

# 信用评级公告

联合〔2022〕2631号

联合资信评估股份有限公司通过对申万宏源证券有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持申万宏源证券有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 申证 06”“20 申证 08”“20 申证 10”“20 申证 12”“21 申证 01”“21 申证 02”“21 申证 03”“21 申证 04”“21 申证 05”“21 申证 06”“21 申证 07”“21 申证 08”“21 申证 09”“21 申证 10”“21 申证 11”“21 申证 12”“21 申证 13”“21 申证 14”“21 申证 15”“22 申证 01”“22 申证 02”“22 申证 03”“22 申证 05”“22 申证 06”“21 申证 C1”“21 申证 C2”“21 申证 C3”“21 申证 C4”“21 申证 Y1”“21 申证 Y2”“21 申证 Y3”的信用等级为 AAA，维持“21 申证 D2”“21 申证 D3”“21 申证 D4”“21 申证 D5”“22 申万宏源 CP001”“22 申万宏源 CP002”“22 申万宏源 CP003”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年四月二十七日

# 申万宏源证券有限公司

## 公开发行债券2022年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
申万宏源证券有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 申证 06	AAA	稳定	AAA	稳定
20 申证 08	AAA	稳定	AAA	稳定
20 申证 10	AAA	稳定	AAA	稳定
20 申证 12	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 01	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 02	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 03	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 04	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 05	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 06	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 07	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 08	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 09	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 10	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 11	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 12	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 13	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 14	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 15	AAA	稳定	AAA	稳定
22 申证 01	AAA	稳定	AAA	稳定
22 申证 02	AAA	稳定	AAA	稳定
22 申证 03	AAA	稳定	AAA	稳定
22 申证 05	AAA	稳定	AAA	稳定
22 申证 06	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 C1	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 C2	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 C3	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 C4	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 Y2	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 Y3	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申证 D2	A-1	稳定	A-1	稳定
21 申证 D3	A-1	稳定	A-1	稳定
21 申证 D4	A-1	稳定	A-1	稳定
21 申证 D5	A-1	稳定	A-1	稳定
22 申万宏源 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
22 申万宏源 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定
22 申万宏源 CP003	A-1	稳定	A-1	稳定

### 跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 申证 06	41 亿元	41 亿元	2023/07/27

### 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对申万宏源证券有限公司（以下简称“公司”或“申万宏源”）的跟踪评级反映了其作为全国大型综合性主流证券公司之一，具有很强的股东背景及品牌影响力，业务资质齐全，具备多元化经营的业务体系，分支机构众多，营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队，2021 年监管评级 A 类 AA 级，维持很强的综合实力和良好的风险控制能力。2021 年以来，公司营业收入及利润总额保持增长，盈利能力很强；截至 2021 年末，公司资产流动性较好，资本充足性良好。

同时，联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化，以及市场信用风险上升等因素可能对公司经营带来不利影响。

未来随着资本市场的持续发展、公司各项业务的稳步推进，公司整体竞争实力将进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 申证 06”“20 申证 08”“20 申证 10”“20 申证 12”“21 申证 01”“21 申证 02”“21 申证 03”“21 申证 04”“21 申证 05”“21 申证 06”“21 申证 07”“21 申证 08”“21 申证 09”“21 申证 10”“21 申证 11”“21 申证 12”“21 申证 13”“21 申证 14”“21 申证 15”“22 申证 01”“22 申证 02”“22 申证 03”“22 申证 05”“22 申证 06”“21 申证 C1”“21 申证 C2”“21 申证 C3”“21 申证 C4”“21 申证 Y1”“21 申证 Y2”“21 申证 Y3”的信用等级为 AAA，维持“21 申证 D2”“21 申证 D3”“21 申证 D4”“21 申证 D5”“22 申万宏源 CP001”“22 申万宏源 CP002”“22 申万宏源 CP003”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

### 优势

1. **股东背景很强，股东能够对公司形成较大支持。**公司控股股东申万宏源集团股份有限公司为“A+H”股上市公司，实际控制人为中央汇金投资有限责任公司，股东背景很强，能够在业务资源、资本支持等方面为公司发展给予较大支持。

20 中证 08	32 亿元	32 亿元	2023/09/10
20 中证 10	57 亿元	57 亿元	2023/10/26
20 中证 12	17 亿元	17 亿元	2022/11/16
21 中证 01	25 亿元	25 亿元	2024/04/29
21 中证 02	20 亿元	20 亿元	2031/04/29
21 中证 03	26 亿元	26 亿元	2026/05/24
21 中证 04	20 亿元	20 亿元	2024/05/28
21 中证 05	25 亿元	25 亿元	2031/05/28
21 中证 06	20 亿元	20 亿元	2024/07/21
21 中证 07	30 亿元	30 亿元	2031/07/21
21 中证 08	28 亿元	28 亿元	2024/07/28
21 中证 09	42 亿元	42 亿元	2026/07/28
21 中证 10	30 亿元	30 亿元	2024/08/26
21 中证 11	30 亿元	30 亿元	2031/08/26
21 中证 12	48 亿元	48 亿元	2024/09/09
21 中证 13	10 亿元	10 亿元	2026/09/09
21 中证 14	23 亿元	23 亿元	2023/09/22
21 中证 15	23 亿元	23 亿元	2024/09/22
22 中证 01	50 亿元	50 亿元	2025/01/21
22 中证 02	24 亿元	24 亿元	2032/01/21
22 中证 03	22 亿元	22 亿元	2025/02/23
22 中证 05	35 亿元	35 亿元	2025/03/24
22 中证 06	21 亿元	21 亿元	2027/03/24
21 中证 C1	30 亿元	30 亿元	2024/01/21
21 中证 C2	38 亿元	38 亿元	2024/03/11
21 中证 C3	18 亿元	18 亿元	2023/12/27
21 中证 C4	12 亿元	12 亿元	2024/12/27
21 中证 Y1	20 亿元	20 亿元	/
21 中证 Y2	33 亿元	33 亿元	/
21 中证 Y3	47 亿元	47 亿元	/
21 中证 D2	52 亿元	52 亿元	2022/04/27
21 中证 D3	28 亿元	28 亿元	2022/07/27
21 中证 D4	33 亿元	33 亿元	2022/08/08
21 中证 D5	47 亿元	47 亿元	2022/12/08
22 申万宏源 CP001	20 亿元	20 亿元	2022/06/30
22 申万宏源 CP002	20 亿元	20 亿元	2023/02/16
22 申万宏源 CP003	20 亿元	20 亿元	2023/03/28

注：21 中证 Y1、21 中证 Y2 和 21 中证 Y3 为永续次级债券，在第 5 个和其后的每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回对应债券

评级时间：2022 年 4 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司行业信用评级方法	V3.1.202011
证券公司主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

2. **品牌影响力显著，综合实力领先。**公司拥有在中国资本市场历史悠久的强大品牌，经营规模处于行业前列，业务资质齐全，已形成多元化经营的业务体系，分支机构众多，营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队，2021 年监管评级为 A 类 AA 级。
3. **资本实力很强，资产流动性较好，盈利能力很强。**公司净资产规模行业排名靠前，2021 年以来，公司资产流动性较好，资本充足性良好，融资渠道畅通，盈利能力很强。

#### 关注

1. **公司经营易受环境影响。**经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。
2. **面临短期集中偿付压力。**2021 年以来，公司债务规模逐步增加，且债务兑付主要集中在一年内，面临短期集中偿付压力，需对偿债能力和流动性状况保持关注。

#### 主要财务数据：

项 目	合并口径		
	2019 年	2020 年	2021 年
自有资产（亿元）	2703.49	3520.46	4557.18
自有负债（亿元）	1929.70	2693.13	3502.65
所有者权益（亿元）	773.79	827.32	1054.53
优质流动性资产/总资产（%）	17.52	19.81	18.21
自有资产负债率（%）	71.38	76.50	76.86
营业收入（亿元）	167.68	205.53	246.66
利润总额（亿元）	67.30	94.83	108.48
营业利润率（%）	40.27	46.33	44.18
净资产收益率（%）	7.77	9.94	10.05
净资本（亿元）	567.68	660.54	831.33
风险覆盖率（%）	205.23	163.70	207.06
资本杠杆率（%）	20.08	16.06	13.11
短期债务（亿元）	1135.21	1575.89	1872.49
全部债务（亿元）	1853.02	2558.02	3242.32

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径  
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

#### 主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2022/4/19	陈凝 刘嘉	证券公司行业信用评级方法 (V3.1.202011) 证券公司主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011	<a href="#">阅读全文</a>
AAA	稳定	2020/4/3	寇妙融 余淼 刘彦良	证券公司行业信用评级方法 (2018 年)	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	1
			风险管理	1
			业务经营分析	1
			未来发展	1
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	1
			资本充足性	1
		流动性因素	杠杆水平	3
				2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：陈凝 刘嘉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址：www.lhratings.com

## 声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受申万宏源证券有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

# 申万宏源证券有限公司

## 公开发行债券2022年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于申万宏源证券有限公司(以下简称“公司”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、主体概况

公司系由申银万国证券股份有限公司(以下简称“申银万国”)和宏源证券股份有限公司(以下简称“宏源证券”)合并设立。

申银万国是由原上海申银证券公司和原上海万国证券公司于1996年以新设合并方式设立,设立时注册资本为13.20亿元,是国内最早的一家股份制证券公司;后经历次增资及股权变更,截至2014年末,中央汇金投资有限责任公司(以下简称“中央汇金”)持有申银万国37.19亿股股份,持股比例为55.38%。

宏源证券前身是1993年以社会募集方式设立的新疆宏源信托投资股份有限公司,1994年1月首次向社会公众发行人民币普通股5000万股,于1994年2月2日在深圳交易所上市。2000年9月,其整体改组为宏源证券。截至2014年末,宏源证券注册资本为39.72亿元,中央汇金通过下属子公司中国建银投资有限责任公司持有宏源证券60.02%的股份,为其最终控股股东。

根据中国证券监督管理委员会2014年11月《关于核准申银万国证券股份有限公司发行股票吸收合并宏源证券股份有限公司的批复》(证监许可(2014)1279号)及2015年1月《关于核准设立申万宏源证券有限公司及其2家子公司的批复》(证监许可(2015)95号),申银万国以换股方式吸收合并宏源证券,并以申银万国和宏源证券的全部证券类资产及负债(净资产)设立申万宏源证券有限公司。2015年1月,公司正式开业,注册资本为330.00亿元,原申银万

国变更为投资控股公司,更名为“申万宏源集团股份有限公司”(证券简称“申万宏源”,证券代码“000166.SZ”,以下简称“申万宏源集团”)并于2015年1月在深圳证券交易所上市,原宏源证券人民币普通股股票于当天起终止上市并摘牌。

后历经多次股东增资,截至2021年末,公司注册资本及实收资本均为535.00亿元,申万宏源集团持有公司100.00%股权,为公司控股股东,其所持公司股权不存在质押或其他有争议情况;中央汇金为公司实际控制人(详见附件1-1)。

公司经营范围:许可项目:证券业务;证券投资咨询;证券投资基金销售服务;证券投资基金托管。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动,具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准)。一般项目:证券公司为期货公司提供中间介绍业务。(除依法须经批准的项目外,凭营业执照依法自主开展经营活动)。

截至2021年末,公司及所属证券类子公司共设有证券分公司53家;证券营业部300家,分布于21个省、4个直辖市、4个自治区的129个城市;截至2021年末,公司拥有一级子公司8家:上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“申万研究所”)、申万菱信基金管理有限公司(以下简称“申万菱信”)、申银万国期货有限公司(以下简称“申万期货”)、申银万国投资有限公司(以下简称“申万投资公司”)、申银万国创新证券投资有限公司(以下简称“申万创新投资”)、申万宏源(国际)集团有限公司、申万宏源证券承销保荐有限责任公司、申万宏源西部证券有限公司。截至2021年末,公司合并口径员工总数10774人(含证券经纪人)。公司组织架构图详见附件1-2。

截至2021年末,公司合并资产总额5617.34亿元,其中客户资金存款717.51亿元;负债总额4562.81亿元,其中代理买卖证券款951.95亿

元；所有者权益合计 1054.53 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1038.94 亿元；母公司口径净资产 831.33 亿元。2021 年，公司实现营业收入 246.66 亿元，利润总额 108.48 亿元，净利润 94.58 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 94.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额-430.29 亿元，期末现金及现金等价物净增加额 229.02 亿元。

公司注册地址：上海市徐汇区长乐路 989 号 45 层；法定代表人：杨玉成。

### 三、本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 申证 06	41.00	41.00	2020/07/27	3 年
20 申证 08	32.00	32.00	2020/09/10	3 年
20 申证 10	57.00	57.00	2020/10/26	3 年
20 申证 12	17.00	17.00	2020/11/16	2 年
21 申证 01	25.00	25.00	2021/04/29	3 年
21 申证 02	20.00	20.00	2021/04/29	10 年
21 申证 03	26.00	26.00	2021/05/24	5 年
21 申证 04	20.00	20.00	2021/05/28	3 年
21 申证 05	25.00	25.00	2021/05/28	10 年
21 申证 06	20.00	20.00	2021/07/21	3 年
21 申证 07	30.00	30.00	2021/07/21	10 年
21 申证 08	28.00	28.00	2021/07/28	3 年
21 申证 09	42.00	42.00	2021/07/28	5 年
21 申证 10	30.00	30.00	2021/08/26	3 年
21 申证 11	30.00	30.00	2021/08/26	10 年
21 申证 12	48.00	48.00	2021/09/09	3 年
21 申证 13	10.00	10.00	2021/09/09	5 年
21 申证 14	23.00	23.00	2021/09/22	2 年
21 申证 15	23.00	23.00	2021/09/22	3 年
22 申证 01	50.00	50.00	2022/01/21	3 年
22 申证 02	24.00	24.00	2022/01/21	10 年
22 申证 03	22.00	22.00	2022/02/23	3 年
22 申证 05	35.00	35.00	2022/03/24	3 年
22 申证 06	21.00	21.00	2022/03/24	5 年
21 申证 C1	30.00	30.00	2021/01/21	3 年
21 申证 C2	38.00	38.00	2021/03/11	3 年
21 申证 C3	18.00	18.00	2021/12/27	2 年

21 申证 C4	12.00	12.00	2021/12/27	3 年
21 申证 Y1	20.00	20.00	2021/06/24	(5+N) 年
21 申证 Y2	33.00	33.00	2021/08/19	(5+N) 年
21 申证 Y3	47.00	47.00	2021/11/15	(5+N) 年
21 申证 D2	52.00	52.00	2021/10/27	0.5 年
21 申证 D3	28.00	28.00	2021/10/27	0.75 年
21 申证 D4	33.00	33.00	2021/12/08	0.67 年
21 申证 D5	47.00	47.00	2021/12/08	1 年
22 申万宏源 CP001	20.00	20.00	2022/01/26	0.42 年
22 申万宏源 CP002	20.00	20.00	2022/02/17	1 年
22 申万宏源 CP003	20.00	20.00	2022/03/28	1 年

资料来源：联合资信整理

#### 1. 普通债券

截至 2022 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续期普通债券包括“20 申证 06”“20 申证 08”“20 申证 10”“20 申证 12”“21 申证 01”“21 申证 02”“21 申证 03”“21 申证 04”“21 申证 05”“21 申证 06”“21 申证 07”“21 申证 08”“21 申证 09”“21 申证 10”“21 申证 11”“21 申证 12”“21 申证 13”“21 申证 14”“21 申证 15”“22 申证 01”“22 申证 02”“22 申证 03”“22 申证 05”“22 申证 06”“21 申证 D2”“21 申证 D3”“21 申证 D4”“21 申证 D5”“22 申万宏源 CP001”“22 申万宏源 CP002”“22 申万宏源 CP003”，合计金额 919.00 亿元。

#### 2. 次级债券（不含永续次级债券）

截至 2021 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续期次级债券包括“21 申证 C1”“21 申证 C2”“21 申证 C3”“21 申证 C4”，合计金额 98.00 亿元，清偿顺序位于公司普通债之后、先于公司股权资本。

#### 3 永续债

截至 2021 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续期永续债包括“21 申证 Y1”“21 申证 Y2”“21 申证 Y3”，合计金额 100.00 亿元，均为永续次级债券，清偿顺序在公司的普通债务和次级债务之后，在对应债券第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回对应债券。

#### 四、宏观经济和政策环境分析

##### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021年,我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力,宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度,加大了对中小微企业的支持,保持了市场主体的活跃度;稳健的货币政策灵活精准,货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看,2021年实现了“十四五”良好开局,宏观政策稳健有效。

经初步核算,2021年我国国内生产总值114.37万亿元,按不变价计算,同比增长8.10%,两年平均增长<sup>1</sup>5.11%。分季度来看,GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落,分别为18.30%、

7.90%、4.90%和4.00%。从两年平均增速来看,上半年我国经济稳定修复,一、二季度分别增长4.95%、5.47%;三季度两年平均增速回落至4.85%,主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致;随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进,供给端限电限产的约束有所改善,四季度经济增长有所加快,GDP 两年平均增速小幅回升至5.19%。

三大产业中,第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021年,第一、二产业增加值两年平均增速分别为5.08%和5.31%,均高于疫情前2019年的水平,恢复情况良好;第三产业增加值两年平均增速为5.00%,远未达到2019年7.20%的水平,主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表2 中国主要经济数据

指标名称	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2020、2021年 两年平均
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速(%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速(%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速(%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注:1. GDP 总额按现价计算;2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计;3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率,表中其他指标增速均为名义增长率;4. 城镇失业率统计中,2017年为城镇登记失业率,2018年开始为城镇调查失业率,指标值为期末数

资料来源:联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局,内生增长动能偏弱。消费方面,2021年我国社会消费品零售总额44.08万亿元,同比增长12.50%;两年平均增速3.98%,与疫情前水平

(2019年为8.00%)差距仍然较大,主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面,2021年全国固定资产投资(不含农户)54.45万亿元,同比增长4.90%;

<sup>1</sup>为剔除基数效应影响,方便对经济实际运行情况进行分析判断,文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期计算的几何平

均增长率,下同。

两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

#### 2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。

2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，

各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

#### 就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。

2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 年我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效；积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

## 五、行业分析

公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等，核心业务属证券行业。

### 1. 证券行业概况

近年来股票市场波动较大，债券市场规模持续增长；2020年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动；债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，2018年，经济环境下行叠加不利外部影响导致沪深指数出现较大幅度下跌，投资交易量进一步萎缩；2019年，市场预期回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据证券交易所公布的数据，截至2020年底，上交所和深交所上市的公司合计4154家；股票市场总市值为79.72万亿元，较2019年底增长34.46%；平均市盈率为25.64倍，较2019年增长5.29倍。2020年全部A股成交额为206.02万亿元，同比增长62.37%。截至2020年底，市场融资融券余额为1.62万亿元，较2019年底增长58.84%，其中融资余额占比为91.54%，融券余额占比为8.46%。2020年，上交所和深交所共实际募集资金1.67万亿元，同比增长8.20%；完成IPO、增发、配股和发行优先股的企业分别为396

家、362家、18家和8家；完成可转债和可交债发行的企业分别为206家和41家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双重影响下，债券市场规模不断扩大，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券需求增长。2017年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生；2019年，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020年，债券市场规模持续增长，受疫情以及货币政策影响，市场利率出现大幅波动，5月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据Wind统计，截至2020年底，债券余额为114.30万亿元，较2019年底增长17.72%。债券发行方面，2020年境内共发行各类债券5.03万只，发行额56.89万亿元，同比增长25.90%。2020年境内债券交易总金额为1282.19万亿元。其中，现券交易成交金额为241.09万亿元，回购交易成交金额为893.97万亿元，同业拆借金额为147.13万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020年全国期货市场累计成交额为437.53万亿元，同比增长50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为115.44万亿元，同比增长65.80%，占全国市场份额的26.38%。

图1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

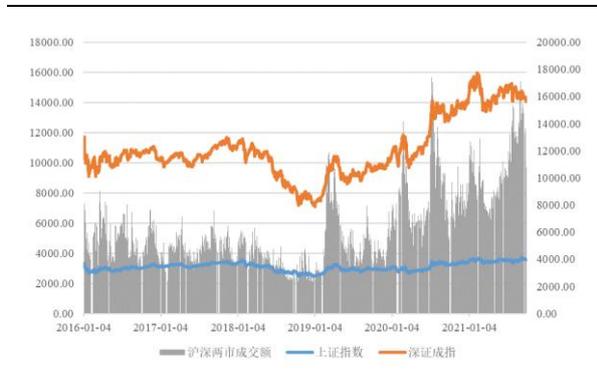
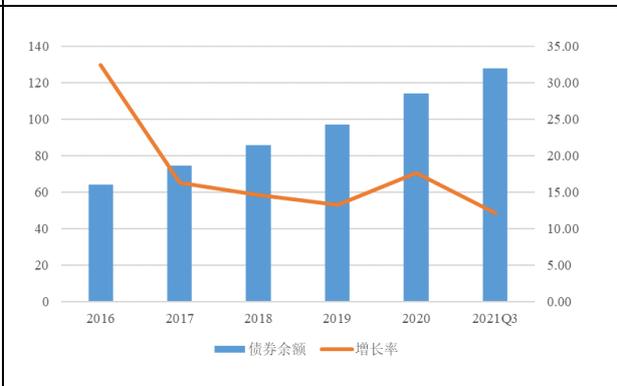


图2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

**多层次资本市场已初步建立并不断完善。**

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019年6月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7月22日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020年6月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。2021年9月，

定位为“服务创新型中小企业的主阵地”的北京证券交易所注册成立，我国资本市场的层次布局不断完善。

**随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020年，证券公司业绩大幅增长。**

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019年以来增幅较大；盈利能力呈现U型走势，2018年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019年和2020年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司收入来源以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表3 证券行业概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 1—9月
证券公司家数(家)	129	131	131	133	139	140
盈利家数(家)	124	120	106	120	127	124
盈利家数占比(%)	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37	88.57
营业收入(亿元)	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79	3663.57
净利润(亿元)	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34	1439.79
总资产(万亿元)	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90	10.31
净资产(万亿元)	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31	2.49
净资本(万亿元)	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82	1.94

资料来源：中国证券业协会

2020年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020年以来涉及证券公司的罚单超过150张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投资银行业务、资产管理业务和自营业务遭到重罚。从业务表现看，

2020年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投资银行仍是收入的主要构成，经纪和投资银行业务收入占比较2019年有所提升。截至2020年底，139家证券公司总资产为8.90万亿元，较2019年底增长22.50%；净资产为2.31万亿元，较2019年底增长14.10%，净资本为1.82万亿元，较2019年底增长12.35%。2020年，139家证券公司实现营业收入4484.79亿元，实现净利润1575.34亿元，分别同比增长24.41%

和 27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有 127 家公司实现盈利。

2021 年前三季度，国民经济稳中向好，证券行业保持增长态势。截至 2021 年 9 月底，140 家证券公司总资产为 10.31 万亿元，较 2020 年底增长 15.84%；净资产为 2.49 万亿元，较 2020 年底增长 7.79%；净资本为 1.94 万亿元，较 2020 年底增长 6.59%。2021 年前三季度，140 家证券公司实现营业收入 3663.57 亿元，实现净利润 1439.79 亿元，分别同比增长 7.00%和 8.51%，经营业绩保持增长态势，其中有 124 家证券公司实现盈利（中国证券业协会统计数据，下同）。

## 2. 行业政策

**在资本市场深化改革背景下，证券公司严监管态势将延续；2020 年以来多项利好政策密集出台，新《证券法》等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。**

2020 年 2 月，《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，国内经济全面修复。

2020 年 3 月，新《证券法》正式实施，加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020 年 6 月，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等文件发布，创业板试点注册制。

2020 年 5 月，《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》发布，证券公司次级债公开发行的放开拓宽了证券公司融资渠道，有助于证券公司降本增效。

2020 年 7 月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。

2021 年 3 月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善了证券公司股东准入和监管的相关要求。

2021 年 4 月，证监会修订《科创属性评价指引（试行）》，新增研发人员占比超过 10%的常规指标，按照支持类、限制类、禁止类分类界定科创板行业领域，建立负面清单制度；在咨询委工作规则中，完善专家库和征求意见制度，形成监管合力；交易所在发行上市审核中，按照实质重于形式的原则，重点关注发行人的自我评估是否客观，保荐机构对科创属性的核查把关是否充分，并做出综合判断。

2021 年 5 月，证监会首批证券公司“白名单”公布，对纳入白名单的证券公司取消部分监管意见书要求，同时对确有必要保留的监管意见书，简化工作流程，从事前把关转为事中事后从严监督检查。后续，证监会将根据证券公司合规风控情况对“白名单”持续动态调整。

2021 年 7 月，中国人民银行公布《证券公司短期融资券管理办法》，自 2021 年 9 月 1 日起开始正式实施。中国人民银行对证券公司发行短期融资券实施宏观管理，可根据货币市场流动性和金融市场运行情况，调整证券公司发行的短期融资券余额与净资本比例上限和最长期限。

2021 年 7 月，证监会发布《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》，强化监管力度，督促证券公司认真履职尽责，更好发挥中介机构“看门人”作用。2021 年 9 月，证监会发布《关于修改〈创业板首次公开发行股票发行与承销特别规定〉的决定》，取消新股发行定价与申购安排、投资风险特别公告次数挂钩的要求；删除累计投标询价发行价格区间的相关规定，由深圳证券交易所在其业务规则中予以明确。沪深证券交易所、中国证券业协会同步完善了科创板、创业板新股发行定价相关业务规则。同月，证监会发布《首次公开发行股票并上

市辅导监管规定》，进一步规范辅导相关工作，积极为稳步推进全市场注册制改革创造条件。

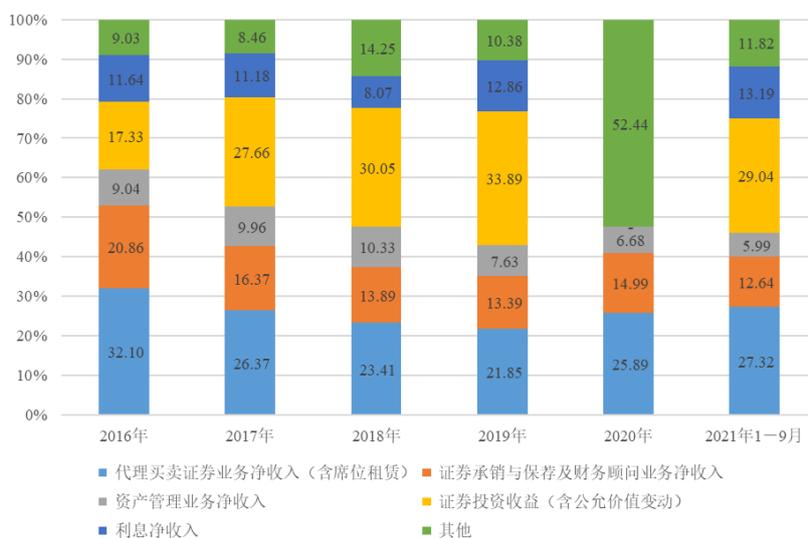
### 3. 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

经纪业务、自营业务和投资银行业务是我国证券公司主要的业务收入来源，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比呈下降态势，

但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2018年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比升至30%以上，投资银行业务和经纪业务收入占比下降。2019年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升。2020年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投资银行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露2020年全行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入  
资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，收入实现存在较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度在2016—2019年持续下降；同时，证券公司客户资金账户非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销的经纪业务模式形成挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉

营销。同时，重塑经纪业务条线组织架构、增加投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比下降24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场

先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。2020年，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10亿元，同比增长47.42%。2021年前三季度，沪深两市成交量190.30万亿元，同比增长20.47%；证券公司实现代理买卖证券业务净收入1000.79亿元（含交易单元席位租赁），同比增长11.19%，证券经纪业务仍具备较强的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，同比增长26.34%。2020年，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10亿元，同比增长47.42%。2021年上半年，沪深两市成交量107.27万亿元，同比增长20.92%；证券公司代理买卖证券业务净收入580.40亿元（含交易单元席位租赁，中国证券业协会统计数据），同比增长10.95%，证券经纪业务仍具备较强的增长动力。

**投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策将为投行业务带来增量。**

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市

场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性。2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2020年以来，A股IPO审核家数及过会率明显提升，2020年，发审委审核IPO家数634家，其中605家通过审核，过会率达95.43%，远高于2019年全年277家审核家数、247家通过家数及89.17%的通过率。2020年，IPO发行规模合计4699.63亿元，发行家数396家，分别同比增长85.57%和95.07%。受再融资新规利好政策影响，2020年，再融资规模8854.34亿元，同比增长26.10%，扭转下降趋势。科创板方面，2020年共有229家科创类公司提交上交所上市委审核，218家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模2262.60亿元。债券市场方面，2020年，证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资，2020年证券公司承销各类债券金额10.05万亿元，同比增长32.09%。基于上述因素，2020年，全行业实现投资银行业务净收入672.11亿元，同比增长39.26%。2021年前三季度，证券公司实现证券承销与保荐业务净收入416.00亿元，同比下降3.61%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2020年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为52.83%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为43.94%。

**自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，该业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险。**

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012年证券公司业务范围和投资方式限制的放宽以及另类投资子公司设立政策的颁布，意味着证券公司自营业务从传统单边投资向

多领域投资、多交易工具的方向转变。2018年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018年债券市场新增43家违约主体，较2017年的9家大幅增加，违约金额达1154.50亿元，系2017年违约金额的3.42倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续2018年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长；同时，2019年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2020年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。2021年前三季度，证券公司实现投资收益（含公允价值变动）1064.04亿元，同比增长4.97%。

**证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。**

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资产管理业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证

券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资产业务有望成为证券公司收入增长点。截至2020年末，证券公司资产管理业务规模为10.51万亿元，较2019年末下降14.48%；2020年，证券公司实现资产管理业务净收入299.60亿元，同比增长8.88%。2021年前三季度，证券公司实现资产管理业务净收入219.62亿元，同比增长3.28%。

**近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2020年融资融券业务大幅增长但风险可控，股票质押业务风险继续化解。**

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为自身业绩的提升作出一定贡献。融资融券业务自2010年3月31日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据，截至2020年末，融资融券余额1.62万亿元，较2019年末增长58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。股票质押业务方面，2018年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股票质押业务风险有所缓解。截至2020年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为5.42%，较年初下降0.79个百分点；控股股东持股质押比例超过80%的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。但目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。截至2021年9月末，沪深两市两融余额为18415.25亿元，较年初增长13.74%。随着两融余额的稳步增长，信用业务利息净收入亦呈增长态势。2021年前三季度，证券公司实现利息净收入483.07亿元，同比增长8.41%。

#### 4. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展,净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。2020年7月,证监会提出,鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段。2020年3月,中信证券股份有限公司完成对广州证券股份有限公司100%股权的并购,进一步稳固了其龙头券商的地位;4月,天风证券已基本完成对恒泰证券29.99%股权的收购;10月,国联证券和国金证券因合并过程中未就核心条款达成一致意见,宣布终止并购,成为继6月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此,证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业“马太效应”的凸显,市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位,弥补自身业务短板,实现跨区域的资源调配。

近年来,证券公司持续补充净资本,2019年,国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市,2020年以来,湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”,中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司、财达证券已实现A股上市,首创证券、信达证券、万联证券、国开证券等证券公司已处于IPO辅导期或已过会阶段。2020年,共计16家上市证券公司完成增发和配股,其中海通证券和国信证券分别增发募资200.00亿元和150.00亿元,招商证券完成配股募资126.83亿元,资本金规模大幅提升,行业内头部效应有所加强。区域竞争方面,部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势,比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019年10月,证监会宣布,自2020年4月1日起,取消证券公司外资股比限制。截至2020年末,中国内地外资控股证券公司已达8家,其

中四家为新设立合资证券公司,系野村东方国际证券有限公司、大和证券(中国)有限责任公司、星展证券(中国)有限公司、摩根大通证券(中国)有限公司,另外4家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司,系瑞银证券有限责任公司、瑞信证券(中国)有限公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司。此外,证监会批准新设金圆统一证券有限公司和甬兴证券有限公司2家国内证券公司,行业竞争进一步加剧。短期来看,国内证券公司拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势,证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限;长期来看,随着证券行业进一步开放,外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内证券公司面临挑战,放宽证券公司外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机,有利于证券行业整体优化。

2019年11月,证监会明确表态要打造“航母级证券公司”,同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面,具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司,也将引导证券公司实现差异化和专业化发展,重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组,证券公司行业市场集中度大幅提高。按2020年末证券公司所有者权益排序,2020年前十大证券公司实现营业收入合计2994.25亿元,净利润995.85亿元,占全行业营业收入和净利润的比重分别为66.76%和63.21%。截至2020年底,前十大证券公司资产总额为5.85万亿元,占全行业总资产的65.70%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过60%,行业集中度较高。

表4 截至2020年末/2020年主要证券公司财务数据 单位:亿元

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37

4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

资料来源: Wind

## 5. 未来动向

随着监管力度的加强, 证券行业严监管态势将延续; 需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

2020年7月, 广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处以“史上最严”的监管措施, 同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管, 监管事件频发, 处罚力度很大, 预计严监管态势将延续。同时, 中央经济工作会议针对2021年资本市场提到“要健全金融机构治理, 促进资本市场健康发展, 提高上市公司质量, 打击各种逃废债行为”, “金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点, 因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点, 对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

证券公司业务转型压力加大, 证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显, 专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向, 兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展的重要主题。

2019年以来, 证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长, 业务转型压力仍较大, 行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是, 2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头, 如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司; 财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系; 东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时, 多家证券公司先后在金融科技领域加大投入, 并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式, 如平安证券、招

商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力, 在创新业务领域获得的先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外, 证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”, 于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且行业内收并购事件已有发生, 这将有助于大型证券公司巩固市场地位, 实现优势互补及自身快速发展, 亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展, 中小证券公司面临竞争将愈加激烈, 走特色化、专业化之路或为其转型方向, 谋求新股东亦或是其发展路径之一, 未来中小证券公司股权变更或增加。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2021年末, 公司注册资本和实收资本均为535.00亿元, 申万宏源集团持有公司100.00%股权, 为公司控股股东, 中央汇金为公司实际控制人。

### 2. 企业规模和竞争力

公司是国内大型综合性证券公司, 品牌历史悠久并具有很强的经营实力。

公司是国内大型综合性证券公司之一, 可为投资者提供综合性的证券金融服务。公司自成立以来, 经历多个市场周期以及监管环境变化, 拥有在中国资本市场历史悠久的强大品牌。

公司资本实力很强, 根据中国证券业协会披露的排名情况(除特别说明外, 排名数据来源

下同), 2018—2020年末, 公司母公司口径净资产分别位居行业第5名、第7名和第6名, 整体规模排名行业前列。截至2021年末, 公司合并资产总额5617.34亿元, 母公司口径净资产831.33亿元。

目前, 公司已形成多元化经营的业务体系。其中, 期货、股权投资、国际业务由子公司进行专业化运营, 有利于综合经营体系的构建和专业能力的形成。公司综合实力领先, 营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队。截至2021年末, 公司拥有证券营业部300家, 分布于21个省、4个直辖市、4个自治区的129个城市, 分支机构数量居行业前列, 全国性的经营网点为公司业务发展提供了很好的平台。公司资管业务、经纪业务和信用交易业务具有很强竞争优势, 2020年上述业务收入行业排名分别为第8名、第8名和第6名<sup>2</sup>。2018—2021年, 公司连续获得证监会分类评级A级以上评级, 体现出公司良好的合规内控水平、很强的资本实力和风险控制能力。

表5 公司主要业绩排名 单位: 名

项目	2018年	2019年	2020年
净资产	5	7	6
营业收入	7	7	8
证券经纪业务收入	7	8	8
客户资产管理业务收入	6	5	8
投资银行业务收入	12	12	14
融资类业务收入	4	5	6
证券投资收入	10	6	6

注: 2019年“客户资产管理业务收入”排名为“资产管理业务收入排名”, 公式为“资产管理业务净收入-资产管理业务月均受托资产总净值\*万分之3”

资料来源: 证券业协会证券公司经营业绩排名情况, 联合资信整理

### 3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码: 913100003244445565), 截至2022年3月8日查询日, 公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录, 联合资信未发现公司存在逾期或违约记录, 履约情况良好。

截至本报告出具日, 联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

截至2021年末, 公司共获得百余家银行的授信, 授信额度合计约4926亿元。其中, 额度前10大的银行授信规模合计约2958亿元, 已使用授信额度约1071亿元, 公司间接融资渠道畅通。

## 七、管理分析

**2021年以来, 公司内部管理制度未发生重大变化, 管理团队有所变更, 但对公司经营管理影响不大; 内控管理整体水平较好, 分类评价处于行业上游水平。**

2021年以来, 公司内部管理及主要制度未发生重大变化; 公司1位董事发生变更; 公司监事会主席在内的3位监事发生变更; 公司副总经理、首席风险官、董事会秘书发生变动, 同时新设执行委员会。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》和《证券公司治理准则》等有关法律、法规的规定, 不断完善法人治理结构, 健全公司治理制度, 增强决策能力, 提高经营管理水平。

受到处罚方面, 2021年3月, 新疆证监局出具了《关于对申万宏源西部证券有限公司库尔勒滨河路证券营业部采取出具警示函措施的决定》。主要内容为: 营业部未采取有效措施严格规范员工执业行为, 对营业部电脑使用情况监督失效, 存在营业部员工使用营业部电脑替客户办理证券交易的情况。2021年4月, 重庆证监局出具了《关于对申万宏源证券有限公司采取出具警示函措施的决定》。主要内容为: 公司重庆分公司负责人王军在任职期间, 存在在其他营利性机构兼职的行为, 公司未及时处置王军的兼职行为并向重庆证监局报告, 反映出公司内部控制不完善、合规管理不到位。2021年6月, 江苏证监局向公司盐城解放北路证券营业部出具了《关于对盐城解放北路证券营业部采取责

<sup>2</sup> 融资类业务收入排名

令改正行政监管措施的决定》。主要内容为：在检查中发现营业部未将融资融券合同交付给客户，未按照相关规定开展融资融券业务；未定期对客户风险承受能力情况进行后续评估，多名客户风险测评过期，且营业部未能及时关注客户风险等级变化情况，也未能根据投资者和产品或者服务的信息变化情况，主动调整投资者分类、产品或者服务分级以及适当性匹配意见，并告知投资者。2021年8月，上海证监局向申万菱信资管子公司出具了《关于对申万菱信（上海）资产管理有限公司采取责令改正措施的决定》。主要内容为：在开展私募资产管理业务过程中，存在部分资产管理合同载明的投资经理与实际履行投资经理职责的人员不符的情况。2021年8月，青岛证监局向青岛海尔路营业部出具了《关于对申万宏源证券有限公司海尔路证券营业部采取责令改正措施的决定》。主要内容为：一是存在营业部前经纪人的笔记本电脑通过营业部无线网络进行证券交易委托的情形，上述证券交易委托涉及其名下多名客户，营业部对此未能及时发现并有效实施管控。二是营业部在为客户办理融资融券业务过程中，存在未填写签署日期及客户信用资金第三方存管业务协议签署、使用不当等情形。2021年9月，云南证监局向云南分公司出具了《关于对申万宏源证券有限公司云南分公司采取出具警示函措施的决定》。主要内容为：云南分公司在营销管理、人员管理、岗位设置、IB业务公示、合同管理、客户资料等六个方面存在不到位的情况。2021年11月，上海证监局向公司出具了《关于对申万宏源证券有限公司采取出具警示函措施的决定》。主要内容为：一是在个别私募资产管理计划运作过程中，在未事先取得投资者同意的情况下投资关联方承销的证券。二是未能将私募资产管理业务和其他业务进行有效隔离。三是存在对不同私募资产管理计划持有的同类资产采用不同估值方法的情形，且个别私募资产管理计划未严格遵守公允估值原则，估值方法不合理。此外，公司个别私募资产管理计划在相关债券已发生实质违约的情况下未及时调整估

值，估值程序存在缺陷。2022年3月，中国证监会上海监管局向公司出具《责令增加合规检查次数事先告知书》，主要内容为：公司与蚂蚁财富（上海）金融信息服务有限公司合作开展线上投资顾问业务时，未独立开展适当性管理，未全面了解投资者情况，未获取客户的住址、职业、财务状况、投资经验、诚信记录等信息，相关信息系统运行不处于公司自身控制范围，未能本地保存客户信息、适当性管理以及相关服务记录等资料。

公司已针对上述处罚事项完成相应整改。

除上述情况外，截至2022年3月末，公司未受到证券监督管理部门出具的其他行政监管措施。

2021年，公司的证监会分类评级结果为A类AA级，内控管理水平保持在较好水平。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**2021年，机构服务及交易业务取代个人金融业务成为公司第一大收入来源，占比上升较快，整体业务结构较均衡；公司营业收入及利润总额持续增长，整体发展势头良好。**

公司业务范围涵盖企业金融、个人金融、机构服务及交易、投资管理四大业务板块。

企业金融业务以企业客户为对象，包括投资银行业务和本金投资业务；其中，本金投资业务由全资子公司申万投资公司和申万创新投资使用自有资金开展投资。个人金融主要向个人及非专业机构投资者提供证券经纪、期货经纪、融资融券、股票质押式融资以及金融产品销售等。机构服务及交易主要包括为证券交易机构提供主经纪商服务、研究咨询、FICC销售及交易、权益类销售及交易和衍生品业务等。投资管理主要包括资产管理、公募基金管理和私募基金管理业务。

2021年，除投资管理业务外，公司其他各类业务均持续增长，公司实现营业收入246.66亿元，同比增长20.01%，高于行业平均水平；受益于此，2021年，公司实现利润总额108.48亿元，同

比增长14.39%。

从收入构成来看，2021年，受益于自营投资业务的较好发展，公司机构服务及交易业务收入规模保持增长，在营业收入中占比上升为42.73%，成为公司第一大收入来源；个人金融收入保持增长，主要系受市场交投活跃影响，经纪业务收入及融资融券业务收入规模增长所致，个人金融业务收入占比有所下降，占比为37.70%，转为公司第二大收入来源；公司企业

金融业务收入规模保持增长，收入主要来自于投资银行业务，2021年企业金融业务实现收入33.90亿元，同比增长46.36%，本金投资业务和投资银行业务收入均有所增长，2021年企业金融业务收入占比为13.74%；2021年投资管理业务实现收入14.39亿元，同比下降23.64%，主要系合并结构化主体形成的其他金融负债利息支出增长所致，在营业收入中占比下降为5.83%。

表 6 公司营业收入结构 单位：亿元、%

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
个人金融	70.05	41.78	88.04	42.83	92.98	37.70
机构服务及交易	64.14	38.25	75.49	36.73	105.39	42.73
企业金融	17.16	10.23	23.16	11.27	33.90	13.74
其中：投资银行	12.53	7.47	14.94	7.27	22.07	8.95
本金投资	4.63	2.76	8.22	4.00	11.83	4.80
投资管理	16.33	9.74	18.84	9.17	14.39	5.83
<b>合计</b>	<b>167.68</b>	<b>100.00</b>	<b>205.53</b>	<b>100.00</b>	<b>246.66</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

## 2. 业务运营

### (1) 企业金融业务

企业金融业务以企业客户为对象，包括投资银行业务和本金投资业务。2021年，企业金融业务实现收入33.90亿元，同比增长46.36%，主要系投资银行业务收入大幅增长所致，企业金融业务收入占营业收入的13.74%，其中投资银行业务收入22.07亿元，本金投资业务收入11.83亿元。

**投资银行业务收入为公司企业金融板块的主要收入来源，2021年，得益于政策红利释放及市场环境的综合影响，投资银行业务收入持续增长，项目储备充足。**

投资银行业务主要包括股权融资、债权融资、财务顾问、并购重组、资产证券化等业务。2021年实现投资银行业务手续费净收入18.01亿元，同比增长26.46%，主要系在资本市场加快改革、提升直接融资占比的政策背景下，公司股票承销业务和债券承销业务持续发展，承销数

量和承销规模均实现大幅增长所致。

近年来，公司投资银行业务积极服务资本市场改革和科技创新国家战略，紧抓市场机遇，全力参与科创板建设，持续加大新项目开拓力度，丰富项目储备，巩固扩大核心客户群。

从股权融资来看，受IPO审核速度加快以及再融资松绑影响，2021年，公司股权融资业务有所发展，完成IPO项目11个，承销金额为110.06亿元；完成再融资项目18个，承销金额235.59亿元。

从债券承销来看，公司承销的债券产品以企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具为主。2021年，公司完成债券承销项目543个，承销金额2835.62亿元，同比增长11.36%，主要系市场环境及公司业务拓展所致。

新三板方面，受市场环境及公司新三板业务数量有所下降，新三板推荐挂牌企业4家。

表7 公司投行业务情况表 单位：个、亿元、家

项目	2019年		2020年		2021年		
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	
股权	IPO	3	31.34	12	75.97	11	110.06
	再融资	10	107.45	15	197.46	18	235.59
	小计	13	138.79	27	273.44	29	345.65
债券承销	701	1549.04	978	2546.30	543	2835.62	
新三板	7	/	5	/	4	/	
财务顾问	4	/	8	/	0	/	
合计	725	1687.83	1018	2819.74	576	3181.27	

注：上表包括 IPO 精选层数据，股权（含精选层）数量、金额为发行日 Wind 查询结果

资料来源：公司提供，联合资信整理

从项目储备情况来看，截至2021年末，公司储备股权类项目共119个，其中IPO已过会待发行4个，在审项目16个；北交所IPO待发行项目1个，在审6个；股权再融资已过会待发行项目6个，在审项目6个；已立项的债权类项目218个；新三板项目79个，公司项目储备充足。

**本金投资业务稳步发展，是企业金融板块的重要补充。**

本金投资业务由公司及其全资子公司申万创新投资和申万投资公司负责运营。

近年来，公司本金投资业务积极与投资银行、资产管理等业务协同合作，共享客户资源，开发优质投资标的。申万创新投资积极布局股权资产，加快从传统债权投资向股权投资业务转型；申万投资公司着力加强与大型集团、上市公司、地方政府等业务合作，大力发展并购基金、产业基金和轻资本股权基金等。2019—2021年末，公司本金投资（不含联营和合营企业投资）规模分别为15.30亿元、17.72亿元和21.24亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长17.82%。

**(2) 个人金融业务**

个人金融业务主要涵盖证券经纪、期货经纪、融资融券、股票质押式融资、金融产品代销和投资顾问等。2021年，个人金融业务实现收入92.98亿元，同比增长5.61%，主要是代理买卖证券业务手续费及佣金净收入增加所致。

**公司分支机构家数众多且布局广泛，经纪业务具有很强竞争力；2021年，公司代理买卖证券业务净收入规模同比变动不大。**

公司证券经纪业务积极把握市场机遇，通过强化科技应用、优化用户体验、加强投顾建设、提升专业服务、推进客户分层、布局风口业务等系列举措，加大客户资产引进和盘活力度，加快推进向财富管理转型。截至2021年末，公司及所属证券类子公司共设有证券分公司53家；证券营业部300家，分布于21个省、4个直辖市、4个自治区的129个城市，分支机构数量众多且布局广泛。

公司经纪业务资格齐全，包括向客户提供股票、基金、债券等代理交易买卖业务。经纪业务主要受市场成交及佣金率影响。2021年代理买卖业务净收入为43.45亿元，同比变动不大。

截至2021年末，公司证券客户托管资产为4.38万亿元，较上年末增长4.91%，市场占有率6.06%，市场占有率较高。

**公司期货经纪业务发展较好，申万期货连续八年获中国证监会期货公司分类评价A类AA级，具有较强竞争优势。**

公司主要通过控股子公司申万期货开展期货经纪业务。

近年来，申万期货抓住期货新品种上市、期货品种国际化和股指期货解绑等契机，以产品化业务、综合金融业务、风险管理业务为抓手持续推进创新业务发展和业务结构、客户结构、收入结构转型。申万期货连续八年获中国证监会期货公司分类评价A类AA级最高评级。截至2021年末，申万期货资产总额为331.59亿元，所有者权益合计为38.73亿元；2021年，申万期货

实现营业收入39.03亿元，净利润3.82亿元。

**公司金融产品销售业务发展较好，处于行业上游水平，但目前收入贡献度一般。**

公司持续加强自有资产管理计划创设及管理，深挖收益凭证潜能，在与基金公司开展权益类公募基金做市服务的同时，推进私募业务，重点发展产品型客户。2021年，公司共销售金融产品3541.47亿元，较上年增长37.04%，其中自行开发金融产品人民币2529.84亿元；代理销售第三方金融产品人民币1011.63亿元；实现代销金融产品净收入4.52亿元。

**公司信用业务规模行业排名前列，具有很强的竞争优势；受市场环境及公司主动控制股票质押式回购业务规模的综合影响，2021年公司信用业务规模略有下降。**

公司开展的信用交易业务包括融资融券、约定购回式证券交易产品、股票质押式回购以及转融通业务。2021年信用业务余额较上年末下降10.53%，主要系融资融券业务规模和股票质押业务规模下降所致。截至2021年末，公司信用业务杠杆率为80.38%。

融资融券业务方面，近年来，申万宏源融资融券业务通过组织与指导分支机构业务推广、强化客户差异化管理，严控业务风险等系列措施，保持了融资融券业务的市场地位。截至2021年末，公司融资融券业务余额为807.48亿元，较上年末下降3.53%，变动不大，主要系融出证券规模下降所致。2021年融资融券实现利息收入54.90亿元，同比增长19.32%，主要系2021年融资融券业务日均加权规模较高所致。

股票质押式回购业务方面，近年来，公司股票质押式融资业务积极应对市场环境变化，通过优化业务制度、严格项目准入、加强集中度管理、开展业务自查、落实贷后管理等系列举措，加强项目风险管理，控规模、调结构、促业务，持续压降股票质押业务规模。截至2021年末，股票质押业务回购余额为84.70亿元，较上年末下降47.10%。2021年，公司股票质押利息收入同比继续下降，主要系业务规模减少所致；期末公司买入返售金融资产减值准备余额为11.32亿元，较年初增长14.46%。

表8 公司信用交易类业务情况 单位：亿元、万户

项目	2019年末/2019年	2020年末/2020年	2021年末/2021年
融资融券客户数目	21.19	21.90	22.45
融资融券余额	525.36	837.02	807.48
融资融券利息收入	35.77	46.01	54.90
股票质押业务回购余额	264.51	160.12	84.70
股票质押业务利息收入	20.96	9.95	5.29

资料来源：公司提供，联合资信整理

### (3) 机构服务及交易业务

机构服务主要为专业机构客户提供主经纪商服务与研究咨询等服务；以及FICC、权益类及权益挂钩类证券交易，并基于此向机构客户提供销售、交易、对冲及场外衍生品服务。

受益于公司自营业务的良好发展，公司机构服务及交易业务收入快速增长；2021年公司实现机构服务及交易业务收入105.39亿元，同比增长39.61%，主要系自营业务投资收入增长所致。

**自营投资收入是机构服务及交易业务的主要收入来源；2021年公司自营投资业务规模很大且仍以债券投资为主，发展情况较好。**

公司自营投资业务主要包括固定收益类、权益类以及衍生品等的投资；由固定收益外汇商品事业部、固定收益销售交易总部、金融创新总部和证券投资总部负责具体业务。2021年，公司自营业务发展较好，实现投资收益（含公允价值损益）99.57亿元，同比增长55.29%，主要系债券、股票等在内的金融资产投资规模增长所致。

固定收益投资方面,近年来,公司持续加大债券投资规模并较好地把握了债券市场行情,投资回报率超过开放式纯债型基金收益率均值。同时,公司逐步完善业务布局,成功获得首批中国金融期货交易所国债期货做市商业资格、上海证券交易所上市基金主做市商业资格等。从债券持仓情况来看,公司投资债券以国债、地方政府债、金融债和公司债、中票为主;债券以AA+以上评级为主。

权益投资方面,公司权益类投资加强大类资产配置,在可交换债券和ABS投资、策略多元化投资、场外衍生品等方面进行了战略布局,积极拓展创新业务,先后取得上海证券交易所沪深300ETF期权主做市商、深圳证券交易所沪深300ETF期权做市商、场外期权交易商资格。

截至2021年末,公司证券投资账面价值合计2988.04亿元,较上年末增长36.34%,各类投资品种均有所增长,以债券、股票、券商资管产品及信托计划、公募基金增长为主。从投资结构来看,公司以固定收益类投资为主,并根据市场行情变化积极调整各类投资的持仓情况;2021

年,公司债券投资规模持续增长,占比有所下降,仍保持在60%左右。公司股票投资规模持续增长,2021年末较上年末大幅增加199.57亿元,2021年末股票投资规模和占比分别为287.60亿元和9.63%。2021年末,公司券商资管产品及信托计划较上年末大幅增长154.16亿元,主要系划入券商资管产品的投资产品规模增长所致,2021年末券商资管产品及信托计划规模和占比分别为171.13亿元和5.73%。2021年末,公募基金投资规模持续增长,占比为12.69%;其他主要是可交债、ABS、定向工具、非券商资管产品和私募基金等,2021年末,其规模保持上升,主要系非券商资产管理计划及私募基金产品投资规模增加所致,2021年末规模和占比分别为424.29亿元和14.20%;理财投资规模及占比很低。

截至2021年末,自营非权益类证券及其衍生品/净资产和自营权益类证券及其衍生品/净资产分别为271.01%和44.99%,得益于公司净资产增幅较大,均较上年末有所下降,均优于监管标准( $\leq 500\%$ 和 $\leq 100\%$ )。

表9 公司证券投资情况 单位:亿元、%

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	1029.53	64.41	1349.53	61.58	1707.32	57.14
股票	18.97	1.19	88.03	4.02	287.60	9.63
理财	1.91	0.12	8.44	0.39	18.65	0.62
券商资管产品及信托计划	23.48	1.47	16.97	0.77	171.13	5.73
公募基金	229.55	14.36	264.6	12.07	379.05	12.69
其他	294.97	18.45	463.99	21.17	424.29	14.20
合计	1598.41	100.00	2191.56	100.00	2988.04	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资产	29.35		52.90		44.99	
自营非权益类证券及其衍生品/净资产	273.71		312.33		271.01	

注:上表包括公司与其他若干家证券公司投资于证金公司设立的专户投资,该专户由证金公司进行统一运作与投资管理,计入其他权益工具投资科目核算

资料来源:公司提供,联合资信整理

### 申万研究所多次获奖,研究实力很强。

公司及控股子公司申万研究所开展研究咨询业务。2021年,申万研究所继续跻身新财富“最具影响力研究机构”“本土金牌研究团队”榜单前列,为业内唯一连续19次上榜两个重量级团体奖项的券商。截至2021年末,申万研究所资产总额为2.82亿元,所有者权益合计为0.79亿

元;2021年,申万研究所实现营业收入4.11亿元,净利润0.002亿元。

### 公司主经纪商服务发展较好,席位租赁业务收入行业排名前列。

公司主经纪商服务涵盖交易席位租赁、PB系统及基金行政服务。

PB业务方面，公司不断规范发展PB交易系统，实现全市场、全品种覆盖；2019—2021末，PB系统的资产规模分别约为1141亿元、2330.66亿元和2692.19亿元。

基金行政服务方面，2021年，公司基金运营服务连续四年通过ISAE 3402国际鉴证，基金托管业务首次通过ISAE 3402国际鉴证。2021年，公司新增公募基金、私募基金、私募资管计划的托管及运营服务624只，新增托管及运营服务规模899.10亿份，同比增长73.21%。在券商托管机构中，公司2021年度新增公募托管数量排名第九；新增私募托管数量排名第十。

席位租赁业务方面，2019—2021年，公司交易单元席位租赁收入分别为4.22亿元、6.92亿元和10.07亿元，逐年增长，2021年席位收入同比增长45.46%。

#### (4) 投资管理业务

投资管理业务包括资产管理、公募基金管理以及私募基金管理等。2021年，公司实现投资管理业务收入14.39亿元，同比下降23.64%，主要系合并结构化主体形成的其他金融负债利息支出增长所致。

**公司资产管理业务具有很强竞争优势，2021年，管理资产规模有所下降，业务结构以定向资管业务为主，但占比不断下降；主动管理业务占比持续提升。**

公司本部资产管理事业部及控股子公司申万菱信、申万期货开展资产管理业务；主要业务包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。2021年公司实现资产管理业务手续费净收入8.24亿元，同比增长7.33%，主要系公司资产管理业务围绕专业化改革和主

动管理能力提升转型所致。

近年来，公司资产管理业务条线积极顺应市场和监管形势变化，围绕专业化改革和主动管理能力提升转型，持续丰富配置策略与产品类型，大力开发“固收+”、FOF类、权益类、量化类产品。产品创设方面，2021年公司新设立集合产品59只，规模合计人民币110亿，其中“固收+”产品规模大幅增长，权益类及FOF类产品增长明显，新增战略配售类产品、国债冲抵期货保证金产品及衍生品产品，产品布局进一步完善；此外，公司积极响应国家战略要求成立“碳中和”及绿色金融主题产品，发行普惠金融产品，首发第一支雪球产品，大集合公募改造产品落地发行。产品业绩方面，2021年公司权益类主动管理产品整体投资业绩超越同期沪深300指数，平均排名分位位居行业前列。资产证券化业务收获多项荣誉。

从管理规模和业务结构来看，截至2021年末，公司资产管理规模较上年末有所下降，主要是受资管新规等政策影响，公司定向业务规模减少所致；业务结构以定向资管为主但占比不断下降，截至2021年末，公司定向管理业务占比为68.54%。从各产品类型来看，2021年末，公司集合产品规模有所增长，定向产品规模持续下降，专项产品规模继续增加。截至2021年末，公司集合产品规模500.41亿元，定向产品规模为1902.26亿元，专项产品规模为372.81亿元。

截至2021年末，公司主动管理占比有所上升，公司主动管理规模1902.33亿元，较上年末增长40.30%，占比为68.54%，较上年末上升30.17个百分点，超过被动管理规模。

表 10 资产管理业务情况表 单位：亿元、%

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年		
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	
产品类型	集合	486.49	9.09	469.94	13.66	500.41	18.03
	定向	4654.02	86.97	2748.86	79.16	1902.26	68.54
	专项	210.65	3.94	253.73	7.18	372.81	13.43
管理方式	主动管理	1748.72	32.68	1355.94	38.37	1902.33	68.54
	被动管理	3602.45	67.32	2116.59	61.63	873.14	31.46
合计	5351.16	100.00	3472.53	100.00	2775.47	100.00	

资料来源：公司提供，联合资信整理

**公司公募基金管理业务发展稳定，对公司盈利形成补充。**

公司主要通过控股子公司申万菱信和参股富国基金管理有限公司（以下简称“富国基金”）开展公募基金管理业务。

2021年，申万菱信新获基金投顾业务试点资格，同时正式获取QDLP创新业务试点资格。2021年，申万菱信基金实现营业收入6.62亿元，净利润1.25亿元。

富国基金积极创新，2021年富国基金取得良好投资业绩，截至2021年末，富国基金资产管理总规模超人民币1.3万亿元，其中公募基金管理规模人民币8897亿元；权益类和固收类基金一年期、三年期整体业绩排名在大型公司中均名列前茅。此外，2021年，富国基金取得基金投顾业务试点资格。

**私募基金管理业务发展稳定，但对公司盈利贡献有限。**

公司主要通过全资子公司申万投资公司开展私募基金管理业务。

近年来，申万投资公司充分发挥公司私募基金管理平台的作用，分层扩张基金管理规模，丰富基金产品线，推进专精特新基金、科创基金、产业基金、并购基金、母基金、定增基金的落地和战略布局，2021年全年新增管理基金规模约55亿元。截至2021年末，申万投资公司总资产为12.91亿元，所有者权益合计为11.12亿元；2021年，申万投资公司实现营业收入0.60亿元，净利润0.17亿元。

### 3. 未来发展

**公司战略目标清晰，定位明确，具有较好发展前景。同时需关注证券市场环境及政策环境变化对公司发展规划带来的不确定影响。**

2021年，根据国家“十四五”规划和公司实际情况，公司研究制定了《申万宏源证券有限公司2021—2025年战略规划纲要》，明确未来坚持一体化、集约化、专业化、国际化、数字化的

总体发展策略，总体发展目标是“成为以证券业务为核心，以高质量发展为主题，以稳中求进为主基调，以投资+投行为特色，金融科技赋能的一流综合金融服务商”。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2020—2021年财务报表，2020年财务数据已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2021年财务数据经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留意见。2019年以来，公司合并范围无较大变化，财务数据可比性很强。

截至2021年末，公司合并资产总额5617.34亿元，其中客户资金存款717.51亿元；负债总额4562.81亿元，其中代理买卖证券款951.95亿元；所有者权益合计1054.53亿元，其中归属于母公司所有者权益1038.94亿元；母公司口径净资产831.33亿元。2021年，公司实现营业收入246.66亿元，利润总额108.48亿元，净利润94.58亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润94.34亿元；经营活动产生的现金流量净额-430.29亿元，期末现金及现金等价物净增加额229.02亿元。

### 2. 资金来源与流动性

**截至2021年末，公司负债规模及债务规模均较快增长，杠杆率持续上升，属较高水平。公司债务结构以短期债务为主，需关注其流动性管理。**

截至2021年末，公司负债总额4562.81亿元，较上年末增长22.99%，主要系随着业务规模的进一步开展，公司融资规模增加所致。公司负债由主要由应付短期融资款（占比为6.49%）、卖出回购金融资产款（占比为29.83%）、代理买卖证券款（占比为20.86%）和应付债券（占比为29.69%）构成。

表 11 公司负债情况 单位：亿元、%

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
<b>负债总额</b>	<b>2761.28</b>	<b>3710.00</b>	<b>4562.81</b>
其中：卖出回购金融资产款	834.37	1026.33	1361.01
代理买卖证券款	718.79	900.71	951.95
应付债券	667.80	932.10	1354.81
应付短期融资款	170.65	405.05	295.94
拆入资金	109.51	44.30	43.67
应付款项	23.20	62.45	163.87
<b>自有负债</b>	<b>1929.70</b>	<b>2693.13</b>	<b>3502.65</b>
<b>全部债务</b>	<b>1853.02</b>	<b>2558.02</b>	<b>3242.32</b>
其中：短期债务	1135.21	1575.89	1872.49
长期债务	717.81	982.12	1369.82
自有资产负债率	71.38	76.50	76.86
净资本/负债（母公司口径）	29.86	25.62	25.58
净资产/负债（母公司口径）	37.05	29.63	30.22

资料来源：公司财务报表和监管报表，联合资信整理

截至 2021 年末，应付短期融资款规模 295.94 亿元，较上年末下降 26.94%，主要系发行的短期融资券和短期公司债券到期兑付所致。

截至 2021 年末，公司卖出回购金融资产款 1361.01 亿元，较上年末增长 32.61%，主要是债券质押式卖出回购业务和质押式报价回购业务规模增加所致，其中债券质押式回购规模占比 82.83%。

截至 2021 年末，应付债券规模为 1354.81 亿元，较上年末增长 45.35%，主要系净新增发行债券规模较大所致。

截至 2021 年末，拆入资金 43.67 亿元，较上年末下降 1.43%，主要系银行拆入资金规模减少所致。

从负债水平来看，2019—2021 年末，公司自有资产负债率分别为 71.38%、76.50% 和 76.86%，杠杆水平持续上升，在证券公司行业属较高水平。

截至 2021 年末，全部债务规模为 3242.32 亿元，较上年末增长 26.75%。公司债务结构以短期债务为主，2019—2021 年末短期债务占比分别为 61.26%、61.61% 和 57.75%。

从有息债务期限结构来看，截至 2021 年末，公司 1 年内偿还债务规模占比为 69.44%，规模较大，需进行较好的流动性管理。

表 12 截至 2021 年末公司有息债务偿还期限结构  
单位：亿元、%

到期日	金额	占比
1 年内	2182.31	69.44
1 年至 5 年	854.88	27.20
5 年以上	105.52	3.36
<b>合计</b>	<b>3142.70</b>	<b>100.00</b>

注：上表口径为有息债务，即全部债务扣除不计息部分，同时对长期借款、应付债券等会计科目中 1 年内到期债务进行重分类，故此表合计数与表 11 所示全部债务存在差异

资料来源：公司提供，联合资信整理

**截至 2021 年末，资产总额随着业务规模扩大而有所增加，以自有资产为主，优质流动性资产占比较高，资产流动性较好、质量较好。**

截至 2021 年末，公司资产总额 5617.34 亿元，较上年末增长 23.80%，主要系受市场交易活跃影响，公司经纪业务客户资金规模维持较高水平，同时自营投资规模大幅增长的综合影响所致。截至 2021 年末，自有资产 4557.18 亿元，较上年末增长 29.45%，占总资产比重为 81.13%，较上年末上升 3.54 个百分点。截至 2021 年末，公司资产以货币资金（占比为 17.91%）、融出资金（占比为 13.58%）、交易性金融资产（占比为 45.48%）、买入返售金融资产（占比为 4.47%）和其他债权投资（占比为 6.61%）为主。根据风控指标监管报表数据，截至 2021 年末，公司优质流动性资产 770.55 亿元，较上年

末增长 16.36%，在总资产中占比 18.21%，公司 资产流动性处于较好水平。

表 13 公司资产情况表 单位：亿元、%

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
<b>资产总额</b>	<b>3535.06</b>	<b>4537.33</b>	<b>5617.34</b>
其中：自有货币资金	168.04	205.81	288.75
融出资金	530.48	742.12	762.97
买入返售金融资产	390.96	266.19	250.89
交易性金融资产	1053.64	1494.66	2554.52
其他债权投资	440.29	572.83	371.25
<b>自有资产</b>	<b>2703.49</b>	<b>3520.46</b>	<b>4557.18</b>
自有资产/资产总额	76.48	77.59	81.13
<b>优质流动性资产</b>	<b>456.37</b>	<b>662.22</b>	<b>770.55</b>
优质流动性资产/总资产	17.52	19.81	18.21

注：优质流动性资产/总资产中分子分母均取自风控指标监管报表；该表中资产科目未剔除第三方在结构化主体中权益部分  
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2021 年末，自有货币资金规模为 288.75 亿元，较上年末增长 40.30%，货币资金主要为人民币存款。

截至 2021 年末，公司融出资金 762.97 亿元，较上年末增长 2.81%，公司对融出资金计提减值准备合计 3.79 亿元。

截至 2021 年末，公司交易性金融资产 2554.52 亿元，较上年末大幅增长 70.91%，其中债券 1410.51 亿元（占比 55.22%）、公募基金 379.05 亿元（占比 14.84%）。公司持有交易性金融资产中 1148.50 亿元用于卖出回购业务和债券借贷业务设定质押，占所投资债券比重的 81.42%，占比较高。

近年来，随着股票质押市场出现风险事件，公司主动收缩股票质押业务，截至 2021 年末，公司买入返售金融资产账面净额 250.89 亿元，较上年末下降 5.75%，其中股票质押式回购业务余额 84.70 亿元，债券质押式回购业务余额 177.51 亿元。截至 2021 年末，买入返售金融资产减值准备余额为 11.32 亿元，规模较大。

截至 2021 年末，其他债权规模为 371.25 亿元，较上年末下降 35.19%，其他债权投资科目中 193.95 亿元债券投资用于卖出回购业务设定质押，38.21 亿元债券投资为债券借贷业务设定质押，质押规模合计 232.17 亿元，占比为 62.54%，占比较高；2021 年末，其他债权投资计提减值准备余额 4.99 亿元。

### 3. 资本充足性

**2021 年，受公司股东增资及利润留存影响，公司所有者权益规模有所增长，所有者权益稳定性一般；净资本规模整体呈上升趋势，各项风险控制指标均符合监管要求，整体资本充足性良好。**

截至 2021 年末，所有者权益合计 1054.53 亿元，较上年末增长 27.46%，主要系利润留存、股东增资以及发行永续次级债所致，其中实收资本 535.00 亿元、未分配利润 218.47 亿元、一般风险准备 111.66 亿元和其他权益工具（2021 年发行三期永续次级债券形成）99.88 亿元，占归属于母公司所有者权益比重分别为 51.49%、21.03%、10.75%和 9.61%，公司所有者权益中未分配利润占比略高，同时其他权益工具占比上升，所有者权益稳定性一般。2021 年，公司分配上年利润 30.13 亿元，在当年净利润占比为 31.85%，利润分配力度一般。

2021 年以来，公司主要通过股东增资、发行次级债券及利润留存的等途径补充资本。截至 2021 年末，净资本为 831.33 亿元，较上年末增长 25.86%，主要系公司实收资本增加使核心净资本增长以及新增发行次级债券补充附属净资本所致，其中核心净资本 623.73 亿元，较上年末增长 8.19%；附属净资本 207.60 亿元，较上年末大幅增长 147.14%，主要系发行永续次级公司债所致。

从主要风控指标来看，截至 2021 年末，公司母公司口径的净资产/总资产指标为 86.64%，较上年末上升 4.04 个百分点；资本杠杆率指标由 2020 年末的 16.06% 下降至 13.11%，主要系投资规模增长导致表内外资产总额大幅增加所

致；各项风险资本准备之和较上年末小幅下降 0.50%；受净资产增幅较大影响，风险覆盖率指标上升至 207.06%，公司以净资产为核心的风险控制指标均远高于行业监管标准。

表 14 公司风险控制指标情况表 单位：亿元、%

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	监管标准	预警指标
核心净资产	544.68	576.54	623.73	--	--
附属净资产	23.00	84.00	207.60	--	--
净资产	567.68	660.54	831.33	--	--
总资产	704.34	763.86	982.20	--	--
各项风险资本准备之和	276.61	403.50	401.48	--	--
风险覆盖率	205.23	163.70	207.06	≥100	≥120
资本杠杆率	20.08	16.06	13.11	≥8	≥9.6
净资产/总资产	80.60	86.47	84.64	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

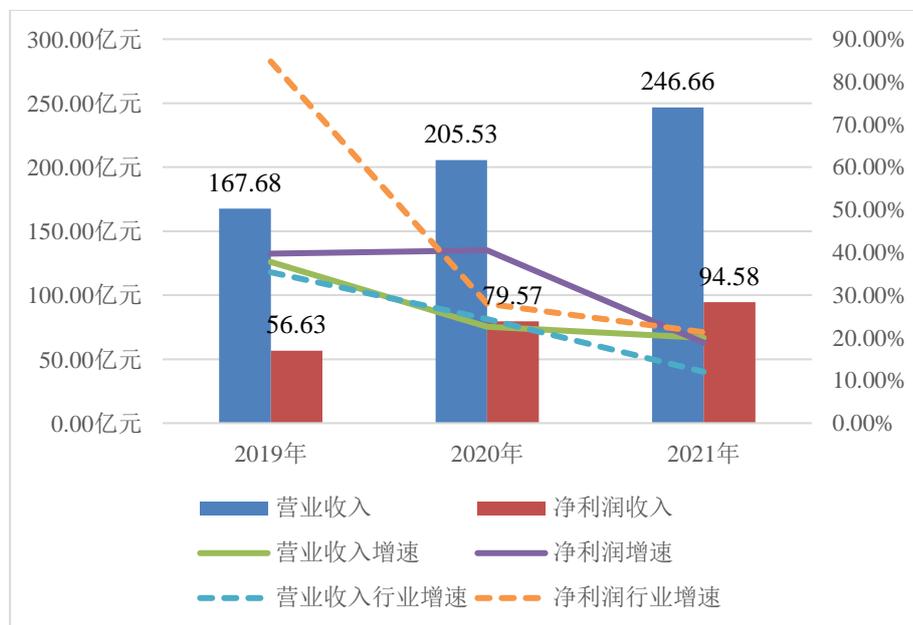
#### 4. 盈利能力

2021 年，公司营业收入和净利润规模均有所增长，盈利水平整体有所提升，盈利能力很强。

2021 年公司实现营业收入 246.66 亿元，同

比增长 20.01%，主要系经纪业务手续费及佣金净收入增长、金融工具投资收益增长及所致，2021 年公司营业收入增幅高于行业平均水平，净利润增幅略低于行业平均水平。

图 5 公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司审计报告、行业公开数据，联合资信整理

从营业支出来看，2021 年，公司营业支出 137.69 亿元，同比增长 24.81%，主要是职工薪酬增加所致。从构成来看，2021 年，公司营业支出中业务及管理费占 72.81%，较上年下降

3.01 个百分点。

从盈利指标来看，综合以上收入和成本费用因素，2021 年，公司实现利润总额 108.48 亿元，净利润 94.58 亿元，同比分别增长 14.39%

和 18.87%。2021 年，公司营业利润率为 44.18%，较上年小幅下降 2.15 个百分点；2021 年公司自有资产收益率为 2.34%；公司净资产收益率为

持续上升趋势，2021 年公司净资产收益率为 10.05%，盈利能力很强且具有较好的盈利稳定性。

表 15 公司盈利指标 单位：%、名

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业费用率	44.35	40.69	40.64
薪酬收入比	33.62	31.44	31.29
营业利润率	40.27	46.33	44.18
自有资产收益率	2.16	2.56	2.34
净资产收益率	7.77	9.94	10.05
净资产收益率排名	13	11	/

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

同行业对比来看，与类似规模证券公司相比，公司表现出良好的经营能力，其中公司盈利

能力略低于平均值，费用控制能力与平均值基本持平，盈利稳定性优于平均值。

表 16 类似规模证券公司 2021 年盈利指标比较 单位：%

企业名称	净资产收益率	营业费用率	盈利稳定性
兴业证券	13.59	42.86	38.47
中国银河证券	11.62	27.35	25.57
华泰证券	9.57	45.57	13.95
<b>平均值</b>	<b>11.59</b>	<b>38.59</b>	<b>26.00</b>
<b>申万宏源</b>	<b>10.05</b>	<b>40.64</b>	<b>18.99</b>

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

## 5. 或有事项

### 公司或有风险较小。

截至 2021 年末，公司无对外担保。

截至本报告出具日，公司作为被告的涉诉案件如下：

2019 年 10 月，公司与苏州中来光伏新材股份有限公司（以下简称“中来光伏”）、泓盛资产管理（深圳）有限公司（以下简称“泓盛资产”）签订《泓盛腾龙 4 号私募证券投资基金基金合同》。中来光伏为基金委托人、泓盛资产为基金管理人，公司为基金托管人。中来光伏认为泓盛资产未按诚实信用、勤勉尽责的原则履行受托人义务；认为公司未尽托管人的相应义务，向上海仲裁委员会申请仲裁，要求（1）泓盛资产赔偿投资本金损失人民币 5000 万元及相关利息损失；（2）公司作为托管人承担连带责任。2021 年 1 月，上海仲裁委员会受理了本案。截至本报告出具日，本案尚未裁决。

2022 年 3 月 4 日，公司收到武汉仲裁委员会仲裁通知书，湖北襄阳农村商业银行股份有限公司（以下简称“襄阳农商行”）因委托理财合同纠纷对公司及资产管理计划托管人提起仲裁。襄阳农商行为公司管理的资产管理计划委托人，因对资产管理计划的运作存在争议，要求公司赔偿本金、预期利息损失及管理费合计 7600 余万元，并要求托管人承担补充责任。2022 年 3 月 15 日，公司收到仲裁通知书，山东莱州农村商业银行股份有限公司（以下简称“莱州农商行”）因资产管理合同纠纷在上海国际经济贸易仲裁委员会对公司提起仲裁。莱州农商行为公司管理的资产管理计划委托人，因对资产管理计划的运作存在争议，要求公司退还委托资金、赔偿投资损失、管理费托管费损失合计人民币 7651.88 万元。截至本报告出具日，以上案件尚未裁决。

## 十、外部支持

公司控股股东申万宏源集团为上市公司，实际控制人为中央汇金，股东背景很强，能为公司发展提供较大支持。

截至 2021 年末，申万宏源集团持有公司 100.00% 股权，为公司控股股东，中央汇金为公司实际控制人。申万宏源集团及中央汇金多元化金融布局为公司业务开展提供了一定资源。

公司控股股东申万宏源集团为“A+H”上市公司，是中央汇金控股的投资控股集团；目前业务已覆盖证券、信托、基金、期货、资管等多个领域。申万宏源集团确立了在我国证券业内历史悠久、多方位、高质量的领先地位；其充分利用“投资控股集团+证券子公司”的双层架构优势，不断巩固和提升证券业务行业地位，并围绕证券业务加强投资业务和多元金融业务布局，打造综合金融服务闭环，积极构建以资本市场业务为核心的金融服务全产业链。申万宏源集团资产规模很大，资本实力很强；截至 2021 年末，申万宏源集团资产总额 6010.11 亿元，所有者权益合计 1070.55 亿元。

在资本补充方面，2018 年至今，申万宏源集团对公司合计增资 205.00 亿元；对公司发展提供了较大支持。

中央汇金是由国家出资设立的国有独资公司，代表国家依法行使对国有商业银行等重点金融企业出资人的权利和义务，其重要股东职责由国务院行使，董事会、监事会成员由国务院任命，对国务院负责。中央汇金控股参股机构包括国家开发银行、中国工商银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、中国光大集团股份公司、中国出口信用保险公司、中国再保险（集团）股份有限公司、申万宏源集团股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、中信建投证券股份有限公司等多家金融机构。中央汇金多元化的金融布局能够为公司的业务开展提

供一定的资源。截至 2021 年 9 月末，中央汇金资产总额为 61200.39 亿元，所有者权益合计 56443.70 亿元；2021 年 1—9 月，中央汇金实现营业总收入 4271.88 亿元，净利润 4146.67 亿元。中央汇金综合实力非常强，能够在品牌、业务协同、资金等方面为公司提供较大支持。

## 十一、本次跟踪债券偿还能力分析

公司各项指标对全部债务的覆盖程度一般；考虑到公司作为中央汇金旗下综合类证券公司，自身资本实力很强，各项业务行业排名靠前，经营竞争力很强以及本次跟踪债券各品种特点，公司对本次跟踪债券偿还能力极强。

### 1. 普通债券和次级债券

截至 2022 年 3 月末，公司存续期普通债券合计金额 1180.00 亿元，存续次级债券（不含永续次级债券）218.00 亿元。

截至 2021 年末，公司全部债务为 3242.32 亿元，所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额未能对公司全部债务完全覆盖，整体看，公司各项指标对全部债务的覆盖程度一般。

表 17 公司债券偿还能力指标

项目	2021 年
全部债务（亿元）	3242.32
所有者权益/全部债务（倍）	0.33
营业收入/全部债务（倍）	0.08
经营活动现金流入额/全部债务（倍）	0.25

注：所有者权益、营业收入、经营活动现金流入额均采用上年度数据  
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

### 2. 永续次级债券

截至 2022 年 3 月末，公司存续期永续次级债券合计金额 100.00 亿元。

联合资信将永续债券计入公司全部债务进行压力测试，截至 2021 年末，公司全部债务为 3342.32 亿元，所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额未能对公司全部债务全部覆盖，整体看，公司各项指标对全部债务的覆盖程度一般。

表 18 公司永续次级债券偿还能力指标

项目	2021 年
全部债务* (亿元)	3342.32
所有者权益*/全部债务 (倍)	0.29
营业收入/全部债务 (倍)	0.07
经营活动现金流入额/全部债务 (倍)	0.24

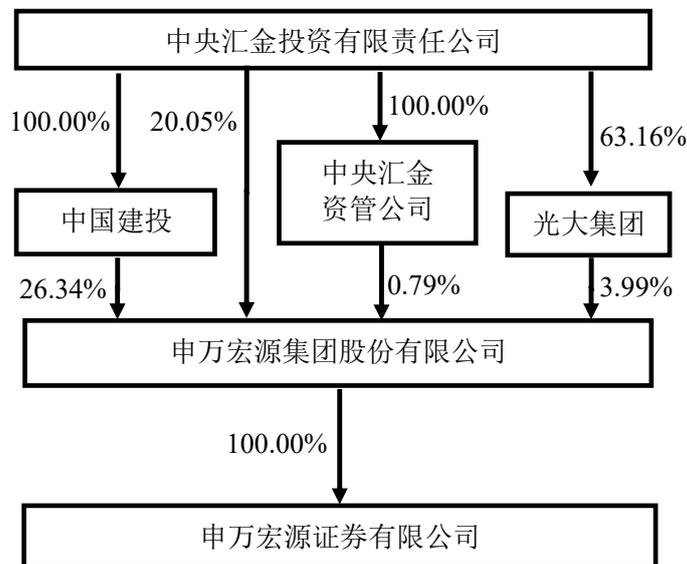
注: 1. 上表中的全部债务为将永续债计入后的金额, 同时所有者权益将永续债剔除; 2. 所有者权益、营业收入、经营活动现金流入额均采用上年度数据

资料来源: 联合资信根据公司年报及公开资料整理

## 十二、 结论

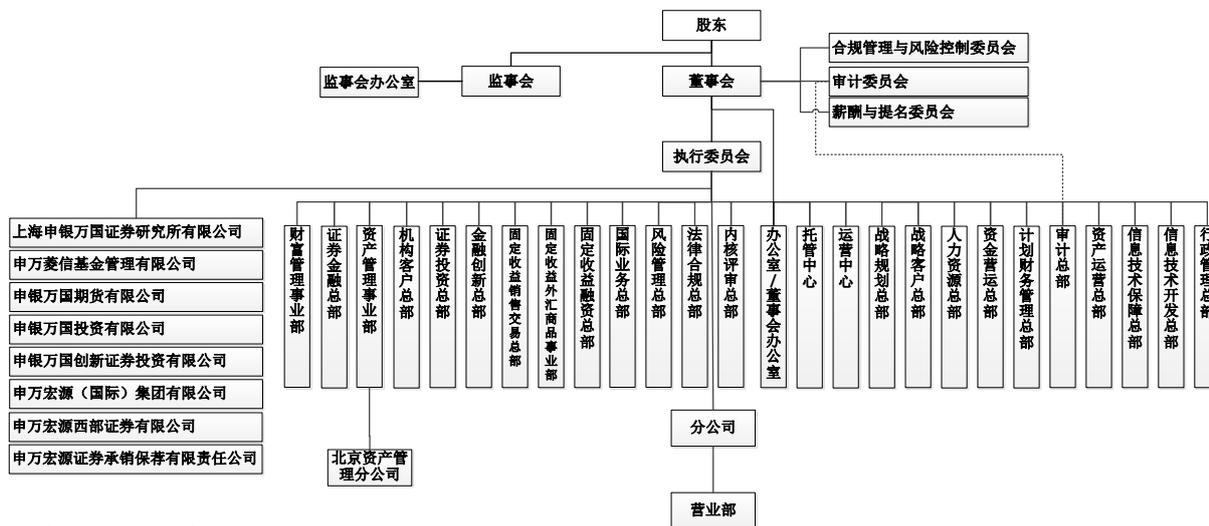
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA, 维持“20申证06”“20申证08”“20申证10”“20申证12”“21申证01”“21申证02”“21申证03”“21申证04”“21申证05”“21申证06”“21申证07”“21申证08”“21申证09”“21申证10”“21申证11”“21申证12”“21申证13”“21申证14”“21申证15”“22申证01”“22申证02”“22申证03”“22申证05”“22申证06”“21申证C1”“21申证C2”“21申证C3”“21申证C4”“21申证Y1”“21申证Y2”“21申证Y3”的信用等级为AAA, 维持“21申证D2”“21申证D3”“21申证D4”“21申证D5”“22申万宏源CP001”“22申万宏源CP002”“22申万宏源CP003”的信用等级为A-1, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年末申万宏源证券有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年末申万宏源证券有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
自有资产 (亿元)	2703.49	3520.46	4557.18
自有负债 (亿元)	1929.70	2693.13	3502.65
所有者权益 (亿元)	773.79	827.32	1054.53
优质流动性资产/总资产 (%)	17.52	19.81	18.21
自有资产负债率 (%)	71.38	76.50	76.86
营业收入 (亿元)	167.68	205.53	246.66
利润总额 (亿元)	67.30	94.83	108.48
营业利润率 (%)	40.27	46.33	44.18
营业费用率 (%)	44.35	40.69	40.64
薪酬收入比 (%)	33.62	31.44	31.29
自有资产收益率 (%)	2.16	2.56	2.34
净资产收益率 (%)	7.77	9.94	10.05
盈利稳定性 (%)	12.82	26.67	18.99
净资本 (亿元)	567.68	660.54	831.33
风险覆盖率 (%)	205.23	163.70	207.06
资本杠杆率 (%)	20.08	16.06	13.11
流动性覆盖率 (%)	232.15	205.07	208.79
净稳定资金率 (%)	142.06	133.71	131.00
信用业务杠杆率 (%)	102.74	109.06	80.38
短期债务 (亿元)	1135.21	1575.89	1872.49
长期债务 (亿元)	717.81	982.12	1369.82
全部债务 (亿元)	1853.02	2558.02	3242.32

资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[ (期初自有资产+期末自有资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动性资产/总资产	优质流动性资产/总资产×100%; 优质流动性资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

注: 短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+融入资金+交易性金融负债+卖出回购金融资产+其他负债科目中的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信金融机构、非金融企业主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表：

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

### 附件 4-3 短期债券信用等级设置及含义

联合资信短期债券信用评级等级划分为四等六级，符号表示为：A-1、A-2、A-3、B、C、D。每一个信用等级均不进行微调。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高，违约概率很低
A-2	还本付息能力较强，安全性较高，违约概率较低
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响，违约概率一般
B	还本付息能力较低，违约概率较高
C	还本付息能力很低，违约概率很高
D	不能按期还本付息

### 附件 4-4 评级展望及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持