



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪224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，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年六月十六日

2014年浙商证券股份有限公司债券跟踪评级报告（2016）

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	2015/5/29		
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	2013	2014	2015
资产总额(亿元)	158.86	351.51	554.90
所有者权益(亿元)	57.54	65.56	84.49
净资本(亿元)	33.80	45.49	63.42
营业收入(亿元)	19.15	32.27	61.89
净利润(亿元)	4.03	7.50	18.34
EBITDA(亿元)	6.59	12.57	34.74
资产负债率(%)	48.18	72.59	75.96
摊薄的净资产收益率(%)	7.01	11.44	21.72
净资本/净资产(%)	63.27	77.14	84.55
EBITDA 利息倍数(X)	63.39	5.92	4.05
总债务/EBITDA(X)	1.52	8.45	4.94
净资本/各项风险资本准备之和(%)	497.34	570.19	515.54
净资本/负债(%)	191.67	38.72	32.64
净资产/负债(%)	302.96	50.20	38.61
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	41.64	15.66	39.20
自营固定收益类证券/净资本(%)	29.09	40.54	53.89
沪杭甬高速（合并口径）	2013	2014	2015
总资产（亿元）	323.59	517.01	741.43
所有者权益（亿元）	199.26	213.95	222.72
总负债（亿元）	124.33	303.05	518.71
总债务（亿元）	18.40	106.87	241.25
营业总收入（亿元）	83.93	102.04	139.69
EBITDA（亿元）	41.06	48.72	72.99
经营活动净现金流（亿元）	17.10	113.62	89.29
营业毛利率（%）	23.81	33.65	34.18
EBITDA/营业总收入（%）	48.92	47.75	52.25
资产负债率（%）	38.42	58.62	69.96
总资本化比率（%）	8.45	33.31	52.00
总债务/EBITDA（X）	0.45	2.19	3.31
EBITDA 利息倍数（X）	43.15	62.27	15.31

注：1、风险监管指标（净资本、净资本/净资产、净资本/各项风险资本准备之和、净资本/负债、净资产/负债、自营权益类证券及证券衍生品/净资本、自营固定收益类证券/净资本）和摊薄的净资产收益率为母公司口径；

2、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款；

3、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

2015年，国内证券市场跌宕起伏，上半年市场繁荣驱动交投活跃，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。同时，我们也关注到行业竞争日趋激烈、宏观经济下行压力较大、财务杠杆加大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

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，2015年公司经纪业务、自营业务、资产管理业务、投资银行业务和融资融券业务收入分别较上年增长180.91%、138.62%、110.67%、26.20%和156.50%，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，对公司收入贡献较大。公司期货业务对收入的贡献较大，2015年达到19.70%；根据2015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150家期货公司仅20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。2015年公司融资融券等证券信用交易业务实现营业收入17.17亿元，营业总收入的占比达到27.73%，整体收入结构逐步得以优化。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

涂楠坤 nktu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年6月16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。
- 宏观经济下行压力较大，市场信心不足。目前我国宏观经济增速放缓，继而传递至证券市场，2015年我国股票市场遭遇了巨幅震荡，导致市场信心不足，证券公司经纪业务影响较大，上半年度和下半年度收益分化明显；此外市场的剧烈波动对证券公司自营业务亦产生较大影响。
- 财务杠杆加大，债务压力上升。随着公司业务规模较快扩张，其债务融资规模亦快速提升，财务杠杆水平逐步提高，截至2015年末，公司总债务为171.70亿元，较上年增长61.64%，公司债务偿还压力加大；同期资产负债率达到75.96%，同比增加3.36个百分点。

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

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。

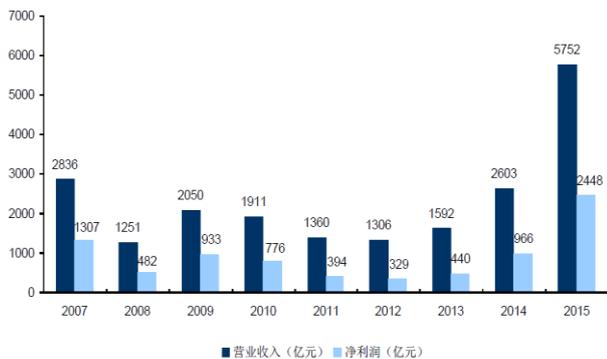
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

基本情况

2015年受益于上半年较好的市场行情,经纪、信用和自营业务出现爆发式增长,加之股债融资提速,带动投行业绩释放,券商全年业绩增长显著

根据证券业协会数据,2015年证券行业营业收入为5,751.55亿元,同比增长121%,净利润为2,447.63亿元,同比增长153%。从上市券商归属于母公司股东的净利润增速预计来看,增长100%以上的券商包括光大证券、东方证券、西部证券、西南证券、国信证券、国金证券等。2015年,公司共实现营业收入61.89亿元,较上年增长91.79%。

图 1: 2007~2015 年证券公司营业收入和利润情况



资料来源: 中国证券业协会, 中诚信证评整理

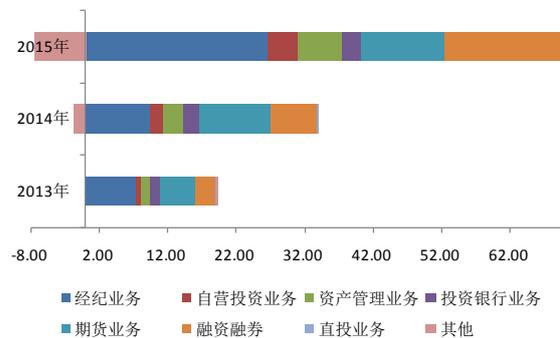
公司业务主要包括证券经纪业务、证券自营投资业务、投资银行业务、资产管理业务、融资融券业务、直投业务、期货业务、研究咨询业务等。近年来公司积极开展创新业务,取得了一定成绩,但证券经纪业务仍是公司营业收入最大的贡献者。

公司证券经纪业务、自营投资业务、资产管理业务、投资银行银行、期货业务和融资融券分别实现营业收入26.64亿元、4.51亿元、6.32亿元、2.89亿元、12.19亿元和17.17亿元,占营业收入的比重分别为43.03%、7.29%、10.21%、4.67%、19.70%和27.73%。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;融资融券业务对收入的贡献度逐年持续上升,2015年营业收入比重达到27.73%,仅次于经纪业务;公司期货业务竞争优势明显,2015年营业收入的贡献仅次于经纪业务和融资融券业务;公司的资产管理业务、投资银行业务和自营投资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。

图 2: 2013~2015 年公司营业收入构成情况

单位: 亿元



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

根据中国证券业协会公布的母公司口径数据,2015年公司营业收入、净利润在115家全国证券公司排名分别为第35位、第40位,同比上年分别上升5位和8位。公司总资产、净资产、净资本排名分别为第30位、第50位和第49位,同比上年排名分别上升1位、下降8位和下降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2013、2014和2015年都获得A类A级级别。

表 1: 2013~2015 年公司经营业绩行业排名

	2013	2014	2015
营业收入排名	33	40	35
净利润排名	37	48	40
净资产排名	38	42	50
净资本排名	44	42	49
总资产排名	46	31	30
代理买卖证券业务净收入	28	23	19
股票及债券承销金额排名	--	--	--
股票主承销家数排名	25	25	36
股票主承销金额排名	--	35	49
债券主承销家数排名	12	32	36
债券主承销金额排名	--	34	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

2015 年得益于上半年较为活跃的市场行情，公司证券经纪业务放量式增长

2015 年 A 股市场日均成交金额为 11,079 亿元，同比增长 243.7%，其中第二季度日均成交金额为 16,681 亿元，较 2014 年日均成交额多了 4 倍。受互联网冲击和一人多户政策的放开，2015 年佣金率较 2014 年有所下降，由 0.067% 降至 0.050%，同比下降 0.017 个百分点，但由于上半年牛市效应，市场活跃，成交金额的放量式增长对冲了佣金率的下降。



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

截至 2015 年末，公司共拥有证券营业部 92 家，其中浙江省内 55 家，浙江省外地区 37 家。公司拥有经纪业务人员 1870 人，占在岗人员总数的 61.82%。经纪业务仍然是营业收入的最大贡献条线，2015 年随着国内股票市场上半年牛市效应，客户交易量显著增加，从而带动公司经纪业务的快速增长，2015 年公司证券经纪业务营业收入为 26.64 亿元，较上年增加 180.91%；在公司营业收入中占比为 43.03%，较去年增加 13.67 个百分点。

截至 2015 年 12 月末，公司代理买卖证券成交量为 72,406.56 亿元，较上年增加 153.86%。公司股票基金全年代理交易量达 64,901.12 亿元，同比增长 276.41%，市场占比较上年有所增加；债券全年交易量为 7,505.44 亿元，同比减小 33.46%，交易量市场份额占比较上年有所减少。

表 2：2013~2015 年公司代理买卖证券成交量和市场份额

单位：亿元

	2013 年		2014 年		2015 年	
	交易量	市场份额	交易量	市场份额	交易量	市场份额
A 股	9,985.86	1.07%	16,990.94	1.15%	63,807.91	1.25%
B 股	9.68	0.34%	6.91	0.34%	42.10	0.57%
基金	111.97	0.38%	244.5	0.26%	1,051.11	0.34%
权证	-	-	-	-	-	-
国债	0.1	0.01%	0.17	0.01%	9.00	0.1%
企业债	7.81	0.02%	7.14	0.01%	87.22	0.03%
其他债券	6,529.25	0.49%	11,272.33	0.62%	7,409.22	0.29%
合计	16,644.67	/	28,521.99	/	72,406.56	/

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，2015 年公司经纪业务收入规模快速增加，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。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。

2015 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，公司投行业务稳定发展，但目前对收入的贡献仍然较为有限

虽然因三季度股市异常波动影响 IPO 暂停 4 个多月略微影响业绩，但全年来看 2015 年股权融资规模约为 1.4 万亿元，同比增长 84%。其中 IPO 共募集资金 1,578 亿元，为股权融资规模带来 14% 的增长，另外 86% 的增长由股权增发贡献。债券市场

发展迅猛，债券市场增量和存量规模快速扩大，地方政府债务置换有序开展，信用类债券融资规模大幅增加。债券融资规模达到 24.3 万亿，同比增长近一倍。二者的大幅增长为券商贡献了 394 亿的承销保荐收入，增长了 64%。

经过多年发展，公司的投资银行业务以股票和债券的保荐承销为主，总体实现了稳步发展。投资银行业务逐步成为公司重要的收入来源。虽然因三季度股市异常波动影响 IPO 暂停 4 个多月略微影响业绩，但全年来看 2015 年投资银行业务实现营业收入 2.89 亿元，同比增长 26.20%；占全年营业收入的比重为 4.67%，同比减小 2.43 个百分点。

公司股权、债权融资共计完成主承销项目 18 单其中，股票总承销金额合计为 39.30 亿元，较上年增加 2.53%，当期股权融资项目实现净收入 0.78 亿元。2015 年公司债券主承销项目 12 单，合计承销金额 90.89 亿元，实现债券承销手续费及佣金收入为 0.71 亿元。2015 年，公司项目过会率继续保持 100%。除此以外，公司参与并购项目 6 家，新签约财务顾问项目 166 家，当期实现并购及财务顾问业务净收入 1.26 亿元。

表 3：2013~2015 年公司股票和债券主承销情况

	2013	2014	2015
股票主承销业务			
承销家数（家）	3	6	6
承销金额（亿元）	29.82	38.33	39.30
股票承销业务净收入（亿元）	0.44	0.70	0.78
债券主承销业务			
承销家数（家）	24	16	12
承销金额（亿元）	62.75	91.35	90.89
债券承销业务净收入（亿元）	0.62	0.88	0.71
并购及财务顾问业务			
并购项目家数（家）	4	4	6
财务顾问项目家数（家）	75	144	166
并购及财务顾问业务净收入（亿元）	0.29	0.58	1.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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，2015 年公司资产管理水平得到有效提升，公司资产管理业绩表现良好

近年来证券公司的资管业务正处于快速发展的周期，2015 年证券行业资产管理业务大幅提升，实现净收入 275 亿元，同比增长 121%；受托管理资本金总额达到 11.88 万亿元，同比增长 49%。

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。2015 年公司资产管理业务实现营业收入 6.32 亿元，较上年增加 110.67%；资产管理业务收入占营业总收入的比重为 10.21%，较 2014 年小幅提升 0.92 个百分点。

2015 年公司平均受托管理资金为 112.29 亿元，同比增长 206.97%，受托资金总体损益为 20.43 亿元，同比增长 229.52%，平均受托资产管理收益率为 18.19%，较上年增加 1.24 个百分点。截至 2015 年末，公司共拥有定向资产管理计划 129 个，集合资产管理计划 93 个，专项资产管理计划 41 个以及公开募集证券投资基金管理业务 2 个。

表 4：2013~2015 年公司资产管理情况

	金额单位：亿元		
	2013	2014	2015
平均受托管理资金	30.72	36.58	112.29
受托资金总体损益	2.16	6.20	20.43
平均受托资产管理收益率	7.03%	16.95%	18.19%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2015 年公司资产管理水平得到有效提升，公司资产管理业绩表现良好。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，我们仍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。

2015 年证券市场景气度显著回升，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

2015 年上证指数涨幅为 9.41%，最高时达到 60.08%；创业板指数涨幅巨大，全年涨幅为 84.41%，最高时达到 98.13%；同时债券市场也有 3.91% 的上漲幅度。证券公司行业整体的自营业务收入实现 156% 的增长。证券公司自营业务受证券市场系统性风险和投资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。2015 年，公司证券自营投资业务实现收入 4.51 亿元，较上年增长 138.34%。

2013 年以来，由于融资融券等信用类业务规模的迅速增长，公司适当地调整了自营业务规模。截至 2015 年末，债券类投资规模 32.32 亿元，同比增加 71.73%，占证券投资资产的 52.89%，较 2014 年末下降 19.33 个百分点；权益类投资方面，公司权益类投资规模 8.67 亿元，同比上升 376.37%，占证券投资资产的 14.19%，较 2014 年末上升 7.20 个百分点。理财产品投资规模为 5.84 亿元，信托产品投资规模为 0.1 亿元。

表 5：2013~2015 年末公司投资组合情况

	金额单位：亿元		
	2013	2014	2015
债券类投资	10.94	18.82	32.32
权益类投资	1.31	1.82	8.67
理财产品	1.92	4.55	5.84
信托产品	0.01	0.21	0.10
融出证券	0.03	0.23	0.00
股权投资	0.15	0.43	0.49
证金公司权益互换业务	-	-	13.69
合计	14.36	26.06	61.11

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从投资收益来看，2015 年公司实现股票投资收益为 0.91 亿元、信用债投资收益为 3.34 亿元、信托计划投资收益为 0.45 亿元，股指期货投资损失为 0.16 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，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。

2015 年，融资融券和期货业务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。公司融资融券业务在 2015 年表现抢眼，全年共实现收入 17.17 亿元，同比增长 156.50%。占公司营业收入的比重为 27.73%，同比增长 7.00 个百分点，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 2015 年 12 月 31 日，以融资融券为核心的信用交易业务实现规模 136.88 亿元，同比增长 36.88%。其中，融资融券业务规模 106.06 亿元。其中，个人客户融资业务金额 105.95 亿元，机构客户融资业务金额 0.11 亿元。

期货业务方面，公司通过下属全资子公司浙商期货有限公司（以下简称“浙商期货”）开展期货业务，截至 2015 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 2015 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 150 家参评期货公司中，仅 20 家获得该级别。

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亦快速提升。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 2013 年、2014 年和 2015 年度财务报告，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 2015 年末，公司合并资产总额 554.90 亿元，较上年增长 57.86%。剔除代理买卖证券款后，公司 2015 年末的总资产为 351.39 亿元，较上年增长 46.91%。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 2015 年末为 84.49 亿元，较上年增加 28.88%。

从公司资产流动性来看，2015 年由于证券市场活跃，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 2015 年末，公司自有资金及现金等价物余额为 35.68 亿元，较上年增加 41.21%，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 2015 年末，分别为 49.59 亿元、105.51 亿元和 36.81 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 6：2013~2015 年公司金融资产余额明细

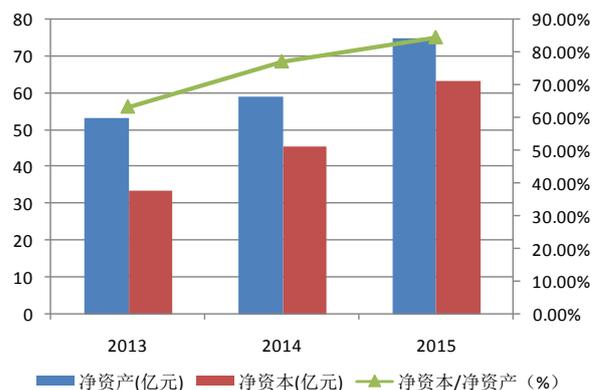
单位：亿元

科目	分类	2013	2014	2015
交易性金融资产	股票投资	0.79	0.90	2.22
	债券投资	10.17	18.57	32.68
	基金投资	0.05	0.98	1.92
	其他	0.00	0.00	0.00
	小计	11.01	20.45	36.81
可供出售金融资产	股票投资	0.00	0.09	4.40
	债券投资	0.72	0.60	0.50
	基金投资	0.42	0.05	0.89
	理财产品	2.01	5.11	6.33
	信托计划	0.01	0.26	0.10
	其他投资	1.42	0.69	14.27
	小计	3.30	6.79	26.49
合计		14.31	27.24	63.30

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项数和数与合计数存在尾差
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 2015 年末，母公司净资产为 75.00 亿元，净资本（母公司口径，下同）为 63.42 亿元，近三年净资本/净资产的比率保持在 60%-90%之间，远高于 40%的监管标准。

图 4：2013~2015 年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。

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	2013	2014	2015
净资本(亿元)	2	33.80	45.50	63.42
净资产(亿元)	-	53.43	58.98	75.00
净资本/各项风险资本准备之和(%)	≥ 100	497.34	570.19	515.54
净资本/净资产(%)	≥ 40	63.27	77.14	84.55
净资本/负债(%)	≥ 8	191.67	38.72	32.64
净资产/负债(%)	≥ 20	302.96	50.20	38.61
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	≤ 100	41.64	15.66	39.20
自营固定收益类证券/净资本(%)	≤ 500	29.09	40.54	53.89

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 8: 2015 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	广发证券	招商证券	长江证券	国金证券	东兴证券	浙商证券
净资本(亿元)	894.15	643.46	371.54	155.37	148.81	135.85	63.42
净资产(亿元)	1,162.08	723.37	462.74	162.41	163.40	134.19	75.00
净资本/各项风险资本准备之和(%)	663.49	888.27	728.19	711.42	1,102.77	923.71	515.54
净资本/净资产(%)	76.94	88.95	80.29	95.66	91.07	101.24	84.55
净资本/负债(%)	33.43	31.55	25.58	33.38	100.27	39.02	32.64
净资产/负债(%)	43.44	35.47	31.86	34.90	110.10	38.54	38.61
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	54.29	47.83	57.36	53.01	30.32	65.16	39.20
自营固定收益类证券/净资本(%)	120.99	196.35	174.05	63.48	36.56	116.68	53.89

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。2015 年得益于证券市场活跃, 公司各板块业务收入均有所提升, 当年实现营业收入 61.89 亿元, 较上年增加 91.79%。

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。2015 年, 公司实现手续费及佣金净收入 39.25 亿元, 同比增加 125.32%。从手续费及佣金收入的构成来看, 证券经纪业务收入是公司收入的主要来源, 其波动与证券市场行情度密切相关。2015 年公司实现证券经纪业务净收入 28.52 亿元, 较上年增加 179.61%, 在营业收入中的占比也由 2014 年的 31.61% 上升至 46.08%。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。2015 年公司实现利息净收入 8.55 亿元, 较上年增加 70.32%; 利息净收入占营业收入的比重为 13.81%, 占比较上年下降 1.76 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, 2015 年, 公司实现投资收益及公允价值变动收益 5.72 亿元, 较上年增长 122.57%, 占营业收入的比重也提升了 1.28 个百分点至 9.24%。

表 9：2012~2015 年公司营业收入构成

金额单位：亿元

	2013		2014		2015	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
(一) 手续费及佣金净收入	12.41	64.82	17.42	53.98	39.25	63.42
其中：经纪业务手续费净收入	7.30	38.10	10.20	31.61	28.52	46.08
投资银行业务手续费净收入	1.51	7.86	2.29	7.10	2.92	4.72
资产管理业务手续费净收入	1.21	6.32	2.85	8.83	5.93	9.58
(二) 利息净收入	3.95	20.60	5.02	15.56	8.55	13.81
(三) 投资收益	1.08	5.64	2.13	6.60	5.35	8.64
(四) 公允价值变动收益	-0.23	--	0.44	1.36	0.37	0.60
(五) 汇兑收益	--	--	0.12	0.37	0.02	0.03
(六) 其他业务收入	1.95	10.18	7.25	22.47	8.35	13.49
营业收入	19.15	100.00	32.27	100.00	61.89	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。2015 年公司业务及管理费用支出为 24.46 亿元，占营业收入的比例为 39.52%，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 2015 年营业利润和净利润呈现逐年上升的态势，2015 年公司实现净利润 18.34 亿元，较上年增长 144.50%。

表 10：2015 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	广发证券	招商证券	长江证券	国金证券	东兴证券	浙商证券
营业收入(亿元)	560.13	334.47	252.92	85.00	67.48	53.57	61.89
业务及管理费(亿元)	201.06	135.56	98.23	33.95	32.41	22.77	24.46
净利润(亿元)	203.60	136.12	109.28	34.96	23.58	20.44	18.34
业务及管理费用率(%)	35.90	40.53	38.84	39.94	48.03	42.51	39.52

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，受益于公司多项业务的快速发展和外部环境的好转，2015 年，公司实现 EBITDA 34.74 亿元，较上年增长 176.33%，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期货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 2015 年末，公司总债务为 171.70 亿元，较上年增长 61.64%，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，2015 年经营活动净现金流为 36.40 亿元。

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，2015 年公司 EBITDA 利息倍数为 4.05 倍，较上年下降 1.87 倍；总债务/EBITDA 为 4.94 倍，较上年下降 3.51 倍，但其整体偿债能力仍处于较好水平。

表 11: 2012~2015 年末及 2015 年 3 月末偿债能力指标

指标	金额单位: 亿元		
	2013	2014	2015
总债务	13.10	106.23	171.70
资产负债率(%)	48.18	72.59	75.96
经营活动净现金流	-13.30	82.36	36.40
EBITDA	6.44	12.57	34.74
EBITDA 利息保障倍数(X)	15.83	5.92	4.05
总债务/EBITDA(X)	2.03	8.45	4.94

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

此外, 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司无对外担保或重大未决诉讼。

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 2015 年不再将浙江沪杭甬养护工程有限公司纳入合并范围, 新纳入合并范围的公司为杭徽公司、香港期货和聚金嘉为。

目前, 沪杭甬高速经营路产为沪杭甬高速(沪杭高速和杭甬高速)、上三高速、甬金高速金华段和杭徽高速, 较 2014 年相比新增了杭徽高速, 经营里程合计 581.6 公里。2015 年沪杭甬高速实现通行费收入 51.33 亿元, 较上年增加 16.4%; 加油站成品油销售等其他业务收入 28.67 亿元, 较上年下降 11.7%; 2015 年沪杭甬高速实现证券期货等利息收入 18.0 亿元, 较上年增加 143.6%, 实现手续费佣金收入 41.68 亿元, 较上年增加 130.4%。

表 12: 截至 2015 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	13 年
杭甬高速	145.0	4~8	12 年
上三高速	142.0	4	15 年
甬金高速	69.7	4	15 年
杭徽高速	122.3	4	14-16 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。2015 年, 沪杭甬高速公路车流量仍基本饱和, 增速较低; 上三高速、甬金高速和杭徽高速车流量增速减缓, 车流量同比增速分别为 9.0%、18.2% 和 12.7%。目前, 沪杭甬高速路产均实行货车计重收费、客车按车型收费, 2015 年沪杭甬高速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 2015 年运营情况

指标	沪杭甬高速	上三高速	甬金高速	杭徽高速
日均车流量(万辆)	4.7862	2.4949	1.8801	1.5391
车流量同比增速	5.9%	9.0%	18.2%	12.7%
日均通行费收入(万元)	892.4	289.05	97.81	127.15
通行费同比增速	4.7%	6.8%	15.4%	11.1%

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。2015 年沪杭甬高速道路养护计划投入约 5.01 亿元, 比上年增长 4.60%, 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。预计未来几年沪杭甬高速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 2015 年末, 沪杭甬高速总资产为 741.43 亿元, 较上年增加 43.41%; 净资产为 222.72 亿元, 较上年增加 4.10%; 年末资产负债率为 69.96%, 较上年增加 11.34 个百分点。

从债务结构来看，2015 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 2015 年末，沪杭甬高速总债务规模为 241.25 亿元，较上年增加 125.74%；长短期债务比为 1.27，沪杭甬高速面临一定的短期偿债压力。

从盈利能力来看，沪杭甬高速 2015 年营业收入为 139.69 亿元，较上年增加 36.90%。其费用控制较为合理，期间费用占比较低，2015 年三费收入比为 4.88%。沪杭甬高速公路收费业务运营稳健、资产收益水平较高，2015 年净资产收益率为 35.89%，较上年增加 22.53 个百分点。

表 14：2013~2015 年沪杭甬高速偿债能力指标

单位：亿元、%

指标	2013	2014	2015
总债务	18.40	106.87	241.25
资产负债率	38.42	58.62	69.96
经营活动净现金流	17.10	113.62	89.29
EBITDA	41.06	48.72	72.99
EBITDA 利息倍数 (X)	43.15	62.27	15.31
总债务/EBITDA (X)	0.45	2.19	3.31

数据来源：沪杭甬高速提供，中诚信证评整理

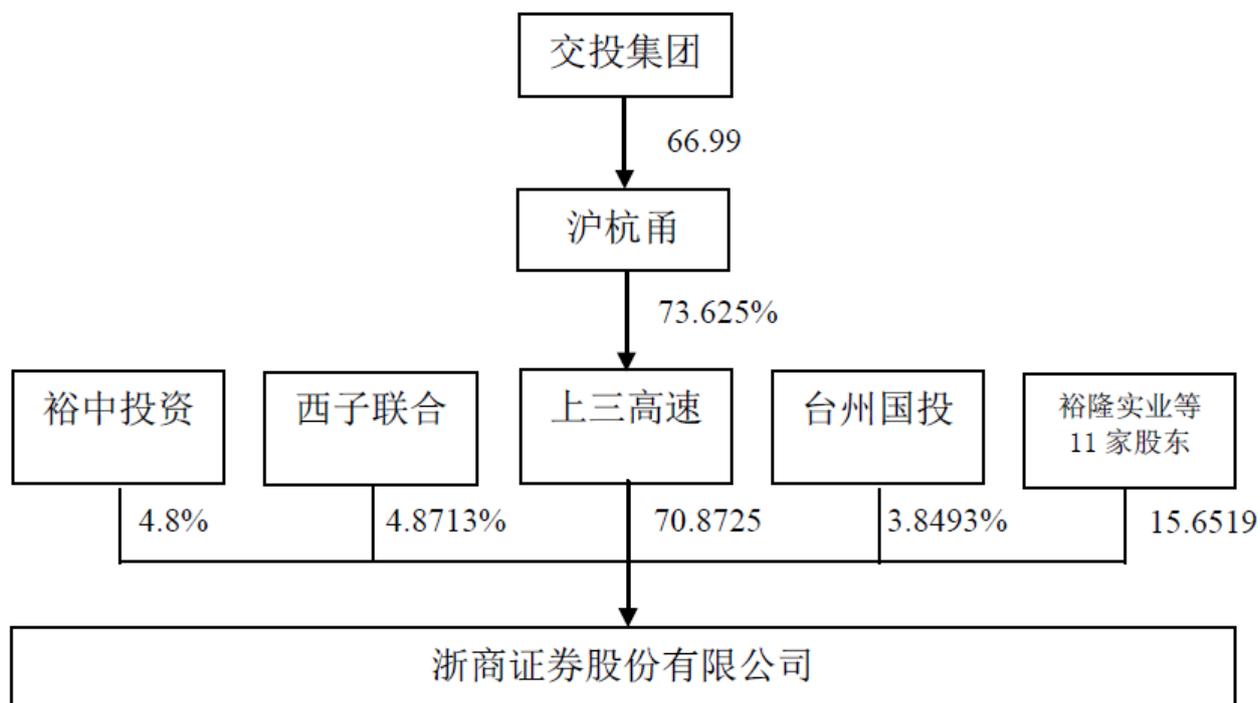
从偿债能力指标来看，2015 年沪杭甬高速实现 EBITDA 72.99 亿元，总债务/EBITDA 为 3.31 倍，EBITDA 利息倍数为 15.31 倍，EBITDA 对债务本息偿付的保障程度高。从现金流来看，2015 年经营活动产生现金净流量为 89.29 亿元，经营活动净现金流对债务本息的覆盖程度很高，具有极强的偿债能力。

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，能够为本次债券提供有力的担保。

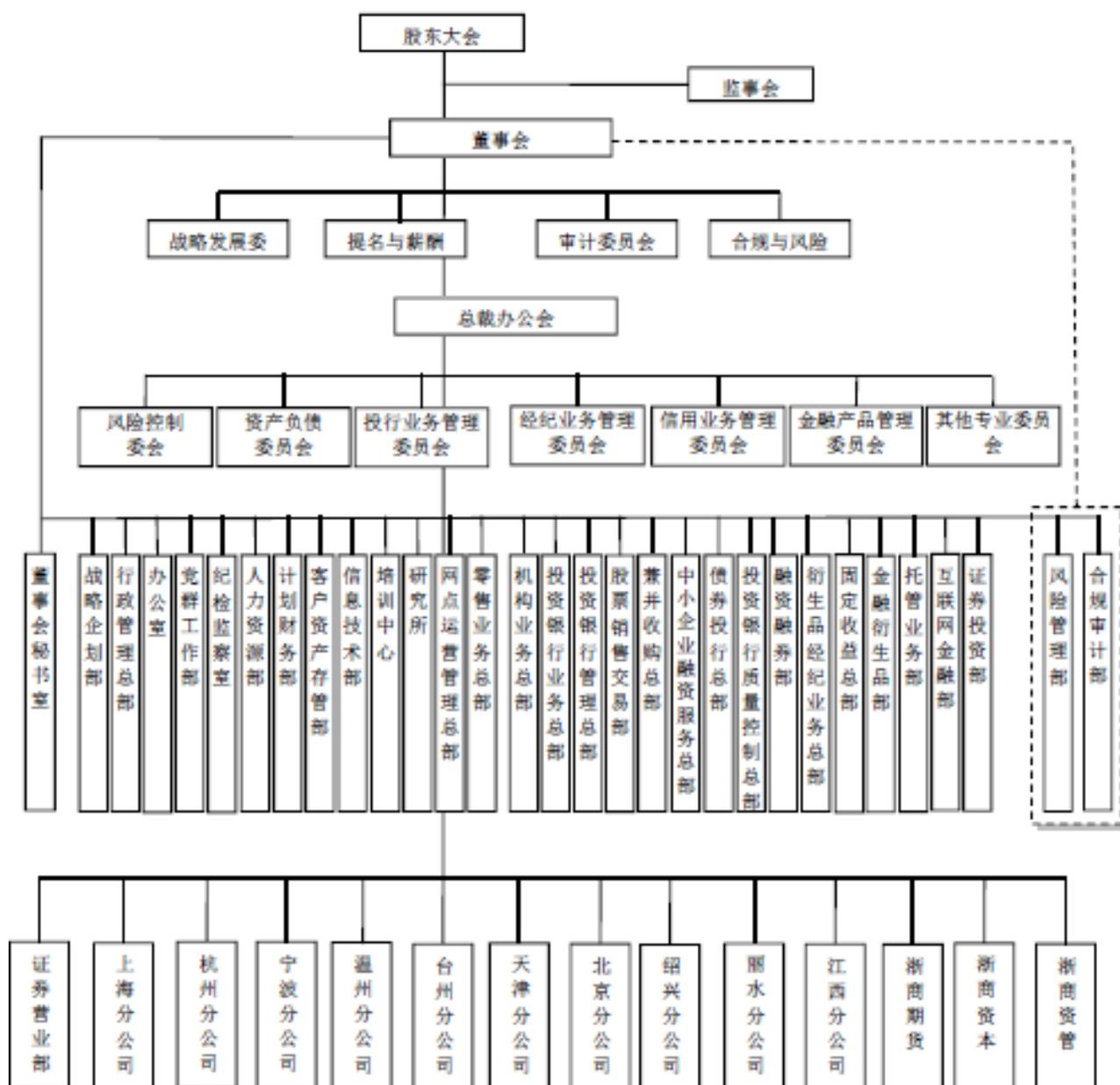
结 论

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 2015 年 12 月 31 日）



附二：浙商证券股份有限公司组织结构图（截至 2015 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)	2013	2014	2015
自有资金及现金等价物	14.80	25.26	35.68
交易性金融资产	11.01	20.45	36.81
可供出售金融资产	3.30	6.79	26.49
衍生金融资产	-	-	0.02
持有至到期金融资产	-	-	-
长期投资	0.40	0.32	0.42
固定资产	2.82	9.67	9.84
总资产	158.86	351.51	554.90
代理买卖证券款	47.82	112.32	203.51
总债务	13.10	106.23	171.70
所有者权益	57.54	65.56	84.49
净资本	33.80	45.49	63.42
营业收入	19.15	32.27	61.89
手续费及佣金净收入	12.41	17.42	39.25
证券承销业务净收入	-	-	-
资产管理业务净收入	1.21	2.85	5.93
利息净收入(支出)	3.95	5.02	8.55
投资收益	1.08	2.13	5.35
公允价值变动收益(亏损)	-0.23	0.44	0.37
业务及管理费用	10.72	13.46	24.46
营业利润	5.55	9.99	25.16
净利润	4.03	7.50	18.34
EBITDA	6.44	12.57	34.74
经营性现金流量净额	-13.30	82.36	36.40
财务指标	2013	2014	2015
资产负债率(%)	48.18	72.59	75.96
净资本/各项风险资本准备之和(%)(注1)	497.34	570.19	515.54
净资本/净资产(%)(注1)	63.27	77.14	84.55
净资本/负债(%)(注1)	191.67	38.72	32.64
净资产/负债(%)(注1)	302.96	50.20	38.61
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)(注1)	41.64	15.66	39.20
自营固定收益类证券/净资本(%)(注1)	29.09	40.54	53.89
业务及管理费用率(%)	56.01	41.71	39.52
摊薄的净资产收益率(%)	7.01	11.44	21.72
净资本收益率(%)(注1)	8.71	11.84	24.02
EBITDA 利息倍数(X)	63.39	5.92	4.05
总债务/EBITDA(X)	1.52	8.45	4.94
净资本/总债务(X)	2.58	0.43	0.37
经营性现金净流量/总债务(X)	-1.02	0.78	0.21

注：1、风险监管指标（净资本、净资本/净资产、净资本/各项风险资本准备之和、净资本/负债、净资产/负债、自营权益类证券及证券衍生品/净资本、自营固定收益类证券/净资本）和摊薄的净资产收益率为母公司口径；

2、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款；

3、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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）	2013	2014	2015
货币资金	75.54	134.67	257.68
交易性金融资产	11.81	21.25	37.61
应收账款净额	1.12	1.36	1.51
存货净额	0.74	1.70	3.17
其他应收款	0.87	5.37	9.06
固定资产(合计)	16.36	13.61	30.49
总资产	323.59	517.01	741.43
其他应付款	3.98	6.04	15.23
短期债务	15.40	92.87	135.05
长期债务	3.00	14.00	106.20
总债务	18.40	106.87	241.25
总负债	124.33	303.05	518.71
利息支出	0.95	1.71	4.77
所有者权益	199.26	213.95	222.72
营业总收入	83.94	102.04	139.69
三费前利润	29.80	35.60	55.38
投资收益	1.14	3.00	5.74
EBITDA	41.06	48.72	72.99
经营活动产生现金净流量	17.10	113.62	89.29
投资活动产生现金净流量	-7.87	-13.34	-21.72
筹资活动产生现金净流量	-28.10	-9.28	53.55
现金及现金等价物净增加额	-18.87	91.00	121.12
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	23.81	33.65	34.18
三费收入比（%）	1.09	1.06	4.88
EBITDA/营业总收入（%）	48.92	47.95	52.25
资产负债率（%）	38.42	58.62	69.96
总资本化比率（%）	8.45	33.31	52.00
短期债务/总债务（%）	83.70	86.90	55.98
经营活动净现金流/总债务（X）	0.93	1.06	0.37
经营活动净现金流/短期债务（X）	1.11	122.34	0.66
经营活动净现金流/利息支出（X）	17.97	147.56	18.73
总债务/EBITDA（X）	0.45	2.19	3.31
EBITDA/短期债务（X）	2.67	52.46	0.54
EBITDA 利息倍数（X）	43.15	62.27	15.31

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。

附五：基本财务指标的计算公式

自有资金及现金等价物=货币资金-客户资金存款+结算备付金-客户备付金

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款)/(总资产-代理买卖证券款)

净资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款)/所有者权益(含少数股东权益)

EBIT(息税前盈余)=利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

业务及管理费用率=业务及管理费/营业收入

摊薄的净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/归属于母公司的所有者权益

净资产收益率(母公司口径)=净利润/净资产

总债务=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+期末应付短期融资款+长期借款

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出)

固定资产合计=固定资产+在建工程

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

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。