



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪136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已发行的“2014年浙商证券股份有限公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AAA，维持本次发债主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一五年五月二十七日

2014年浙商证券股份有限公司债券跟踪评级报告（2015）

发行主体	浙商证券股份有限公司		
发行规模	人民币 15 亿元		
存续期限	5 年期固定利率债券		
担保主体	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司		
上次评级时间	2014/6/24		
上次评级结果	债项级别	AAA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AAA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

浙商证券	2012	2013	2014	2015.Q1
总资产（亿元）	132.06	158.86	351.51	472.60
所有者权益（亿元）	53.47	57.54	65.56	68.68
净资产（亿元）	36.47	33.80	45.49	48.52
营业收入（亿元）	12.40	19.15	32.27	11.45
净利润（亿元）	1.69	4.03	7.50	3.05
EBITDA（亿元）	3.26	6.59	12.57	-
资产负债率（%）	35.66	48.18	72.59	78.86
摊薄的净资产收益率（%）	3.17	7.01	11.44	17.77
EBITDA 利息倍数（X）	--	63.39	5.92	-
总债务/EBITDA（X）	0.00	1.52	8.45	-
净资产/净资本（%）	72.20	63.27	77.14	78.81
净资产/各项风险资本准备之和（%）	752.09	497.34	570.19	448.14
净资产/负债（%）	1197.51	191.67	38.72	27.15
净资产/负债（%）	1658.64	302.96	50.20	34.45
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	12.30	41.64	15.66	16.14
自营固定收益类证券/净资本（%）	37.06	29.09	40.54	91.15
沪杭甬高速（合并口径）	2012	2013	2014	
总资产（亿元）	296.59	323.59	517.01	
所有者权益（亿元）	192.65	199.26	213.95	
总负债（亿元）	103.95	124.33	303.05	
总债务（亿元）	10.00	18.40	106.87	
营业总收入（亿元）	70.10	83.93	102.04	
EBITDA（亿元）	34.51	41.06	48.72	
经营活动净现金流（亿元）	10.09	17.10	113.62	
营业毛利率（%）	25.58	23.81	33.65	
EBITDA/营业总收入（%）	49.23	48.92	47.75	
资产负债率（%）	35.05	38.42	58.62	
总资本化比率（%）	4.93	8.45	33.31	
总债务/EBITDA（X）	0.29	0.45	2.19	
EBITDA 利息倍数（X）	63.92	43.15	62.27	

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2015年一季度摊薄的净资产收益率经年化处理。

基本观点

2014年，国内证券行业复苏明显，在此背景下，浙商证券股份有限公司（以下简称“公司”或“浙商证券”）各项业务发展迅速，同时创新业务顺利推进，收入结构逐步改善，期货子公司在行业内亦具有一定的竞争实力，公司整体竞争实力及抗风险能力逐步增强，其所处证券行业以及自身业务运营处于良性发展态势。同时，我们也关注到市场竞争日趋激烈、创新业务的开展使证券公司面临新的风险以及财务杠杆加大等因素对公司信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持公司主体信用等级AA⁺，评级展望稳定；维持“2014年浙商证券股份有限公司债券”信用等级为AAA。上述债项级别同时也考虑了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”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 业务发展速度较快。受益于市场行情的提振，2014年公司经纪业务、自营业务、投行业务和资产管理业务收入分别较上年增长29.33%、139.24%、53.69%和128.40%，增长幅度均较大，从而带动公司整体实力的快速提升。
- 期货子公司具有一定竞争实力。公司期货业务对收入的贡献较大，2014年达到32.58%；根据2014年期货公司分类评价，公司下属浙商期货有限公司被评为A类AA级（参评154家期货公司仅19家获AA级），行业排名领先。
- 创新业务顺利推进，逐步改善公司收入结构。截至2014年末，以融资融券为核心的信用交易业务实现规模超100亿元，同比增长100%；2014年公司实现融资融券等证券信用交易业务净收入6.69亿元，公司传统经纪业务收入占比下降，整体收入结构逐步得以优化。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

魏 芸 ywei@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年5月27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。
- 创新业务的拓展使证券公司面临新的风险。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。
- 财务杠杆加大，资本实力有待进一步充实。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，截至 2014 年末，公司总债务为 106.23 亿元，较上年增长 710.92%；同期资产负债率达到 72.59%，同比增加 24.41 个百分点，多元化资本补充渠道需进一步完善。

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评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

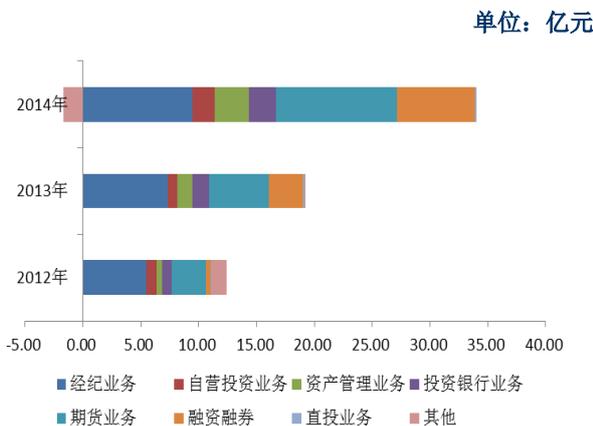
本次债券募集资金使用情况

2015年2月6日，公司发行15亿元的公司债券。本次债券募集资金扣除发行费用后，全部用于补充公司运营资金，改善公司资金状况。截至2015年3月31日，募集资金全部用于满足公司运营资金需求，资金投向符合《2014年浙商证券股份有限公司债券募集说明书》的规定。

基本情况

公司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。2014年，公司共实现营业收入32.27亿元，较上年增长68.51%；其中证券经纪业务、自营投资业务、资产管理业务、投资银行、期货业务和融资融券的营业收入占比分别为29.38%、5.87%、9.31%、7.10%、32.58%和20.73%。

图 1：2012~2014 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从近三年的收入构成情况来看，经纪业务收入一直为公司最主要收入来源，且每年均有较大幅度的提升；公司期货业务竞争优势明显，对收入的贡献仅次于经纪业务；公司的投资银行业务、资管业务及融资融券业务收入近年来亦快速增加。整体来看，公司收入来源持续多元化。

根据中国证券业协会公布的母公司口径数据，

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、成本管理能力和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2012、2013和2014年分别获B类BBB级、A类A级和A类A级。

表 1：2011~2013 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

2014年多重利好因素助力股指回升，两市成交额显著增长，从而带动证券公司经纪业务的大幅增长。得益于市场行情的提振，以及逐渐铺垫的经纪网络和客户基础，公司经纪业务板块收入增幅较大

在股市改革的利好以及流动性充沛的实质性利好双重作用下，2014年，股票指数和两市成交量均大幅增长，其中上证综合指数收于年内新高3,234.68点，较去年末上涨52.9%，深圳成份指数收于年内新高11,014.62点，较去年末上涨35.62%。2014年两市成交总额为73.78万亿元，同比增长

59.15%。而与成交金额密切相关的证券公司经纪业务收入增长率仅为 38.23%，明显低于两市成交额的增长，主要原因是佣金率的下滑。2014 年，随着一码通、新型营业部、网上开户等业务的开展，证券公司对于经纪业务客户的争夺更加激烈，从而导致了佣金率的下滑。

从公司自身来看，截至 2014 年末，公司共拥有证券营业部 93 家，其中浙江省内 56 家，浙江省外地区 37 家。公司拥有经纪业务人员 940 人，占在岗人员总数的 35.85%。经纪业务仍然是营业收入的最大贡献条线，2014 年随着国内股票市场景气度的提升，客户交易量显著增加，从而带动公司经

纪业务的快速增长，2014 年公司证券经纪业务营业收入为 9.48 亿元，较上年增加 29.33%；在公司营业收入中占比为 29.38%，较去年同期下降 8.90 个百分点。

截至 2014 年末，公司股票基金全年代理交易量达 17,242.35 亿元，同比增长 68.10%，市场占比比较上年有所增加；债券全年交易量为 11,279.64 亿元，同比增长 72.55%，交易量市场份额占比亦较上年有所增加。期末公司托管客户资产规模近 1500 亿元，比期初增长 100%；代理交易量市场占有率达 10.96%，同比增长 4.5%。

表 2：2012~2014 年公司代理买卖证券金额和市场份额

单位：亿元

	2012 年		2013 年		2014 年	
	交易量	市场份额	交易量	市场份额	交易量	市场份额
A 股	7,106.23	1.13	9,985.86	1.07%	16990.94	1.15%
B 股	6.38	0.37%	9.68	0.34%	6.91	0.34%
基金	57.03	0.35%	111.97	0.38%	244.5	0.26%
权证	-	-	-	-	-	-
国债	0.3	0.02%	0.1	0.01%	0.17	0.01%
企业债	8.92	0.05%	7.81	0.02%	7.14	0.01%
其他债券	3,387.42	0.43%	6,529.25	0.49%	11,272.33	0.62%
合计	10,566.28	/	16,644.67	/	28,521.99	/

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着证券市场交易量的增加，2014 年公司经纪业务收入规模快速增加，但经纪业务的总体规模仍然不大，受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，其在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。

2014 年证券场景气度显著回升，公司在增加固定收益类投资的同时积极拓展权益类投资，自营业务取得较好收益

2014 年证券场景气度显著提升，自 2013 年 1 月初至 2014 年 12 月底，上证指数由 2115.98 点上升至 3234.68 点，增幅达到 52.87%；深证成分指数由 8121.79 点上升至 11014.62 点，增幅为 35.62%。

2014 年，债券市场共发行各类债券 12.28 万亿元，较 2013 年增加 3.57 万亿元，同比增长 41.07%，增速提高 32.2 个百分点，其显著增幅主要由于 2013 年发行量增长较慢。截至 2014 年 12 月末，全国债券市场总托管量达到 35.64 万亿元，比上年末增加 6.16 万亿元，同比增幅为 20.9%。2014 年股票主板市场和债券市场均有明显好转，导致证券行业自营业务 2014 年收入为 710 亿元，同比增长 37.86%，远超 2013 年的同比增长率 6.19%。

证券公司自营业务受证券市场系统性风险和对象自有风险的影响较大，具有较大的波动性。近年来，公司根据市场行情的变化，及时调整权益类和固定收益类的投资比重，在控制投资风险的前提下争取较高的收益。2014 年，公司证券自营投资业务实现收入 1.89 亿元，较上年增长 139.24%；自营业务占总营业收入的比重为 5.86%，占比较上

年增加1.73个百分点。

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2014年末，债券类投资规模18.82亿元，同比增加72.03%，占证券投资资产的72.22%，较2013年末下降3.96个百分点；权益类投资方面，2014年末公司权益类投资规模1.82亿元，同比上升38.93%，占证券投资资产的6.98%，较2013年末上升2.14个百分点。截至2014年末，信托产品投资规模为0.21亿元。

表3：2012~2014年末公司投资组合情况

金额单位：亿元			
	2012	2013	2014
债券类投资	14.15	10.94	18.82
权益类投资	0.76	1.31	1.82
理财产品	0.84	1.92	4.55
信托产品	0.00	0.01	0.21
融出证券	0.06	0.03	0.23
股权投资	-	0.15	0.43
合计	15.82	14.36	26.06

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从投资收益来看，2014年公司实现股票投资收益为0.52亿元、信用债投资收益为1.57亿元、信托计划投资收益为0.22亿元，股指期货投资损失0.43亿元，公司整体收益情况尚可。

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。

2014年受益于新股发行重启以及并购业务的推动，证券公司投行业务快速增长，公司投行业务亦发展较快，但目前对收入的贡献仍然较为有限

2014年，在新股发行重启及市场回暖的利好因素带动下，A股市场一共发行了453个股权融资项目，同比增加96.10%；融资金额为5,206.24亿元，比2013年大幅增长60.79%。统计显示，2014年125家新股发行共涉及43家证券公司，其中，广发证

券承销新股最多，达14家；招商证券、国信证券均以承销11家并列第二。从项目储备情况看，截至2014年11月末，共有570家企业在审。在上市证券公司中，广发证券、中信证券、招商证券在审IPO项目数量较多，都超过30家。从目前发行情况来看2015年IPO数量将有明显增长，拥有丰富IPO储备量的上述证券公司受益程度更高。

公司的投资银行业务自开展以来，以股票和债券的保荐承销为主，总体实现了稳步发展。2014年随着IPO的重启，公司投资银行业务亦取得一定发展。2014年公司投资银行业务实现营业收入2.29亿元，较上年增长53.69%；投资银行业务收入占比为7.10%，占比较上年减少0.68个百分点。

公司股权、债权融资共计完成主承销项目22单。其中股票主承销项目6单，分别为5单股权增发项目和1单配股项目，总承销金额合计为38.33亿元，当期股权融资项目实现净收入0.70亿元。2014年公司债券主承销项目16单，合计承销金额91.35亿元，实现债券承销手续费及佣金收入为0.88亿元。2014年，公司项目过会率继续保持100%。除此以外，公司还完成3单重大资产重组项目，交易金额达53亿元，同比增幅超过100%。

表4：2012~2014年公司股票和债券主承销情况

	2012	2013	2014
股票主承销业务			
承销家数(家)	2	3	6
承销金额(亿元)	17.67	29.82	38.33
股票承销业务净收入(亿元)	0.31	0.44	0.70
债券主承销业务			
承销家数(家)	11	24	16
承销金额(亿元)	25.3	62.75	91.35
债券承销业务净收入(亿元)	0.23	0.62	0.88
并购及财务顾问业务			
并购项目家数(家)	1	4	4
财务顾问项目家数(家)	39	75	144
并购及财务顾问业务净收入(亿元)	0.14	0.29	0.58

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，财务顾问业务方面，2014年新签约144单财务顾问项目，当年取得财务顾问收入为0.58亿元，较上年增长92.15%。

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。

整体来看，随着新股发行的重启及并购业务的推动，公司积极整合内部资源，使 IPO、债券承销、并购重组、新三板等业务全面发展，并已取得了一定进展，但公司投行业务起步较晚，目前对收入的贡献仍然较小，未来竞争实力仍需增强。

得益于良好的市场行情，公司资产管理业绩表现良好，但面对日益激烈的市场竞争，公司仍需进一步提高其投资管理能力

2014年证券公司受托管理资本金总额为7.97万亿元，同比增长53.27%，增速相对2013年的175.13%大幅下滑，其增速下滑主要系通道业务监管加强，市场趋于饱和所致。从收入占比来看，证券公司资管业务占行业总收入的4.78%，较2013年小幅提升，但占比仍然较低，表明证券公司吸引客户资金的能力、管理资金的能力仍需进一步提升。

受托客户资产管理业务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。2014年公司资产管理业务实现营业收入3.00亿元，较上年增加128.40%；资产管理业务占营业收入的比例为9.31%，占比较上年增加2.44个百分点。

截至2014年末，公司共拥有定向资产管理计划111个，集合资产管理计划62个，专项资产管理计划13个。2012年至2014年，公司的平均受托管理资金分别为35.91亿元、30.72亿元、36.58亿元，平均受托资产管理收益率分别为10.03%、7.03%、16.95%，均呈现波动上升趋势。

表 5：2012~2014 年公司资产管理情况

金额单位：亿元

	2012	2013	2014
平均受托管理资金	35.91	30.72	36.58
受托资金总体损益	3.60	2.16	6.20
平均受托资产管理收益率	10.03%	7.03%	16.95%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，目前公司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。未来随着监管政策的逐步放开，公司资产管理业务有望实现

进一步发展。同时，我们也需关注到随着金融业资产管理业务竞争的加剧，无论从市场份额还是管理费率方面，都将会对公司的发展带来严峻的挑战。

2014 年，融资融券、约定式购回、股票质押式回购等创新业务出现了较快增长。公司积极推进将创新业务的发展，创新业务已成为公司收入来源的重要补充

2010 年两融试点后，随着规模的扩大，融资买入额占两市成交额的比例不断攀升，目前达到 15% 左右的规模。融资融券业务在 2014 年表现抢眼，全年共实现收入 446.24 亿元，占证券公司总收入的比例为 17%，收入增速高达 141.71%，未来在市场不发生异动的情况下，这一比例还将稳中有升。

融资融券业务开展以来，业务运行平稳有序，无客户违约和重大风险处理情况。公司融资融券等证券信用交易业务净收入主要来源于利息收入。截至 2014 年 12 月 31 日，以融资融券为核心的信用交易业务实现规模超 100 亿元，同比增长 100%。其中，融资融券业务规模 85 亿元。2014 年公司取得转融券业务试点资格，10 月正式推出“浙商 e 融宝”小额融资业务。2014 年公司实现融资融券等证券信用交易业务净收入 6.69 亿元。

期货业务方面，公司通过下属全资子公司浙商期货开展期货业务，截至 2014 年底，浙商期货已在北京、天津、上海、广州、大连和浙江省内的杭州、宁波、温州、义乌、绍兴、台州、湖州、嘉兴、丽水等地共开设了 20 多家期货营业部，初步形成了遍布全国经济发达城市的营销网络。根据 2014 年中国证监会对期货公司的分类评级结果，浙商期货被评为 A 类 AA 级，在 154 家参评期货公司中，仅 19 家获得该级别。2014 年浙商期货实现营业收入 10.51 亿元，占公司营业收入的比例 32.58%。

整体来看，公司积极推进创新业务的发展，融资融券业务规模快速增加，其他业务收入贡献率快速提升。但随着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亦提出了新的挑战。

财务分析

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所审计的 2012 年、2013 年和 2014 年度财务报告以及 2015 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。报告中对净资产、净资本、净资本/负债等风险控制指标的描述和分析均采用母公司口径数据。

资产质量

公司在稳固传统业务市场份额的同时加快创新业务发展，通过发行短期融资券、公司债券等扩展大买方业务板块和资本中介类业务板块，带动了其资产规模的稳步增长。截至 2014 年末，公司合并资产总额 351.51 亿元，较上年增长 121.27%。剔除代理买卖证券款后，公司 2014 年末的总资产为 239.19 亿元，较上年增长 115.41%。同时，得益于留存收益的积累，公司所有者权益有所增加，截至 2014 年末为 65.56 亿元，较上年增加 13.93%。截至 2015 年一季度末，公司合并总资产为 472.60 亿元，剔除代理买卖证券款后，总资产为 324.83 亿元，所有者权益增加至 68.68 亿元。

从公司资产流动性来看，2014 年由于证券市场的景气度显著提升，公司的客户资金存款亦显著增加，且自有资金及现金等价物一直保持在较高水平。截至 2014 年末，公司自有资金及现金等价物余额为 25.26 亿元，较上年增加 70.68%，显示了其较好的流动性。公司流动资产中买入返售证券、融出资金和交易性金融资产占比最高，截至 2014 年末，分别为 27.25 亿元、85.46 亿元和 20.45 亿元，其中交易性金融资产以债券、股票投资为主，且公司持有的大部分债券和股票均可以在银行间、交易所市场进行交易，其流动性相对较好；买入返售金融资产主要是与银行等金融机构进行的证券及票据回购业务。

表 6：2012~2014 年公司金融资产余额明细

单位：亿元

科目	分类	2012	2013	2014
交易性金融资产	股票投资	0.09	0.79	0.90
	债券投资	13.71	10.17	18.57
	基金投资	0.26	0.05	0.98
	其他	0.21	0.00	0.00
	小计	14.28	11.01	20.45
可供出售金融资产	股票投资	0.00	0.00	0.09
	债券投资	0.6	0.72	0.6
	基金投资	0.41	0.42	0.05
	理财产品	0.67	2.01	5.11
	信托计划	0.00	0.01	0.26
	其他投资	0.06	1.42	0.69
小计	1.74	3.30	6.79	
合计		16.02	14.31	27.24

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数据存在尾差
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

凭借较为稳健的经营策略及有效的资本补充渠道，公司近年来净资产（母公司口径，下同）规模持续增长，截至 2014 年末，母公司净资产为 61.56 亿元，净资本（母公司口径，下同）为 48.52 亿元，近三年净资本/净资产的比率保持在 60%-80% 之间，远高于 40% 的监管标准。截至 2015 年一季度末，公司净资本增加至 48.52 亿元，净资本/净资产的比率为 78.81%。

图 2：2012~2015.Q1 公司净资产和净资本变化情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，从公司各项风险控制指标看，根据证监会 2008 年 6 月公布的《证券公司风险控制指标管理办法》，公司以净资本为核心的各项风险指标均远高于证监会制定的监管标准，进一步反映出公司较高的资产质量和安全性。预计未来在严密的风控体系下，公司各项风险控制指标不会发生逆转，能

够较好地满足监管要求。

表 7: 近期公司风险控制指标情况 (母公司口径)

指标名称	标准	2012	2013	2014	2015.Q1
净资本(亿元)	2	36.47	33.80	45.50	48.52
净资产(亿元)	-	50.52	53.43	58.98	61.56
净资本/各项风险资本准备之和(%)	>=100	752.09	497.34	570.19	448.14
净资本/净资产(%)	>=40	72.20	63.27	77.14	78.81
净资本/负债(%)	>=8	1,197.51	191.67	38.72	27.15
净资产/负债(%)	>=20	1,658.64	302.96	50.20	34.45
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	<=100	12.30	41.64	15.66	16.14
自营固定收益类证券/净资本(%)	<=500	37.06	29.09	40.54	91.15

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 8: 2014 年末公司与同行业主要上市公司风险控制指标比较

指标名称	中信证券	海通证券	广发证券	中信建投	兴业证券	国金证券	东北证券	浙商证券
净资本(亿元)	443.19	371.10	326.64	150.24	135.71	80.35	67.90	45.50
净资产(亿元)	786.84	650.22	376.68	163.50	139.75	98.22	84.60	58.98
净资本/各项风险资本准备之和(%)	620.35	819.66	816.08	468.75	911.69	1163.40	422.91	570.19
净资本/净资产(%)	56.33	57.07	86.71	91.89	97.11	81.80	80.26	77.14
净资本/负债(%)	19.85	26.71	27.27	25.86	40.15	183.76	49.43	38.72
净资产/负债(%)	35.24	46.80	31.44	28.14	41.34	224.64	61.60	50.20
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	90.93	61.21	42.78	58.18	18.92	13.71	37.32	15.66
自营固定收益类证券/净资本(%)	186.78	78.78	122.66	126.89	91.64	42.90	137.54	40.54
资产负债率(%)	73.23	73.42	75.46	79.07	70.62	36.24	61.28	72.59

注: 资产负债率为合并报表口径

数据来源: 各公司年度报告、中诚信证评整理

盈利能力

目前, 经纪业务收入仍然是公司收入的主要来源, 加之国内证券市场避险工具的运用渠道有限, 因此公司整体的盈利水平与证券市场的走势表现出较大的相关性。2014 年得益于证券场景气度的回升, 公司各板块业务收入均有所提升, 当年实现营业收入 32.27 亿元, 较上年增加 68.51%。2015 年一季度, 公司实现营业收入 11.45 亿元。

从营业收入的构成来看, 手续费及佣金收入是公司的主要收入来源, 近三年在营业收入中的占比均在 50% 以上。2014 年, 公司实现手续费及佣金净收入 17.42 亿元, 同比增加 40.37%。从手续费及佣

由于公司未上市, 主要通过举债满足外部融资需求, 负债水平相对较高, 截至 2014 年末, 其资产负债率为 72.59%, 在行业内处于较高水平。公司各项风险控制指标仍处于监管标准以内, 但预计随着各项主营业务的快速发展, 公司负债规模将进一步提升, 自有资本仍需充实。

金收入的构成来看, 证券经纪业务收入是公司收入的主要来源, 其波动与证券市场景气度密切相关。2014 年公司实现证券经纪业务净收入 10.20 亿元, 较上年增加 39.73%, 在营业收入中的占比也由 2013 年的 38.10% 下降至 31.61%。2015 年一季度, 公司手续费及佣金净收入为 6.84 亿元, 占营业收入的比例为 59.74%。由于经纪业务和整个证券市场走势相关度极大, 公司代理买卖证券业务净收入的提升将在很大程度上受制于中国证券市场的行情, 存在一定的波动性。

除手续费及佣金收入外, 公司营业收入还主要来自于利息净收入和投资收益。2014 年公司实现利

息净收入 5.02 亿元，较上年增加 27.09%；利息净收入占营业收入的比重为 15.56%，占比较上年下降 5.04 个百分点。公司投资收益近年来随着市场情况行情的提振而有所增加，2014 年，公司实现投资收

益及公允价值变动收益 2.13 亿元，较上年增长 97.22%，占营业收入的比重也提升了 0.96 个百分点至 6.60%。

表 9：2012~2014 年及 2015 年 1-3 月公司营业收入构成

金额单位：亿元

	2012		2013		2014		2015.Q1	
	金额	占比 (%)						
(一) 手续费及佣金净收入	8.57	69.08	12.41	64.82	17.42	53.98	6.84	59.74
其中：经纪业务手续费净收入	4.84	39.03	7.30	38.10	10.20	31.61	5.41	47.25
投资银行业务手续费净收入	0.81	6.53	1.51	7.86	2.29	7.10	0.24	2.10
资产管理业务手续费净收入	0.47	3.83	1.21	6.32	2.85	8.83	1.19	10.39
(二) 利息净收入	2.88	23.26	3.95	20.60	5.02	15.56	1.68	14.67
(三) 投资收益	0.61	4.90	1.08	5.64	2.13	6.60	0.94	8.21
(四) 公允价值变动收益	0.28	2.26	-0.23	--	0.44	1.36	-0.21	-1.83
(五) 汇兑收益	0.00	--	--	--	0.12	0.37	0.00	0.00
(六) 其他业务收入	0.06	0.51	1.95	10.18	7.25	22.47	2.19	19.13
营业收入	12.40	100.00	19.15	100.00	32.27	100.00	11.45	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在营业支出方面，由于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，人力成本在公司营业支出中占比相对较高。2014 年公司业务及管理费用支出为 13.46 亿元，占营业收入的比例为 41.71%，成本控

制能力在行业处于较好水平。伴随着营业收入的增加以及营业支出的控制，公司 2014 年营业利润和净利润呈现逐年上升的态势，2014 年公司实现净利润 7.50 亿元，较上年增长 86.10%。

表 10：2014 年公司与同行业主要上市公司盈利能力指标比较

指标名称	中信证券	海通证券	广发证券	中信建投	兴业证券	国金证券	东北证券	浙商证券
营业收入(亿元)	291.98	179.78	133.95	85.87	56.09	27.22	30.91	32.27
业务及管理费(亿元)	141.47	62.99	59.26	37.08	27.21	15.00	15.29	13.46
净利润(亿元)	118.61	81.19	51.46	33.98	19.46	8.37	10.75	7.50
业务及管理费用率(%)	39.45	43.89	44.24	43.18	48.51	55.11	49.47	41.71

数据来源：各公司年度报告，中诚信证评整理

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要来自于利润总额，受益于公司业务创新业务的快速发展和外部环境的好转，2014 年，公司实现 EBITDA 12.57 亿元，较上年增长 95.19%，显示了其良好的现金获取能力。

总体来看，公司的盈利水平很大程度与市场景气度相关，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

2013 年以来，随着公司债券和短期融资券的发行，公司债务规模呈现快速增加的态势。截至 2014 年末，公司总债务为 106.23 亿元，较上年增长 710.92%，公司债务偿还压力加大。尽管公司各项风险控制指标远低于监管标准，但债务规模的快速上升仍将进一步考验公司的负债管理能力。

从经营性现金流看，受证券场景气度的影响，客户资金存款规模随之变化，导致公司经营性净现金流随之波动。2014年由于经纪业务客户保证金净流入大幅增加，导致经营活动净现金流为82.36亿元，对债务本息的保障程度较高。

从公司EBITDA对债务本息的保障程度来看，由于近年来公司债务规模快速上升，导致EBITDA对债务本息的覆盖程度相对弱化，2014年公司EBITDA利息倍数为5.92倍，较上年下降9.9倍；总债务/EBITDA为8.45倍，较上年上升6.42倍，但其整体偿债能力仍处于较好水平。

表 11: 2012~2014年末及 2015年 3月末偿债能力指标

指标	金额单位: 亿元			
	2012	2013	2014	2015.Q1
总债务	0.00	13.10	106.23	315.08
资产负债率(%)	31.40	48.18	72.59	78.86
净资产负债率	55.42	92.99	264.87	372.99
经营活动净现金流	-11.83	-13.30	82.36	-
EBITDA	3.26	6.44	12.57	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	15.83	5.92	-
总债务/EBITDA (X)	0.00	2.03	8.45	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

此外, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司无对外担保或未决诉讼, 不存在由此产生的或有风险。

综合来看, 近几年随着业务的开展, 公司债务规模增长较快, 其面临的债务压力有所上升; 但公司整体资产质量较好, 资产安全性高, 盈利水平和盈利能力快速提升, 对债务本息的保障程度较高。就各项业务开展规模及负债规模而言, 目前公司资本充足水平高, 综合实力和抗风险能力很强。

担保实力

本次债券由沪杭甬高速提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

基本情况

沪杭甬高速的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。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。沪杭甬高速 2014 年注销了杭州路通广告有限公司, 吸收合并了浙江沪杭甬养护工程有限公司、宁波东方聚金投资管理有限公司以及宁波东方聚金嘉华投资管理中心(合伙有限)。

目前, 沪杭甬高速经营路产仍然为沪杭甬高速(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。2014 年沪杭甬高速实现通行费收入 44.08 亿元, 较上年增加 6.01%; 加油站成品油销售等其他业务收入 32.48 亿元, 较上年增长 30.28%; 2014 年沪杭甬高速实现证券期货等利息收入 7.39 亿元, 较上年增加 62.78%, 实现手续费佣金收入 18.09 亿元, 较上年增加 40.45%。

表 12: 截至 2014 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	14 年
杭甬高速	145.0	4~8	13 年
上三高速	142.0	4	16 年
甬金高速	69.7	4	16 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。2014年, 沪杭甬高速公路车流量仍基本饱和, 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15.78%。目前, 担保人路产均实行货车计重收费、客车按车型收费, 2014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 13: 沪杭甬高速路产 2014 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)	4.51	2.29	1.59
车流量同比增速	2.57%	24.96%	17.39%
日均通行费收入(万元)	850.94	270.11	84.55
通行费同比增速	-0.11%	28.86%	15.78%

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 13~16 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。截至 2014 年末，沪杭甬高速总资产为 517.01 亿元，较上年增加 59.77%；净资产为 213.95 亿元，较上年增加 7.37%；年末资产负债率为 58.62%，较上年增加 20.20 个百分点。

从债务结构来看，2014 年以来由于证券业务对资金的需求量显著增加，沪杭甬高速总债务规模快速增加，截至 2014 年末，沪杭甬高速总债务规模为 106.87 亿元，较上年增加 480.82%；长短期债务比为 6.63，沪杭甬高速面临的短期偿债压力加大。

从盈利能力来看，沪杭甬高速 2014 年营业收入为 102.04 亿元，较上年增加 21.58%。其费用控制较为合理，期间费用占比较低，2014 年三费收入比为 1.06%，较上年下降 0.03 个百分点。沪杭甬高速公路收费业务运营稳健、资产收益水平较高，2014 年净资产收益率为 13.36%，较上年增加 2.20 个百分点。

表 14：2012~2014 年沪杭甬高速偿债能力指标

单位：亿元、%

指标	2012	2013	2014
总债务	11.06	18.40	106.87
资产负债率	35.05	38.42	58.62
经营活动净现金流	10.09	17.10	113.62
EBITDA	34.51	41.06	48.72
EBITDA 利息倍数 (X)	63.92	43.15	62.27
总债务/EBITDA (X)	0.29	0.45	2.19

数据来源：沪杭甬高速提供，中诚信证评整理

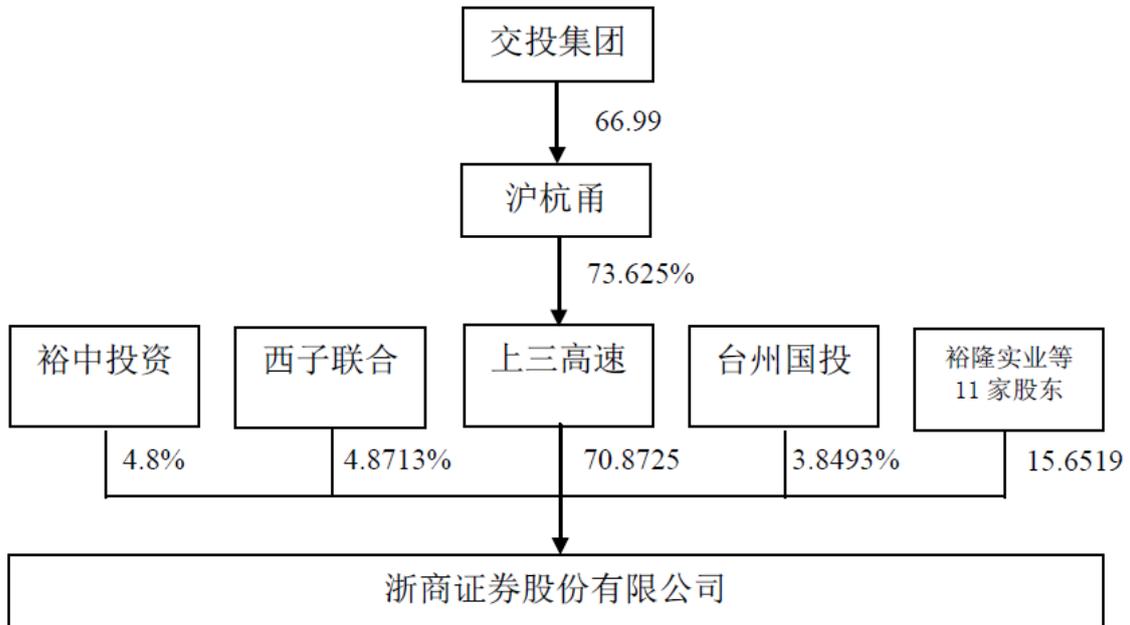
从偿债能力来看，2014 年沪杭甬高速实现 EBITDA 48.72 亿元，总债务/EBITDA 为 2.19 倍，获现能力对债务偿还的保障程度较高。从现金流来看，2014 年经营活动产生现金净流量为 113.62 亿元，经营活动净现金流对债务本息的覆盖程度很高，具有极强的偿债能力。

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。

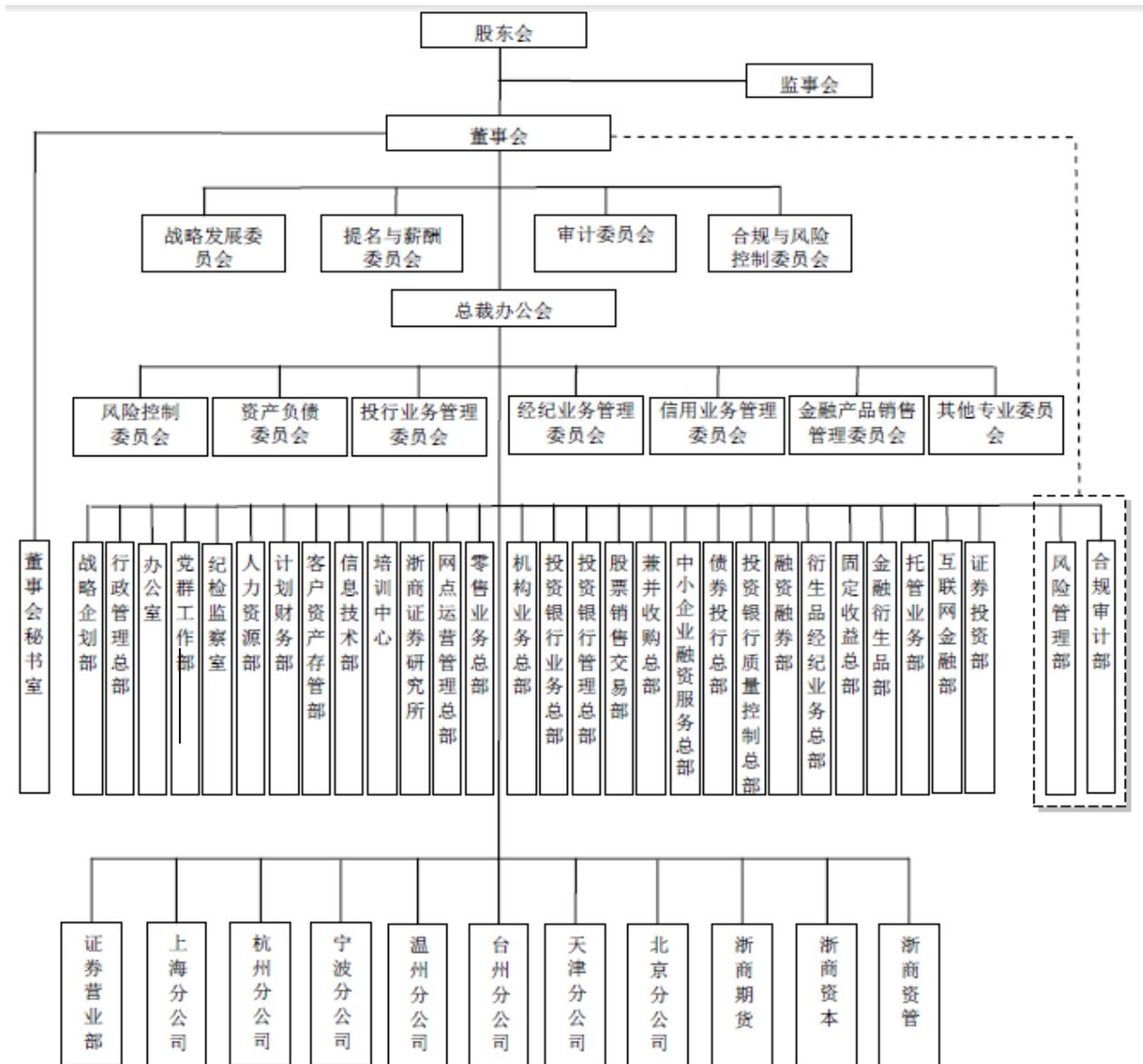
结论

中诚信证评维持浙商证券主体信用级别为 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“2014 年浙商证券股份有限公司债券”的信用级别为 **AAA**。

附一：浙商证券股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：浙商证券股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：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：亿元）	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金及结算备付金	85.39	81.55	170.75	222.79
买入返售金融资产	2.80	8.74	27.25	14.63
交易性金融资产	14.28	11.01	20.45	48.00
可供出售类金融资产	1.74	3.30	6.79	7.55
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资净额	0.57	0.40	0.32	0.30
总资产	132.06	158.86	351.51	472.60
代买卖证券款	48.95	47.82	112.32	147.77
总债务	0.00	13.10	106.23	315.08
股东权益	53.47	57.54	65.56	68.68
净资产	36.48	33.80	45.49	48.52
手续费及佣金净收入	8.57	12.41	17.42	6.84
其中：经纪业务手续费净收入	4.84	7.30	10.20	4.98
投资银行业务手续费净收入	0.81	1.51	2.29	0.24
资产管理业务手续费净收入	0.47	1.21	2.85	1.19
利息净收入	2.88	3.95	5.02	1.68
投资收益及公允价值变动	0.89	0.85	2.57	0.73
营业收入	12.40	19.15	32.27	11.45
业务及管理费	9.58	10.72	13.46	4.57
营业利润	2.26	5.55	9.99	4.24
净利润	1.69	4.03	7.50	3.05
综合收益	1.72	4.06	8.02	3.12
EBITDA	3.26	6.44	12.57	-
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
资产负债率(%)	35.66	48.18	72.59	78.86
净资产/各项风险资本准备之和(%) (注 1)	752.09	497.34	570.19	448.14
净资产/净资产(%) (注 1)	72.20	63.27	77.14	78.81
净资产/负债(%) (注 1)	1197.51	191.67	38.72	27.15
净资产/负债(%) (注 1)	1658.64	302.96	50.20	34.45
自营权益类证券及证券衍生品/净资产(%) (注 1)	12.30	41.64	15.66	16.14
自营固定收益类证券/净资产(%) (注 1)	37.06	29.09	40.54	91.15
营业费用率(%)	77.24	56.01	41.71	39.91
摊薄的净资产收益率(%)	3.17	7.01	11.44	17.77
净资产收益率(%) (注 1)	1.86	8.71	11.84	19.90
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	63.39	5.92	-
总债务/ EBITDA(X)	0.00	1.52	8.45	-

注：1、风险监管指标和净资产收益率为母公司口径；

2、2015 年一季度末摊薄的净资产收益率和净资产收益率经年化处理

附四：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）	2012	2013	2014
货币资金	101.12	75.54	134.67
交易性金融资产	14.87	11.81	21.25
应收账款净额	0.57	1.12	1.36
存货净额	0.28	0.74	1.70
其他应收款	4.59	0.87	5.37
固定资产(合计)	1,231.89	16.36	13.61
总资产	296.59	323.59	517.01
其他应付款	4.65	3.98	6.04
短期债务	0.00	15.40	92.87
长期债务	10.00	3.00	14.00
总债务	10.00	18.40	106.87
总负债	103.95	124.33	303.05
利息支出	0.54	0.95	1.71
所有者权益	192.65	199.26	213.95
营业总收入	70.10	83.94	102.04
三费前利润	24.26	29.80	35.60
投资收益	0.66	1.14	3.00
EBITDA	34.51	41.06	48.72
经营活动产生现金净流量	10.09	17.10	113.62
投资活动产生现金净流量	1.81	-7.87	-13.34
筹资活动产生现金净流量	-19.79	-28.10	-9.28
现金及现金等价物净增加额	-7.89	-18.87	91.00
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	25.58	23.81	33.65
三费收入比（%）	-0.08	1.09	1.06
EBITDA/营业总收入（%）	49.23	48.92	47.95
资产负债率（%）	35.05	38.42	58.62
总资本化比率（%）	4.93	8.45	33.31
短期债务/总债务（%）	0.00	83.70	86.90
经营活动净现金流/总债务（X）	1.01	0.93	1.06
经营活动净现金流/短期债务（X）	-	1.11	122.34
经营活动净现金流/利息支出（X）	18.68	17.97	147.56
总债务/EBITDA（X）	0.29	0.45	2.19
EBITDA/短期债务（X）	-	2.67	52.46
EBITDA利息倍数（X）	63.92	43.15	62.27

注：2012~2014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。

附五：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

附六：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。