

申万宏源集团股份有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

跟踪评级报告

主体信用等级： AAA 级

债项信用等级： AAA 级

评级时间： 2016 年 6 月 24 日



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.

申万宏源集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告

编号：【新世纪跟踪[2016]100323】

存续期间 5 (3+2) 年期债券 50 亿元人民币，2016 年 4 月 26 日-2021 年 4 月 26 日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪：	AAA 级	稳定	AAA 级	2016 年 6 月
前次评级：	AAA 级	稳定	AAA 级	2016 年 3 月

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位：人民币 亿元				
总资产 (亿元)	1070.44	2023.12	3335.69	3117.56
总资产* (亿元)	628.92	1223.10	2007.89	1978.34
股东权益 (亿元)	341.83	395.96	518.66	516.81
归属于母公司所 有者权益 (亿元)	273.28	316.89	502.34	500.37
总负债 (亿元)	728.61	1627.15	2817.04	2600.75
总负债* (亿元)	287.08	827.14	1489.23	1461.53
营业收入 (亿元)	101.15	141.53	304.63	29.40
净利润 (亿元)	31.57	55.95	124.28	10.67
资产负债率 (%)	45.65	67.63	74.17	73.88
权益负债率 (%)	83.98	208.89	287.13	282.80
流动比率 (%)	275.98	185.44	208.30	220.93
营业利润率 (%)	41.29	50.63	57.44	45.34
平均资产回报率 (%)	5.80	6.04	7.69	-
平均资本回报率 (%)	9.41	15.17	27.18	-

注 1：根据毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对申万宏源集团 2012 年、2013 年、2014 年及 2015 年上半年连审审计报告、申万宏源集团 2015 年年度报告和申万宏源集团 2016 年一季度财务数据整理、计算，表中资产负债表数据为期末时点数；
注 2：本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成。
注 3：总资产*和总负债*为剔除代理买卖证券款和代理承销证券款后的净额。

分析师

袁轶凡 刘伟

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内，受益于证券市场阶段性回暖以及自身较好的业务基础，申万宏源集团营业收入和利润持续增长。随着公司各类债务融资工具的发行及证券创新业务的发展，公司债务规模增幅较快，杠杆经营程度逐步上升。在证券市场大幅波动环境下，流动性管理难度加大，风险管理能力仍存在较大提升空间。

- 申万宏源集团核心子公司申万宏源证券特许经营资质较为齐全，传统行业与创新行业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。
- 申万宏源集团核心子公司申万宏源证券盈利能力在行业内居前列，且随着公司投资类业务的开展，收入结构将有所改善。
- 申万宏源集团资本实力较强，且资本补充渠道较通畅。
- 申万宏源集团实际控制人为中央汇金投资有限责任公司，股东实力雄厚，能够为公司业务发展提供有力支持。
- 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。
- 创新业务品种的不断丰富与规模的不断扩大，尤其是融资融券业务的快速发展，对申万宏源集团证券业务的融资能力和风险管理提出更高要求。
- 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，申万宏源集团证券业务将持续面临激烈的竞争压力。
- 业务、管理及人员的梳理整合将在中短期内对申万宏源集团的业务运营及人员稳定性造成一定影响。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪公司对申万宏源集团及其发行的本期债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有申万宏源集团发行的金融产品或向申万宏源集团授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由申万宏源集团提供，所引用资料的真实性由申万宏源集团负责。

跟踪评级报告

按照申万宏源集团股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）（以下简称“16 申宏 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据申万宏源集团股份有限公司（以下简称“申万宏源集团”或“公司”）提供的经审计的 2015 年和 2016 年一季度财务报表及相关经营数据，对申万宏源集团的财务状况、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，得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

申万宏源集团于 2016 年 4 月公开发行了 50 亿元人民币公司债券，期限为 5 年，附第三个计息年度末申万宏源集团调整票面利率选择权及投资者回售选择权。该笔公司债券代码为“112386”，简称为“16 申宏 01”。

二、跟踪评级结论

（一） 公司管理

跟踪期内，申万宏源集团控股股东无变化。截至 2015 年末，申万宏源集团注册资本为 148.57 亿元。中央汇金投资有限责任公司（以下简称“中央汇金公司”）为申万宏源集团的实际控制人。中国投资有限责任公司所属中央汇金公司直接持有申万宏源集团 25.03% 的股份；中央汇金公司全资子公司中国建银投资有限责任公司持有公司 32.89% 的股份，全资子公司中央汇金资产管理有限责任公司持有公司 0.98% 的股份；中央汇金控股子公司中国光大集团股份公司持有公司 4.98% 的股份。中央汇金公司直接或间接控制的公司股份比例为 63.89%，具体股东架构见附录一。

跟踪期内，申万宏源集团整体业务结构基本无变化。公司的架构为投资控股公司（上市公司）+ 证券子公司的双层架构，其主营业务分三个板块：证券业务板块、投资业务板块和多元金融业务板块（投资业务和多元金融业务合称为投资类业务）。证券业务通过全资子公司申万宏源证券有限公司（以下简称“申万宏源证券”或“证券子公司”）开展。同时，公司依托自身资源，通过投资管理部、申万宏源投资有限公司（以下简称“申万宏源投资公司”）及申万宏源产业投资管理有限责任公司

（以下简称“申万宏源产业公司”）发展投资业务。公司通过多元金融部开展多元金融业务，主要方向为布局银行、保险、信托和租赁等业务。目前，公司投资业务板块和多元金融业务板块业务正逐步开展，但证券业务仍是公司的核心业务。

截至2015年末，申万宏源集团资产总额为3335.69亿元，所有者权益为518.66亿元（其中，归属于母公司所有者权益为502.34亿元）。2015年公司实现营业收入304.63亿元，净利润124.28亿元，（其中，归属于母公司所有者的净利润121.54亿元）。

（二） 业务运营

从宏观经济发展和市场变化趋势来看，一方面，由于经济转型任务依旧严峻，相对宽松的货币政策和较为积极的财政政策依然会是未来一段时间的主旋律，这将对债券市场形成一定支撑；另一方面，随着改革深化，股票市场长期来看仍具有较高的投资价值。在上述两因素的共同作用下，我们认为短期内影响证券行业的外部环境依然向好，证券行业整体信用质量不会发生方向性变化。同时，我们也关注到近期外部经济环境复杂多变，债券市场由于前期收益率下行速度较快，已经出现一定的调整压力，且个券信用风险不断积聚，证券公司面临的外部环境不确定性因素在增多。

从政策导向看，2014年以来，证券行业延续了前期创新的改革方向，以点带面稳步推动创新业务制度建设逐一落地实施。受2015年6至7月股票二级市场断崖式下跌的影响，证券行业创新脚步有所中断，但中长期改革转型的思路不变。随着后续改革的陆续跟进，证券公司业务范围将得到极大地扩展，资本实力雄厚和融资渠道畅通的证券公司业务结构将持续改善。证券行业创新带来业务扩展的同时，创新业务的集中释放、专业能力急需提升和杠杆经营水平上升将持续考验证券公司的风险管理能力和人才补充压力。

从行业竞争看，证券行业外部竞争压力正日趋激烈，通道类业务向资本中介业务转化虽已见成效，但整体经营依然受制于股市和债市波动，资本实力、杠杆经营水平和风险管理能力的差异使证券公司信用质量继续分化。一方面，资本中介业务为证券公司业务结构转型带来契机，拥有客户基础优势和资本实力雄厚或者资本补充渠道畅通的证券公司尤其受益，此类证券公司在由通道类业务向资本中介业务转化过程中已走在行业前列。另一方面，证券行业面临的外部竞争压力增大，负债渠道拓宽和资本中介业务发展使证券公司拥抱杠杆经营和进行业务转型的同时，亦对其杠杆经营能力提出更高要求，尤其是杠

杆催生的股市剧烈震荡，将持续考验证券公司的信用风险管理能力和流动性管理能力。

总体来看，伴随着2014年下半年和2015年上半年流动性宽松带来的一波股债双牛，我国沪、深股市累计成交额放量增长，债券市场收益率快速下行，由此带来证券公司经纪业务、自营业务和资本中介业务的大幅增长。2014年6月IPO再度重启后，在股市大幅拉升的情况下，股权再融资需求旺盛；债券一级市场，证券公司投行业务量得到提升。受益于各业务线的增长，证券公司经营业绩大幅增长。

证券业务方面，申万宏源集团证券子公司为全国大型综合类券商，按业务条线划分，公司拥有六大业务分部，其中证券及期货经纪业务、证券自营及其他投资业务、以及信用业务对净利润的贡献较大。

图表 1. 申万宏源集团主营业务收入分业务结构（单位：亿元，%）

营业收入	2013 年		2014 年		2015 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
证券及期货经纪业务	56.72	56.08	72.21	51.02	173.76	57.04
证券自营及其他投资业务	13.82	13.66	26.94	19.03	46.42	15.24
证券承销及保荐业务	6.76	6.68	10.43	7.37	15.89	5.22
资产及基金管理业务	9.85	9.74	12.45	8.80	35.58	11.68
信用业务	9.64	9.53	14.39	10.17	18.34	6.02
境外业务	2.24	2.21	2.85	2.01	4.24	1.39
其他	4.29	2.08	4.43	1.60	13.83	4.54
抵消	-2.18	-	-2.17	-	-3.44	-1.13
合计	101.15	100.00	141.53	100.00	304.63	100.00

营业利润	2013 年		2014 年		2015 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
证券及期货经纪业务	23.06	55.22	33.10	46.19	90.03	51.46
证券自营及其他投资业务	7.94	19.01	18.58	25.93	33.31	19.04
证券承销及保荐业务	0.84	2.01	3.14	4.38	6.51	3.72
资产及基金管理业务	4.72	11.30	6.35	8.86	23.69	13.54
信用业务	3.24	7.76	7.49	10.45	12.25	7.00
境外业务	0.44	1.05	0.84	1.17	1.63	0.93
其他	1.52	3.64	2.16	3.01	7.54	4.31
抵消	-	-	-	-	-	-
合计	41.76	100.00	71.66	100.00	174.96	100.00

资料来源：毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对申万宏源集团2012年、2013年、2014年及2015年上半年连审审计报告和申万宏源集团2015年年度报告

经纪业务为申万宏源集团主要利润来源，截至2015年末，证券子公司在全国范围内共设有21家分公司和308家证券营业部，已形成了

覆盖全国的业务网络。此外，公司还设有香港、东京、新加坡、首尔等海外分支机构。在申银万国证券及宏源证券合并后，经纪业务市场地位仍保持行业前列，根据 Wind 资讯，公司 2015 年经纪业务的交易额市场排名为第 6 位。截至 2015 年末，公司证券客户总资产为 2.34 万亿元，较 2014 年末的 1.96 万亿元增加 0.38 万亿元，升幅 19.62%。

图表 2. 申银万国证券及宏源证券经纪业务整体情况

类别	申银万国证券						宏源证券						申万宏源证券	
	2012 年		2013 年		2014 年		2012 年		2013 年		2014 年		2015 年	
	份 额	排 名	份 额	排 名	份 额	排 名	份 额	排 名	份 额	排 名	份 额	排 名	份 额	排 名
股票 (%)	4.30	5	4.18	6	3.80	8	1.33	19	1.45	20	1.44	19	4.51	7
基金 (%)	6.99	4	5.63	6	2.31	11	1.13	20	0.83	21	0.90	20	2.98	8
债券现货 (%)	5.57	4	5.42	5	5.88	4	1.10	20	1.19	19	1.15	19	6.23	4
交易额合计 (%)	4.98	4	4.89	6	4.83	6	1.21	20	1.30	20	1.26	22	5.41	6
股基交易额 (亿元)	27901.23		40458.65		58375.09		8482.23		13710.27		22141.31		253200.00	
部均代理买卖证券业务净收入 (万元/家)	1389		1957		2493 (合并后)		902		1429		2493 (合并后)		4906.10	

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: 排名取自 Wind 资讯。

证券市场阶段性回暖带来了交易量增长，资本中介业务已发展成为申万宏源集团营业收入及营业利润的重要贡献点。公司的资本中介业务主要包括融资融券业务、股票质押式回购业务及约定式购回业务。整体来看，2015 年信用交易业务对公司的收入及利润的贡献度有所下降，分别由 2014 年的 10.17% 和 10.45% 下降至 6.02% 和 7.00%。

2015 年证券行业融资融券业务波动较大。上半年，受二级市场行情影响，券商融资融券业务增长明显，行业融资融券业务市场规模最高达到 2.27 万亿，较年初的 1.03 万亿元增长 121.62%。下半年，受二级市场下跌影响，行业融资融券规模大幅下降，最低规模仅为 0.91 万亿。截至 2015 年末，申万宏源集团融资融券余额为 698.48 亿元，市场份额为 5.95%，行业排名第三名，整体规模较 2014 年融资融券余额上升约 20%。2015 年公司融资融券新增开户 98 万余户，客户日均资产较 2014 年末增幅达 76.47%。

除融资融券业务外，申万宏源集团约定式购回及股票质押式回购业务也受到市场行情影响，规模有所下降。截至 2015 年末，公司股票质押式回购业务规模为 295.19 亿元，其中自有资金出资 7.14 亿元，资产管理计划出资 288.05 亿元，业务规模市场份额为 4.28%，行业排名

第 5 位；公司约定式购回及股票质押式回购业务融出资金余额分别为 4.97 亿元和 8.08 亿元，较 2014 年末分别下降 18.39%和 52.91%；约定式购回及股票质押式回购业务 2015 年实现利息收入 0.44 亿元和 0.82 亿元，分别较 2014 年下降 56%和 42.66%。

自营投资业务对申万宏源集团证券子公司的利润贡献也较大，2015 年末公司自营投资规模较 2014 年末增加 156.19 个百分点至 855.46 亿元。公司根据股票和债券市场环境和风险管理规定适时配置自营投资规模和结构。2015 年，受国内宏观经济基本面疲弱、非标资产治理、加之降息预期驱动债券收益率下行等因素影响，债券市场呈现牛市格局，公司加大了债务工具的配置；此外公司把握股票市场的波动，增加了权益工具的配置，整体自营投资业务收益状况较为稳健和可观。2015 年，公司实现自营及其他投资业务收入 46.42 亿元，较 2014 年增加 50.18%。截至 2015 年末，由于自营投资规模的上升，公司净资本对自营投资的覆盖度下滑明显。

图表 3. 申万宏源集团自营投资业务情况 (单位: 亿元, %)

	2013 年末	2014 年末	2015 年末
自营投资 (亿元)	221.39	333.92	855.46
其中: 债务工具 (%)	46.69	44.76	35.96
权益工具 (%)	23.61	29.49	42.76
其他 (%)	29.70	25.75	21.28
净资本/自营投资规模 (%)	102.52	107.43	38.58

资料来源: 申万宏源集团定期报告

注: 自营投资= 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+应收款项类投资。

股票主承销方面，2015 年，申万宏源集团承销及保荐业务实现营业收入 15.89 亿元，营业利润 6.51 亿元，对营业收入和营业利润的贡献分别为 5.22%和 3.72%。2015 年以来，公司完成 IPO 项目 6 家、主承销金额 29.30 亿元；再融资项目 11 家，主承销金额 110.44 亿元。债券主承销方面，2015 年公司完成债券主承销项目 39.57 家，主承销金额 721.73 亿元。场外市场业务方面，公司共完成一级市场项目 449 家，其中：推荐挂牌项目 254 家，定向增资项目 195 家，市场占有率 7.36%。

2015 年度，受 A 股上半年牛市行情推动、通道业务需求强劲和资产证券化业务开展，券商资产管理业务规模继续保持高速增长，截至 2015 年末，券商行业管理的资管规模达 11.88 万亿元，较 2014 年末的 7.97 万亿元，增加 3.91 万亿元，增长 49.06%。面对国内经济形势和资本市场情况，申万宏源集团加快资管业务转型，发展资产证券化业务。

2015年，公司发行了12单资产证券化产品，发行规模117.25亿元。公司2015年实现资产管理业务净收入16.30亿元，同比增长96.56%；2015年末公司资管业务规模6940亿元，行业排名保持第2。

图表 4. 申万宏源集团资产管理业务情况（单位：亿元，个）

	集合资产管理业务	专项资产管理计划	定向资产管理业务
期末产品数量	134	82	653
期末客户数量	63637	82	653
其中：个人客户	63106	-	37
机构客户	531	82	616
受托资金	463.11	109.17	6368.12
其中：自有资金	25.37	-	2.60
个人客户	281.92	-	4.39
机构客户	155.83	109.17	6361.13

资料来源：申万宏源集团定期报告

投资类业务方面，申万宏源集团主要通过投资管理部及下属子公司开展业务。公司投资管理部成立于2015年6月，下设3个投资团队，分别是产业投资团队、证券投资团队和资产配置团队。产业投资团队拥有直接股权投资组和基金管理组；证券投资团队拥有标准化投资组和金融产品投资组；资产配置团队则主要配合公司管理资金。目前，公司已制定了《股权类项目投资标准指引（暂行）》和《非标类项目投资标准指引（暂行）》等投资标准，并完成项目储备库建设，目前入库项目70个，包括股权项目，非标债权项目和标准化投资项目等。

多元金融部成立于2015年9月，业务方向主要为投资、培育和开展银行、保险、信托和租赁等传统金融业务；同时依托上市公司资本优势和股东中央汇金公司的金融资源，致力于成为中央汇金公司金融资产证券化的重要平台；在布局和开展传统金融业务的同时，将积极参与互联网金融业务的投资布局，促进各金融子行业与互联网的深度融合。2016年1月28日，申万宏源集团召开董事会，同意公司在累计总额不超过8亿元（含8亿元）人民币或等值外币的额度内，委托证券子公司设立定向资产管理计划，直接或间接投资于境内外金融机构的股份。2016年3月，公司作为基石投资者，利用自有资金1亿美元（等值人民币），认购浙商银行股份有限公司在香港联合交易所有限公司发行的H股股份。

申万宏源集团通过控股子公司申万菱信和参股公司富国基金开展基金管理业务。2015年申万菱信基金资产管理规模达到1377.77亿元，同比增长70.48%；全年实现净利润5.03亿元，全行业排名第17。2015年富国基金管理资产总规模合计3437.13亿元，同比增长92.67%；公

募基金总资产（剔除联接基金）市场排名上升至第 13 名。

此外，申万宏源集团设立申万宏源产业公司进行产业基金投资管理等业务。该公司 2015 年 1 月成立，注册资本 1 亿元。该公司致力于构建自有资金投资和基金管理并重的业务运营模式。在资金募集方面，将统筹发展自有资金投资和基金平台融资。在业务与投资领域方面，将发挥集团公司整体品牌优势，主动融入国家“一带一路”等发展战略，重点关注国家扶持的战略新兴产业。

（三） 风险管理

自合并成立以来，申万宏源集团不断健全公司治理制度，提高经营管理水平。公司设有股东大会、董事会和监事会。目前公司董事会由 9 名董事组成，其中 3 名为独立董事。监事会由 9 名监事组成，其中 4 名为职工监事。公司的组织架构见附录二。

1. 市场与信用风险

目前申万宏源集团投资类业务的风险管理重点为信用风险。2016 年公司计划的非标债权项目¹投资总额较高，对公司的信用风险管理能力提出了一定的要求。

申万宏源集团证券业务市场风险主要源自权益类投资、固定收益类投资、衍生品投资以及在集合资产管理计划中的自有资金投资。信用风险主要源自银行间及交易所债券市场开展固定收益业务所带来的交易对手履约风险和交易品种不能兑付本息的风险，以及融资融券业务、约定购回式证券交易业务和股票质押式回购交易业务客户违约风险。

证券子公司主要从市场、信用两大风险类型出发，自主开发建立了相应的量化风险评估模型，涵盖了股票承销、债券承销、新债申购、证券投资 and 股指期货投资五个方面。

证券子公司开展的自营债券投顾业务的债项评级大部分处于 AA（A-1）级以上，创新类固收自营投资项目的融资主体或担保人信用评级保持在 AA 级以上。

对于融资业务所产生的信用风险，证券子公司制定了融资融券、约定购回式证券以及股票质押式回购业务的授信审批、维持担保比例和履约保障比例等一系列制度。证券子公司采用分级授权审批的方式，严格对融资融券、约定购回式证券以及股票质押式回购客户进行授信额度审

¹ 为非公开信息，本报告未作披露。

批；同时建立两级动态监控机制，对客户维持担保比例、履约保障比例等指标进行盯市、监控，必要时将采取强制平仓、违约处置等措施。

截至 2015 年末，证券子公司自营投资业务规模占净资本的比重为 262.78%，其中，自营固定收益类证券占净资本的比重和自营权益类证券及证券衍生品占净资本的比重分别为 113.08% 和 90.09%。

图表 5. 申万宏源证券监管指标情况（单位：%）

类别	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度	预警标准	监管标准
自营固定收益类证券/净资本	51.98	44.43	113.08	102.08	<400	<500
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	45.49	34.02	90.09	70.70	<80	<100

资料来源：申万宏源集团

申万宏源集团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。2014 年以来，随着信用交易业务及自营投资业务规模的放大，公司资产负债错配程度有所上升，面临的市场风险有所加大。此外，融资融券业务的增长也对公司的信用风险管理能力提出了更高要求。

2. 流动性风险

截至 2016 年 2 月末，申万宏源集团获得 3 家银行共计 135 亿元授信，其中最长期限为 2 年。随着公司股权投资的增加，资产和负债的期限错配情况会愈加明显。2016 年集团公司计划通过股票定向增发及发行债券来增加融资渠道，缓解流动性管理压力。定向增发计划发行总额不超过 140 亿元，其中不超过 110 亿元用于对证券子公司增资，补充其资本金；剩余资金补充申万宏源产业公司、申万宏源投资公司资本金及申万宏源集团的运营资金。根据《申万宏源集团股份有限公司关于非公开发行股票申请获得中国证券监督管理委员会发行审核委员会审核通过的公告》（公告编号：临 2016-16），2016 年 3 月 30 日，中国证监会发行与审核委员会审核通过了公司非本次公开发行 A 股股票的申请。

申万宏源集团资产以自营投资业务与融资融券业务资产为主。2015 年末公司融出资金、股票质押式回购和约定式购回融出资金分别为 714.19 亿元、8.08 亿元和 4.91 亿元，占总资产*的比重合计 36.22%。2015 年以来，公司融出资金规模随证券市场波动而先增后降，截至 2015 年末融出资金净额为 714.19 亿元，占总资产*的比重为 35.57%，公司货币资金*及自营投资业务规模增长较多，资产流动性状况有所好转。

图表 6. 申万宏源集团资产构成占比情况

	2013 年末	2014 年末	2015 年末
货币资金* (%)	11.75	13.39	13.87
自营投资 (%)	35.20	27.30	42.61
买入返售金融资产 (%)	7.25	2.53	1.41
其中：股票质押式回购 (%)	3.07	1.40	0.40
约定式购回 (%)	2.90	0.50	0.24
融出资金 (%)	35.06	48.24	35.57
小计 (%)	89.25	91.46	93.45
总资产* (%)	100.00	100.00	100.00

资料来源：申万宏源集团定期报告

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：自营投资=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+应收款项类投资。

负债端来看，申万宏源集团证券子公司主要通过发行长期限债券、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、持有分级产品次级份额、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。2015 年申万宏源证券发行了 100 亿元证券公司公司债券，债务期限结构得到了一定的改善。2016 年申万宏源证券进一步加大融资力度，发行了 100 亿元公司债券。2015 年上半年融资融券业务呈爆发式增长的背景下，证券子公司进一步加大了融资力度，短期债务及有息债务规模显著上升。截至 2015 年末，证券子公司短期债务规模达 901.69 亿元，占有息债务的比重为 77.51%。

整体来看，2015 年以来，我国股票市场的波动对申万宏源集团的流动性状况造成了显著影响。2015 年上半年证券子公司融入资金较多，股票市场走势回落后，信用交易业务的收缩造成了较大规模的资金富余，同时随着短期债务的到期，证券子公司短期债务占有息债务的比重有所下降，流动性压力有所缓解。

图表 7. 申万宏源集团债务构成情况 (单位：亿元，%)

	2013 年末	2014 年末	2015 年末
卖出回购金融资产款	90.60	381.60	651.41
短期债务	195.74	624.72	901.69
有息债务	255.62	784.43	1163.27
短期债务/有息债务	76.57	79.64	77.51
货币资金*/短期债务	37.75	26.22	30.89

资料来源：申万宏源集团定期报告

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。

(四) 盈利能力

由于申万宏源集团的各项业务部门成立时间较短，公司利润主要来自证券子公司。2014年和2015年，公司分别实现营业收入141.53亿元和304.63亿元，实现净利润55.95亿元和124.28亿元。

图表 8. 申万宏源集团收入与利润情况

类别	申银万国证券			宏源证券			申万宏源集团	
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
营业收入 (亿元)	41.62	40.11	51.26	22.49	30.60	36.69	141.53	304.63
营业收入行业排名(位)	8	10	10	18	11	11	-	-
净利润(亿元)	16.17	13.45	17.17	6.25	8.04	10.48	55.95	124.28
净利润行业排名(位)	8	9	10	16	12	12	-	-

资料来源：2011、2012、2013年数据来源中国证券业协会,2014年-2015年数据取自申万宏源集团定期报告。

从各业务线的盈利能力来看，2015年经纪业务、自营业务、资管业务和信用业务对公司营业收入贡献度较高，分别为57.04%、15.24%、11.68%和6.02%。从变化方面来看，公司的经纪业务和基金业务对营业收入的贡献度有所提升，信用业务和自营业务对营业收入下降较为明显。

从成本及费用结构看，近年来，申万宏源集团业务及管理费占营业收入的比重呈下降趋势。2015年公司推行市场化薪酬和激励机制，人力费用上升较快，职工薪酬占业务及管理费比重较2014年增加11.81%至81.03%。未来受同业竞争加剧、创新业务需求等因素影响，公司人员成本将面临上升压力。

图表 9. 申万宏源集团成本费用情况 (单位: 亿元, %)

类别	2013年	2014年	2015年
营业收入	101.15	141.53	304.63
业务及管理费	52.33	61.47	108.44
职工薪酬	35.20	42.55	87.87
业务及管理费/营业收入	51.73	43.43	35.60
职工薪酬/业务及管理费	67.27	69.22	81.03

资料来源：申万宏源集团定期报告

综合而言，目前申万宏源集团盈利主要来自证券业务，申万宏源证券盈利水平在行业内居前列，综合竞争力较强。此外，随着申万宏源集

团投资类业务的开展，公司盈利结构将有所改善。

(五) 资本与杠杆

截至2015年末，申万宏源集团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28.64%、14.83%和39.03%。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 10. 申万宏源集团净资产构成情况 (单位: %)

类别	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年第一季度
股本	19.65	16.96	28.64	28.75
资本公积	17.54	15.15	8.57	8.60
盈余公积	6.07	6.41	4.90	4.91
一般风险准备	12.34	12.98	14.83	14.89
未分配利润	24.16	26.88	39.03	41.18
其他综合收益	0.19	1.65	0.88	-1.51
少数股东权益	20.05	19.97	3.15	3.18
股东权益合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：申万宏源集团定期报告

申万宏源证券为申万宏源集团的核心子公司，申万宏源证券在行业内具有较突出的市场地位，申万宏源集团目前资产和负债主要体现为证券子公司的资产和负债。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。

图表 11. 申万宏源证券资本实力 (单位: 亿元, 位)

类别	申银万国证券			宏源证券			申万宏源证券	
	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年末
净资产	154.96	167.79	178.64	70.65	146.65	144.80	371.19	467.90
行业排名	10	10	10	23	13	14	-	8
净资本	121.56	131.01	124.12	47.03	107.07	103.40	358.73	330.00
行业排名	9	9	10	26	11	12	-	10

资料来源：中国证券业协会

2014年四季度及2015年上半年，我国股票市场有所回暖，带动证券公司信用交易业务的快速发展。证券子公司通过多种方式融入资金支持业务发展，负债经营程度和资产负债率上升较快。至2015年末，资产负债率为73.97%，较2014年末上升6.34个百分点，净资本/负债为26.51%，较2014年末下降22.20个百分点。2015年下半年，受股票二级市场断崖

式下跌影响，证券子公司融资融券等资本中介业务规模显著缩减，前期为资本中介业务融入的部分资金面临一定的闲置风险，亦为公司带来一定的去杠杆压力。

图表 12. 申万宏源证券监管指标情况 (单位: %)

类别	2013 年末	2014 年末	2015 年末	预警标准	监管标准
净资本/净资产	70.18	96.64	70.53	>48%	>40%
净资本/负债	86.62	48.71	26.51	>9.6%	>8%
净资产/负债	123.44	50.40	37.58	>24%	>20%
净资本/各项风险资本准备之和	668.07	767.73	537.30	>120%	>100%

数据来源：申万宏源集团

整体上，申万宏源证券资本实力较强，杠杆处于行业平均水平。申万宏源集团股票定向增发如若完成，将在一定程度上提升公司的资本实力。

(六) 外部支持

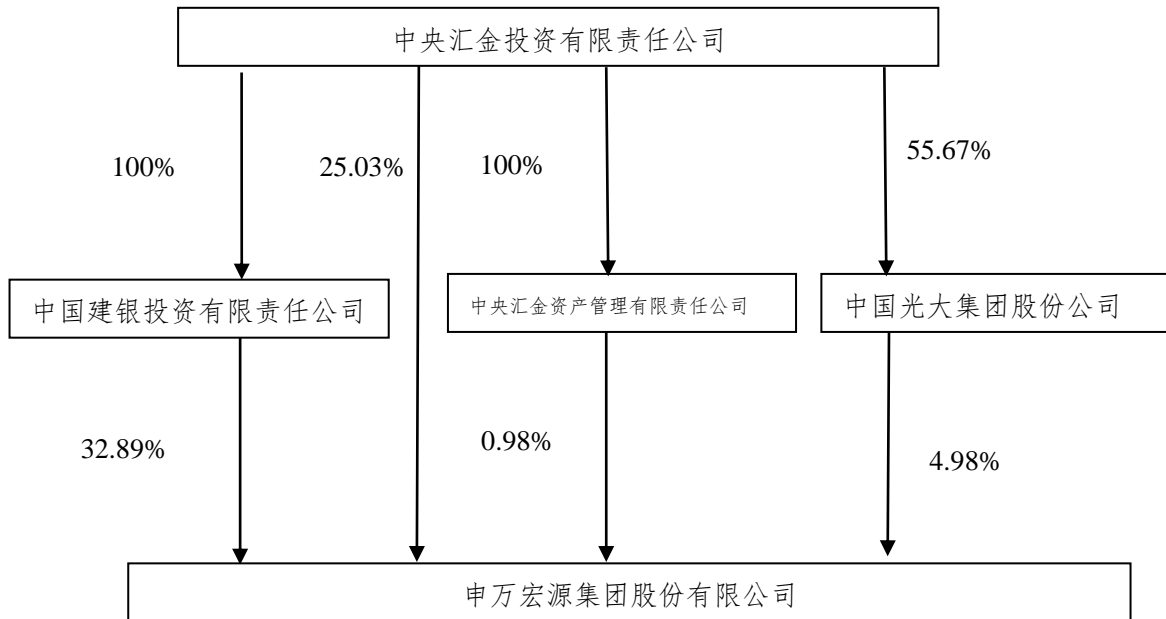
跟踪期内，中央汇金公司仍为申万宏源集团实际控制人，截至 2015 年末，直接及间接持有公司 63.89% 的股份。公司可在业务发展、业务协同、经营管理及资本补充等方面得到中央汇金公司的大力支持。

综上所述，跟踪期内，受益于证券市场阶段性回暖以及自身较好的业务基础，申万宏源集团营业收入和利润持续增长。随着公司各类债务融资工具的发行及证券创新业务的发展，公司债务规模增幅较快，杠杆经营程度逐步上升。在证券市场大幅波动环境下，流动性管理难度加大，风险管理能力仍存在较大提升空间。

同时，我们仍将持续关注（1）国内外经济形势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）申万宏源集团杠杆经营程度上升对公司流动性管理能力提出的挑战；（4）申万宏源集团创新业务发展所带来的风险管理压力；（5）申万宏源证券内部整合的进展对业务及人员稳定性的影响。

附录一：

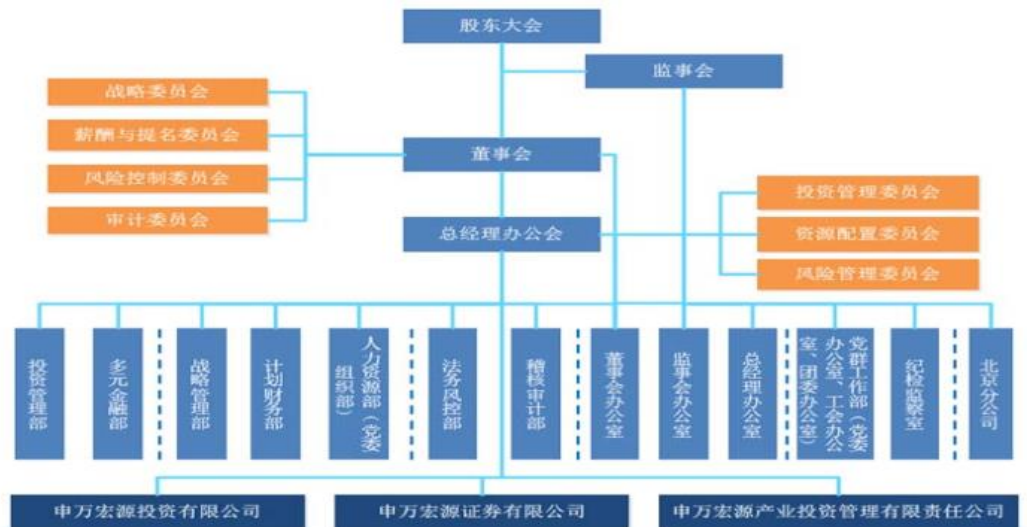
截至 2015 年末申万宏源集团股东架构



资料来源：申万宏源集团 2015 年年度报告

附录二：

申万宏源集团组织结构



资料来源：申万宏源集团 2015 年年度报告

附录三：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
总资产 (亿元)	1070.44	2023.12	3335.69	3117.56
总资产* (亿元)	628.92	1223.10	2007.89	1978.34
股东权益 (亿元)	341.83	395.96	518.66	516.81
归属于母公司所有者权益 (亿元)	273.28	316.89	502.34	500.37
营业收入 (亿元)	101.15	141.53	304.63	29.40
营业利润 (亿元)	41.76	71.66	174.96	13.33
净利润 (亿元)	31.57	55.95	124.28	10.67
资产负债率 (%)	45.65	67.63	74.17	73.88
权益负债率 (%)	83.98	208.89	287.13	282.80
货币资金比率 (%)	11.75	13.39	13.87	17.87
货币资金/总负债* (%)	25.74	19.81	18.70	21.22
手续费及佣金净收入/营业收入	64.49	60.86	65.26	82.95
流动性比率 (%)	275.98	185.44	208.30	200.93
营业利润率 (%)	41.29	50.63	57.44	45.34
平均资产回报率 (%)	5.80	6.04	7.69	-
平均资本回报率 (%)	9.41	15.17	27.18	-

注：根据毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对申万宏源集团 2012 年、2013 年、2014 年及 2015 年上半年连审审计报告、申万宏源集团 2015 年年度报告和申万宏源集团 2016 年一季度财务数据整理、计算。其中，货币资金*和结算备付金*已分别剔除客户资金存款和客户备付金，总资产*和总负债*为剔除代理买卖证券款和代理承销证券款后的净额。

附录四：

申万宏源集团调整后资产负债简表

财务数据	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 第一季度
总资产* (亿元)	628.92	1223.10	2007.89	1978.34
其中：货币资金* (亿元)	73.89	163.82	278.49	353.53
结算备付金* (亿元)	10.06	16.68	2114.26	10.67
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (亿元)	117.04	171.66	574.52	623.55
买入返售金融资产 (亿元)	45.58	30.91	28.27	100.67
可供出售金融资产 (亿元)	103.03	161.06	280.23	276.26
融出资金 (亿元)	220.48	589.99	714.19	503.16
总负债* (亿元)	287.08	827.14	1489.23	1461.53
其中：卖出回购金融资产款 (亿元)	90.60	381.60	651.41	598.75
应付短期融资券 (亿元)	45.00	78.02	243.57	200.73
应付债券 (亿元)	59.89	159.72	261.88	334.46
其他负债 (亿元)	20.79	76.08	198.21	195.59
股东权益 (亿元)	341.83	395.96	518.66	516.81
其中：股本 (亿元)	67.16	67.16	148.57	148.57
负债*和股东权益 (亿元)	628.92	1223.10	2007.89	1978.34

注：根据毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对申万宏源集团2012年、2013年、2014年及2015年上半年年审审计报告、申万宏源集团2015年年度报告和申万宏源集团2016年一季度财务数据整理、计算。其中，货币资金*和结算备付金*已分别剔除客户资金存款和客户备付金，总资产*和总负债*为剔除代理买卖证券款和代理承销证款后的净额。

附录五：

各项财务指标的计算公式

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
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
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
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+期末应付债券+期末长期借款+期末长期应付款中应计入部分+期末其他负债中融入资金
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*	期末净资本/期末总负债*×100%
货币资金比率	(货币资金-客户资金存款)/总资产*×100%
流动比率	(流动资产-代理买卖证券款-代理承销证券款)/(流动负债-代理买卖证券款-代理承销证券款)×100%
员工费用率	报告期职工工资/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1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务。

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销。

注4. 流动资产=货币资金+结算备付金+拆出资金+融出资金+融出证券+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+衍生金融资产+买入返售金融资产+应收利息。

注5. 流动负债=短期负债+拆入资金+衍生金融负债+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+卖出回购金融资产款+代理买卖证券款+代理承销证券款+应付职工薪酬+应交税金+应付利息。

附录六：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债务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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	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	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	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	不能偿还债务。

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。