



信用等级通知书

信评委函字[2014] 031号

浙商证券股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“2014年浙商证券股份有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年六月二十四日

2014 年浙商证券股份有限公司公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	浙商证券股份有限公司
担保主体	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司
申请规模	不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元）
债券期限	5 年期固定利率债券

概况数据

浙商证券	2011	2012	2013	2014.Q1
总资产（亿元）	126.58	132.06	158.86	174.19
所有者权益（亿元）	51.76	53.47	57.54	58.64
净资产（亿元）	35.99	36.47	33.80	34.29
营业收入（亿元）	13.16	12.40	19.15	4.71
净利润（亿元）	3.01	1.69	4.03	1.11
EBITDA（亿元）	5.10	3.26	6.59	1.84
资产负债率（%）	31.40	35.66	48.18	52.27
净资产/总资产（%）	72.23	72.20	63.27	63.23
EBITDA 利息倍数（X）	--	--	63.39	--
总债务/EBITDA（X）	0.00	0.00	1.52	--
净资产/各项风险资本准备之和（%）	1038.73	752.09	497.34	433.18
净资产/负债（%）	1298.25	1197.51	191.67	137.12
净资产/负债（%）	1797.29	1658.64	302.96	216.84
自营权益类证券及证券衍生品/净资产（%）	4.14	12.30	41.64	32.78
自营固定收益类证券/净资产（%）	27.00	37.06	29.09	40.86
沪杭甬高速（合并口径）	2011	2012	2013	
总资产（亿元）	293.35	296.59	323.59	
所有者权益（亿元）	188.39	192.65	199.26	
总负债（亿元）	104.96	103.95	124.33	
总债务（亿元）	14.69	10.00	18.40	
营业总收入（亿元）	70.89	70.10	83.93	
EBITDA（亿元）	37.36	34.51	41.06	
经营活动净现金流（亿元）	-17.69	10.09	17.10	
营业毛利率（%）	29.61	25.58	23.81	
EBITDA/营业总收入（%）	52.71	49.23	48.92	
总资产收益率（%）	9.10	8.75	9.61	
资产负债率（%）	35.78	35.05	38.42	
总资本化比率（%）	7.23	4.93	8.45	
总债务/EBITDA（X）	0.39	0.29	0.45	
EBITDA 利息倍数（X）	46.68	63.92	43.15	

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

中诚信证评评定“2014 年浙商证券股份有限公司（以下简称“浙商证券”或“公司”）公司债券”的信用级别为 **AAA**，该级别反映了本次债券信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定浙商证券主体信用级别为 **AA⁺**，评级展望为稳定。该级别反映了浙商证券偿还债务的能力很强，不利经济环境对其影响很小，违约风险很低。中诚信证评肯定了证券业日趋规范的行业环境、公司实际控制人实力较强、公司在当地一定的品牌影响力、创新业务快速发展以及逐渐提升的盈利能力；同时，我们也关注到证券市场竞争日趋激烈、创新业务的开展对风控能力提出更高要求、资本消耗型业务的快速发展对资本形成较大压力等挑战。

同时，浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“沪杭甬高速”或“担保人”）为公司本期发行的公司债券提供不可撤销的连带责任保证担保，我们也将此因素纳入本次评级考虑。

正 面

- 行业发展空间广阔。近年来我国证券行业逐渐规范，监管环境较为严格，且各项创新业务积极开展，相对于国外发达的证券业市场，未来中国证券行业发展空间仍较为广阔。
- 公司实际控制人实力较强。公司实际控制人浙江省交通投资集团有限公司下辖企业较多，综合实力较强，且对公司发展给予较多支持，为公司长期发展奠定良好基础。
- 在当地具有一定影响力。作为中小券商，公司扎根浙江本地市场，省内营业网点众多，在浙江省内服务的便利性和效率方面具有一定优势，在当地具有一定的品牌影响力。
- 创新业务快速发展，盈利能力获得提升。公司以经纪业务为基础，加快期货业务、融资融券等创新业务的发展，收入结构均衡性持续改善，近年来盈利能力逐渐提升。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年6月24日

关注

- 市场竞争日趋激烈。随着国内证券行业加速对外开放、放宽混业经营的限制以及越来越多的券商通过上市、收购兼并的方式增强自身实力，公司面临来自境内外券商、商业银行等金融机构的激烈竞争。
- 创新业务的拓展使券商面临新的风险。公司全面风险管理体系有待健全和完善，融资融券和转融通等创新业务的陆续推出，对公司的风险控制能力提出了新的挑战。
- 资本实力有待进一步充实。公司目前净资本规模在券商中处于偏低水平，随着业务品种不断丰富，对资本实力的要求逐年提高，资本消耗型业务的快速发展对资本形成较大压力，多元化资本补充渠道有待建立。

主体概况

浙商证券股份有限公司系由浙商证券有限责任公司整体变更设立，前身为金信证券有限责任公司（以下称“金信证券”）。金信证券于 2002 年 5 月 9 日成立，注册资本为人民币 5.20 亿元。2006 年 6 月 15 日，经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）批准，浙江上三高速公路有限公司分别受让金信信托投资股份有限公司、台州市台信投资管理有限公司和通和投资控股有限公司持有的该公司股权共计 3.664 亿元，占出资总额的 70.46%。经中国证监会批准，公司于 2006 年 8 月更名为浙商证券有限责任公司。2007 年 10 月，公司进行了增资扩股，注册资本由人民币 5.20 亿元增至人民币 15.20 亿元。2007 年 11 月，公司全资收购浙江天马期货经纪有限公司。2008 年 4 月，公司获得为期货公司提供中间介绍业务（期货 IB 业务）资格。2008 年 2 月，公司进行了资本公积转增注册资本，注册资本由人民币 15.20 亿元增至人民币 21.20 亿元。2011 年 1 月 6 日，公司又进行了增资扩股，注册资本由人民币 21.20 亿元增至人民币 29.15 亿元。

2012 年 7 月 10 日，经中国证监会核准，公司变更为股份有限公司，并更名为“浙商证券股份有限公司”。截至 2014 年 3 月末，浙商证券注册资本为人民币 30 亿元，股东为浙江上三高速公路有限公司（以下称“上三高速”）等 15 家单位，上三高速为最大股东，持股比例达 70.83%。上三高速为沪杭甬高速的子公司（73.62%持股），沪杭甬高速属于浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交投”）下属的子公司（66.9856%持股），因而公司实际控制人系浙江交投。

浙商证券的业务牌照较为齐全，目前公司的主营业务包括证券经纪，证券投资咨询，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，证券承销与保荐，证券自营，融资融券，证券投资基金代销，为期货公司提供中间介绍业务，代销金融产品等。

截至 2014 年 3 月末，公司拥有上海、宁波、温州、台州、天津、北京、杭州 7 家分公司和 87 家营业部，其中 55 家位于浙江省内，其余 32 家分布在北京、天津、上海、广东、重庆、厦门等 18

个省市。公司还拥有浙商期货有限公司（以下简称“浙商期货”）、浙江浙商资本管理有限公司（以下简称“浙商资本”）和浙江浙商证券资产管理有限公司（以下简称“浙商资管”）三家全资子公司，分别经营期货、直投和资管业务。此外，公司有合营联营企业 2 家，分别为：浙商基金管理有限公司，注册资本 3 亿元人民币，其中公司出资 7,500 万元，持股 25%；浙江股权交易中心，注册资本 1 亿元人民币，其中公司出资 1,000 万元，持股 10%。近年来，公司积极推动业务结构优化转型，资产管理、融资融券等新业务实现了较快发展。

截至 2013 年末，按合并口径计，公司的总资产达 158.86 亿元，同比增加 20.30%；代理买卖证券款为 47.82 亿元，同比减少 3.21%；所有者权益为 57.54 亿元，同比增加 7.60%；母公司净资产为 33.80 亿元，同比减少 7.34%。2013 年公司实现营业收入 19.15 亿元，同比增长 54.40%；净利润 4.03 亿元，同比增长 138.13%。截至 2014 年 3 月末，公司的总资产达 174.19 亿元，代理买卖证券款为 51.35 亿元，所有者权益为 58.64 亿元，母公司净资产为 34.29 亿元；2014 年 1-3 月，公司实现营业收入 4.71 亿元，净利润 1.11 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券概况

债券概况	
债券品种	证券公司债
发行规模	不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元）
债券期限	5 年期固定利率债券
债券利率	固定利率债券，票面利率由发行人与保荐机构（主承销商）通过市场询价方式确定
还本付息期限和方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，本期债券按年付息、到期一次还本
募集资金用途	所募集的资金扣除发行等相关费用后，拟全部用于补充营运资金，进而满足公司业务运营需要，调整公司债务结构，支持公司业务多元化发展。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

宏观经济金融环境

2009 年实施经济刺激计划后，投资取代出口成为拉动中国经济增长的主要方式，进一步加剧了产

能过剩和经济结构失衡。2012年以来，投资增速虽有所回落，仍保持在20%以上；出口增长徘徊在个位数；而消费增长持续下降至12%左右。2013年前三季度投资、消费和出口对GDP增长的贡献率分别是55.8%、45.9%和-1.7%；三季度GDP同比增长7.8%，环比增长2.2%，经济快速回升的主要原因还是来自地方基础设施建设、城镇化推进和房地产回暖，民间投资仍然低迷。

产能过剩问题日益严重，经济结构调整和经济增长方式转变日益迫切。而经济领域的问题和矛盾与社会民生、政府职能、金融体制息息相关。十八届三中全会受到前所未有的关注，“把改革贯穿于经济社会发展各个领域各个环节，以改革促创新发展”的纲领性表态显示了中央全面深化改革的决心，“发挥市场在资源配置中的决定性作用”奠定了改革的基调，提振了全社会改革的信心。

金融是改革的关键领域之一，未来金融改革主要在汇率和利率市场化、资本项目可兑换和放宽市场准入三个方面。今年以来，利率市场化改革步伐明显加快。首先，取消贷款利率下限，其意义大于实质；其次，建立市场化定价自律机制，开展贷款基准利率报价，将市场基准利率报价从货币市场拓展至信贷市场；第三，同业存单（NCD）试点发行。理财业务和互联网金融的发展已使得央行不得不加快利率市场化的步伐。但在推进利率市场化方面，未来央行还面临完善基准利率期限结构曲线和货币政策传导机制、提高货币政策的认知度等诸多紧迫任务。在放开市场准入方面，决策层正在两手推进。一方面存款保险制度和市场化退出机制在加速酝酿出台；另一方面在完善相关法律制度保障下，推动民营资本有序进入银行业，允许具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行、消费金融公司、金融租赁公司等金融机构，将为金融体系注入新的活力。同时，未来还应推进建立合格投资者制度，实现投资主体多元化，真正发挥直接融资对社会资源市场化配置作用。

我国国际收支双顺差的状况已经持续了十多年。国际收支的主要矛盾已经从外汇短缺转变为贸易顺差过大、外汇储备增长过快。针对人民币流动性总体过剩，房地产等资产价格持续上涨，央行货

币政策将维持中性偏紧。2005年我国完善汇率形成机制，汇改以来至2013年上半年末，人民币对美元累计升值34%。人民币升值在一定程度上对国际收支起到调节作用。尽管近年来经常项目顺差下降，汇率接近均衡，但以加工贸易为主的出口模式不利于产业结构调整 and 升级，且对环境造成较大损害。此外，居民收入增长较慢及社会保障制度不完善导致国内消费需求不足、储蓄率过高也成为经常项目顺差的结构性原因。

资本项目方面，我国对外投资实行审批制度，民间对外投资水平较低；主要发达国家未对我国实行投资开放；后金融危机时代发达经济体普遍实行货币宽松，国内外利差空间大导致大量境外套利资金流入。未来央行在推动资本市场双向开放方面，将进一步扩大合格境内机构投资者（QDII）和合格境外机构投资者（QFII）主体资格，增加投资额度，条件成熟时取消QDII和QFII的资格和额度审批；同时推进直接投资，加强对短期跨境资金管理。目前，调整经济结构、推动产业升级、扩大内需、稳步推进资本项目自由兑换等方面改革正在进一步深化，以促进和实现国际收支基本平衡，从而有助于完善汇率形成机制改革，并建立稳定的金融和货币环境。

中国证券市场发展概况

中诚信证评对2014年中国证券业信用基本面的展望为“稳定”。我国证券行业同质竞争严重，受资本市场低迷影响，近年来行业盈利持续下滑。但就行业而言，证券行业资本充足性、杠杆率和流动性总体良好，收入结构有所改善。另外，随着监管部门倡导创新，为证券业中长期业务和盈利模式多元化打开了空间。行业创新发展将有利于丰富证券公司的业务品种，完善服务功能，回归金融中介本质，优化收入结构，提高盈利能力和盈利稳定性。同时我们也将对证券公司应对风险加大和杠杆上升的能力保持关注。

创新发展是证券行业未来的主旋律和必然选择。证监会积极推动完善多层次资本市场功能和体系，密集出台行业创新制度，为证券公司提供了良好的运营环境，奠定了制度保障。随着行业创新的

提速，证券公司面临的各类风险的复杂程度和风险量级都可能因为风险相关性的加大和杠杆上升而成倍增加。在放松管制、加强监管的政策环境下，证券公司迫切需要建立适合自身风险偏好、承受能力和管理能力的风险管理体系，确保在风险可测、可控、可承受的前提下开展业务创新。

传统经纪业务通道型盈利模式受到挑战，随着行业管制的放松，经纪业务转型迎来了良好的发展机遇。未来网点将从交易揽客转向以产品推介和顾问咨询服务为主，成为公司资源整合、产品落地的财富管理平台。私募市场的发展、做市商业务和信用类业务等将为经纪业务带来更多交易和收入来源。

投行业务收入受国内股票市场政策影响较大，债券市场发展、新三板市场扩容、区域性股权交易市场成立、资产证券化以及并购市场的发展为证券公司投行业务提供了更广阔的空间，投行业务收入来源呈现多样化，收入稳定性有望提高。在激烈的市场竞争和严格的监管下，投行项目质量控制仍至关重要，需要从专业、合规、人才、效率多方面打造品牌影响力。

得益于债券投资比重上升和量化策略的使用，2012年以来证券公司自营投资收益较上年有所提高。随着自营投资范围的放宽，以及股指期货、利率互换等工具的出现，丰富了证券公司的可交易工具和风险对冲能力，为证券公司从事创新投资业务提供了广阔的空间。2013年以来证券公司积极开展“资本中介”业务，通过提供增值服务获得佣金或提供流动性获得交易差价收益。未来，资本中介业务的重要性和贡献占比将逐步提高。

证券公司资产管理业务发展较慢，与银行、信托、基金相比，其产品设计能力、资产配置能力和风险管理能力亟待提升，在同业竞争中处于弱势地位。2012年随着一系列针对资管业务的监管放开政策的出台，证券公司将迎来资产管理快速发展的新时期，并且资管业务的发展有利于构建跨业务合作的联动机制，实现证券公司真正意义上的财富管理转型。

2012年行业整体收入下滑趋缓，2013年以来受益于股市活跃度上升行业整体收入企稳。从收入

结构来看，经纪业务收入占比持续下降，投资收益占比显著上升，创新业务收入贡献尚小。总体来看，证券行业的营业费用率高，盈利波动性大，随着创新业务开展，有助于建立稳定而多元化的盈利模式。行业总体杠杆率低，资本充足状况较好，但随着融资渠道放开和杠杆约束的放松，杠杆率将呈上升趋势，债务上升对盈利稳定性提出更高要求。证券行业权益类资产配置下降，固定收益类投资占比上升，资产总体稳健。证券行业流动性状况总体良好，但信用类创新业务的开展使高流动性资产占比下降，加上杠杆率上升使流动性管理压力增大。

由于行业整体实力小，单个证券公司系统重要性不强，因此我们未将系统性支持纳入证券公司评级考虑。证券公司的外部支持主要来自于中央政府、地方政府和国有金融控股公司为主的大股东。未来随着多层次资本市场的深化和金融产品的丰富，证券公司的牌照可能将实行分类管理和发放，从而形成专业化多层次的证券公司格局，我们将适时评估股东的支持意愿和能力并做出评级调整。

主体综合实力分析

公司立足于浙江地区，业务较为全面，在创新业务领域也取得了一定进展。2013年末公司营业收入、净利润在115家全国证券公司排名分别为第33位、第37位，同比上年分别上升7位和25位。受当年新设浙商证券资产管理公司的影响，总资产、净资产、净资本排名分别为第46位、第38位和第44位，同比上年排名分别下降3位、5位和7位。但包括代理买卖证券业务净收入、并购重组财务顾问业务净收入、股票主承销家数、债券主承销家数、承销保荐及并购重组等财务顾问净收入、承销与保荐业务净收入、受托客户资产管理业务净收入、融资融券业务收入、净资本收益率、承销与保荐净收入增长率、财务顾问业务净收入增长率、成本管理能力等12项主要经营业务数据排名均处于行业中位数以上。根据中国证监会券商分类评级的结果，浙商证券2011、2012和2013年分别获A类A级、B类BBB级、A类A级。

表 2: 2011~2013 年公司经营业绩行业排名

	2011	2012	2013
营业收入排名	32	40	33
净利润排名	33	62	37
净资产排名	31	33	38
净资本排名	34	37	44
总资产排名	40	43	46
代理买卖证券业务净收入	32	26	28
股票及债券承销金额排名	38	--	--
股票主承销家数排名	26	36	25
股票主承销金额排名	27	--	--
债券主承销家数排名	40	41	12
债券主承销金额排名	41	--	--

资料来源: 中国证券业协会网站、公司提供, 中诚信证评整理

业务运营

浙商证券的业务主要包括证券经纪业务、证券自营投资业务、投资银行业务、资产管理业务、融资融券业务、直投业务、期货业务、研究咨询业务

等。近年来公司积极开展创新业务, 取得了一定成绩, 传统通道型业务占比在最近三年来逐年下降, 但证券经纪业务仍是公司营业收入最大的贡献者。2013年, 公司共实现营业收入19.15亿元, 其中证券经纪、自营业务、投资银行和期货业务的营业收入占比分别为38.30%、4.12%、7.76%和26.78%。证券经纪业务贡献度进一步下降, 由2011年53.25%下降至2013年38.30%; 期货业务贡献度则由2011年19.11%上升至2013年26.78%, 保持良好发展态势; 自营业务贡献度由2011年0.01%上升至2013年4.12%; 投行业务收入近三年较为波动。

从最近三年营业部收入来看, 浙江省内和省外营业部的收入贡献度均逐年下降, 但浙江省内营业部仍是公司分支网点最主要的收入来源区域, 截至2013年末, 浙江省内实现营业收入6.37亿元, 占有营业部总收入的84.26%, 营业部家数54家。

表 3: 2011~2013 年公司营业收入构成

	2011		2012		2013	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
证券经纪业务收入	700.61	53.25	548.03	44.19	733.33	38.30
自营业务收入	(0.19)	--	89.29	7.20	78.92	4.12
投行业务收入	128.07	9.73	80.58	6.50	148.59	7.76
期货经纪收入	251.50	19.11	299.91	24.18	512.67	26.78
其他	235.52	17.90	222.30	17.93	441.20	23.04
营业收入合计	1,315.89	100.00	1,240.11	100.00	1,914.71	100.00

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 4: 2013 年末营业收入地区分布情况 (合并口径)

地区	营业部家数	营业收入 (亿元)
浙江省	54	6.37
上海市	2	0.33
北京市	2	0.17
重庆市	2	0.14
广东省	3	0.12
其他地区	16	0.43
合计	79	7.56

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

证券经纪业务

浙商证券设立由网点运营管理总部、零售业务总部和机构业务总部管理的证券经纪业务, 截至2014年3月末, 公司共有营业部87家, 其中浙江省内55家, 浙江省外32家。通过优胜劣汰和人才招聘,

2014年第一季度末公司理财顾问达664人, 投资顾问共113人。浙商证券目标客户包括证券投资个人客户、金融产品理财客户、企业融资客户及公募和私募机构客户等, 截至2014年3月末, 公司经纪业务拥有有效个人客户约65万户、机构经纪客户1093户。

在客户定位方面, 公司依据资产和交易类对客户进行分类精细化管理, 在坚持以大众客户为主的前提下, 加大对高端客户和机构客户的营销力度, 并通过经济、投行、资管等综合金融服务的提供吸引培养核心机构客户资源, 通过机构经纪业务的拓展带动传统经纪业务的转型升级。在产品服务方面, 针对不同层级客户提供差异化的产品和服务,

如对大众客户以标准化资讯产品的分层服务为主，而对高端客户则采取投资顾问及团队服务模式；同时，不断丰富产品种类，通过多元化的产品组合来满足客户需求。在业务发展方面，加大业务协同力度，在公司层面推动经纪业务与资产管理、投资银行及创新业务的融合，实现客户资源共享，经过两年的实践探索，公司已经形成了一套较为明确的协同业务绩效分成机制，这一绩效评价体系的完善，有助于推动公司跨业务条线协同的持续深入和客户资源共享；同时，推进经纪业务向财富管理的服务模式转型，实现市场营销与客户服务的融合，打造综合投融资服务平台。在渠道拓展方面，对营业部功能进行再定位，将营业部逐步转变为投融资全功能性网点和一站式金融产品销售平台；同时，强化银证合作和电子渠道整合创新，不断拓展新的经纪业务渠道，2013年公司推出集多种交易方式和理财服务于一体的综合性服务平台“慧金e网融”，该平台可以向客户提供预约开户、三方存管，手机证券、高端理财等多项综合性服务。

在网点建设方面，公司不断优化网点布局，在浙江省内逐渐向富有县域地区渗透，并逐步在以长三角、环渤海和珠三角地区为主的省会和重点经济城市设立分支机构，并逐步形成中心营业部（分公司）、常规营业部、轻型营业部和微型营业部的格局。2013年，公司继续深入推进网点管理模式改革，将原有的总公司-营业部二级管理架构转变为总公司-分公司/中心营业部-营业部三级管理模式，成立天津、宁波、温州、台州、杭州5家分公司，管理模式上，采用分级管理模式，总部直管分公司/中心营业部，再由分公司/中心营业部分管辖区内的营业部，这在一定程度上缩短总公司管理半径，并给分公司/中心营业部更多的业务自主权以便于其当地展业，提高管理决策效率。

受国内股票市场低位震荡、经纪业务竞争加剧及非现场交易方式发展使得现有佣金率水平下降等因素影响，2013年公司证券经纪业务营业收入为7.33亿元，在公司总营业收入中占比为38.30%，较去年同期下降5.89个百分点，但经纪业务仍是公司营业收入的最大贡献条线。2013年，全年股票基金

交易额10,107.51亿元，市场份额为1.05%左右；证券新开户约3.87万户，新增证券净资产73.39亿元；营业网点全年销售各类金融产品超过6.37亿元，同比上升约36%。受益于新增开户数及保持较稳定的佣金和手续费水平，2013年公司代理买卖证券业务净收入行业排名第28位（根据中国证券业协会统计显示），比2012年下降2位；代理买卖证券业务净收入增长率排行业第43位。截至2014年3月末，营业部数量增至87家，但受资本市场影响，股票基金交易量下滑至0.27万亿元。

表5：2011~2013年经纪业务开展情况（母公司口径）

	2011	2012	2013	2014.03
营业部数量（家）	58	64	79	87
客户保证金余额（亿元）	51.13	48.95	47.83	51.35
股票基金交易量（万亿元）	0.97	0.72	1.01	0.27
股票基金交易量市场份额（%）	11.35	10.95	10.49	10.78
客户交易结算资金余额行业排名	40	38	32	--
代理买卖证券净收入行业排名	32	26	28	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受益于省内众多的营业网点，浙商证券在浙江省内服务的便利性和效率方面具有一定优势。此外，公司全面推动经纪业务转向财富管理的策略符合行业发展的大趋势，营业部分级管理模式改革和职能转型已获实质推进，营业部对于公司投行、资产管理等业务的贡献度持续提升。但是，公司经纪业务的总体规模仍然不大，高净值客户和机构客户偏少；受资本市场低迷所造成的交易量萎缩以及同业竞争加剧和互联网金融冲击下行业佣金率持续下滑的影响，传统经纪业务利润会受到进一步挤压，其占公司总收入中的占比仍将呈持续下降趋势。但这并不会改变经纪业务在公司整体战略中的重要地位，未来其价值体现将更多的集中在对公司的跨条线协同的综合收入贡献中。

投资银行业务

浙商证券的投行业务主要为客户提供IPO、配股、增发等股权融资，企业债、公司债、可转债发行等债权融资，以及兼并收购、私募融资、资产和债务重组等财务顾问方面的服务。公司“大投行”业务条线设有投资银行业务总部、投资银行管理总部、场外市场业务部、固定收益总部、财务顾问业

务部以及主要从事投行业务的上海分公司。公司的投行业务自开展以来，以股票和债券的保荐承销为主，总体实现了稳步发展，项目过会率较高，再融资项目过会率达100%，已累计完成66单股债主承销项目。截至2013年末，公司投行团队规模达166人，其中保荐代表人26人，准保荐代表人6人。

表6：2011~2014.03年公司股票和债券主承销情况

	2011	2012	2013	2014.03
股票主承销业务				
承销家数（家）	5	2	3	3
承销金额（亿元）	42.65	17.67	29.82	12.49
股票承销业务净收入（亿元）	0.98	0.31	0.44	0.27
债券主承销业务				
承销家数（家）	2	11	24	6
承销金额（亿元）	15	25.3	62.75	31.25
债券承销业务净收入（亿元）	0.09	0.23	0.62	0.31
并购及财务顾问业务				
并购项目家数（家）	1	1	4	1
财务顾问项目家数（家）	19	39	75	13
并购及财务顾问业务净收入（亿元）	0.03	0.14	0.29	0.11

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从业务区域来看，公司的投行业务在坚持以浙江省内为核心的基础上，涉及地区较广，还包括重庆、山东、福建、广东等地。从行业和客户定位来看，公司以国家产业导向为指导，重点关注新兴和高增长行业；立足区域客户，股权融资以具有行业优势地位、成长性强的中小企业客户为主，主推中小板和创业板业务；债权融资主要依托省内资源，积极开发省属大型国有企业客户和各地市优质民营企业，以扩大市场影响力。从机制建设来看，公司充分发挥机构网点众多的优势，建立了分支机构投行业务协同开发和项目承揽分成机制，通过经纪、资管等多业务条线与投行业务的协同合作，推进构建提供综合性金融服务的“大投行”业务体系。与此同时，着手建立保荐代表人统一调配机制，并不断完善其薪酬激励制度，实现投行业务范畴人力资源的有效整合。

在2013年全国IPO融资受阻的背景下，公司发行股债主承销项目27单，数量比上年明显增多，总

融资额92.57亿元，同比大幅增长115.28%。其中，完成再融资项目3单，融资额29.82亿元；公司债主承销项目4单，融资额10.20亿元；企业债主承销项目4单，融资额29.50亿元；中小企业私募债主承销项目16单，融资额23.05亿元。截至2013年末，已报证监会在审的股权保荐项目9单、公司债2单，已报发改委在审的企业债4单，已报沪深交易所备案的中小企业私募债项目3单。2013年全年投行业务共实现收入1.49亿元，对公司营业收入的贡献度为7.76%，较去年同期上升1.26个百分点；其中，承销业务收入为1.06亿元，保荐业务收入为1,211.58万元，财务顾问收入为3,236.24万元。中国证券业协会统计显示，2013年公司股票主承家数在全行业排名第25位，债券主承家数在全行业排名第12位。截至2014年3月末，公司实现股票承销业务收入0.27亿元，债券承销业务收入0.31亿元。

此外，财务顾问业务方面，2013年新签约75单财务顾问项目，其中改制辅导类财务顾问项目20单；场外业务方面，积极向浙江股交中心推荐挂牌企业，已挂牌企业7家，新三板业务已签约企业7家。

自营投资业务

浙商证券的证券自营业务主要包括以股票和基金为主的权益类投资和以债券为主的固定收益类投资，分别由总公司的证券投资部和债券销售交易部负责。公司证券自营投资风格一贯较为稳健。每年自营业务的总规模由公司董事会决定，总裁室下设的投资决策委员会审定实际投资品种和持仓水平，证券投资部和债券销售交易部各设合规专员1名。2013年公司自营投资业务平均投资收益率达6.45%，实现营业收入0.79亿元，对公司总营业收入的贡献度为4.12%，同比下降3.08个百分点。

表7：2011~2014.3年末投资组合情况

金额单位：百万元

	2011	2012	2013	2014.03
债券类投资	1,001.47	1,428.22	1,093.78	1,511.63
权益类投资	186.06	94.34	209.29	218.90
集合理财	0.00	103.44	150.00	72.00
委托投资	64.20	84.20	220.12	166.64
信托产品	0.00	0.00	1.00	0.50
合计	1,251.73	1,710.20	1,674.19	1,969.67

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2012年以来，由于融资融券等信用类业务规模的迅速增长，对资金消耗较大，公司适当地调整了自营业务规模。截至2013年末，债券类投资规模10.94亿元，同比减少23.42%，占证券投资资产的65.33%，较2012年末下降18.18个百分点；权益类投资方面，权益类投资规模2.09亿元，同比上升121.58%，占证券投资资产的12.50%，较2012年末上升6.87个百分点。2013年，公司首次开展信托产品投资资产配置，截至2013年末，信托产品投资规模为0.01亿元。截至2014年3月末，公司投资资产合计为19.70亿元，其中债券类投资资产15.12亿元，权益类投资资产2.19亿元。

总体来看，公司目前主要配置债券类投资资产，同时适度提升权益类资产投资规模，尤其是2014年以来公司趁势加大债券类投资规模并取得良好收益，风险处于可控水平。但公司目前的证券投资资产结构仍将受到市场环境的直接影响，公司自营业务对营业收入贡献的稳定性还需进一步提高。

资产管理业务

浙商证券的资产管理业务原来由其资产管理总部归口管理；2012年11月，证监会核准设立了资产管理子公司，成为业内第五家券商资产管理公司，于2013年7月开业。其业务主要包括集合资产管理、定向资产管理、专项资产管理等业务，下设“汇金”、“金惠”、“聚金”、“聚银”等子品牌。其中，大集合资产管理产品以“汇金”系列命名；小集合产品以“金惠”系列命名，针对资金规模在100万元以上的中高端投资人士，其产品设计和投资管理较为灵活；定向资产管理产品以“聚金”系列命名，主要关

注委托人的个性化需求，以绝对收益率为终极目标；专项资产管理计划冠以“聚银”系列产品名称，主要针对具有稳定现金流预期的企业单位，通过发行资产支持受益凭证，将未来预期现金流提前变现而实现融资。同时，公司已正式向监管部门申请公募基金的牌照，计划于年内正式开展业务。

借助营业部渠道优势同15家银行及8家信托公司的合作，2013年公司集合资产管理计划较去年同期增加25只，定向资产管理计划较去年同期增加10单，专项资产管理计划较去年同期增加14单，资产管理规模较去年同期增加776.48亿元。相继设立定向增发型、债券型、现金管理型、预期收益型产品和银证通道类产品，银证、银证信、证信、政府融资类、股票收益权类平台资管产品均实现了业务零的突破，资管产品总数增至128只，产品线日趋丰富。2012年，公司资管在行业内首创“浙商聚银1号股票质押回购专项资产管理计划”，该产品在2013年完成14单。此外，公司偏股型资管产品的投资业绩依旧保持良好，偏股型产品平均盈利达到7.75%，继续保持行业领先地位；汇金1号、金惠1号、金惠领航等产品均列成立以来同期同类产品第一位。截至2013年末，公司资产管理业务的总规模达856.87亿元，同比大幅增长965.89%；其中，传统资管产品规模28.31亿元，平台资管产品39.32亿元，银证通道类产品规模789.23亿元。2013年公司资产管理业务营业收入为1.31亿元，在公司总营业收入中占6.87%，较去年同期上升3.04个百分点；受托管理资金行业排名第11位，受托客户资产管理业务净收入行业排名第16位，是公司优势较为明显的业务条线和今后发展的主方向之一。由于通道类平台资管产品规模快速增长，截至2014年3月末，公司资产管

理业务的总规模达834.99亿元。

表 8：2011~2014.3 年末公司资产管理情况

金额单位：亿元				
	2011	2012	2013	2014.03
管理资产总规模	32.93	80.39	856.87	834.99
其中：集合计划规模	25.29	29.51	54.16	58.05
集合计划只数	8	11	36	41
定向计划规模	7.64	50.88	791.65	768.13
定向计划只数	28	68	78	91
专向计划规模	0	0	11.06	8.81
专向计划只数	0	0	14	12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近两年来浙商证券的受托资产管理规模发展迅速，但主要依托于定向资产管理业务。同时，2012年下半年以来，证监会保监会密集出台一系列新政，对于券商、基金、保险、期货等开展资产管理业务予以放开，将进一步加剧金融业资产管理业务的竞争，无论从市场份额还是管理费率方面，都会对公司造成严峻的挑战。未来，公司计划以资产和财富管理为目标拓宽资本中介业务，积极发展资产证券化相关业务；将资产管理与经纪、投行、直投、研究、期货等业务充分整合，推动资产管理业务规模和收入的提升，进一步提高资产管理业务的竞争力。

研究业务

浙商证券的研究业务主要由其研究所承担，下设宏观策略部、行业公司部、金融工程部三个部门。在扎根浙江、服务本地资本市场、同时辐射全国的指导思想下，研究所建立了以浙江区域经济环境研究、浙江上市公司深度研究、以基金为代表的各类金融衍生品研究的研究服务体系。目前，研究所拥有研究所现有各类人员30余人，其中绝大部分具有硕士或博士学位，核心研究员均具有10年以上证券从业经验，大部分研究人员为具有行业背景的复合型人才；研究涵盖行业达25个，在金融、地产等行业形成了一定的市场知名度。

在当前资本市场不甚景气的形势下，公司研究业务的定位为对外继续开展好卖方业务，提升研究业务的品牌价值和市场地位，对内强调为各业务条线提供高质高效的服务，包括加强对业务一线特别是对营业部研究支持，加大对机构投资者和高净

值客户的研究服务力度，协助投行、资产管理、直投等业务条线开展调研及路演工作等。公司坚持卖方研究的市场定位，将研究业务全面向盈利研究、卖方研究转型，着力于“大消费类行业”、“浙江上市公司”及“务实的金融工程”等三个特色领域的研究，并开辟债券研究领域，合理覆盖研究领域，以争取基金分仓等研究收入；同时，理顺内部管理及考核激励机制，择优引进研究和销售人才。从目前情况看，公募基金管理规模有望恢复式增长，新型资产管理机构可能大量涌现，而近期老牌卖方研究机构发展遭遇一定程度冲击，都给公司卖方研究业务带来了良好的发展机遇。

总体来看，浙商证券卖方研究业务开展时间不长，行业覆盖面有待进一步提高，关键要继续坚持研究领域的特色化和差异化，不断提升研究质量，增强自主盈利能力。

创新业务

信用类业务

自2012年公司陆续获得融资融券、约定购回式证券交易等信用类业务资格以来，创新业务规模快速增长。2013年公司融资融券业务共开户5,886户，日均融资融券余额达21.41亿，同比大幅提升314.92%。截至2013年末，融资融券余额为29.58亿元；其中，融资余额29.55亿元，融券余额为277.75万元，市场份额为0.85%。融资融券业务产生佣金收入310万元，息费收入1.86亿元，均较去年同期有大幅提升。约定质押业务方面，截至2013年末，公司完成约定式购回交易126单，累计成交金额达12.36亿，期末待购回余额为6.48亿，平均利率8.2%，行业排名第9位，实现业务收入4,045万元。2013年，公司正式开展股票质押式回购业务，截至2013年末，业务规模达2.05亿元，各项资金渠道正在全面建立过程中。2013年1月，公司获得转融通业务资格，获得转融资额度15亿元，年日均转融资达2.99亿元，在一定程度上缓解公司自有资金压力。总体来看，随着信用业务品种的不断增多和规模的快速扩大，其占公司收入贡献中的占比也在持续提升，2013年融资融券类业务为公司合计贡献收入2.98亿元，同比大幅提升735.08%，在公司营业收入中的

占比也自2012年的2.88%提升至15.56%。截至2014年3月末，公司融资融券余额为32.23亿元，市场份额为0.81%，其中融资余额为32.15亿元，市场份额为0.82%。

公司开展信用业务时把防范和控制风险、确保公司和客户资产安全放在首位，业务决策与授权按照统一管理、统一审批、统一业务与技术平台、全程监控、分级授权的原则进行。公司着力于客户培育，为营业部提供全方位服务支持，并利用股票质押式回购业务，寻找与机构客户合作切入点，开展综合金融服务业务，寻求业务长远发展和促进当前业务推进积极性之间的平衡。

公司目前正在搭建融资融券的研究服务体系，通过研究资讯、标的证券分类管理、程序化交易、在线实时响应等途径，并实现约定购回交易协议的网上签署，提高客户服务水平和效率，为客户提供及时咨询，使得客户资产得到更多的增值服务。

中诚信证评认为，浙商证券的信用业务发展较为迅速，但业务品种的不断增长风险，给内控工作

带来了挑战。公司需加强新业务风控人力配置，完善相关风险制度，提升新业务的风险管理水平。

表9：2013年末信用类业务开展情况

项目	
融资融券业务	
融出资金余额（亿元）	29.55
融出证券余额（亿元）	0.03
开户数	10,285
业务收入（亿元）	1.86
约定购回式证券交易业务	
业务余额（亿元）	6.48
开户数	70
业务收入（亿元）	0.40
债券质押式报价回购业务	
业务余额（亿元）	--
开户数	--
业务收入（亿元）	--
股票质押式回购业务	
业务余额（亿元）	2.05
开户数	9
业务收入（亿元）	0.03

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表10：截至2013年末参股及控股一级子公司名单

公司名称	注册资本	至2013年末总资产	持股比例	经营业务	成立时间
浙商期货有限公司	5.00 亿元	44.36	100.00%	金融期货经纪业务及商品期货经纪业务等	1995.09
浙江浙商资本管理有限公司	3.00 亿元	3.15	100.00%	股权投资等	2012.02
浙江浙商证券资产管理有限公司	5.00 亿元	5.63	100.00%	资产管理业务等	2013.04

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期货业务

为了改善公司收入结构，实现业务转型，公司非常重视创新业务的发展，并已搭建起相关组织机构。此外，公司通过下属全资子公司不断拓展业务领域，产品和服务体系日益全面。公司在期货业务方面获得较好发展。

浙商证券的期货业务主要通过其全资子公司浙商期货以及期货IB业务总部开展并管理。浙商期货于1995年设立，截至2013年末，共有20家营业部和480名员工。为积极应对证券市场低迷态势，公司推出证券、期货“双经纪”业务模式，业务增量较为明显。截至2014年3月末，浙商证券拥有期货IB业务资格的营业部已达57家，具备期货从业资格的人员约占营业部员工总数的32%。2013年期货业务

实现营业收入5.13亿元，对全集团营业收入的贡献度达26.78%，较2012年上升2.60个百分点。

期货IB业务方面，公司主抓重点品种，积极拓展产业客户和机构客户，逐步构建标准化客户服务体系，并加强对期货IB专员的考核督导和培训，期货IB业务规模和收益保持逐年增长。浙商期货方面，手续费收入2.35亿元，同比增长0.27%；实现净利润9,581.53万元，与去年同期比基本持平。

直接投资业务

浙商证券的直投业务通过其全资子公司浙商资本开展。浙商资本于2012年2月成立，主营业务包括股权投资或与股权相关的债权投资、基金的募集和管理、投资顾问、投资管理、财务顾问等范畴。浙商资本在决定投资的过程中独立运作，已初

步组建了一支结构较合理、专业覆盖较广的投研团队，团队成员均具有复合教育背景和有多年资本市场工作经历。

成立以来，浙商资本的工作重点是建立业务体系、调研和储备项目、研究与跟踪亮点项目，其投资主要侧重于成熟期和上市前的项目投资，获利将主要通过IPO方式和并购退出实现资本增值。从行业与区域来看，公司的直投业务立足于浙江区域，依托省内资源优势，重点选择区域内风险较低、具有良好成长性的项目。

2013年，浙商资本运营体系基本搭建完成，对医药健康、现代消费、先进制造及互联网等行业重点关注，储备项目资源，并且积极进行创新业务的探索。今年将根据一级市场调整情况实施对外投资项目，已实现部分财务顾问及闲置资金理财收入。2013年，直投业务实现营业收入0.13亿元，对全集团营业收入的贡献度为0.69%。

风险管理

风险管理架构

浙商证券将风险管理和内部控制放在公司经营的重要位置，建立了以董事会为最高决策机构，经营管理层为执行管理机构，风险管理部门为统筹、协调、监督实施机构，各职能部门、分支机构为执行落实主体的风险管理组织架构。

公司董事会对风险管理负有最高职责，拥有风险管理的最高权限，主要负责设定公司的风险偏好水平和制定风险管理授权体系。董事会下设合规与风险控制委员会，根据董事会的授权，制定公司的风险控制政策和目标，对公司的风险控制情况进行评估。

公司经营管理层负责执行落实经董事会批准的风险管理政策，组织实施日常风险管理工作。经营管理层下设风险控制委员会，在经营管理层的授权下负责拟定公司风险管理目标和战略规划，对公司整体风险状况进行评估并提出完善建议，对公司重大事项进行风险评估并制定相应的风险控制或处置方案。

公司设风险管理部门包括风险管理部和合规审计部。其中风险管理部负责制定公司风险管理规

章制度，拟定公司各项业务风险限额，对公司日常经营管理过程面临的风险进行识别、评估、监控和报告，指导和监督公司各部门、分支机构落实风险管理工作，对公司各部门、分支机构风险管理工作进行检查和提出完善建议。合规审计部负责对公司内部规章制度和业务流程、重大决策、非常规业务、创新业务、新产品方案等进行合规审查和评估；实施公司各项业务的稽核审计，对其业务流程和制度执行的合规性以及内部控制系统的合理性、有效性作出评价，提出改善建议；并且负责推动公司信息隔离制度建设和实施。

在业务线层面，公司各部门和分支机构接受风险管理部门的独立监督，向风险管理部门及公司风险控制委员会报告风险事项。各部门和分支机构负责拟定各自的风险管理制度，建立相互制衡的岗位职责分工和审批、授权机制，制定规范的业务操作流程，对本部门业务风险进行识别、评估、监控和处置。公司在各业务部门和分支机构聘任了合规专员，承担各自单位一线的风险监控职能，执行具体的风险管理制度，配合监管部门和公司风险管理部门的各项检查并做好相应的整改落实工作。针对创新业务，公司强调事前风险防控和评估工作，风险管理部出具独立风险评估报告，总裁室下设风险控制委员针对创新业务进行集中的风险评估，并对额度和风险指标进行考量。2013年，浙商资管子公司在原资产管理部的基础上成立，其风险管理工作由母公司负责，风控流程不变。

公司在经纪、自营、投行、资管等主要业务条线建立了一系列风险管理规章制度，并针对业务主要风险环节制定了相应的业务操作流程，在规章制度、资金财务及信息传递等方面建立了隔离墙机制和授权体系，一方面保证公司决策在纵向贯彻和传导上的畅通，另一方面也形成了各部门之间的横向制约关系。同时，公司建立了定期风险报告制度，对公司整体的经营、风险控制和资源配置与利用情况进行监督，为业务的开展提供了保障。

总体来看，公司建立了较为健全的风险控制体系，未来业务规模的逐步扩大和创新业务的进一步开展将对公司风险管理水平提出更高的要求，风险

管理体系还需不断适应业务发展的变化进行适时调整。

市场风险管理

市场风险是指因汇率、利率和市场价格波动而导致的金融工具公允价值变动的损失风险，不论该价格变动是因个别工具或其发行人特有因素所致或因影响在市场上交易的所有工具的因素造成，主要包括投资风险、利率风险和汇率风险。

浙商证券主要涉及的市场风险包括以自有资金进行各类投资时因利率、汇率和证券市场价格变动而产生盈利或亏损，开展信用业务时因市场环境变化而导致的盈亏，以及公司直接投资子公司进行股权投资的风险。

在具体实施市场风险管理的过程中，公司业务部门向交易及结算系统录入和报送交易基础信息，风险管理总部在此基础上对自营交易活动进行监控并出具市场风险监控报告。公司对市场风险实施限额管理，依据风险偏好、风险容忍度、公司资本实力、发展战略、业务和产品的市场风险收益特性以及外部市场变化等要素，建立市场风险限额管理体系。董事会负责公司层面市场风险限额的制定与调整，经营管理层或经营管理层授权的风险控制委员会负责在公司整体限额之内，对各业务部门、交易策略、金融品种的市场风险限额分配和调整。业务部门负责管理及调整风险敞口，将其限制在许可范围，若业务部门不能达到止损要求，则由风险控制委员会授权风险管理部进行强制止损，以控制盈亏波动水平和市场风险暴露程度。

在市场风险管理的方法和工具方面，公司对市场风险的管理主要通过通过对投资规模、项目集中度、单个项目规模等进行适当控制，并通过动态监控各类资产的风险敏感性指标，如VaR、久期、凸性、 β 值等指标，为市场风险管理和决策提供支持。

具体来看，投资风险方面，公司根据市场环境变化对自营证券投资规模进行适时的动态调整，坚持执行谨慎的投资策略。此外，为了监控市场风险对公司自营权益类证券价值的影响，公司定期对权益类证券持仓进行风险价值测量。

利率风险方面，公司目前的生息资产主要为银

行存款、结算备付金、买入返售金融资产、存出保证金、交易性金融资产与可供出售金融资产中的债券投资；付息负债主要为代理买卖证券款和卖出回购金融资产款。公司持续监控公司的利率风险，依据最新的利率市场状况及时调整持仓来降低利率风险。

汇率风险方面，由于浙商证券目前以人民币业务为主，所持有的外币资产及负债占公司整体资产及负债的比重有限，因此无重大外汇风险。

总体来看，浙商证券初步建立起了市场风险管理的制度和体系。但公司目前管理市场风险的工具还较为单一，建立并应用量化工具监测和管理市场风险的能力还有待检验；同时，公司多项创新业务正处在起步阶段，公司管理相应市场风险的能力也需加强。未来随着业务的发展和市场深度和广度的加大，公司市场风险管理能力仍需进一步提升。

信用风险管理

信用风险是指因客户、交易对手或证券发行人未履行合约责任而引致的损失。目前浙商证券的信用风险主要来自代理客户买卖证券、融资融券等信用类业务以及债券投资三方面。目前公司对信用风险的管理主要通过产品信用评级，控制投资对象的信用等级，对交易对手进行信用评级和分类授信，设置产品额度等方法实施。

为了控制经纪业务产生的信用风险，公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，这种结算方式在很大程度上控制了与公司交易业务相关的结算风险。

融资融券、股票质押、约定购回等保证金类业务的信用风险主要涉及对担保物集中度高导致价值波动影响较大、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。公司对融资融券标的证券进行风险排查，对融资客户进行资信审核和信用评级，针对不同资信等级的客户制订不同的融资额度，采取客户账户监控、逐日盯市等措施，并控制客户集中度和标的证券集中度，逐步细化信用业务信用风险管理。

在债券类投资方面，债券刚性兑付打破后，公

司加大债券信用风险防控工作，债券的选择更加谨慎，未来将逐步建立新的债券信用评估系统，引入评估模型，作为债券入池的依据。公司对投资对象及其信用等级进行了相应的限制，所投债券信用等级均在AA以上。截至2013年末，公司持有的债券中，城投债在债券总投资规模中占比较高，达到82.48%。为了控制风险，2014年以来公司积极调整持仓结构，加大内部信用评级关注，提升总体持仓信用评级要求，但对所投城投债的信用风险仍需保持关注。此外，对于交易结算，公司尽量采用担保交收等对公司有利的结算方式，对于不能采用担保交收的交易，对交易对手设立结算风险限额，并监控结算的完成情况，以有效控制因交易对手结算违约而产生的信用风险。

总体来看，公司目前的信用风险管理能力能够满足业务发展的需要；但随着创新业务的逐步开展和现有业务规模的扩大，公司还需不断完善信用风险管理体系建设。

流动性风险管理

流动性风险是指公司在履行与金融负债有关义务时遇到资金短缺的风险，往往源于不能以合理价格及时卖出持有证券或将该工具转手而使公司遭受损失。流动性衡量的是资产在不受价值损失的条件下是否具有迅速变现的能力，资金的流动性直接影响到公司的偿债能力。由于目前浙商证券的流动资产中现金及结算备付金占到一半以上，因此能够应付可预见的融资承诺或客户提取资金的需求。

公司对资产流动性和融资渠道稳定性定期评估，保持融资渠道在方式、期限上的分散性，实现资产负债在期限上的适度匹配。公司致力于完善内部资金调度和分配的管理机制，并根据公司流动性水平对公司表内外各时间段的现金流量进行评估与预测，对可能的现金流缺口进行测算和分析。

根据监管要求，公司建立了以净资本为核心指标的风险动态监控系统，通过净资本等风险控制指标来衡量公司的流动性风险。公司已建立了有效的净资本预警与补充机制，确保净资本等风险控制指标符合监管要求，当净资本处于预警或达不到规定标准时，公司将结合公司的业务经营、资产负债以

及公司的重大事项等情况提出解决方案，通过压缩风险性较高的投资经营品种或规模、加大对应收款项的管理等方式提前采取措施补充净资本。公司在进行业务规模扩张、开展投行业务及进行长期股权投资等重要决策前均会进行敏感性分析和压力测试，确保公司风险控制指标和财务指标稳健合理。

操作风险管理与内部控制

操作风险是指由于内部制度流程疏漏、信息系统故障、员工行为不当以及外部事件影响所造成损失的可能性。操作风险管理是通过识别、评估、监测和控制业务过程中的操作风险，提高公司制度流程执行、信息系统安全以及客户权益保护等方面管理能力的制度措施安排。

公司不断健全操作风险管控机制，在组织架构、岗位设置、权责分配、业务流程等方面，通过适当的职责分工、授权和分级审批等机制，形成合理制约和有效监督。公司由独立的风险管理部门监控业务部门遵守风险限额或授权的情况；建立关键岗位轮岗、强制休假和离岗审计制度；重要业务操作实行双人负责制，并加强对单人单岗业务的监控；强化系统风控功能，通过权限控制、限额参数、流程固化、操作提示等功能，固化操作风险控制措施；建立奖惩兼顾的激励约束机制。

内部控制方面，公司遵循健全、合理、制衡、独立的原则，按照《公司法》、《证券法》、《证券公司内部控制指引》等相关要求，建立健全了包括公司治理、信息披露、经纪业务、投行业务、自营业务、资产管理业务、财务管理、行政及人力资源、信息技术、研究咨询和合规审计等在内的内部控制制度体系，为公司有效进行内部控制创造了有利条件。2012年以来，公司根据合规管理工作需要，并根据全面性和实用性原则，新发布了融资融券业务风险防范制度，同时还对资产管理、投资顾问、理财顾问、经纪人管理及信息隔离制度等进行了修订与完善，努力实现合规制度对公司业务的全面覆盖。

此外，公司进一步加强对相关法律、法规和公司制度的培训力度，构建网络合规培训平台，进一步提高合规培训的及时性、针对性。公司实施营业

部合规分级评价机制，通过营业部自评、合规审计部复查等环节，将各营业部分为不同等级，合规审计部根据营业部在不同发展阶段、不同监管环境所暴露出的风险现状，及时开展有针对性的合规指导，协助营业部建立符合自身实际的合规管理方法和合规考核问责机制，实现营业部合规能力的不断提高。

信息系统建设方面，公司持续加大信息系统建设投入，目前已经具有集中交易系统、清算系统、净资本风险监控平台和针对自营、资管和融资融券等业务的风险管理与绩效评估系统，未来公司将继续加大对 OTC、股权质押等新业务系统和电子商务平台建设的投入。2012 年以来，公司陆续对现有系统进行了升级改造，确保系统稳定运行；并且制定了突发事件应急预案及信息安全保障方案，以保证系统的稳定安全运转。

总体而言，浙商证券的内部控制体系较为健全，保证了公司各项业务的持续稳健开展。但随着公司业务规模的不断扩大特别是创新业务的持续推出，持续提升操作风险管理水平将是一项长期而艰巨的任务，公司需要根据业务发展和市场发展态势与监管要求的变化，不断调整和完善公司内控机制，切实保证各项风险管理措施落到实处。

战略规划

公司以“打造最具浙商特色的财富增值服务商”为发展愿景，制定了“目标聚集、卖方特色、业务协同、改制上市”的总体战略。其中，“目标聚集”主要包括客户聚集和区域聚集，关注最具增长潜力的中高端个人、中小企业和机构客户群体，做大客户群规模；立足浙江省，深耕长三角，积极进入长江沿线经济发达区域，择机拓展环渤海、珠三角区域。“卖方特色”指的是公司将强化资产管理、投资银行等非经纪、非证券投资等卖方业务的特色，做出品牌，做大规模，增加对整体收入的贡献，减少公司对传统经纪业务、证券投资业务的依赖，优化业务结构。业务协同方面，公司将整合各类资源，强调不同业务资源共享，从而降低成本，提高效率；为了更好地进行业务协同，公司积极推进网点转型，将营业网点由传统的经纪业务网点转变为投融

资金功能性网点，形成一站式金融产品销售平台。此外，公司加强公司治理，争取实现公开上市，形成持续稳健的资本补充机制，并扩大公司品牌影响。

经纪业务方面，公司对客户实行分级管理，大力拓展中高端客户，强化专户理财、市值托管等针对高端客户和机构客户的产品。此外，公司加强创新产品的开发和推广力度，通过深化银行渠道合作和电子渠道创新，开展多渠道的整合营销。

投行业务方面，公司以浙江区域为中心，聚焦中小企业、民营企业群体，扩大对新兴和高增长行业的覆盖，重视项目质量，保持业内较高的过会率；此外，公司将进一步加强投行业务与经纪业务的协同，充分发挥营业部收集信息的优势，积极与当地企业联系，发现潜在的投行业务。

资管业务方面，公司利用地缘优势，实现资产管理业务品牌化经营。公司将立足高端客户，拓展富裕客户，培育机构客户，继续完善产品线，丰富集合理财产品的种类及风格，并尝试资产证券化产品，建立满足各类投资者需求的金融产品超市。此外，公司将加强网络平台建设和客户信息的收集能力；推进营销服务一体化进程，提高客户服务的便捷性和实用性。

投资业务方面，将继续以稳健经营为基础，积极寻找符合国家产业政策导向和社会经济发展方向、基本面良好、经营业绩能持续增长的优质公司的投资机会，优化投资业务流程，提高对政策和市场变化的反应能力和风险控制能力。

中诚信证评认为，在资本市场不确定性、竞争日益激烈以及行业创新发展的背景下，公司的经营战略符合公司的特点，但对公司经营管理、资源整合和业务条线协同提出了更高的要求。未来需重点关注公司战略措施的落实情况，及时对发展战略进行修正和完善。

公司治理

浙商证券的前身金信证券有限责任公司成立于 2002 年，成立时注册资本 5.20 亿元。2006 年，浙江上三高速公路有限公司受让金信信托投资股份有限公司、台州市台信投资管理有限公司和通和

投资控股有限公司持有的金信证券股权共计 3.664 亿元（占出资总额的 70.46%），金信证券更名为浙商证券有限责任公司。2012 年 7 月公司变更为股份有限公司。其后经历了两次增资扩股和一次资本公积转增注册资本，截至 2014 年 3 月末，公司注册资本为 30 亿元，公司最大单一股东为浙江上三高速公路有限公司，持股比例为 70.83%。浙江沪杭甬高速公路股份有限公司持有上三高速 73.62% 的股份，而隶属于浙江省国资委管理的浙江省交通投资集团有限公司持有沪杭甬高速公路有限公司 66.98% 的股份，系公司实际控制人。

浙江交投是根据浙江省人民政府要求，以原浙江省高等级公路投资有限公司为主体，吸纳省交通厅其它 4 家企业组建而成的一家省级交通类国有资产营运机构，其成立于 2001 年 12 月，注册资本 50 亿元，主要经营高速公路及衍生产业，水上运输与港口物流、交通工程建设、房地产开发、金融证券等五大产业。截至 2013 年底，浙江交投共有各级企业 121 家，其中全资及控股子（分）公司 23 家、参股公司 4 家，综合实力较强。

表 11：2014 年 3 月末前五大公司股东情况

股东名称	持股比例
浙江上三高速公路有限公司	70.83%
西子联合控股有限公司	4.87%
义乌市裕中投资有限公司	4.80%
台州市国有资产投资集团有限公司	3.85%
浙江裕隆实业股份有限公司	3.65%
合计	88.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

浙商证券按照相关法律法规要求建立了较为完善的公司法人治理架构，形成了股东大会、董事会、监事会和经营管理层相互分离、相互制衡的“三会一层”公司治理结构，各层级在各自的职责和权限范围内，各司其职，确保了公司的规范经营。

股东大会是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等。董事会是公司的决策机构，对股东会负责，负责执行股东会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，董事由股东会选举或更换。公司董事会现由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名，4 名董事由控股股东推荐。董事会下设战略

发展委员会、审计委员会、合规与风险控制委员会、提名与薪酬委员会四个专业委员会。公司设立监事会，对股东会负责，由 3 名监事组成，包括职工监事 1 人，对公司财务以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督。公司总裁由董事会聘任或解聘，主持公司的日常经营管理工作，组织实施董事会决议，向董事会汇报工作，并根据总裁职责范围行使职权。总裁室下设风险控制委员会、投资决策委员会、投行业务管理委员会。

在管理架构方面，浙商证券建立了较为完整的组织机构和业务体系。在公司总部层面，公司设有 30 个业务及职能部门。其中前台业务部门包括经纪业务、投行业务、自营业务 3 个条线。具体来看，经纪业务条线包括网点运营管理总部、零售业务总部、机构业务总部、融资融券部、期货 IB 业务总部和互联网金融部；投行业务条线包括投资银行业务总部、投资银行管理总部、投资银行质量控制总部、财务顾问业务部、固定收益总部、股票销售交易部和场外市场业务部；自营业务条线包括证券投资部、债券销售交易部和金融衍生品部。中、后台方面，浙商证券设立了客户资产存管部、计划财务部、合规审计部、风险管理部、信息技术部、战略企划部、人力资源部等 15 个部门。

截至 2014 年 3 月末，公司拥有上海、宁波、温州、台州、天津、北京、杭州 7 家分公司和 79 家营业部，其中 55 家位于浙江省内，其余 32 家分布在北京、天津、上海、广东、重庆、厦门等 18 个省市。公司 2014 年起变更了网点的管理模式，由过去扁平化管理模式更改为总部-分公司（中心营业部）—营业部三级管理模式，缩短了公司总部管理半径。分公司和中心营业部负责管理辖区内营业部经纪业务以及投融资业务，或根据具体情况单独作为投融资平台。公司还拥有浙商期货有限公司、浙江浙商资本管理有限公司和浙江浙商证券资产管理有限公司三家全资子公司，分别经营期货、直投和资管业务。此外，公司参股了浙商基金管理有限公司和浙江股权交易中心，持股比例分别为 25% 和 10%。

总的来看，浙商证券建立了与自身业务规模和

发展阶段相适应的管理架构。未来随着公司业务规模的持续增长以及分支机构的扩张，对总部管理效率和经营管理能力将提出更高要求。随着行业转型、创新以及战略规划的实施，公司组织架构还需不断优化调整，以支持业务发展。

财务分析

以下分析基于浙商证券提供的经天健会计师事务所审计的 2011 年、2012 年和 2013 年度财务报告以及 2014 年一季度未经审计的财务报表，已审计财务报告均出具了标准无保留意见。

资产质量

从资产结构来看，截至 2013 年末，公司证券投资资产（包括交易性金融资产、可供出售金融资产和其他投资资产）占公司总自营资产的 14.30%，其中 68.58% 为债券类投资，债券投资规模和比重均有所下降，收益较高的信托、理财产品等投资规模

上升。截至 2013 年末，母公司自营权益类证券及证券衍生品占净资本的比重为 41.64%，较 2012 年末上升了 29.34 个百分点；自营固定收益类证券占净资本的比重为 29.09%，较 2012 年末下降了 7.97 个百分点。截至 2014 年 3 月末，母公司自营权益类证券及证券衍生品和自营固定收益类证券占净资本的比重分别为 32.78% 和 40.86%。以上指标目前均处于监管标准之内。

近年来由于浙商证券货币资金保持稳定，且交易性金融资产等规模不断扩大，该公司流动资产持续增加。截至 2013 年末，公司流动资产为 103.08 亿元，同比增长 38.47%，流动资产占自营总资产的比例为 92.83%，同比上升 0.86 个百分点。截至 2014 年 3 月末，流动资产占自营总资产的比例为 93.40%，较年初上升 0.57 个百分点。总体来看，公司流动性水平仍保持良好。

表 12: 2011~2013 年末及 2014 年 3 月末公司流动性情况

	2011	2012	2013	2014.03
流动资产	6,677.35	7,643.46	10,308.47	11,473.52
流动负债	251.23	270.48	1,768.94	2,538.93
债务合计	0.00	0.00	1,000.00	1,058.50
流动资产/自营总资产(%)	88.50	91.97	92.83	93.40
流动比率(X)	26.58	28.26	5.83	4.52
流动资产/短期债务(X)	--	--	10.31	10.84

金额单位：百万元

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从负债来看，2013 年末，由于短期融资券的发行以及转融通融入资金量的上升，公司流动负债较上年大幅上升 554.01% 至 17.69 亿元。截至 2014 年 3 月末，由于拆入资金、卖出回购金融资产款的增加，公司流动负债继续上升 43.53% 至 25.39 亿元。由于流动负债增速快于流动资产，2014 年 3 月末，公司流动比率降至 4.52 倍，流动资产为短期债务的 10.84 倍。总体来看，浙商证券资产质量较好，公司的整体流动性处于较好水平。但未来负债水平的提高、类信贷业务和其他创新业务的开展将对公司流动性管理提出更高要求。

从杠杆水平来看，在转融通融入资金增加以及短期融资券成功发行的影响下，截至 2013 年末，母公司净资本/负债比率为 214.25%，较 2012 年大

幅下降了 983.26 个百分点，2014 年 3 月末继续至 137.12%，表明公司杠杆水平上升，但目前仍在合理水平。

近两年，公司主要通过股东增资的方式来补充公司资本。2011 年 2 月，公司股东按出资比例向公司增资，全体股东共出资人民币 12 亿元，其中增加注册资本金额 7.95 亿元，其余 4.05 亿元计入资本公积。本次增资完成后，公司注册资本变更为 29.14 亿元。2012 年，公司完成股份制公司改制，注册资本达到 30 亿元。截至 2013 年末，母公司净资产为 53.42 亿，同比增长 5.75%，但在新设资管子公司的影响下，母公司净资本同比下降 7.34% 至 38.80 亿元。2013 年净资本/净资产比率为 72.42%，较上年微降 0.22 个百分点。截至 2014 年 3 月末，

母公司净资本和净资产分别为 38.29 亿元和 54.22 亿元，净资本/净资产比率为 63.23%。由于资本消耗型业务的快速增长以及成立直投子公司和资管子公司等因素使得公司风险准备提取金额大幅提升，受此影响，2013 年末，公司净资本/各项风险

资本准备之和的指标为 497.34%，较 2012 年末大幅降低 254.75 个百分点，2014 年 3 月末提升至 433.18%。总体来看，公司各项指标均符合监管要求，资本较为充实。

表 13：2011~2013 年末及 2014 年 3 月末各风险控制指标情况（母公司口径）

项目	标准	2011	2012	2013	2014.03
净资本(亿元)	≥2	35.99	36.47	33.80	34.29
净资产(亿元)	--	49.82	50.52	53.43	54.22
净资本/各项风险资本准备之和(%)	≥100	1,038.73	752.09	497.34	433.18
净资本/净资产(%)	≥40	72.23	72.20	63.27	63.23
净资本/负债(%)	≥8	1,298.25	1,197.51	191.67	137.12
净资产/负债(%)	≥20	1,797.29	1,658.64	302.96	216.84
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	≤100	4.14	12.30	41.64	32.78
自营固定收益类证券/净资本(%)	≤500	27.00	37.06	29.09	40.86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

盈利能力

证券公司的盈利状况变化趋势和证券市场的走势表现出极大的相关性。2011-2012 年，由于证券市场持续低迷，浙商证券的营业收入出现连续下滑，2011 年和 2012 年，公司分别实现营业收入 13.16 亿元和 12.40 亿元，分别同比下降 22.53% 和 5.76%，与行业整体收入下滑趋势基本一致。由于手续费及佣金净收入较上年同期大幅增加，2013 年公司实现营业收入 19.15 亿元，较 2012 年大幅增长 54.40%，2014 年一季度，公司实现营业收入 4.71 亿元，为 2013 年全年的 24.59%。从营业收入的构成来看，公司收入主要来自经纪及投行业务的手续费及佣金净收入和利息净收入，合计占比保持在 85% 以上。

具体来看，公司的手续费及佣金净收入主要来源于经纪业务、投行业务以及资产管理业务。经纪业务方面，在股票市场低迷、行业竞争激烈、证券行业交易量和平均佣金率水平明显下降因素的影响下，公司 2011 年实现证券经纪业务手续费佣金净收入 6.16 亿元，2012 年较上年下降 21.46% 至 4.84 亿元。2013 年，由于市场交易活跃度提高，证券经纪业务净收入同比上升 50.72% 至 7.30 亿元，但由于其他业务收入的增长，经纪业务手续费佣金净收入在营业收入中的占比逐年下降，2013 年为 38.10%，较 2011 年下降了 8.73 个百分点。2014 年

一季度，公司经纪业务佣金收入 1.81 亿元，在营业收入中占比为 38.43%。经纪业务佣金收入的占比虽仍位列各项营业收入之首，但占比的下降表明公司对于通道类经纪业务佣金收入依赖程度下降。此外由于经纪业务和整个证券市场景气度相关度极大，且面临行业性佣金下滑的挑战，未来公司将进一步提高机构客户在经纪业务中的占比以提升该业务收入的稳定性。

投行业务方面，随着中国资本市场股权融资的规模和结构持续发生变化，传统投行业务面临压力，大量项目暂缓发行或者大幅缩减发行规模。另一方面，受市场资金面紧张、央行信贷规模控制等因素的影响，债券承销需求出现大幅增长。2011 年，公司紧抓区域内股权融资需求，共实现证券承销业务净收入 1.28 亿元。2012 年，公司加大了债券承销的开拓力度，但受股权融资萎缩、IPO 暂停等因素影响，公司全年共实现证券承销业务净收入 0.81 亿元，较上年降低 36.75%。2013 年，随着债券承销业务开拓力度进一步加强，以及再融资项目的推动，公司全年实现证券承销业务净收入 1.51 亿元，较上年增长 85.91%。2014 年一季度，公司投行业务继续保持增长态势，实现手续费佣金收入 0.73 亿元，为 2013 年全年的 48.25%。在股票市场 IPO 重启的推动作用下，公司投行业务收入有一定增长空间。

资产管理业务方面，得益于浙江地区民间理财

意识较强，投资需求较大，公司资产管理业务起步较早。但由于股票市场波动频繁，2011年公司实现受托客户资产管理业务手续费佣金净收入 0.59 亿元，同比下降 64.22%，2012 年继续较上年下滑 20.00%至 0.47 亿元。2013 年以来，在受托资产规模迅速增长的推动下，公司资管业务手续费佣金净收入同比增长 155.12%至 1.21 亿元。2014 年一季度，该项业务佣金收入为 0.46 亿元，为 2013 年全年的 38.40%。

受上述因素的共同影响，近三年浙商证券手续费佣金净收入呈现先降后升的趋势，2011-2012 年公司分别实现手续费和佣金净收入 9.99 亿元和 8.57 亿元，同比分别下降 28.26%和 14.25%；2013 年公司实现手续费和佣金净收入 12.41 亿元，同比增长 44.89%。2014 年一季度，公司手续费佣金净收入为 3.40 亿元，为 2013 年全年的 27.36%。

除手续费和佣金净收入以外，浙商证券的利息净收入是公司第二大收入来源，近年来在营业收入中的占比保持在 20%以上。2011 年公司实现净利息收入 3.19 亿元，在营业收入中的占比为 24.20%。

2012 年以来，公司开始开展融资融券及约定式购回等创新业务，进一步拓宽了利息净收入的来源；但由于定期存款利息收入的减少，当年利息净收入同比下降 9.44%至 2.88 亿元。2013 年，在融资融券利息收入增长 6.48 倍的推动下，公司全年实现利息净收入 3.95 亿元，较 2012 年增加 36.78%。2014 年一季度，公司实现利息净收入 1.11 亿元，在营业收入中的占比为 23.68%。

投资方面，2011 年由于股市持续低迷，导致了交易性金融资产的贬值，公司发生公允价值变动损失 0.58 亿元；2012 年股市于年末大幅反弹，公司公允价值变动损益回升至 0.28 亿元。2013 年公司公允价值变动损失 0.23 亿元。得益于交易类金融资产持有期间所获得的利息及股息收入，2011 年公司获得投资收益 0.48 亿元，同比下降 20.33%，2012 年同比增长 26.21%至 0.61 亿元，2013 年实现投资收益 1.08 亿元，较 2012 年增长 77.90%。2014 年一季度，公司投资收益为 0.30 亿元，所持金融资产发生公允价值损失 0.12 亿元。

表 14：2011~2013 年及 2014 年 1-3 月公司营业收入构成

	2011		2012		2013		2014.1-3	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
(一) 手续费及佣金净收入	999.05	75.92	856.64	69.08	1,241.19	64.82	339.59	72.13
其中：经纪业务手续费净收入	616.30	46.84	484.06	39.03	729.59	38.10	180.93	38.43
投资银行业务手续费净收入	128.07	9.73	81.00	6.53	150.59	7.86	72.66	15.43
资产管理业务手续费净收入	59.32	4.51	47.46	3.83	121.07	6.32	46.49	9.88
(二) 利息净收入	318.51	24.20	288.43	23.26	394.51	20.60	111.49	23.68
(三) 投资收益	48.13	3.66	60.74	4.90	108.06	5.64	29.58	6.28
(四) 公允价值变动收益	(57.53)	--	28.09	2.26	(22.91)	--	(12.15)	--
(五) 汇兑收益	(1.85)	--	(0.07)	--	--	--	(1.04)	--
(六) 其他业务收入	9.59	0.73	6.28	0.51	194.89	10.18	2.28	0.49
营业收入	1,315.89	100.00	1,240.11	100.00	1,914.71	100.00	470.79	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在营业支出方面，近两年受业务及管理费推动，公司营业支出逐年增长。2011-2012 年，公司营业支出分别为 9.23 亿元和 10.14 亿元，分别较上

年增加 4.26%和 9.80%。2013 年公司营业支出为 13.60 亿元，同比增长 34.16%，其中，业务及管理费为 10.72 亿元，在营业支出中占比 78.86%。2014

年一季度，公司营业支出为 3.20 亿元，为 2013 年全年的 23.52%，其中业务及管理费用为 2.96 亿元。公司近年来业务及管理费用支出的增长主要是源自分支机构的铺设以及职工薪酬的自然增长。

受营业收入和营业支出两方面影响，2011-2012 年，浙商证券净利润出现连续下滑。2011 年和 2012 年，公司分别实现净利润 3.01 亿元和 1.69 亿元，分别同比下降 51.38%和 43.69%，若考虑可供出售资产浮亏影响，2011-2012 年公司分别实现综合收益 2.90 亿元和 1.72 亿元。2013 年，公司净利润同比大幅上升 138.13%至 4.03 亿元，综合收益为 4.06 亿元；2014 年一季度公司净利润和综合收益分别为 1.11 亿元和 1.10 亿元，分别为 2013 年全年的 27.49%和 27.03%。公司主要盈利指标 2011-2013 年也呈现先降后升的趋势，2011-2012 年公司的平均资本回报率分别为 6.69%和 3.22%，平均资产回报率分别为 3.88%和 2.14%。2013 年，公司平均资本、资产回报率分别较上年上升 4.04 个和 2.01 个百分点至 7.26%和 4.15%。

总体来看，公司的盈利水平很大程度上与市场景气度相关，未来随着公司传统业务转型以及新业务不断发展，公司仍存在较大的发展空间和盈利增长点，预计随着公司战略转型的逐步实施及融资融券等新业务的进一步发展，公司的盈利能力有望得到进一步提升。

偿债能力

从债务构成来看，2011-2012 年公司无任何债务融资行为，2013 年公司成功发行 10 亿元短期融资券，截至 2013 年末公司总债务规模上升至 10.00 亿元。2014 年一季度，公司继续以发行短期融资券方式融入资金，截至 2014 年 3 月末，公司短期债务余额合计为 10.59 亿元，除尚未到期的 2014 年度第一期 10 亿元短期融资券之外，还有短期借款余额 0.59 亿元。

从负债率来看，截至 2013 年末，公司的资产负债率为 48.18%，较上年末上升 16.78 个百分点。截至 2014 年 3 月末，公司资产负债率较年初上升了 4.08 个百分点至 52.27%。2011-2012 年，由于证券市场行情低迷导致公司收入减少，EBITDA 出现

下降，但低杠杆运营使得公司保持较强的偿债能力。2013 年以来，由于公司营业收入增长，公司 2013 年 EBITDA 为 6.59 亿元，同比增长 1.02 倍，EBITDA 利息覆盖倍数为 63.39 倍，高覆盖倍数与公司发债时间尚短、利息支出较少相关；2013 年末公司总债务仅为全年 EBITDA 的 1.52 倍，表明公司盈利水平能为现有债务的偿还提供保障。2014 年一季度，公司 EBITDA 为 1.84 亿元，EBITDA 利息覆盖倍数为 11.99 倍，表明公司盈利水平可保证其现有债务的利息偿还能力。

表 15：2011~2013 年末及 2014 年 3 月末偿债能力指标

金额单位：百万元

指标	2011	2012	2013	2014.03
EBITDA	509.80	326.35	659.12	184.18
资产负债率(%)	35.66	31.40	48.18	52.27
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	63.39	11.99
总债务/EBITDA(X)	0.00	0.00	1.52	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

担保实力

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司是经国家体改委以体改生[1997]18号文件批准，由浙江省高等级公路投资有限公司（2001年12月改组为浙江省交通投资集团有限公司）作为独家发起人，以发起设立方式成立的股份有限公司。1997年3月，沪杭甬高速首次公开发行和配售境外上市外资股（H股），并于1997年5月15日在香港联交所上市。2000年3月8日，沪杭甬高速H股股票在伦敦证券交易所第二上市；2001年2月27日在柏林股票交易所非正式受监管市场第二上市；2002年2月14日基于H股的一级美国预托证券计划在美国设立和生效。2010年7月，浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交投”）以其拥有的浙江温州甬台温高速公路有限公司51%股权与招商局华建公路投资有限公司交换其持有的沪杭甬10.98%股权；上述股权划转后，浙江交投合计持有沪杭甬66.99%的股权。截至2013年底，沪杭甬高速注册资本43.43亿元，其中浙江交投为沪杭甬高速第一大股东和实际控制人。

截至2013年末，沪杭甬高速总资产323.59亿

元，所有者权益（含少数股东权益）199.26亿元；2013年，沪杭甬高速实现营业总收入83.93亿元，净利润22.24亿元，经营活动现金净流量17.10亿元。

业务运营

沪杭甬高速业务主要包括对公路、桥梁和沿线配套基础设施的经营、养护、开发及配套服务。沪杭甬高速 2013 年上半年完成了对甬金高速金华段 76.55%股权的收购，其中 66.28%股权购自母公司浙江交投。目前，沪杭甬高速经营路产有沪杭甬高速（沪杭高速和杭甬高速）、上三高速和甬金高速金华段，经营里程合计 459.3 公里。此外，沪杭甬高速通过浙商证券股份有限公司、浙商期货有限公司及浙江浙商证券资产管理有限公司等子公司开展证券、期货、资产管理等金融相关业务。2013 年沪杭甬高速实现通行费收入 41.58 亿元、加油站成品油销售等其他业务收入 24.93 亿元、证券期货等利息收入 4.54 亿元及手续费佣金收入 12.88 亿元。

表 16: 截至 2013 年底沪杭甬高速路产情况

路产名称	里程(公里)	车道	剩余经营年限
沪杭高速	102.6	4~8	15 年
杭甬高速	145.0	4~8	14 年
上三高速	142.0	4	17 年
甬金高速	69.7	4	17 年

资料来源：沪杭甬高速提供，中诚信证评整理

沪杭甬高速路产优良，沪杭甬高速公路和上三高速公路，是浙江省高速公路骨架网中两条十分重要的主干线，沿途及连接区域经济发达，往来车流量较大。2013年，沪杭甬高速公路车流量已基本饱和，增速较低；上三高速和甬金高速车流量仍保持较快增长，其中甬金高速受竞争路段修路等因素影响，车流量同比增长18.51%。目前，担保人路产均实行货车计重收费、客车按车型收费，2013年担保人路产日均通行费收入增速与车流量增速基本保持同步。

表 17: 沪杭甬高速路产 2013 年运营情况

指标	沪杭甬高速	上三高速	甬金高速
日均车流量（万辆）	4.40	1.83	1.41
车流量同比增速	4.83%	9.61%	18.51%
日均通行费收入（万元）	853.66	210.49	76.73
通行费同比增速	5.25%	9.59%	18.26%

注：车流量为折算成全程后的车流量

资料来源：沪杭甬高速提供，中诚信证评整理

在道路养护方面，沪杭甬高速已形成了成熟的道路养护制度，制定了详细的道路养护计划，每年对道路养护进行平稳投入。2014 年沪杭甬高速道路养护计划投入约 4 亿元，比上年略有增长。

由于沪杭甬高速路产收费权将于未来 14~17 年内陆续到期，其正在寻求转型发展，具体方向仍在研究当中。但预计未来几年担保人不会承担新的高速公路建设任务，资本支出压力不大。

财务分析

近年来沪杭甬高速公路负债水平不高，多年来均未增资，且进行一定分红，留存收益增长有限，自有资本规模相对稳定。2011~2013 年沪杭甬高速总资产分别为 293.35 亿元、296.59 亿元和 323.59 亿元；2011~2013 年净资产分别为 188.39 亿元、198.70 亿元和 199.26 亿元；2011~2013 年资产负债率分别为 35.78%、35.05%和 38.42%。

从债务结构来看，沪杭甬高速近年来总体债务规模相对稳定，2011~2013 年总债务规模分别为 14.69 亿元、10 亿元和 18.40 亿元，长短期债务比为 0.47、0.00 和 5.13，沪杭甬高速面临的短期偿债压力加大。但其总体债务仍相对稳定，负债水平控制在较低水平，整体偿债压力较小。

从盈利能力来看，沪杭甬高速 2011~2013 年营业收入分别为 70.89 亿元、70.10 亿元和 83.93 亿元。其费用控制较为合理，期间费用占比较低，2011~2013 年三费收入比分别为 1.99%、-0.08%和 1.09%。沪杭甬高速公路收费业务运营稳健、资产收益水平较高，2011~2013 年总资产收益率分别为 9.10%、8.75%和 9.61%。

表 18：2011~2013 年沪杭甬高速偿债能力指标

单位：亿元、%

指标	2011	2012	2013
总债务	14.69	11.06	18.40
资产负债率	35.78	35.05	38.42
经营活动净现金流	-17.69	10.09	17.10
EBITDA	37.36	34.51	41.06
EBITDA 利息倍数 (X)	46.68	63.92	43.15
总债务/EBITDA (X)	0.39	0.29	0.45

数据来源：沪杭甬高速提供，中诚信证评整理

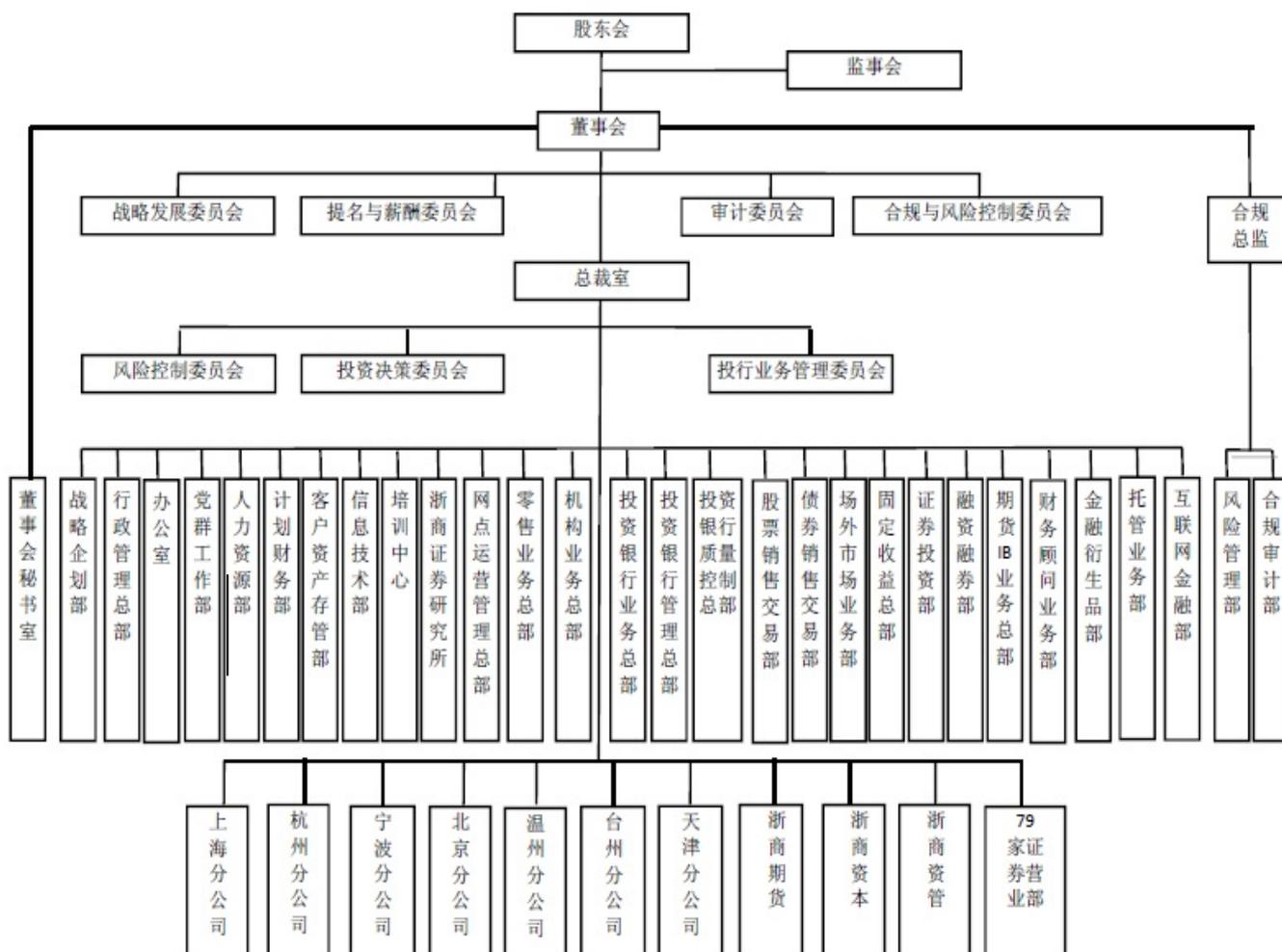
从偿债能力来看，2011~2013 年沪杭甬高速分别实现 EBITDA 37.36 亿元、34.51 亿元和 41.06 亿元，总债务/EBITDA 分别为 0.39、0.29 和 0.45，获现能力对债务偿还的保障程度较高。从现金流来看，2011~2013 年经营活动产生现金净流量为 -17.69 亿元、10.09 亿元和 17.10 亿元，经营活动净现金流对债务本息的覆盖程度很高，具有极强的偿债能力。

整体来看，沪杭甬高速拥有极强的综合实力和业务持续发展能力，能够为本期债券提供有力的担保。

结 论

中诚信证评评定浙商证券股份有限公司主体信用级别为 AA^+ ，评级展望稳定；评定本次拟发行的公司债券信用级别为 AAA 。

附一：浙商证券股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 3 月末）



附二：浙商证券股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：百万元）	2011	2012	2013	2014.03
货币资金及结算备付金	9,522.12	8,539.38	8,155.14	8,966.61
买入返售金融资产	0.00	280.07	874.25	880.55
交易性金融资产	1,180.02	1,428.15	1,101.03	1,491.99
可供出售类金融资产	60.27	173.52	318.42	278.26
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资净额	9.37	57.45	51.28	49.85
总资产	12,658.11	13,205.80	15,886.21	17,419.45
代买卖证券款	5,113.47	4,895.02	4,781.79	5,135.28
总债务	0.00	0.00	1,000.00	1,058.50
股东权益	5,175.59	5,347.35	5,753.85	5,863.74
净资产	3,598.54	3,647.60	3,380.03	3,428.77
手续费及佣金净收入	999.05	856.64	1,241.19	339.59
其中：经纪业务手续费净收入	616.30	484.06	729.59	180.93
投资银行业务手续费净收入	128.07	81.00	150.59	72.66
资产管理业务手续费净收入	59.32	47.46	121.07	46.49
利息净收入	318.51	288.43	394.51	111.49
投资收益及公允价值变动	(9.41)	88.83	85.16	17.43
营业收入	1,315.89	1,240.11	1,914.71	470.79
业务及管理费	(863.23)	(957.80)	(1,072.38)	(296.07)
营业利润	392.73	226.47	554.78	151.00
净利润	300.74	169.34	403.23	110.83
综合收益	290.38	171.77	406.49	109.89
EBITDA	509.80	326.35	659.12	184.18
财务指标	2011	2012	2013	2014.03
资产负债率(%)	31.40	35.66	48.18	52.27
净资产/各项风险资本准备之和(%) (注 1)	1038.73	752.09	497.34	433.18
净资产/净资产(%) (注 1)	72.23	72.20	63.27	63.23
净资产/负债(%) (注 1)	1298.25	1197.51	191.67	137.12
净资产/负债(%) (注 1)	1797.29	1658.64	302.96	216.84
自营权益类证券及证券衍生品/净资产(%) (注 1)	4.14	12.30	41.64	32.78
自营固定收益类证券/净资产(%) (注 1)	27.00	37.06	29.09	40.86
营业费用率(%)	65.60	77.24	56.01	62.89
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	63.39	11.99
总债务/EBITDA(X)	0.00	0.00	1.52	--

注：1、风险监管指标和净资产收益率为母公司口径；

附三：浙江沪杭甬高速公路股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据 (单位: 百万元)	2011	2012	2013
货币资金	10,912.52	10,111.78	7,554.49
交易性金融资产	1,260.02	1,486.77	1,181.03
应收账款净额	47.72	56.86	112.20
存货净额	26.60	27.53	73.57
其他应收款	144.02	459.24	87.04
长期投资	1,462.07	1,105.84	1,336.58
固定资产(合计)	1,156.28	1,231.89	1,636.01
总资产	29,334.71	29,659.31	32,358.67
其他应付款	319.87	465.02	397.89
短期债务	468.98	0.00	1,540.00
长期债务	1,000.00	1,000.00	300.00
总债务	1,468.98	1,000.00	1,840.00
总负债	10,495.85	10,394.68	12,432.56
利息支出	80.04	53.99	95.16
所有者权益	18,838.86	19,264.63	19,926.12
营业总收入	7,088.63	7,009.96	8,393.50
三费前利润	2,798.01	2,425.86	2,980.43
投资收益	175.48	66.02	114.32
EBITDA	3,736.15	3,451.22	4,105.90
经营活动产生现金净流量	-1,769.00	1,008.85	1,710.01
投资活动产生现金净流量	-833.98	181.27	-786.78
筹资活动产生现金净流量	-1,945.32	-1,979.09	-2,809.89
现金及现金等价物净增加额	-4,548.31	-788.97	-1,886.66
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率 (%)	29.61	25.58	23.81
三费收入比 (%)	1.99	-0.08	1.09
EBITDA/营业总收入 (%)	52.71	49.23	48.92
总资产收益率 (%)	9.10	8.75	9.61
资产负债率 (%)	35.78	35.05	38.42
总资本化比率 (%)	7.23	4.93	8.45
短期债务/总债务 (%)	31.93	0.00	83.70
经营活动净现金流/总债务 (X)	-1.20	1.01	0.93
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-3.77	-	1.11
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-22.10	18.68	17.97
总债务/EBITDA (X)	0.39	0.29	0.45
EBITDA/短期债务 (X)	7.97	-	2.67
EBITDA 利息倍数 (X)	46.68	63.92	43.15

注：2011~2013 年财务报告按新会计准则编制；上述数据均采用当期期末数。

附四：基本财务指标的计算公式

流动资产比例=流动资产/总资产

流动资产=货币资金+结算备付金+应收利息+存出保证金+拆出资金+买入返售金融资产+交易性金融资产+衍生金融资产+融出资金+融出证券-代理买卖证券款

流动负债=短期借款+衍生金融负债+交易性金融负债+拆入资金+卖出回购金融资产款+应付利息+应交税费+ 应付职工薪酬

流动比率=流动资产/流动负债

自营总资产=总资产-代理买卖证券款

平均资产回报率=净利润/平均自营总资产

平均资本回报率=净利润/平均总资本

营业费用率=业务及管理费/营业收入

资产负债率=(总负债-代理买卖证券款)/ 自营总资产

净资产负债率=(总负债-代理买卖证券款)/净资产

EBITDA 利息倍数=EBITDA/债务利息支出

总债务/ EBITDA 倍数=EBITDA/平均总债务

现金及投资资产=现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期证券+长期股权投资+投资物业+委托贷款

高流动性资产=现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产+可供出售金融资产

担保损失准备金=担保赔偿准备金+担保责任准备金

核心资本=所有者权益+担保损失准备金-不可计入资本的可出售金融资产公允价值变动

净资本=核心资本-必要的风险资产扣减+其他附属资本+未计入权益的实收代偿基金或政府补贴

在保责任余额=在保余额-分保余额

净投资收益=存款利息收入+债券投资收益+基金投资收益+股权投资收益+委托贷款收入+其他投资收益-投资减值准备计提

核心资本担保放大倍数=净在保余额/核心资本

净资产担保放大倍数=风险责任余额/净资产

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与受评主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与受评主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由受评主体提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于受评主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议

关于2014年浙商证券股份有限公司 公司债券跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用等级有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本期债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。