证券市场回暖影响影响，申万宏源证券融资融券业务规模呈持续增长趋势，年均复合增长38.46%。截至2020年末，融资融券业务余额为837.02亿元，较上年末增

长59.32%，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，努力拓展融券券源所致。2018—2020年，融资融券实现利息收入呈波动增长趋势，年均复合增长12.55%，2019年同比下降1.50%，主要系利率下降所致，其中2020年融资融券实现利息收入46.01亿元，同比增长28.62%，主要系融资融券业务规模增长所致。

股票质押式回购业务方面，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，持续压降股票质押业务规模，2018—2020年末，股票质押融资业务规模呈持续下降趋势，年均复合下降39.46%。截至2020年末，股票质押业务回购余额为160.12亿元，较上年末下降39.47%。2018—2020年，股票质押利息收入呈持续下降趋势，年均复合下降40.79%，主要系业务规模减少所致。2018—2020年末，申万宏源证券买入返售金融资产减值准备余额分别为6.14亿元、7.89亿元和9.89亿元。

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	2018年末/2018年	2019年末/2019年	2020年末/2020年
融资融券客户数目	20.51	21.19	21.90
融资融券余额	436.63	525.36	837.02
融资融券利息收入	36.32	35.77	46.01
股票质押业务回购余额	436.83	264.51	160.12
股票质押业务利息收入	28.38	20.96	9.95

注：利息收入为申万宏源证券合并报表口径
资料来源：公司提供，联合资信整理

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。

2018—2020年，受益于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57.83%；2020年实现机构及交易业务收入75.49亿元，同比增长17.70%，主要系自营业务投资收入增长所致。

自营投资收入是机构服务及交易业务的主要收入来源；申万宏源证券自营投资业务行业排名靠前，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、金融创新总部和证券投资总部负责具体业务。2018—2020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33.02%；2020年申万宏源证券实现投资收益（含公允价值损益）64.12亿元，同比增长21.28%，主要系自营投资权益类产品公允价值变动收益增加及权益法确认的投资收益增加所致。2018—2020年，申万宏源证券证券投资业务收入行业排名分别为第10名、第6名和第6名。

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。

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。

2018—2020年末，申万宏源证券证券投资规模呈持续增长趋势，年均复合增长35.08%。截至2020年末，证券投资账面价值合计2191.56亿元，较上年末增长37.11%，除资管计划及信托计划外，其他投资品种均有所增长，以债券和其他投资增长为主。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；2018—2020年末，债券投资规模大幅增加，占比均保持在60%以上。2018—2020年末，股票投资规模持续增长，2020年末较上年末大幅增加69.06亿元，2020年末股票投资规模和占比分别

为88.03亿元和4.02%。其他主要是可交债、ABS、定向工具、非券商资管产品和私募基金等，2018—2020年末，其规模和占比均大幅增加，主要系贵金属、非券商资产管理计划及私募基金产品投资规模增加所致，2020年末规模和占比分别为463.99亿元和21.17%。2018—2020年末，公募基金投资规模呈持续增长趋势，年均复合增长31.34%；券商资管产品及信托计划规模及占比逐年下降，2020年末分别为16.97亿元和0.77%，占比很低。理财投资规模及占比很低。截至2020年末，申万宏源证券投资出现违约的债券已足额计提减值。

随着申万宏源证券逐渐加大债券投资规模，2018—2020年末，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/净资产水平呈持续增长趋势。截至2020年末，上述两个指标分别为312.33%和52.90%，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	2018年末		2019年末		2020年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	820.39	68.31	1029.53	64.41	1349.53	61.58
股票	16.76	1.40	18.97	1.19	88.03	4.02
理财	4.86	0.40	1.91	0.12	8.44	0.39
券商资管产品及信托计划	30.18	2.51	23.48	1.47	16.97	0.77
公募基金	153.40	12.77	229.55	14.36	264.60	12.07
其他	175.45	14.61	294.97	18.45	463.99	21.17
合计	1201.04	100.00	1598.41	100.00	2191.56	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资产		20.28		29.35		52.90
自营非权益类证券及其衍生品/净资产		172.09		273.71		312.33

注：上表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，计入其他权益工具投资科目核算；2018—2020年末上述投资公允价值分别为62.42亿元、65.52亿元和67.02亿元

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，申万研究所研究实力很强。

申万宏源证券及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；公司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。公司在《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。2020年，申万研究所继续跻身新财富“最具影响力研究机构”“本土金牌研究团队”榜单前列，为业内唯一连续十八次上榜两个重量级团体奖项的券商。在卖方分析师水晶球奖评选中，申万研究所获得“本土金牌研究团队”第三名，公用事业研究领域连续6年蝉联第一名，银行研究领域获得第一名；在第二届新浪金麒麟最佳分析师评选中，获得最佳研究机构第三名。截至2020年末，申万研究所资产总额为2.16亿元，所有者权益合计为0.79亿元；2020年，申万研究所实现营业收入3.39亿元，净利润0.001亿元。

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—2020末，PB系统的资产规模分别约为1417亿元、1141亿元和2330.66亿元。

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。2020年，私募资管计划的托管及运营服务只数530只，新增托管及运营服务规模总规模519.08亿份，对应资产净值规模541.66亿元。

席位租赁业务方面，2018—2020年，申万宏源证券交易单元席位租赁收入分别为4.06亿元、4.22亿元和6.92亿元，逐年增长，2020年席

位收入同比增长64.18%，市场占有率达4.12%。2018—2020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9名、第10名和第10名。

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。2018—2020年，申万宏源证券投资管理业务收入规模呈持续增长趋势，年均复合增长15.56%。2020年，申万宏源证券实现投资管理业务收入18.84亿元，同比增长15.36%，主要系资管计划投资收入增加所致。

申万宏源证券资产管理业务具有很强竞争优势，2018—2020年，管理资产规模持续下降，业务结构以定向资管业务为主，但占比不断下降；主动管理业务占比有所提升。

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。2018—2020年，申万宏源证券资产管理业务手续费净收入微幅波动增长，2020年实现资产管理业务手续费净收入12.24亿元，同比下降2.89%，主要系申万宏源证券资产管理业务围绕专业化改革和主动管理能力提升转型所致。2018—2020年，申万宏源证券资产管理业务收入行业排名分别为第6名、第5名和第8名，收入规模处于行业上游水平。

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，2020年申万宏源证券资产管理业务获得由中国证券报主办的金牛奖之“金牛资产管理团队”奖，蝉联了由中国证券报主办的券商资管产品金牛奖之“金牛券商集合资产管理人”奖，并连续两年获得了不动产证券化“前沿奖”。

从管理规模和业务结构来看，2018—2020年末，申万宏源证券资产管理规模呈持续下降

趋势，年均复合下降27.89%，主要是受资管新规等政策影响，定向业务规模减少所致；业务结构以定向资管为主但占比不断下降，截至2020年末，定向管理业务占比为79.52%。从各产品类型来看，2018—2020年末，集合产品和定向产品规模均呈持续下降趋势，而专项产品规模逐年增加。截至2020年末，集合产品规模

469.94亿元，定向产品规模为2810.01亿元，专项产品规模为253.73亿元。

2018—2020年末，申万宏源证券主动管理占比不断上升。截至2020年末，主动管理规模1355.94亿元，较上年末下降22.46%，主要系按照监管要求清理委外投资所致，占比为38.37%，较上年末上升5.69个百分点。

表 10 申万宏源证券资产管理业务情况表 单位：亿元、%

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	
产品类型	集合	551.21	8.11	486.49	9.09	469.94	13.30
	定向	6075.97	89.42	4654.02	86.97	2810.01	79.52
	专项	167.97	2.47	210.65	3.94	253.73	7.18
管理方式	主动管理	1663.03	24.47	1748.72	32.68	1355.94	38.37
	被动管理	5132.11	75.53	3602.45	67.32	2177.74	61.63
合计	6795.15	100.00	5351.16	100.00	3533.68	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，对公司盈利形成补充。

申万宏源证券主要通过控股子公司申万菱信和参股富国基金管理有限公司（以下简称“富国基金”）开展公募基金管理业务。

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，2019年末管理资产规模762亿元，较上年末增长46%。公司旗下申万菱信中证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，量化投资能力在行业中具有较强竞争力。2020年，申万菱信凭借资深投研团队，在有效控制风险前提下业绩表现较好，2020年末管理公募基金规模较上年末增长80.23%。

富国基金积极创新，2019年末公募基金管理规模为3390.59亿元，较上年末增长逾七成，增幅较大。2020年，富国基金秉承着“深入研究、自下而上、尊重个性、长期回报”的投资理念，不断打磨自身投研实力，整体投资业绩表现良好，2020年末管理公募基金规模5879.45亿元，位居行业前列。

私募基金管理业务发展稳定，对公司盈利贡献有限。

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，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，重点发展并购基金、产业基金与轻资本股权基金等。截至2020年末，申万投资总资产为13.06亿元，所有者权益合计为11.45亿元；2020年，申万投资公司实现营业收入0.84亿元，净利润0.50亿元。

3. 其他子公司

其他子公司业务规模不大，2020年整体经营稳定。

截至2020年末，除申万宏源证券外，公司拥有一级子公司5家，均为全资子公司（如下表所示）。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，2020年无新增开展业务，申万宏源投资有限公司未开展业务；子公

司业务规模不大，整体经营稳定。

表 11 截至 2020 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	宏源汇富创业投资有限公司	5.00	6.07	5.76	0.93	0.21
2	宏源汇智投资有限公司	20.00	55.16	22.64	3.12	1.55
3	宏源期货有限公司	10.00	119.88	13.76	89.31	1.28

资料来源：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，同时需关注宏观经济环境及政策的调整对公司发展规划带来的不确定性影响。

公司致力于成为以资本市场为依托、以证券业务为核心、以“投资+投行”为特色，金融科技赋能的综合金融服务商。公司坚持以客户为中心，全面推动证券业务转型和创新，积极构建投资业务与投行业务的一体化发展模式，不断健全综合金融服务体系。公司将稳步推进轻资本业务与重资本业务、境内业务与境外业务的均衡发展，在稳定优势业务基本盘的基础上，积极推进经纪业务向财富管理转型、投行业务向全生命周期资本市场服务转型、机构业务向综合服务转型、资管业务向主动管理转型、证券交易业务向非方向投资转型。公司将全面转型数字化、深入推进平台化、积极部署智能化，提升金融科技在客户服务、业务创新、经营管理方面的应用水平。

2021年，公司依托资本市场，围绕“投资+投行”战略要求，不断强化区域聚焦、行业聚焦和客户聚焦，着力提升机构化投资能力，构建综合金融服务生态圈；夯实基础管理，优化完善投资管理模式及配套运行机制，加强全面风险管理体系建设，完善集团化管控体系；做好上市公司规范化运作，强化公司治理的开放性、功能性。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年财务报表，2018—2020年财务数据已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留意见。

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

截至 2020 年末，公司合并资产总额 4911.24 亿元，其中客户资金存款 758.71 亿元；负债总额 4010.34 亿元，其中代理买卖证券款 975.35 亿元；所有者权益合计 900.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益 884.65 亿元；申万宏源证券母公司口径净资本 660.54 亿元。2020 年，公司实现营业收入 294.09 亿元，利润总额 93.48 亿元，净利润 78.76 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 77.66 亿元；经营活动

产生的现金流量净额-177.47 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 156.09 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 4999.76 亿元，其中客户资金存款 756.23 亿元；负债总额 4077.25 亿元，其中代理买卖证券款 957.22 亿元；所有者权益合计 922.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益 905.44 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 86.51 亿元，利润总额 29.48 亿元，净利润 24.52 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 24.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额-54.32 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 101.73 亿元。

2. 合并报表分析

(1) 资产质量

2018—2020 年末，随着证券业务的持续发展，公司资产总额呈持续增长趋势，资产以自有资产为主；公司资产流动性较好，公司持有

较大规模的投资资产，需对投资资产质量变化保持关注。

2018—2020 年末，公司合并资产总额呈持续增长趋势，年均复合增长 18.84%。截至 2020 年末，公司资产总额 4911.24 亿元，较上年末增长 26.40%，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，主要系申万宏源证券信用业务及公司投资规模进一步增长所致；公司资产主要由货币资金（占比 20.12%）、融出资金（占比 15.11%）、买入返售金融资产（占比 5.43%）、交易性金融资产（占比 33.51%）和其他债权（占比 11.66%）构成。2018—2020 年末，公司自有资产持续增长，年均复合增长 19.49%，截至 2020 年末，公司自有资产 3931.16 亿元，较上年末增长 30.95%，占总资产的比重为 80.04%，资产流动性较好。

表 12 公司资产构成情况 单位：亿元、%

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	734.96	21.14	875.44	22.53	987.94	20.12
融出资金	441.48	12.70	530.48	13.65	742.12	15.11
买入返售金融资产	662.68	19.06	392.51	10.10	266.60	5.43
交易性金融资产	942.70	27.11	1152.28	29.66	1645.68	33.51
其他债权资产	224.37	6.45	440.29	11.33	572.83	11.66
资产总额	3477.25	100.00	3885.37	100.00	4911.24	100.00
自有资产	2753.15		3002.05		3931.16	
自有资产/总资产	79.18		77.27		80.04	

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，2020 年末银行存款占比货币资金的 99.61%。2018—2020 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 15.94%。截至 2020 年末，公司货币资金 987.94 亿元，较上年末增长 12.85%，主要系经纪客户保证金的增加；其中受限制货币资金 6.99 亿元，占货币资金比重的 0.71%，主要为在途投资款和基金公司一般风险准备。2020 年，公司对货币资金计提减值 0.04 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。2018—2020 年末，融出资金呈持续增长趋势，年均复合增长 29.65%。截至 2020 年末，公司融出资金 742.12 亿元，较上年末增长 39.90%，主要系 2020 年证券市场行情回暖，申万宏源证券客户融资需求上升所致。2020 年，公司融出资金计提减值准备 3.40 亿元，截至 2020 年末，相关业务担保物公允价值 2628.66 亿元，为融出资金净额的 3.54 倍。

2018—2020 年末，买入返售金融资产呈持

续下降趋势，年均复合下降 36.57%，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，同时债券质押式回购业务规模有所下降，截至 2020 年末，公司买入返售金融资产 266.60 亿元，较上年末下降 32.08%，其中股票质押式回购 160.12 亿元（占比 58.02%）、债券质押式回购 115.84 亿元（占比 41.98%），股票质押式回购中剩余到期日一年以上的账面余额为 34.12 亿元，占 2020 年末股票质押式回购账面余额的 21.31%。2020 年末，公司买入返售金融资产减值准备余额为 9.08 亿元，占 2020 年末买入返售金融资产的 3.58%。截至 2020 年末，相关业务担保物公允价值 453.37 亿元，为买入返售金融资产净额的 1.70 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—2020 年末，交易性金融资产呈持续大幅增长趋势，年均复合增长 32.13%。截至 2020 年末，交易性金融资产 1645.68 亿元，较上年末增长 42.82%，主要系债券投资规模增加所致；其中债券投资 910.34 亿元（占比 55.32%）、公募基金投资 268.00 亿元（占比 16.29%），股票、银行理财产品、资管产品、信托计划及其他的投资规模和占比均较小。2020 年，公司及其子公司加大债券、公募基金和股票的投资力度，并新增贵金属投资。2020 年，公司分别将 547.36 亿元和 22.72 亿元债券用于卖出回购业务和借贷业务的质押，债券质押金额占债券投资的比重为 60.65%，占交易性金融资产的比重为 33.55%。

2018—2020 年末，公司其他债权投资规模呈持续增长趋势，年均复合增长 59.78%，截至 2020 年末，其他债权投资 572.83 亿元，较上年末增长 30.10%，主要系公司投资债券规模增加所致，其他债权投资中，地方债 59.79 亿元（占比 10.44%）、企业债 94.35 亿元（占比

16.47%）、中期票据 62.80 亿元（占比 10.96%）、公司债 216.76 亿元（占比 37.84%），剩余投资为非券商资管计划、私募基金等非标产品；公司其他债权投资科目中，226.65 亿元债券投资用于卖出回购业务设定质押，118.17 亿元债券投资为债券借贷业务设定质押，质押规模 344.82 亿元，占比其他债权投资的 60.20%，占比较高。截至 2020 年末，公司其他债权投资累计计提减值准备 2.89 亿元，占比其他债权投资的 0.51%。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 4999.76 亿元，较上年末增长 1.80%；公司资产主要由货币资金（占比为 21.38%）、融出资金（占比为 14.78%）、交易性金融资产（占比为 36.31%）和其他债权投资（占比为 9.97%）构成。

（2）资本结构

所有者权益

2018—2020 年末，随着公司发行股票、利润留存增加，公司所有者权益稳定增长。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。

2018—2020 年末，公司股东权益合计呈持续增长趋势，年均复合增长 12.49%，保持稳定增长，2019 年末较上年末增长 19.15%，主要系公司发行 25.04 亿股新股及各年利润留存所致。截至 2020 年末，归属于母公司股东权益合计 884.65 亿元，占比股东权益合计的 98.20%，其中股本 250.40 亿元（占比 28.31%）、资本公积 193.67 亿元（占比 21.89%）、一般风险准备 142.41 亿元（占比 16.10%）、未分配利润 271.84 亿元（占比 30.73%）；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比较高，所有者权益稳定性较好。2018—2020 年，公司利润分配分别为 11.27 亿元、20.03 亿元和 25.04 亿元，分别占比当年归属于母公司所有者净利润的 27.09%、34.93%和 32.24%，分配力度适中。

表 13 公司所有者权益构成 单位：亿元、%

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	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	693.99	97.48	832.06	98.08	884.65	98.20
其中：实收资本	225.36	32.47	250.40	30.09	250.40	28.31
资本公积	139.40	20.09	193.67	23.28	193.67	21.89
其他综合收益	-14.80	-2.13	-3.32	-0.40	-9.31	-1.05
盈余公积	31.84	4.59	33.90	4.07	35.64	4.03
一般风险准备	110.77	15.96	122.76	14.75	142.41	16.10
未分配利润	201.42	29.02	234.64	28.20	271.84	30.73
少数股东权益	17.97	2.52	16.25	1.92	16.26	1.80
所有者权益合计	711.96	100.00	848.31	100.00	900.91	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，所有者权益合计 922.51 亿元，较上年末增长 2.40%，归属于母公司的所有者权益中股本占比为 27.66%，资本公积占比为 21.39%，未分配利润占比为 32.69%，一般风险准备占比为 15.75%，所有者权益构成较上年末变化不大，所有者权益稳定性较好。

负债

2018—2020 年末，公司负债规模和债务规模均呈持续增长趋势；杠杆水平整体有所上升，处于较高水平；债务结构以短期债务为主，面临一定短期流动性压力。

2018—2020 年末，公司负债总额呈持续增

长趋势，年均复合增长 20.43%，截至 2020 年末，公司负债总额 4010.34 亿元，较上年末增长 32.05%，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加所致。2018—2020 年末，公司自有负债亦持续增长，年均复合增长 21.84%，截至 2020 年末，公司自有负债 3030.25 亿元，较上年末增长 40.70%，主要系随着业务的进一步发展，融资规模增加所致。截至 2020 年末，公司负债主要由应付短期融资款（占比 10.10%）、卖出回购金融资产款（占比 25.76%）、代理买卖证券款（占比 24.32%）和应付债券（占比 29.47%）构成，四者合计占比负债总额的 89.65%。

表 14 公司负债情况 单位：亿元、%

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付短期融资款	135.68	4.91	170.65	5.62	405.05	10.10
卖出回购金融资产款	793.62	28.70	839.44	27.64	1033.15	25.76
代理买卖证券款	602.75	21.80	770.53	25.37	975.35	24.32
应付债券	895.08	32.37	917.35	30.21	1181.68	29.47
其他负债	128.32	4.64	122.15	4.02	125.52	3.13
负债总额	2765.29	100.00	3037.06	100.00	4010.34	100.00
自有负债	2041.19		2153.74		3030.25	
自有负债/总负债	73.81		70.92		75.56	
短期债务	1081.74	54.50	1135.05	55.19	1560.48	56.88
长期债务	902.94	45.50	921.70	44.81	1183.02	43.12
全部债务	1984.68	100.00	2056.75	100.00	2743.51	100.00
资产负债率	79.53		78.17		81.66	
自有资产负债率	74.14		71.74		77.08	

全部债务资本化比率	73.60	70.80	75.28
长期债务资本化比率	55.91	52.07	56.77

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，联合资信整理

2018—2020 年末，应付短期融资款呈持续增长趋势，年均复合增长 72.78%，2020 年增幅较大，主要系公司发行短期融资券及收益凭证规模增加所致。截至 2020 年末，应付短期融资款规模 405.05 亿元，较上年末增长 137.36%，其中短期公司债 242.03 亿元（占比 59.75%）、收益凭证 163.02 亿元（占比 40.25%）。

2018—2020 年末，卖出回购金融资产款呈持续增长趋势，年均复合增长 14.10%。截至 2020 年末，卖出回购金融资产款 1033.15 亿元，较上年末增长 23.08%，主要系债券质押式回购业务规模增加所致，其中债券质押式回购规模占比 69.49%。

公司代理买卖证券款由子公司申万宏源证券业务产生，2018—2020 年末，代理买卖证券款呈持续增长趋势，年均复合增长 27.21%，主要系证券市场回暖，子公司申万宏源证券经纪客户保证金增加所致。截至 2020 年末，代理买卖证券款 975.35 亿元，较上年末增长 26.58%。

2018—2020 年末，公司应付债券呈持续增长趋势，年均复合增长 14.90%。截至 2020 年末，公司应付债券 1181.68 亿元，较上年末增长 28.81%，主要系公司发行的长期收益凭证规模增加所致。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额 4077.25 亿元，较上年末增长 1.67%；公司负债主要由应付短期融资款（占比为 8.58%）、卖出回购金融资产款（占比为 27.10%）、代理买卖证券款（占比为 23.48%）和应付债券（占比为 32.28%）构成。

债务和杠杆水平

从有息债务来看，截至 2020 年末，公司全部债务 2743.51 亿元，较上年末大幅增长 33.39%，其中短期债务 1560.48 亿元（占比 56.88%）、长期债务 1183.02 亿元（占比 43.12%）。从债务期限结构来看，截至 2020 年末，公司 1

年内需偿还的债务规模占全部债务比重为 59.73%，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 年末全部债务偿还期限结构 单位：亿元、%

期限	金额	占比
1 年以内	1783.13	59.73
1 年至 5 年	1202.39	40.27
5 年以上	0.00	0.00
合计	2985.51	100.00

注：上表按未折现的合同现金流量，包含按合同利率计算的利息
资料来源：审计报告，联合资信整理

截至 2020 年末，公司资产负债率和自有资产负债率分别为 81.66%和 77.08%，较上年末分别上升 3.49 个百分点和 5.34 个百分点，处于较高水平。2020 年，受债务规模大幅增加影响，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年末有所上升，分别为 75.28%和 56.77%。

（3）子公司资本充足性

核心子公司申万宏源证券资本实力很强，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，资本充足性很好。

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。并于 2020 年 1 月 23 日颁布了《证券公司风险控制指标计算标准规定》（2020），对证券公司必须持续符合的风险控制指标体系及标准进行了修改。

2018—2020 年末，申万宏源证券母公司口径（下同）的净资本规模呈波动增长趋势，年均复合增长 6.38%，2019 年末净资本规模下降主要系次级债券临近到期计入附属净资本规模下降所致。2018—2020 年末，净资产呈持续增长趋势，年均复合增长 10.70%。截至 2020

年末，申万宏源证券净资产 660.54 亿元，较年初增长 16.36%，主要系申万宏源证券发行次级债券所致；其中核心净资产 576.54 亿元，附属净资产 84.00 亿元。

从主要风控指标来看，截至 2020 年末，申万宏源证券母公司口径的净资产/净资产指标为 86.47%，较年初上升 5.87 个百分点；资本杠杆率下降至 16.06%，主要系投资规模增加导

致表内外资产总额大幅增加所致；各项风险资本准备之和 403.50 亿元，较年初大幅增长 45.87%，主要系权益类业务规模大幅上升，占用的风险资本准备增加所致，受风险资本准备之和大幅增加影响，风险覆盖率为 163.70%，较年初下降 41.53%，公司以净资产为核心的风险控制指标均远高于行业监管标准。

表 16 申万宏源证券风险控制指标情况表 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	监管标准	预警指
核心净资产（亿元）	476.54	544.68	576.54	--	--
附属净资产（亿元）	107.20	23.00	84.00	--	--
净资产（亿元）	583.74	567.68	660.54	--	--
净资产（元）	623.31	704.34	763.86	--	--
各项风险资本准备之和（亿元）	245.48	276.61	403.50	--	--
风险覆盖率（%）	237.80	205.23	163.70	≥100	≥120
资本杠杆率（%）	18.92	20.08	16.06	≥8	≥9.6
净资产/净资产（%）	93.65	80.60	86.47	≥20	≥24

资料来源：公司年报，联合资信整理。2019 年末相关风险控制指标公司已根据中国证监会 2020 年 1 月 23 日发布的《证券公司风险控制指标计算标准规定》重新计算列示

（4）盈利能力

2018—2020 年，公司营业收入和营业成本均呈持续增长态势，盈利水平持续上升，整体仍处于较高水平。

2018—2020 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 38.74%。2020 年，公司营业收入 294.09 亿元，同比增长 19.58%，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以及市场交易活跃度上升，手续费及佣金净收入增加所致。2020 年，公司营业收入主要由手续费及佣金净收入（占比 28.64%）、利息净收入（占比 12.26%）、投资收益（占比 20.02%）和其他业务收入（占比 35.32%）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，2018—2020 年，手续费及佣金净收入呈持续增长趋势，年均复合增长 24.06%。2020 年，手续费及佣金净收入 84.22 亿元，同比增长 31.40%。2018—2020 年，利息净收入波动增长，其中 2019 年同比下降 4.09%，2020 年，利息净收入为 36.06 亿元，同比增长 12.00%，主要系受持有债券投资规模和融资融券业务规模增加影响所致。2018—2020 年，投资收益呈持续增长趋势，年均复合增长 3.64%，2019 年同比增幅较大，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，2020 年实现投资收益 58.87 亿元，同比小幅增长 3.10%。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，2018—2020 年，其他业务收入持续大幅增长，但对利润贡献度一般。

表 17 公司营业收入构成 单位：亿元、%

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	54.73	35.82	64.10	26.06	84.22	28.64

利息净收入	33.57	21.97	32.20	13.09	36.06	12.26
投资收益	39.28	25.71	57.09	23.21	58.87	20.02
其他业务收入	24.45	16.00	89.68	36.46	103.88	35.32
营业收入合计	152.77	100.00	245.93	100.00	294.09	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018—2020年，公司营业成本年均复合增长40.96%，2020年，公司营业成本200.22亿元，同比增长13.49%，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。2020年，业务及管理费和其他业务成本分别为89.60亿元和100.85亿元，分别占营业成本的比重为44.75%和50.37%。公司业务及管理费主要由职工薪酬构成，2020年职工薪酬占比业务及管理费的76.98%。2018—2020年，公司营业费用率呈下降趋势，费用控制能力较好。2018—2020年，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，2018—2020年，公司营业利润率呈波动下降趋势，2020年公司营业利

润率为31.92%。

从盈利情况来看，综合以上收入和成本费用因素，公司利润总额呈持续增长趋势，年均复合增长34.25%，净利润亦呈持续增长趋势，年均复合增长36.17%，2020年，公司实现利润总额和净利润分别为93.48亿元和78.76亿元。从盈利指标来看，2018—2020年，公司总资产收益率分别为1.31%、1.58%和1.79%；净资产收益率分别为6.63%、7.44%和9.01%，盈利水平持续上升。

从同行业2020年财务指标对比来看，公司盈利指标高于样本平均值；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，杠杆水平偏高。

表 18 2020 年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	母公司净资产收益率	资产负债率
湖南财信投资控股有限责任公司	10.68	6.48	79.69
苏州国际发展集团有限公司	5.43	-1.45	70.78
山西金融投资控股集团有限公司	1.58	-1.15	68.53
珠海华发投资控股有限公司	4.60	4.40	72.47
上述样本企业平均值	5.57	2.07	72.87
申万宏源	9.01	2.96	81.66

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

2021年1—3月，公司实现营业总收入86.51亿元，同比增长12.39%，实现利润总额和净利润分别为29.48亿元和24.52亿元，同比分别增长19.61%和22.66%。从盈利能力指标来看，公司总资产收益率（未经年化）和净资产收益率（未经年化）分别为0.49%和2.69%。

(5) 现金流分析

2018—2020年，公司受证券投资及融资融券业务规模波动影响，经营现金流净额波动较大；投资活动现金流均处于净流出状态，流出规模持续扩大；2018—2020年，公司发债融资

规模增加，筹资活动现金流净额处于净流入状态，整体看，公司融资渠道较为畅通，现金流状况良好。

经营活动现金流方面，2018—2020年，公司经营现金流净额有所波动，2019年转为净流入状态，2020年转为净流出状态，主要系为交易目的而持有的金融工具现金流出规模及两融业务融出资金规模增加所致。

投资活动现金流方面，2018—2020年，公司投资活动现金流净额均为净流出状态，且净流出规模持续增加，主要系投资规模增加所致。

筹资活动现金流方面，2018—2020年，公司筹资活动现金流净额均为净流入状态，2020

年筹资活动现金净流入规模大幅增加，主要系公司发行债券所致。

表 19 公司现金流情况表 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流净额	-138.82	101.16	-177.47
投资活动现金流净额	-36.09	-76.01	-118.47
筹资活动现金流净额	257.97	75.64	453.01
现金及现金等价物净增加额	83.10	102.82	156.09
期末现金及现金等价物余额	973.08	1075.90	1231.99

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2021年1—3月，公司经营活动现金流净额为-54.32亿元，为净流出状态；投资活动现金流量净额为138.51亿元，为净流入状态，主要系投资收回的现金增加所致；筹资活动现金流量净额为17.46亿元，为净流入状态，主要系发行债券融资收到的现金大于偿还债务支付的现金所致。

3. 母公司报表分析

(1) 资产负债表分析

资产

2018—2020年末，母公司资产总额呈持续增长趋势，年均复合增长7.92%，截至2020年末，母公司资产总额835.25亿元，较上年末小幅下降1.37%，母公司资产主要由交易性金融资产（占比为14.75%）、长期股权投资（占比为67.87%）和其他资产（占比为11.39%）构成。

2018—2020年末，母公司交易性金融资产呈持续增长趋势，年均复合增长66.07%，主要系公司投资的可转债、可转债和股票规模增加所致。截至2020年末，母公司交易性金融资产123.23亿元，较上年末增长60.83%。

母公司长期股权投资主要是对子公司、联营企业和合营企业的投资。2018—2020年末，母公司长期股权投资呈持续增长趋势，年均复合增长3.73%，小幅增长。截至2020年末，母公司长期股权投资566.85亿元，较上年末增长0.25%。

母公司其他资产主要是与申万宏源证券

等子公司的往来款。2018—2020年末，母公司其他资产呈持续增长趋势，年均复合增长7.92%。截至2020年，母公司其他资产为95.13亿元，较上年末增长6.98%，其他资产中的其他应收款项期限以2~3年为主。

截至2021年3月末，母公司资产总额857.55亿元，较上年末小幅增长2.67%；构成以交易性金融资产（占比为12.87%）、长期股权投资（占比为71.98%）和其他资产（占比为7.36%）为主，较上年末变化不大。

负债

2018—2020年末，母公司负债总额呈波动增长趋势，年均复合增长7.90%，2019年末较上年末增长20.54%，主要系发行债券增加所致，截至2020年末，母公司负债总额250.76亿元，较上年末下降3.41%，主要系长期借款到期偿付及卖出回购金融资产规模下降所致，母公司负债主要由应付债券（占比为99.48%）构成。

2018—2020年末，母公司应付债券呈持续增长趋势，年均复合增长12.18%，2019年应付债券规模增幅较大。截至2020年末，母公司应付债券249.46亿元，较上年末小幅增长0.05%。

截至2021年3月末，母公司负债总额273.10亿元，较上年末增长8.91%，主要系母公司发行债券所致，其中应付债券占比为99.43%，负债构成较上年末变化不大。

债务和杠杆水平

2018—2020年末，母公司全部债务规模呈波动增长趋势，年均复合增长9.04%，截至2020

年末，母公司口径全部债务规模 249.46 亿元，较上年末下降 3.09%，全部系长期债务。2018—2020 年末，母公司全部债务资本化比率分别为 29.49%、30.48%和 29.91%，长期债务资本化比率分别为 28.98%、30.06%和 29.91%，整体呈上升趋势，母公司杠杆水平适中。

截至 2021 年 3 月末，母公司全部债务 271.53 亿元，较上年末增长 8.85%。截至 2021 年 3 月末，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均为 31.72%，较上年末上升 1.81 个百分点。

所有者权益

2018—2020 年末，公司母公司口径所有者权益呈波动增长趋势，年均复合增长 7.93%，2019 年末较上年末增长 17.03%，主要系公司于 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，资本实力进一步增强。截至 2020 年末，母公司所有者权益合计 584.50 亿元，较上年末下降 0.46%，主要系利润留存规模下降所致，其中实收资本占比为 42.84%，资本公积占比为 40.74%，所有者权益稳定性较好。

截至 2021 年 3 月末，母公司所有者权益合计 584.45 亿元，较上年末小幅下降 0.01%。

(2) 利润表分析

2018—2020 年，母公司营业收入呈波动下降趋势，年均复合下降 4.36%，2020 年母公司营业收入 17.41 亿元，同比下降 29.25%，主要系母公司的投资业务下沉到子公司宏源汇智导致母公司投资收益规模下降，同时母公司支付融资利息增加的综合影响所致。营业收入以投资收益为主，2018—2020 年，分别实现投资收益 17.73 亿元、23.57 亿元和 22.11 亿元，分别占比营业收入的 93.15%、95.78%和 126.98%。2018—2020 年，母公司营业支出呈波动下降趋势，年均复合增长 20.06%，2019 年营业支出同比增长 80.43%，主要系主要系计提其他资产减值损失 1.78 亿元所致，2020 年母公司营业支出 1.48 亿元，同比下降 64.59%，主要系计提减值计提规模大幅下降所致。受上述营业收

入和营业支出变化的综合影响，2018—2020 年，公司利润总额呈波动下降趋势，年均复合下降 2.46%，2020 年，母公司利润总额为 15.90 亿元，同比下降 22.17%。公司母公司口径总资产收益率和净资产收益率均呈持续下降趋势，2019 年均微幅下降，2020 年分别为 2.06%和 2.96%，较上年分别下降 0.58 个百分点和 0.83 个百分点。

2021 年 1—3 月，母公司实现营业收入 0.28 亿元，净利润-0.04 亿元，主要是母公司投资板块下沉至子公司，收入规模逐渐下降，但由于融资产生相关利息支出，导致净利润出现亏损。

(3) 现金流分析

2018—2020 年，母公司经营活动现金流净额均呈净流出状态，且流出规模持续加大，2020 年经营活动现金流量净额为-49.57 亿元，主要系回购业务规模下降及投资证券规模增加所致。2018—2020 年，公司投资活动现金流波动幅度较大，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，2020 年净流入规模持续增加，主要系收回投资收到的现金增加所致。2018 年和 2019 年，公司筹资活动现金流均为净流入状态，主要系发行债券和吸收投资的现金流入；2019 年，筹资活动现金流净流入规模有所下降，主要系吸收投资获得的资金量下降所致，2020 年筹资活动现金净流入转为净流出状态，主要系 2020 年母公司无融资安排，导致无筹资活动现金流入，但分配利润和利息支出规模增加所致。

2021 年 1—3 月，经营活动现金流量净额为 14.68 亿元，为净流入状态；投资活动现金流量净额为-11.60 亿元，呈净流出状态，主要系投资支付的现金增加所致；筹资活动现金流量净额为 19.56 亿元，呈净流入状态，主要系发债融资导致流入规模较大影响。

4. 偿债能力

短期偿债指标方面，2018—2020 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，2019 年末母公司口径期末现金及

现金等价物余额/短期债务指标处于较好水平；因合并口径和母公司口径筹资活动前现金流量净额波动大或为负值，2020年合并口径筹资活动前现金流净额无法对利息支出形成较好覆盖，母公司口径筹资活动前现金流可对利息支出形成较好保障。

长期偿债指标方面，2020年，合并口径EBITDA为182.54亿元，同比增长19.40%，

主要由利润总额（占比51.21%）和利息支出（占比45.47%）构成；2020年母公司口径EBITDA为26.37亿元，同比下降11.33%，主要系利润总额下降所致，利润总额和利息支出分别占比60.28%和38.65%。2018—2020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	2018年		2019年		2020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）	0.31	0.90	14.43	0.95	0.00	0.79
筹资活动前现金流量净额利息倍数（倍）	-23.44	-2.16	-3.81	0.32	10.19	-3.57
EBITDA（亿元）	23.76	135.74	29.75	152.88	26.37	182.54
EBITDA 利息倍数（倍）	3.51	1.68	3.29	1.96	2.59	2.20
全部债务/EBITDA（倍）	8.83	14.62	8.65	13.45	9.46	15.03

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至2020年末，公司未发生涉案金额占公司最近一期经审计净资产绝对值10%以上且绝对金额超过一千万元的重大诉讼、仲裁事项。

截至2020年末，公司及其控股子公司对外担保总额为6.45亿元，占公司最近一期经审计净资产的0.72%，不存在逾期担保及涉及诉讼的担保情况。

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年末，公司全部债务总额2743.51亿元。本期拟发行债券规模为不超过30.00亿元（含），相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模很小。考虑到本期募集资金

用于偿还到期债务，因此对公司负债水平及相关指标影响有限。

2. 本期债券偿债能力分析

公司本期拟发行不超过30.00亿元（含）债券，考虑到本期债务拟用于偿还到期债务，因此本期债券的发行对公司杠杆水平影响有限。以2020年末的财务数据为基础，按照公司发行30.00亿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	2020年	
	合并	母公司
资产总额/本期债券额度	163.71	27.84
所有者权益/本期债券额度	30.03	19.48
净利润/本期债券额度	2.63	0.58
EBITDA/本期债券额度	6.08	0.88
筹资前净现金流/本期债券额度	-9.86	-0.67

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十、结论

公司为以证券业务为核心的“A+H”股的上市投资控股集团，具备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为全国综合性券商之一，行业地位显著，近年来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，2018—2020年，公司营业收入及净利润均呈持续增长趋势，盈利能力保持在较强水平；资产流动性较好，子公司资本充足性很好，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负担影响较小，2020年公司合并口径和母公司口径资产总额、EBITDA、所有者权益及净利润对本期债券本金覆盖程度较好。

未来随着资本市场的持续发展、公司各项业务的稳步推进，公司整体竞争力有望进一步提升，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。

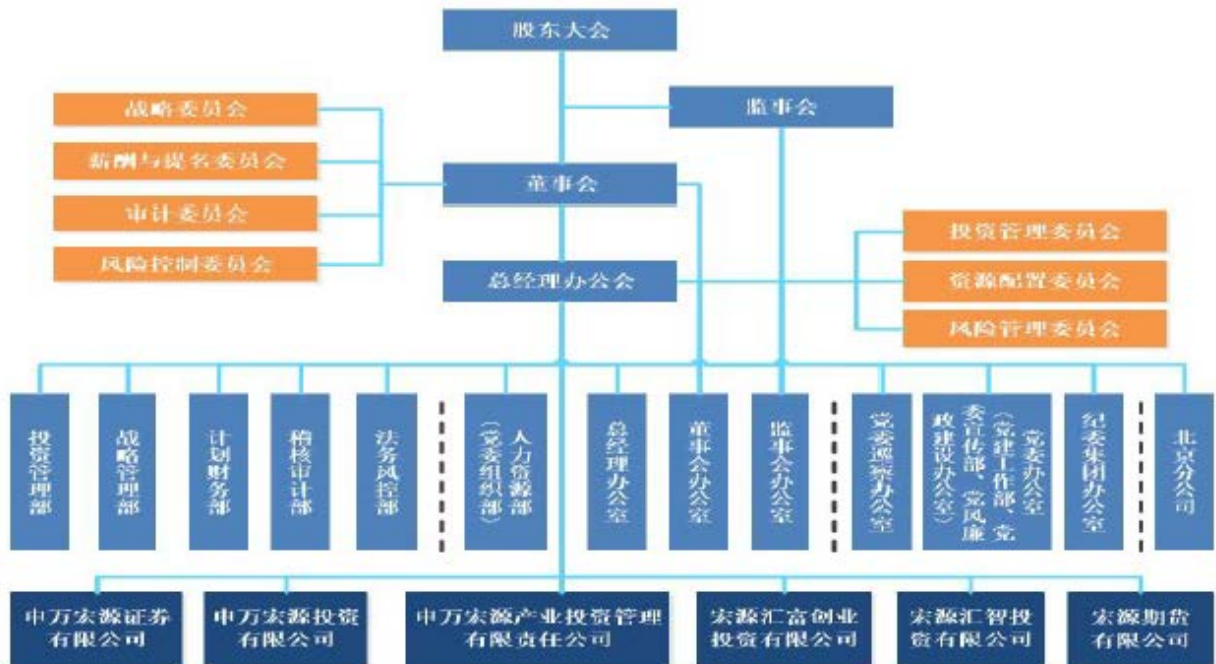
基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体违约风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末申万宏源集团股份有限公司
前十大股东持股情况表

序号	股东名称	持股比例 (%)
1	中国建银投资有限责任公司	26.34
2	中央汇金投资有限责任公司	20.05
3	香港中央结算（代理人）有限公司	10.00
4	上海久事（集团）有限公司	4.84
5	中国光大集团股份有限公司	3.99
6	四川发展（控股）有限责任公司	3.75
7	中国证券金融股份有限公司	2.54
8	新疆金融投资有限公司	1.84
9	香港中央结算有限公司	1.09
10	中央汇金资产管理有限责任公司	0.79

资料来源：公司 2021 年一季度报表，联合资信整理

附件 1-2 截至 2020 年末申万宏源集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司年报

附件 1-3 截至 2020 年末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、证券资产管理业务、证券承销与保荐业务和证券自营业务	470.00	100.00	100.00	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	100.00	100.00	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	5.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
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	20.00	100.00	100.00	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）	--	100.00	100.00	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	10.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并

资料来源：公司年报

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
财务数据				
资产总额 (亿元)	3477.25	3885.37	4911.24	4999.76
所有者权益 (亿元)	711.96	848.31	900.91	922.51
归属于母公司所有者权益 (亿元)	693.99	832.06	884.65	905.44
短期债务 (亿元)	1081.74	1135.05	1560.48	/
长期债务 (亿元)	902.94	921.70	1183.02	/
全部债务 (亿元)	1984.68	2056.75	2743.51	/
营业总收入 (亿元)	152.77	245.93	294.09	86.51
投资收益 (亿元)	39.28	57.09	58.89	21.13
利润总额 (亿元)	51.87	69.27	93.48	29.48
EBITDA (亿元)	135.74	152.88	182.54	/
筹资前净现金流 (亿元)	-174.91	25.15	-295.93	84.20
财务指标				
营业利润率 (%)	34.04	28.26	31.92	34.11
总资产收益率 (%)	1.31	1.58	1.79	0.49
净资产收益率 (%)	6.63	7.44	9.01	2.69
归母净资产收益率 (%)	6.68	7.52	9.05	2.72
长期债务资本化比率 (%)	55.91	52.07	56.77	/
全部债务资本化比率 (%)	73.60	70.80	75.28	/
资产负债率 (%)	79.53	78.17	81.66	81.55
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	0.90	0.95	0.79	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.68	1.96	2.20	/
全部债务/EBITDA (倍)	14.62	13.45	15.03	/
EBITDA/本期债券发行金额 (倍)	4.52	5.10	6.08	/

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 (母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
财务数据				
资产总额 (亿元)	717.15	846.83	835.25	857.55
所有者权益 (亿元)	501.76	587.22	584.50	584.45
短期债务 (亿元)	5.08	5.07	0.00	0.00
长期债务 (亿元)	204.73	252.35	249.46	271.53
全部债务 (亿元)	209.81	257.42	249.46	271.53
营业收入 (亿元)	19.04	24.61	17.41	0.28
投资收益 (亿元)	17.73	23.57	22.11	1.93
利润总额 (亿元)	16.71	20.43	15.90	-0.07
EBITDA (亿元)	23.76	29.75	26.37	/
筹资前净现金流 (亿元)	-158.84	-34.42	-20.04	3.09
财务指标				
营业利润率 (%)	87.83	83.01	91.50	-23.99
总资产收益率 (%)	2.66	2.63	2.06	-0.01
净资产收益率 (%)	3.80	3.78	2.96	-0.01
长期债务资本化比率 (%)	28.98	30.06	29.91	31.72
全部债务资本化比率 (%)	29.49	30.48	29.91	31.72
资产负债率 (%)	30.03	30.66	30.02	31.85
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	0.31	14.43	0.00	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.51	3.29	2.59	/
全部债务/EBITDA (倍)	8.83	8.65	9.46	/
EBITDA/本期债券发行金额 (倍)	0.79	0.99	0.88	/

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+交易性金融负债+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（第三期）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）债券如发生重大变化，或发生可能对申万宏源集团股份有限公司或本次（期）债券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）债券相关信息，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）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，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）债券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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。