

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）及（第二期）
跟踪评级报告

主体信用等级： AAA 级

16 申宏 01 信用等级： AAA 级

16 申宏 02 信用等级： AAA 级

16 申宏 03 信用等级： AAA 级

评级时间： 2017 年 5 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）及（第二期）跟踪评级报告

概要

编号：【新世纪跟踪[2017]100124】

跟踪对象：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）及（第二期）

	本次		前次	
	主体评级/展望/债项评级	评级时间	主体评级/展望/债项评级	评级时间
16 申宏 01	AAA/稳定/AAA	2017 年 5 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 4 月
16 申宏 02	AAA/稳定/AAA	2017 年 5 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 9 月
16 申宏 03	AAA/稳定/AAA	2017 年 5 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 9 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
总资产 (亿元)	2023.12	3335.69	2754.89
总资产* (亿元)	1223.10	2007.89	1857.85
股东权益 (亿元)	395.96	518.66	540.73
归属于母公司所有者权益 (亿元)	316.89	502.34	523.05
总负债 (亿元)	1627.15	2817.04	2214.16
总负债* (亿元)	827.14	1489.23	1317.12
营业收入 (亿元)	141.53	304.63	147.20
净利润 (亿元)	55.95	124.28	55.28
资产负债率 (%)	67.63	74.17	70.89
权益负债率 (%)	208.89	287.13	243.58
流动性覆盖率 (%)	-	248.87	215.12
营业利润率 (%)	50.63	57.44	42.37
平均资产回报率 (%)	6.04	7.69	2.86
平均资本回报率 (%)	15.17	27.18	10.44

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 年上半年年审审计报告、申万宏源集团 2015-2016 年年度报告整理、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

刘伟 lw@shxsj.com
何泳莹 hyx@shxsj.com

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, 受证券市场环境影响, 申万宏源集团整体盈利能力有所下降, 但公司市场地位仍处于行业前列。随着短期融资券陆续到期以及两融业务和自营投资规模的下降, 公司杠杆经营程度有所下降, 流动性管理压力有所缓解。公司资本中介业务和投资业务的波动将持续挑战公司的资本补充、外部融资和风险控制能力。

- 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前列, 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, 收入结构持续完善。
- 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, 及投资类业务的快速发展, 对申万宏源集团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。

本报告表述了新世纪公司对申万宏源集团及其发行的 16 申宏 01、16 申宏 02 和 16 申宏 03 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债权人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。

- 债券市场 2016 年四季度以来出现大幅波动，后续仍有较大的调整压力，申万宏源集团债务工具持仓占比较高，后续调整或将持续挑战公司风险管理能力。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



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及第二期(以下简称“16 申宏 01”、“16 申宏 02”、“16 申宏 03”)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 2016 年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 月完成公司债券(第一期)的发行,债券简称为“16 申宏 01”;2016 年 9 月,公司完成公司债券(第二期)的发行,该债券分两个品种,债券简称分别为“16 申宏 02”、“16 申宏 03”详细信息见图表一。

图表 1. 跟踪评级债券发行情况(单位:亿元,年,%)

债券简称	发行规模	起息日	期限	票面利率	上市日期
16 申宏 01	50.00	2016-04-26	5	3.45	2016-06-15
16 申宏 02	20.00	2016-09-09	3	2.90	2016-10-27
16 申宏 03	55.00	2016-09-09	5	3.20	2016-10-27

资料来源:申万宏源集团

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

跟踪期内,申万宏源集团股权结构较为稳定。截至 2016 年末,申万宏源集团注册资本为 200.57 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,直接持有申万宏源集团 25.03%的股权;中国建银投资有限责任公司持有公司 32.89%的股权(中央汇金持有中国建银投资有限责任公司 100%股权);中国光大集团股份公司持有公司 4.98%的股权(中央汇金公司持有中国光大集团股份公司 55.67%股权);中央汇金资产管理有限责任公司持有公司 0.98%的股权(中央汇金公司持有中央汇金资产管理有限责任公司 100%股权)。中央汇金公司直接或间接持有公司 63.89%,具体公司与实际控制人之间的产权和控制关系见附录一。

跟踪期内,申万宏源集团所属全资子公司申万宏源证券有限公司将

其全资控股的宏源期货有限公司、宏源汇富创业投资有限公司和宏源汇智投资有限公司等三家公司100%的股权转让至公司持有。公司主要架构维持不变，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；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”）、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”）、宏源汇智和宏源汇富开展投资业务，申万宏源证券通过申万直投和申万创投开展投资业务。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，同时，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，通过控股公司申万期货和宏源期货开展期货业务。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，证券业务仍是公司的核心业务。

截至2016年末，申万宏源集团资产总额为2754.89亿元，所有者权益为540.73亿元（其中，归属于母公司所有者权益为523.05亿元）。2016年公司实现营业收入147.20亿元，净利润55.28亿元，（其中，归属于母公司所有者的净利润54.09亿元）。

（二） 业务运营

2016年以来，国内金融市场波动性依然较强。股票市场方面，年初两市以熔断开局，一路下行至年内最低点2638.30点；伴随宏观经济预期好转以及各项数据指标转好，股票市场震荡上行。债券市场方面，因信用事件频发，风险不断积累，2016年上半年债市以震荡调整为主。2016年下半年，受各类增量资金加速入市的影响，债券市场在6月至10月间出现波段行情；但10月底以来，随着央行持续收紧流动性，市场对于去杆杠的预期不断加强，加之年底企业资金链紧张与再融资压力的同步发生，债市利率飙升。在此背景下，2016年证券公司整体盈利水平较2015年大幅下降，其中经纪、自营的降幅尤为明显。2016年下半年，股票市场IPO发行审批速度明显加快，加之证券公司资产管理规模的持续增长，从而带动证券公司投行业务和资管业务收入实现了较快增长。

2016年以来，监管思路逐步向强监管、严监管的转变，“一人三户”、《上市公司重大资产重组管理办法》、证券业资产管理“八条底线”等多项政策相继出台。在监管趋严的背景下，行业竞争格局进一

步分化，部分证券公司开始加大业务结构调整力度，以适应新的监管导向。此外，在市场震荡调整的背景下，证券公司资本占用较大的自营业务及资本中介业务都有所收缩，资金压力及杠杆水平也随之出现缓解和降低，流动性较为宽松。

综合来看，2016年，受市场周期性波动影响，证券公司经营业绩有所下滑，但在监管环境转变、证券公司主动谋求转型的背景下，行业整体收入结构有所优化。此外，随着自营业务及两融业务投入的资金的逐步释放，证券公司流动性管理压力有所缓解。但也需关注到，2016年11月以来债市收益率开始大幅调整，加之信用风险事件的持续暴露，这使得固定收益自营业务占比较大的证券公司面临的市场风险和流动性风险管理压力明显上升。

跟踪期内，申万宏源集团贯彻落实“做实控股集团、做强证券公司”的总体战略规划，以做强证券公司为出发点，不断巩固和提升证券业务行业地位，加快投资业务和多元金融业务布局，努力构建以资本市场为依托的投资与金融服务全产业链。公司各业务板块利用原有优势资源，加速协同发展。

证券业务方面，申万宏源集团证券及期货经纪业务为营业收入和营业利润的主要来源。随着IPO发行速度的加快及上市公司再融资需求的增长，公司证券承销及保荐业务营业收入和营业利润贡献有所增长。受市场持续震荡股基交易量下降影响，公司证券及期货经纪业务、证券自营、资产及基金管理业务、其他投资业务以及信用业务营收和利润降幅较大。总体来看，公司营业收入和利润有所下降，证券承销及保荐业务的稳定增长，推动公司整体盈利结构有所分化。

图表 2. 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	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
证券及期货经纪业务	72.21	51.02	173.76	57.04	75.83	51.52
证券自营及其他投资业务	26.94	19.03	46.42	15.24	5.01	3.41
证券承销及保荐业务	10.43	7.37	15.89	5.22	21.81	14.82
资产及基金管理业务	12.45	8.80	35.58	11.68	20.48	13.91
信用业务	14.39	10.17	18.34	6.02	12.39	8.42
境外业务	2.85	2.01	4.24	1.39	2.96	2.01
其他	4.43	1.60	13.83	4.54	13.17	8.94
抵消	-2.17	-	-3.44	-1.13	-4.46	-3.03
合计	141.53	100.00	304.63	100.00	147.20	100.00
营业利润	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
证券及期货经纪业务	33.10	46.19	90.03	51.46	31.42	50.38
证券自营及其他投资业务	18.58	25.93	33.31	19.04	0.32	0.51
证券承销及保荐业务	3.14	4.38	6.51	3.72	10.69	17.14
资产及基金管理业务	6.35	8.86	23.69	13.54	9.15	14.68
信用业务	7.49	10.45	12.25	7.00	5.84	9.36
境外业务	0.84	1.17	1.63	0.93	0.74	1.19
其他	2.16	3.01	7.54	4.31	4.51	7.23
抵消	-	-	-	-	-0.31	-0.49
合计	71.66	100.00	174.96	100.00	62.37	100.00

资料来源: 申万宏源集团

证券及期货经纪业务为申万宏源集团主要利润来源。跟踪期内, 面对行业佣金率持续下滑以及互联网金融的快速发展, 公司经纪业务全面推进传统业务的转型, 以人员执业专业化、客户管理精密化、收入规模最大化为目标。2016 年公司增设 15 家分公司、新设 4 家证券营业部以及撤销 1 家证券营业部, 截至 2016 年末, 证券子公司在全国范围内共设有 37 家分公司和 302 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, 公司经纪业务市场地位保持行业前列, 但随着证券行业同质化竞争的不断加剧, 公司市场份额不断受到侵蚀。根据 Wind 资讯统计, 公司 2016 年经纪业务的交易额合计市场份额为 3.32%, 市场排名为第 8 位。截至 2016 年末, 公司证券客户总资产为 2.28 万亿元, 较 2015 年末减少 0.06 万亿元。在经纪业务佣金率方面, 公司整体佣金率维持在同业较好水平, 但未来佣金率仍有持续下降的空间。此外, 2016 年公司新设营业部 4 家, 加之市场股基交易额的下降, 营业部均净收入较 2015 年降幅较大。

图表 3. 申万宏源集团经纪业务整体情况

类别	2014 年		2015 年		2016 年	
	份额	排名	份额	排名	份额	排名
股票 (%)	5.24	2	4.72	6	3.22	9
基金 (%)	3.21	7	2.50	11	3.62	6
债券现货 (%)	4.60	5	3.50	9	2.44	7
交易额合计 (%)	5.21	2	4.62	6	3.32	8
经纪业务佣金率 (%)	0.080		0.071		0.068	
部均代理买卖证券业务净收入 (万元/家)	2092.49		5712.50		1952.74	

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

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。受证券市场持续震荡影响,公司信用交易业务客户投资意愿减弱,2016 年信用交易业务营业收入及营业利润有所下降,分别较 2015 年减少 5.95 亿元和 6.41 亿元。

2016 年受股票市场宽幅震荡、监管部门杠杆管理日趋严格及市场流动性宽裕带来资金供求失衡等多重因素影响,证券市场融资融券业务整体规模较 2015 年有所下降,截至 2016 年末,证券行业两融业务余额为 9392.49 亿元,较 2015 年末减少 20.01%;申万宏源集团融资融券余额为 545.14 亿元(不含孖展融资),市场占有率为 5.80%,整体规模较 2015 年融资融券余额下降约 22%。

除融资融券业务外,2016 年申万宏源集团重点推进股票质押和约定购回业务,截至 2016 年末,公司两项业务规模达 66.68 亿元,较 2015 年末增长 450.62%;约定式购回及股票质押式回购业务 2016 年实现利息收入 0.41 亿元和 1.34 亿元,分别较 2015 年下降 6.59%和增长 64.52%。

图表 4. 申万宏源集团资本中介业务整体情况 (单位: 亿元)

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末
融资融券业务余额	426.24	715.66	545.14
股票质押式回购业务待回购余额	17.16	8.08	59.77
融资融券利息收入	25.90	69.73	42.62
股票质押回购利息收入	1.43	0.82	1.34

资料来源: 申万宏源集团

2016 年受证券市场持续震荡及债券市场四季度大幅调整影响,申万宏源集团证券子公司自营投资业务营业收入及营业利润大幅下降。截至 2016 年末,公司自营投资规模为 755.31 亿元,较 2015 年末减少 11.71%。固定收益投资方面,公司不断丰富交易策略,强化投资标的研究。权益

类投资方面，公司通过加强风险管理的精细化水平，积极应对市场异动，不断优化资产配置和组合管理。在此基础上，2016年，公司债务工具及资管及信托计划投资比重较2015年有所上升，权益工具投资比重降幅较大，公司整体实现自营及其他投资业务收入5.01亿元，较2015年减少89.20%。2016年公司证券子公司成功发行次级债券，公司资本实力得到有效补充，截至2016年末，在自营投资规模有所下降的基础上，公司净资本对自营投资的覆盖度升至67.38%。

图表 5. 申万宏源集团自营投资业务情况 (单位: 亿元, %)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
自营投资 (亿元)	333.92	855.46	755.31
其中: 债务工具 (%)	44.76	35.96	45.43
权益工具 (%)	29.49	42.76	21.33
其他 (%)	25.75	21.28	33.24
净资本/自营投资规模 (%)	107.43	38.58	67.38

资料来源: 申万宏源集团

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

证券承销及保荐业务方面，申万宏源集团积极应对 IPO 发行节奏调整以及再融资监管的趋紧趋严，推进业务的多元化发展，有针对性地加强投资银行项目拓展。2016年，公司承销及保荐业务实现营业收入21.81亿元，营业利润10.69亿元，对营业收入和营业利润的贡献分别为14.82%和17.14%。2016年以来，公司完成IPO项目11家、主承销金额69.80亿元；再融资项目17家，主承销金额201.72亿元。债券主承销方面，2016年公司完成债券主承销项目81家，主承销金额772.74亿元。场外市场业务方面，公司共完成一级市场项目446家，其中：推荐挂牌项目258家，定向增资项目188家。

2016年，受到市场融资需求持续增长的影响，证券公司资产管理业务规模保持快速增长，截至2016年末，证券公司资产管理业务规模达17.38万亿元，同比增幅46.21%。申万宏源集团针对通道业务发展受限的经营环境变化，通过大力拓展委外业务提升主动管理能力，同时持续推动非标资产向标准化产品转化，公司整体受托资产管理规模维持稳定。截至2016年末，公司受托资产管理业务规模为6865.58亿元，2016年实现资产管理业务净收入13.32亿元，同比减少18.28%。

图表 6. 申万宏源集团资产管理业务情况

	2014 年	2015 年	2016 年
期末集合资产管理业务受托规模（亿元）	250.22	463.11	394.37
期末定向资产管理业务受托规模（亿元）	5479.21	6368.12	6363.81
期末专项资产管理业务受托规模（亿元）	-	1091.65	111.39
集合资产管理业务净收入（亿元）	1.03	3.79	2.80
定向资产管理业务净收入（亿元）	3.72	12.43	10.34
专项资产管理业务净收入（亿元）	-	0.09	0.18
资产管理业务净收入合计（万元）	4.75	16.30	13.32
资产管理业务净收入行业排名（位）	1	1	-

资料来源：申万宏源集团

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。跟踪期内，公司不断建立健全投资业务体系，加快项目拓展，积极发展对重点行业、重点企业和重点领域的投资，逐步做实做强投资板块。公司按照自有资金投资以固定收益类业务为主、股权投资业务为辅的原则，2016年共完成11单债权项目投资，投资金额32.75亿元。同时，公司通过子公司宏源汇智和宏源汇富投开展投资业务，申万宏源证券通过子公司申万创投和申万直投开展投资业务。2016年，宏源汇智新增金融产品投资5单，实现自有资金投资收益1.19亿元，存续项目14单实现顺利推出，实现中间业务收入0.60亿元；申万直投设立4家私募投资基金，募资7.3亿元。此外，公司发起设立产业投资基金管理公司等，加快推进私募股权投资基金业务。

多元金融业务方面，申万宏源集团积极寻找机遇，有序开展对银行、保险、租赁、产业基金等行业的战略性投资，构建以资本市场为依托的金融服务全产业链。2016年公司顺利完成对浙商银行的收购，实现较好的投资收益。同时，公司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。2016年申万菱信基金资产管理规模为1171亿元，同比减少15.01%，实现净利润1.67亿元。2016年富国基金管理资产总规模合计4235.98亿元，同比增长23.24%；公募基金总资产（剔除联接基金）市场排名上升至第14名，保持在行业排名前列。

（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。截至2016年12月31日公司董事会由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

在市场风险管理方面，申万宏源集团对市场风险持中等偏高的容忍度。市场风险敞口主要集中在自营投资业务、自有资金参与的资产管理业务等。此外，公司持有的外币资产亦面临汇率波动等市场风险。针对市场风险，公司建立风险限额分级授权机制，证券子公司制定了《金融资产投资业务风险容忍度》，规定了大类资产市场投资业务规模限额及风险损失限额，并在管理层制定了更为细化的执行方案，由风险管理部门对公司整体市场风险进行全面风险评估和监控。2016年四季度，债券市场出现大幅调整，债券收益率曲线整体波动上行，在未来仍有调整压力的情况下，公司自营投资业务和委外业务市场风险管理能力或将持续承压。

申万宏源集团证券子公司自营业务风控指标均处在监管标准之内，得益于2016年证券子公司次级债券的成功发行，2016年末，证券子公司自营非权益类证券及证券衍生品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较2015年有所下降，分别降至86.36%和30.31%。

图表 7. 申万宏源证券监管指标情况 (单位: %)

类别	2015 年末	2016 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	122.76	86.36	<400	<500
自营权益类证券及证券衍生品/ 净资本	50.41	30.31	<80	<100

资料来源：申万宏源集团

在信用风险管理方面，申万宏源集团对信用风险持中等容忍度。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，申万宏源集团证券子公司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。

场外衍生品交易业务方面，申万宏源集团证券子公司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，申万宏源集团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。

融资类业务方面，跟踪期内，受熔断机制影响，股指连续杀跌，融资类业务风险显著上升。申万宏源集团证券子公司积极采取应对措施，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。截至 2016 年末融资类客户整体履约比例为 265.74%。

综合而言，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。未来债券市场仍有持续调整压力，公司自营投资业务市场风险管理能力或将持续承压。随着公司资本中介业务规模的回落，公司面临的信用风险有所缓释。此外，公司投资类业务的快速发展，也将对公司的市场风险管理能力提出更高要求。

2. 流动性风险

近年来，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。2016 年，公司买入返售金融资产规模随股票债券质押业务发展增长较快。受证券市场持续震荡的影响，公司自营投资及融出资金规模较上年末有所下降。截至 2016 年末公司融出资金、买入返售金融资产规模分别为 55.87 亿元和 177.32 亿元，买入返售金融资产中，债券规模为 108.94 亿元、股票规模为 66.70 亿元，资本中介类资产合计占总资产*的比重为 39.62%。2016 年末公司证券自营投资规模为 755.31 亿元，占总资产*的比重为 40.66%，其中债务工具规模为 343.17 亿元，流通受限资产规模为 168.83 亿元，受限资产占比处于合理范围。

图表 8. 申万宏源集团资产构成占比情况

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
货币资金* (%)	13.39	13.87	12.52
自营投资 (%)	27.30	42.61	40.66
买入返售金融资产 (%)	2.53	1.41	9.54
其中：股票质押式回购 (%)	1.40	0.40	3.22
约定式购回 (%)	0.50	0.24	0.37
融出资金 (%)	48.24	35.57	30.07
小计 (%)	91.46	93.45	92.79
总资产* (%)	100.00	100.00	100.00

资料来源：申万宏源集团

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

负债端来看，申万宏源集团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、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。2016年，随着公司短期融资券的陆续到期以及卖出回购金融资产款下降，公司短期债务规模迅速下降，通过发行长期限的证券公司债，公司短期债务占有息债务的比重较2015年明显改善。截至2016年末，公司短期债务及有息债务规模分别为423.19亿元和1049.29亿元，分别较年初下降53.07%和9.80%。

整体上融资融券等资本中介业务的波动将持续挑战申万宏源集团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。

图表 9. 申万宏源集团债务构成情况 (单位: 亿元, %)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
卖出回购金融资产款	381.6	651.41	347.78
短期债务	624.72	901.69	423.19
有息债务	784.43	1163.27	1049.29
短期债务/有息债务	79.64	77.51	40.33
货币资金*/短期债务	26.22	30.89	54.96

资料来源：申万宏源集团

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

申万宏源集团开展实业投资、产业并购和多元金融布局。2016年，公司实现营业收入147.20亿元，实现净利润55.28亿元。

图表 10. 申万宏源集团收入与利润情况

	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入 (亿元)	141.53	304.63	147.20
营业收入行业排名 (位)	10	7	-
净利润 (亿元)	55.95	124.28	55.28
净利润行业排名 (位)	10	7	-

资料来源：证券业协会，申万宏源集团

从各业务线的盈利能力来看，2016年证券及期货经纪业务、证券承销及保荐业务及资产及基金管理业务对公司营业收入贡献度较高，分别为51.52%、14.82%和13.91%。从变化方面来看，公司的证券承销及保荐业务、信用业务及资产及基金管理业务对营业收入和营业利润的贡献度有所提升，证券及期货经纪业务、证券自营及其他投资业务对营业收

入和营业利润的贡献下降较为明显。

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年以来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维持在较高水平。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 11. 申万宏源集团成本费用情况 (单位: 亿元, %)

类别	2014年	2015年	2016年
营业收入	141.53	304.63	147.20
业务及管理费	61.47	108.44	75.98
职工薪酬	42.55	87.87	57.61
业务及管理费/营业收入	43.43	35.6	51.61
职工薪酬/业务及管理费	69.22	81.03	75.82

资料来源：申万宏源集团

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2016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37.09%、16.46%和30.80%。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 12. 申万宏源集团净资产构成情况 (单位: %)

类别	2014年末	2015年末	2016年末
股本	16.96	28.64	37.09
资本公积	15.15	8.57	8.22
盈余公积	6.41	4.90	5.37
一般风险准备	12.98	14.83	16.46
未分配利润	26.88	39.03	30.80
其他综合收益	1.65	0.88	-1.21
少数股东权益	19.97	3.15	3.27
股东权益合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：申万宏源集团

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 13. 申万宏源证券资本实力 (单位: 亿元, 位)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
净资产	371.19	467.90	464.59
行业排名	11	8	-
净资本	358.73	373.67	508.96
行业排名	8	10	-

资料来源: 证券业协会、申万宏源集团

注: 以上数据为申万宏源证券母公司口径数据

随着我国证券市场进入调整阶段, 申万宏源集团融资融券业务余额自峰值逐步下降, 短期债务陆续到期, 公司资产负债率逐年下降, 至2016年末, 资产负债率为70.89%。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 14. 申万宏源证券监管指标情况 (单位: %)

类别	2014 年末	2015 年末	2016 年末	预警标准	监管标准
资产负债率	67.63	74.17	70.89	-	-
净资本	358.73	373.67	508.96	-	-
净资本/净资产	96.64	79.86	109.55	>48%	>40%
净资本/负债	48.71	30.01	50.08	>9.6%	>8%
净资产/负债	50.4	37.58	45.72	>24%	>20%
风险覆盖率	767.73	148.12	245.71	>120%	>100%

数据来源: 申万宏源集团

注 1: 除资产负债率外, 其他数据皆为申万宏源证券母公司口径数据

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

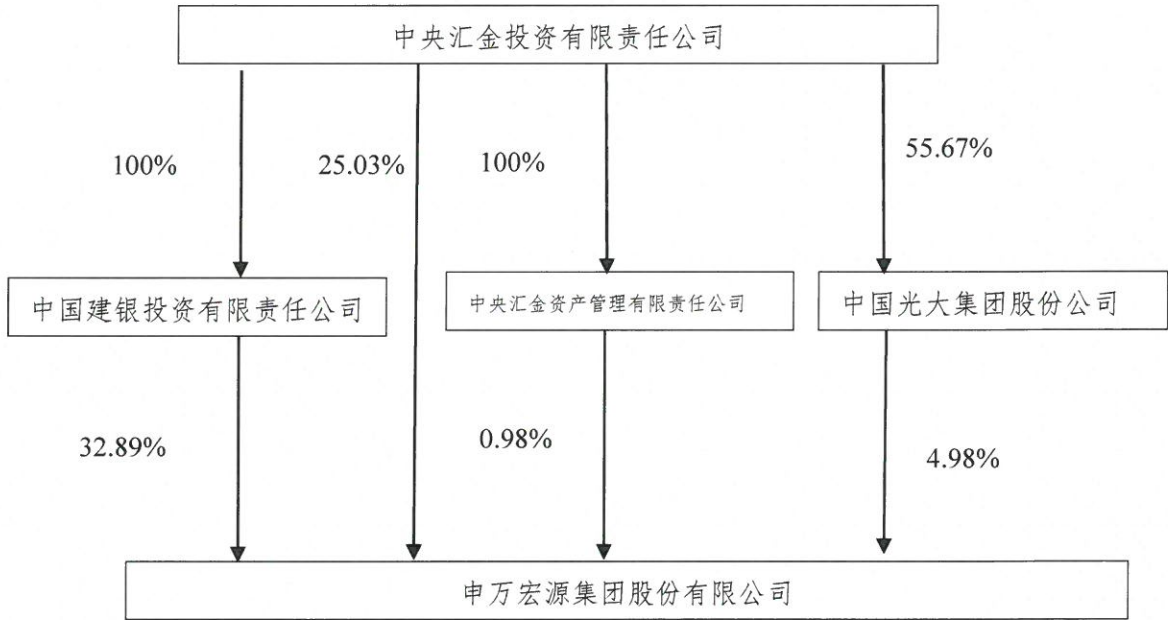
综上所述, 当前我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段, 经济下行压力仍然较大, 证券业运营风险较高。国内证券公司同质化竞争较严重, 其他金融机构也在部分业务领域对证券公司构成竞争, 同时, 互联网金融发展对证券公司业务构成冲击, 申万宏源集团或将持续面临激烈的市场竞争压力。跟踪期内, 公司贯彻落实“做强控股集团、做强证券公司”的总体战略规划, 各业务利用原有优势资源, 加速协同发展。虽然受证券市场环境影响, 整体盈利能力有所下降, 但公司市场地位仍处于行业前列。随着短期融资券陆续到期以及两融业务和自营投资规模的下降, 公司杠杆经营程度有所下降, 流动性管理压力有所缓释, 但融

资融券等资本中介业务的波动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。随着创新及投资业务品种的不断丰富和规模的扩大，公司风险管理能力存在较大提升空间。

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）申万宏源集团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）申万宏源集团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，申万宏源集团自营投资业务和资管业务的风险管理能力。

附录一：

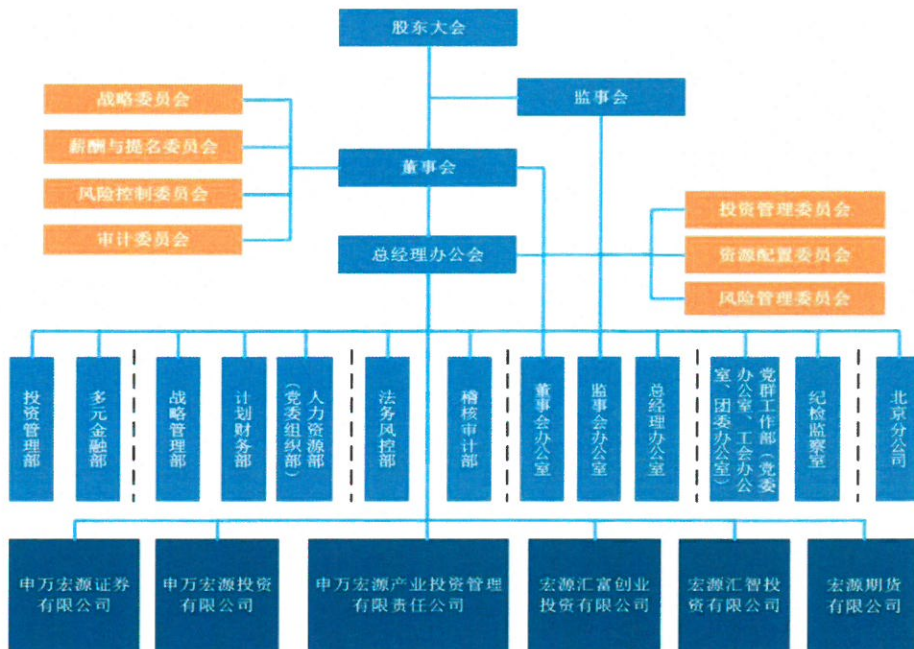
申万宏源集团与实际控制人之间的产权和控制关系图



资料来源：申万宏源集团（截至2016年末）

附录二：

申万宏源集团组织结构



资料来源：申万宏源集团（截至2016年末）

附录三：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2014 年	2015 年	2016 年
总资产 (亿元)	2023.12	3335.69	2754.89
总资产* (亿元)	1223.1	2007.89	1857.85
股东权益 (亿元)	395.96	518.66	540.73
归属于母公司所有者权益 (亿元)	316.89	502.34	523.05
营业收入 (亿元)	141.53	304.63	147.20
营业利润 (亿元)	71.66	174.96	62.37
净利润 (亿元)	55.95	124.28	55.28
资产负债率 (%)	67.63	74.17	70.89
权益负债率 (%)	208.89	287.13	243.58
货币资金比率 (%)	13.39	13.87	12.52
货币资金/总负债* (%)	19.81	18.7	17.66
手续费及佣金净收入/营业收入 (%)	60.86	65.26	67.28
流动性覆盖率 (%)	-	248.87	215.12
营业利润率 (%)	50.63	57.44	42.37
平均资产回报率 (%)	6.04	7.69	2.86
平均资本回报率 (%)	15.17	27.18	10.44

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 2015-2016 年年度报告、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	2014 年末	2015 年末	2016 年末
总资产* (亿元)	1223.10	2007.89	1857.85
其中：货币资金* (亿元)	163.82	278.49	232.60
结算备付金* (亿元)	16.68	2114.26	17.06
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (亿元)	171.66	574.52	349.36
买入返售金融资产 (亿元)	30.91	28.27	177.32
可供出售金融资产 (亿元)	161.06	280.23	405.95
融出资金 (亿元)	589.99	714.19	558.69
总负债* (亿元)	827.14	1489.23	1317.12
其中：卖出回购金融资产款 (亿元)	381.60	651.41	347.78
应付短期融资券 (亿元)	78.02	243.57	32.12
应付债券 (亿元)	159.72	261.88	623.30
其他负债 (亿元)	76.08	198.21	178.84
股东权益 (亿元)	395.96	518.66	540.73
其中：股本 (亿元)	67.16	148.57	200.57
负债*和股东权益 (亿元)	1223.10	2007.89	1857.85

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2015-2016年年度报告、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%
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。