

# 信用评级公告

联合〔2022〕3374号

联合资信评估股份有限公司通过对申万宏源集团股份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，确定维持申万宏源集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 申宏 01”“21 申宏 02”“21 申宏 04”“21 申宏 05”“21 申宏 06”“22 申宏 01”“22 申宏 02”的信用等级为 AAA，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：

二〇二二年五月三十日

# 申万宏源集团股份有限公司

## 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
申万宏源集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申宏 01	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申宏 02	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申宏 04	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申宏 05	AAA	稳定	AAA	稳定
21 申宏 06	AAA	稳定	AAA	稳定
22 申宏 01	AAA	稳定	AAA	稳定
22 申宏 02	AAA	稳定	AAA	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
21 申宏 01	15 亿元	15 亿元	2026/03/08
21 申宏 02	5 亿元	5 亿元	2028/03/08
21 申宏 04	30 亿元	30 亿元	2028/07/15
21 申宏 05	5 亿元	5 亿元	2024/08/04
21 申宏 06	25 亿元	25 亿元	2026/08/04
22 申宏 01	18 亿元	18 亿元	2025/03/08
22 申宏 02	12 亿元	12 亿元	2027/03/08

评级时间：2022 年 5 月 30 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司主体信用评级方法	V3.2.202204
证券公司主体信用评级模型（打分表）	V3.2.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对申万宏源集团股份有限公司（以下简称“公司”或“申万宏源”）的跟踪评级反映了其作为以证券业务为核心的“A+H”股上市投资控股集团，具备很强的股东背景及品牌影响力；公司依托“投资控股集团+证券子公司”的架构，已形成多元化经营的业务体系；子公司申万宏源证券有限公司（以下简称“申万宏源证券”）为全国综合性券商之一，行业地位显著，主要业务排名稳居行业第一梯队，连续四年获得A级以上监管评级，具备很强的综合实力和良好的风险控制能力。公司资本实力很强，2021年，公司营业收入及净利润均保持增长，盈利能力保持在较强水平；资产流动性较好，子公司申万宏源证券资本充足性很好。

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、各项业务的稳步推进，公司整体竞争力有望进一步提升。

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“21 申宏 01”“21 申宏 02”“21 申宏 04”“21 申宏 05”“21 申宏 06”“22 申宏 01”“22 申宏 02”的信用等级为AAA，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。**公司实际控制人为中央汇金投资有限责任公司，股东实力很强，能够在业务资源等方面为公司发展给予较大支持。
- 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，子公司申万宏源证券经营规模处于行业前列，业务资质齐全，分支机构众多，其主要业务排名稳居行业第一梯队，连续四年获得A级以上监管评级。
- 3. 2021 年以来，公司经营情况良好，资产流动性和盈利能力较强。**公司为“A+H”上市公司，2021 年以来，整体经营情况良好，盈利能力较强；资产流动性较好，子公司申万宏源证券资本充足性很好。

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	2
			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
			杠杆水平	3
		流动性因素	流动性因素	2
			调整因素和理由	
—				—

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

关注

- 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。2022 年一季度，受证券市场行情转弱影响，公司营业收入和净利润均同比大幅下降。
- 负债水平较高，面临一定短期集中偿付压力。**2021 年以来公司债务规模逐步增加，负债水平较高，且债务期限主要集中在一年内，面临一定短期集中偿付压力，需对其流动性状况保持关注。

主要财务数据：

公司合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	3885.37	4911.24	6010.11	6198.63
负债总额（亿元）	3037.06	4010.34	4939.57	5119.01
所有者权益（亿元）	848.31	900.91	1070.55	1079.62
归属于母公司所有者权益（亿元）	832.06	884.65	952.22	960.97
短期债务（亿元）	1135.05	1560.48	1813.28	1944.42
全部债务（亿元）	2064.55	2752.13	3429.36	3584.93
营业总收入（亿元）	245.93	294.09	343.07	48.30
投资收益（亿元）	57.09	58.87	119.22	1.11
利润总额（亿元）	69.27	93.48	110.79	11.39
EBITDA（亿元）	152.88	182.54	218.66	/
筹资前净现金流（亿元）	25.15	-295.93	-87.77	34.72
营业利润率（%）	28.26	31.92	32.44	23.74
净资产收益率（%）	7.44	9.01	9.67	1.05
资产负债率（%）	78.17	81.66	82.19	82.58
全部债务资本化比率（%）	70.88	75.34	76.21	76.85
EBITDA 利息倍数（倍）	1.96	2.20	2.16	/
全部债务/EBITDA（倍）	13.50	15.08	15.68	/
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	846.83	835.25	840.71	/
所有者权益（亿元）	587.22	584.50	589.14	/
全部债务（亿元）	257.42	249.46	249.92	/
营业收入（亿元）	24.61	17.41	32.35	/
投资收益（亿元）	23.57	22.11	36.86	/
利润总额（亿元）	20.43	15.90	30.14	/
净资产收益率（%）	3.78	2.96	5.06	/
资产负债率（%）	30.66	30.02	29.92	/
全部债务资本化比率（%）	30.48	29.91	29.79	/

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币，财务数据均指合并口径；3. 2022 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化

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	2022/4/18	陈凝 刘嘉	<a href="#">证券公司行业信用评级方法 (V3.1.202011)</a> <a href="#">证券公司主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA	稳定	2020/12/14	陈凝 姚雷	<a href="#">证券公司行业信用评级方法 (V3.1.202011)</a> <a href="#">证券公司主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011</a>	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；评级报告无链接为非公开项目

## 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集团股份有限公司（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

# 申万宏源集团股份有限公司

## 公开发行债券 2022 年信用评级报告

### 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”)关于申万宏源集团股份有限公司(以下简称“公司”或“申万宏源”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

公司前身系申银万国证券股份有限公司(以下简称“申银万国”)。申银万国是由原上海申银证券有限公司与原上海万国证券公司于 1996 年新设合并而组建成立的股份制证券公司,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。

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股份有限公司(以下简称“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)设立全资证券子公司申万宏源证券有限公司(以下简称“申万宏源证券”)。公司更名为“申万宏源集团股份有限公司”,并于 2015 年 1 月迁址新疆维吾尔自治区。2015 年 1 月,公司发行的普通股股票在深圳证券交易所挂牌交易,证券简称“申万宏源”,证券代码“000166.SZ”,本次合并重组完成后,公司的注册资本增加为 148.57 亿元。

经多次增资及股权变动,截至 2018 年 1 月末,公司股本为 225.36 亿元。2019 年 4 月,公司发行的境外上市外资股(H 股)在香港联交所主板挂牌并开始上市交易。本次共发行 H 股

25.04 亿股,公司股本增加至 250.40 亿股。公司 H 股股票中文简称“申万宏源”,英文简称“SWHY”,H 股股份代号“6806.HK”。

截至 2022 年 3 月末,公司注册资本及实收资本均为 250.40 亿元,中国建银投资有限责任公司(以下简称“中国建投”)持有公司 26.34% 股权,为公司控股股东,其所持公司股权不存在质押或冻结;中央汇金持有中国建投 100.00% 股权,中央汇金为公司实际控制人。

公司经营范围:投资管理、实业投资、股权投资、投资咨询、房屋租赁。(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)

截至 2021 年末,公司拥有 6 家一级子公司,分别为:申万宏源证券、申万宏源产业投资管理有限责任公司(以下简称“申万宏源产业投资”)、申万宏源投资有限公司、宏源期货有限公司(以下简称“宏源期货”)、宏源汇富创业投资有限公司(以下简称“宏源汇富”)、宏源汇智投资有限公司(以下简称“宏源汇智”);公司组织架构图详见附件 1-2。截至 2021 年末,公司合并口径员工总数 11440 人(含证券经纪人 1001 人)。

截至 2021 年末,公司合并资产总额 6010.11 亿元;负债总额 4939.57 亿元,其中代理买卖证券款 1047.38 亿元;所有者权益合计 1070.55 亿元,其中归属于母公司所有者权益 952.22 亿元;申万宏源证券母公司口径净资本 831.33 亿元。2021 年,公司合并口径实现营业收入 343.07 亿元,利润总额 110.79 亿元,净利润 95.35 亿元,其中,归属于母公司所有者的净利润 93.98 亿元;经营活动产生的现金流量净额-408.18 亿元,现金及现金等价物净增加额 228.62 亿元。

截至 2022 年 3 月末,公司合并资产总额 6198.63 亿元;负债总额 5119.01 亿元,其中代理买卖证券款 1082.79 亿元;所有者权益 1079.62

亿元，其中归属于母公司所有者权益 960.97 亿元。2022 年 1—3 月，公司合并口径实现营业收入 48.30 亿元，利润总额 11.39 亿元，净利润 11.27 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 10.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 85.84 亿元，现金及现金等价物净增加额 103.08 亿元。

公司注册地址：中国新疆乌鲁木齐市高新区北京南路 358 号大成国际大厦 20 楼 2001 室；法定代表人：黄昊。

### 三、本次跟踪债券概况

本次跟踪债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，应于跟踪期内付息的债券已在付息日正常付息。

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
21 申宏 01	15.00	15.00	2021/03/08	5 年
21 申宏 02	5.00	5.00	2021/03/08	7 年
21 申宏 04	30.00	30.00	2021/07/15	7 年
21 申宏 05	5.00	5.00	2021/08/04	3 年
21 申宏 06	25.00	25.00	2021/08/04	5 年
22 申宏 01	18.00	18.00	2022/03/08	3 年
22 申宏 02	12.00	12.00	2022/03/08	5 年

资料来源：联合资信整理

公司由联合资信评级的存续期普通债券包括“21申宏01”“21申宏02”“21申宏04”“21申宏05”“21申宏06”“22申宏01”“22申宏02”“22

申宏03”“22申宏04”，合计金额150.00亿元。

### 四、宏观经济和政策环境

#### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速<sup>1</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 1 中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27

<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 2021 年两年平均增速为以 2019

年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

**需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。**消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

**CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。**2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

**社融总量扩张，财政前置节奏明显。**2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长

10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入

入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

## 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。**

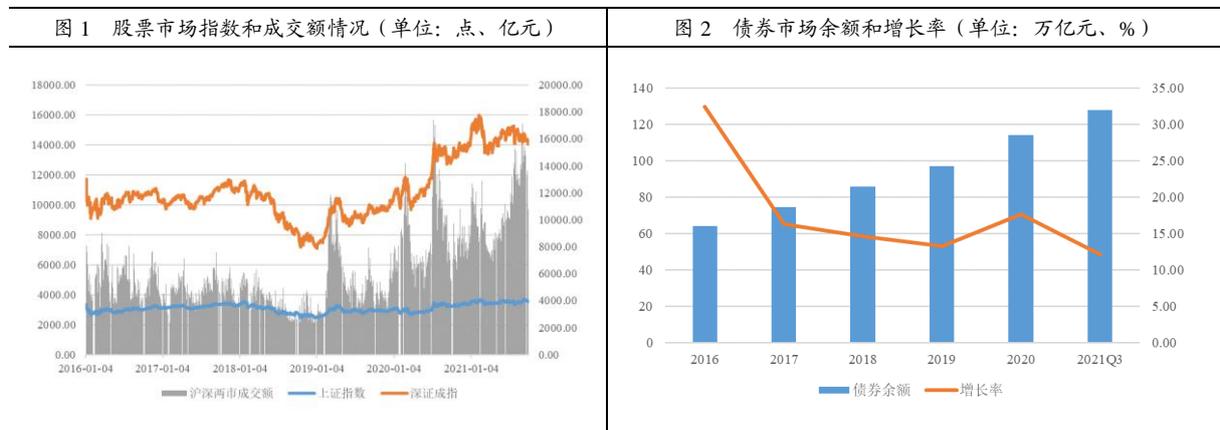
近年来，股票市场震荡加剧，2018 年，经济环境下行叠加不利外部影响导致沪深指数出现较大幅度下跌，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020 年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据证券交易所公布的数据，截至 2020 年底，上交所和深交所上市的公司合计 4154 家；股票市场总市值为 79.72 万亿元，较 2019 年底增长 34.46%；平均市盈率为 25.64 倍，较 2019 年增长 5.29 倍。2020 年全部 A 股成交额为 206.02 万亿元，同比增长 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%。



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。

**随着证券市场规模的逐步扩大，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；净利润呈现 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 2 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

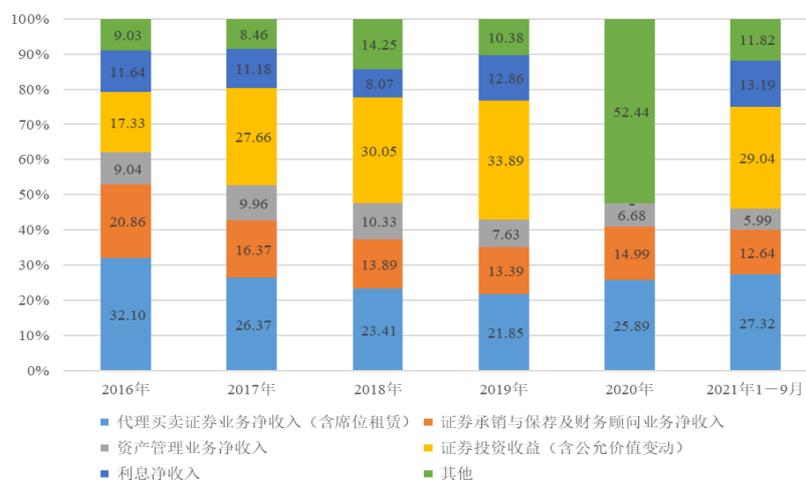
市辅导监管规定》,进一步规范辅导相关工作,积极为稳步推进全市场注册制改革创造条件。

### 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年全年行业证券投资收益(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。

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，该类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3 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2022年3月末，中国建投持有公司26.34%股权，为公司控股股东，中央汇金持有中国建投100.00%股权，中央汇金为公司实际控制人。

### 2. 企业规模及竞争力

公司作为大型上市集团企业，资本实力很强，2021年以来，子公司申万宏源证券继续保持很强的行业竞争力。

公司作为一家“A+H”股的上市投资控股集团，资本实力很强，截至2021年末，公司所

所有者权益为1070.55亿元。公司以证券业务为核心，依托“投资控股集团+证券子公司”的架构，为客户提供多元化的金融产品及服务。

全资子公司申万宏源证券是全国大型综合性证券公司之一，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；其综合实力领先，资本实力很强，净资产、营业收入及多项业务排名稳居行业第一梯队。截至2021年末，申万宏源证券拥有证券营业部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。2018—2021年，申万宏源证券连续获得证监会分类评级A级以上评级，体现出其良好的合规内控水平、很强的资本实力和风险控制能力。

表4 申万宏源证券主要业绩排名 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（统一社会信用代码：91650000132278661Y），截至2022年4月14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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2021年末，公司及其子公司与包括大型国有银行及股份制银行在内的多家同业成员建立了授信关系，并获得授信额度5144.00亿元，其中前十大银行授信额度合计3041.00亿元，

已使用额度合计1116.00亿元。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，因换届，董事、监事和高级管理人员发生较大变动，对公司日常经营管理影响较小，内控管理整体水平较高。**

2021年以来，公司内部管理及主要制度未发生重大变化。管理人员变动方面，2021年公司董事会、监事会、高级管理层变动较大，主要由正常换届选举产生，对公司日常经营管理影响较小。

公司为上市控股集团，下设6家一级子公司，总部设置董事会办公室、监事会办公室、总经理办公室、战略管理部、计划财务部、人力资源部、法务风控部、稽核审计部等部门，母、子公司法人独立，建立了相适应的授权管理机制，子公司结合所面临的监管环境、自身定位和经营实际，建立了较完备的决策系统、执行系统和监督反馈系统，并按照相互制衡的原则设置内部机构，公司整体法人治理机制运行较好。

受到监管措施方面，2021年以来，申万宏源证券及其子公司和分支机构共收到8项监管措施，相关问题均已按照监管部门的要求进行了整改：①申万宏源西部证券有限公司库尔勒滨河路证券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；②申万宏源证券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，申万宏源证券未及时处置王军的兼职行为并向重庆证监局报告；③申万宏源证券盐城解放北路证券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；④申万宏源证券子公司申万菱信（上海）资产管理有限公司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；⑤申万宏源证券青岛海尔路营业部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；⑥申万宏源证券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；⑦申万宏源证券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；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；⑧申万宏源证券与蚂蚁财富（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申万宏源证券自身控制范围，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。

2021年，子公司申万宏源证券的证监会分类评级结果维持A类AA级，其内控管理水平保持在较好水平。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

公司业务涉及企业金融、个人金融、机构服务及交易、投资管理四大板块，2021年，机构服务及交易业务收入规模及占比有所提升，为公司第一大收入来源；公司营业收入及利润总额整体保持增长，业务发展良好。2022年一季度，受证券市场行情转弱因素影响，公司营业收入和净利润均同比大幅下降。

公司业务以证券业务为核心，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，其中，申万宏源证券业务在各业务板块均有涉及且占比很高；公司其他子公司业务主要集中在企业金融、机构服务及交易板块。

表 5 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
企业金融	22.93	9.33	22.65	7.70	35.99	10.49
其中：投资银行	11.93	4.85	14.93	5.08	21.98	6.41
本金投资	11.00	4.47	7.72	2.63	14.01	4.08
个人金融	72.34	29.41	90.07	30.63	96.60	28.16
机构服务及交易	133.99	54.48	162.03	55.10	195.70	57.04
投资管理	16.67	6.78	19.34	6.58	14.79	4.31
合计	245.93	100.00	294.09	100.00	343.07	100.00

资料来源：公司年报、公司提供，联合资信整理

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，本金投资包括股权投资、债权投资、其他投资等。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销售及交易和权益类销售及交易等。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，公司营业收入343.07亿元，同比增长16.66%，主要系证券市场交易活跃使代理买卖证券业务手续费及佣金净收入增加及融资融券业务收入增加从而导致个人金融业务收入增长，投资银行业务收入增长及自营投资业务收入增长导致机构服务及交易业务收入增长所致。2021年公司实现利润总额110.79亿元，同比增长18.51%。

从收入结构来看，2021年，机构服务及交易业务收入增长较快且为公司第一大收入来源，占比为57.04%，个人金融业务为公司重要收入来源，占比为28.16%；企业金融和投资管理业务对收入贡献度一般。

2022年1—3月，公司营业收入48.30亿元，同比下降44.16%，实现净利润为11.27亿元，同比下降54.04%，主要系受证券市场行情影响，投资收益大幅下降所致。

## 2. 申万宏源证券

### (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申万宏源证券第一大收入来源，占比上升较快，申万宏源证券整体业务结构较均衡；申万宏源证券营业收入及利润总额持续增长，整体发展势头良好。**

申万宏源证券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，申万宏源证券其他各类业务均持续增长，申万宏源证券实现营业收入246.66亿元，同比增长20.01%，高于行业平均水平；受益于此，2021年，申万宏源证券实现利润总额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，申万宏源证券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%，成为申万宏源证券第一大收入来源；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%，转为申万宏源证券第二大收入来源；申万宏源证券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 申万宏源证券营业收入结构 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：申万宏源证券财务报表、公司提供，联合资信整理

## (2) 业务运营

### 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申万宏源证券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，申万宏源证券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，申万宏源证券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，申万宏源证券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，申万宏源证券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，申万宏源证券完成债券承销项目543个，承销金额2835.62亿元，同比增长11.36%，主要系市场环境及申万宏源证券业务拓展所致。

新三板方面，受市场环境及影响，2021年，申万宏源证券新三板业务数量有所下降，新三板推荐挂牌企业4家。

表7 申万宏源证券投行业务情况表 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
	<b>小计</b>	<b>13</b>	<b>138.79</b>	<b>27</b>	<b>273.44</b>	<b>29</b>	<b>345.65</b>
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	/	
<b>合计</b>	<b>725</b>	<b>1687.83</b>	<b>1018</b>	<b>2819.74</b>	<b>576</b>	<b>3181.27</b>	

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，申万宏源证券储备股权类项目共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，申万宏源证券项目储备充足。

**申万宏源证券本金投资业务稳步发展，是企业金融板块的重要补充。**

本金投资业务由申万宏源证券及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，申万宏源证券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，申万宏源证券本金投资（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%。

### 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。

**申万宏源证券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，申万宏源证券代理买卖证券业务净收入规模同比变动不大。**

申万宏源证券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，申万宏源证券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。

申万宏源证券经纪业务资格齐全，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，申万宏源证券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。

**申万宏源证券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。**

申万宏源证券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。

**申万宏源证券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。**

申万宏源证券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，申万宏源证券共销售金融产品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。

**申万宏源证券信用业务规模行业排名前列，具有很强竞争优势；受市场环境及申万宏源证券主动控制股票质押式回购业务规模的综合影响，2021年，申万宏源证券信用业务规模略有下降。**

申万宏源证券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，申万宏源证券信用业务杠杆率为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，申万宏源证券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，申万宏源证券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，申万宏源证券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；期末申万宏源证券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 申万宏源证券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

注：利息收入为申万宏源证券合并报表口径  
资料来源：公司提供，联合资信整理

### 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。

受益于申万宏源证券自营业务的良好发展，申万宏源证券机构服务及交易业务收入快速增长；2021年申万宏源证券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，申万宏源证券自营投资业务规模很大且仍以债券投资为主，实现了较好的投资收益。**

申万宏源证券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，申万宏源证券自营业务发展较好，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，申万宏源证券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，申万宏源证券逐步完善业务布局，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，申万宏源证券投资债券以国债、地方政府债、金融债和公司债、中票为主；债券以AA<sup>+</sup>以上评级为主。

权益投资方面，申万宏源证券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，申万宏源证券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，申万宏源证券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，申万宏源证券债券投资规模持续增长，占比有所下降，仍保持在60%左右。申万宏源证券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，申万宏源证券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%，得益于申万宏源证券净资产增幅较大，均较上年末有所下降，均优于监管标准（≤500%和≤100%）。

表9 申万宏源证券证券投资情况 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	55.96
股票	18.97	1.19	88.03	4.02	287.60	9.43
理财	1.91	0.12	8.44	0.39	18.65	0.61
券商资管产品及信托计划	23.48	1.47	16.97	0.77	171.13	5.61
公募基金	229.55	14.36	264.6	12.07	379.05	12.42
其他	294.97	18.45	463.99	21.17	487.27	15.97
<b>合计</b>	<b>1598.41</b>	<b>100.00</b>	<b>2191.56</b>	<b>100.00</b>	<b>3051.02</b>	<b>100.00</b>
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：上表包括申万宏源证券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，计入其他权益工具投资科目核算

资料来源：申万宏源证券审计报告，联合资信整理

#### 申万研究所多次获奖，研究实力很强。

申万宏源证券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。

#### 申万宏源证券主经纪商服务发展较好，席位租赁业务收入行业排名前列。

申万宏源证券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，申万宏源证券不断规范发展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，申万宏源证券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，申万宏源证券新增公募基金、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，申万宏源证券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，申万宏源证券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%。

### 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，申万宏源证券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。

**申万宏源证券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，转型效果显著。**

申万宏源证券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年申万宏源证券实现资产管理业务手续费净收入8.24亿元，同比增长7.33%，主要系申万宏源证券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，申万宏源证券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年申万宏源证券新设立集合产品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，申万宏源证券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年申万宏源证券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，申万宏源证券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，申万宏源证券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，申万宏源证券定向管理业务占比为68.54%。从各产品类型来看，2021年末，申万宏源证券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，申万宏源证券集合产品规模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，申万宏源证券主动管理占比有所上升，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 申万宏源证券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

申万宏源证券公募基金管理业务发展稳定，对申万宏源证券盈利形成补充。

申万宏源证券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,但对申万宏源证券盈利贡献有限。**

申万宏源证券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申万宏源证券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. 其他子公司

**其他子公司业务规模不大,整体经营稳定。**

截至2021年末,除申万宏源证券外,公司拥有一级子公司5家,均为全资子公司,包括申万宏源产业投资、申万宏源投资有限公司、宏源期货、宏源汇富、宏源汇智。其中,宏源期货主要经营期货业务,宏源汇富和宏源汇智主要从事固定收益类及股权类投资业务,申万宏源产业投资主要从事股权基金管理、股权投资,申万宏源投资有限公司未开展业务;子公司业务规模不大,整体经营稳定。

表 11 截至 2021 年末公司主要其他子公司情况表 单位:亿元

序号	企业名称	实收资本	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
1	宏源汇富创业投资有限公司	5.00	5.48	5.06	0.33	-0.38
2	宏源汇智投资有限公司	20.00	56.57	22.47	2.86	1.33
3	宏源期货有限公司	10.00	161.99	15.39	93.09	1.83
4	申万宏源产业投资管理有限责任公司	2.00	2.94	2.16	0.16	0.15

资料来源:公司提供,联合资信整理

### 4. 未来发展

**公司经营计划清晰,定位明确,符合自身特点和未来发展的需要,同时需关注宏观经济环境及政策的调整对公司发展带来的不确定性影响。**

公司致力于成为以资本市场为依托、以证券业务为核心、以“投资+投行”为特色,金融科技赋能的综合金融服务商。公司坚持以客户为中心,全面推动证券业务转型和创新,积极构建投资业务与投行业务的一体化发展模式,不断健全综合金融服务体系。公司将稳步推进轻资本业务与重资本业务、境内业务与境外业务的均衡发展,在稳定优势业务基本盘的基础上,积极推进经纪业务向财富管理转型、投行

业务向全生命周期资本市场服务转型、机构业务向综合服务转型、资管业务向主动管理转型、证券交易业务向非方向投资转型。公司将全面转型数字化、深入推进平台化、积极部署智能化,提升金融科技在客户服务、业务创新、经营管理方面的应用水平。

未来,公司将依托资本市场,围绕“投资+投行”战略要求,不断强化区域聚焦、行业聚焦和客户聚焦,着力提升机构化投资能力,构建综合金融服务生态圈;夯实基础管理,优化完善投资管理模式及配套运行机制,加强全面风险管理体系建设,完善集团化管控体系;做好上市公司规范化运作,强化公司治理的开放性、功能性。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2019—2021年和2022年一季度财务报表，2019—2020年财务报表经毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)审计，2021年财务报表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，2022年一季度财务报表未经审计(无母公司报表)。

公司自2019年初起执行了财政部2018年度修订的《企业会计准则第21号——租赁》，对财务报表影响不大。

从合并范围来看，2020年、2021年和2022年一季度公司均无新纳入合并范围的重要子公司。整体看，公司财务数据可比性较强。

截至2021年末，公司合并资产总额6010.11亿元；负债总额4939.57亿元，其中代理买卖证券款1047.38亿元；所有者权益合计1070.55亿元，其中归属于母公司所有者权益952.22亿元；申万宏源证券母公司口径净资本831.33亿元。2021年，公司合并口径实现营业收入343.07亿元，利润总额110.79亿元，净利润95.35亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润93.98亿元；经营活动产生的现金流量净额-408.18亿元，现金及现金等价物净增加额228.62亿元。

截至2022年3月末，公司合并资产总额6198.63亿元；负债总额5119.01亿元，其中代

理买卖证券款1082.79亿元；所有者权益1079.62亿元，其中归属于母公司所有者权益960.97亿元。2022年1—3月，公司合并口径实现营业收入48.30亿元，利润总额11.39亿元，净利润11.27亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润10.71亿元；经营活动产生的现金流量净额85.84亿元，现金及现金等价物净增加额103.08亿元。

### 2. 合并报表分析

#### (1) 资产质量

随着证券业务的持续发展，截至2021年末，公司资产总额较快增长，资产以自有资产为主；公司资产流动性较好，但公司持有较大规模的投资资产，面临一定市场和信用风险。截至2022年3月末，公司资产总额略有增长，资产结构变动不大。

截至2021年末，公司资产总额6010.11亿元，较上年末增长22.37%，其中货币资金、融出资金以及交易性金融资产均较上年末有所增长，主要系申万宏源证券信用业务及公司投资规模进一步增长所致；公司资产主要由货币资金(占比18.07%)、融出资金(占比12.69%)、买入返售金融资产(占比4.23%)、交易性金融资产(占比45.35%)和其他债权(占比6.18%)构成。截至2021年末，公司自有资产4854.75亿元，较上年末增长27.10%，占总资产的比重为80.78%。

表12 公司资产构成情况 单位：亿元、%

科目	2019年末		2020年末		2021年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	875.44	22.53	987.94	20.12	1085.80	18.07
融出资金	530.48	13.65	742.12	15.11	762.97	12.69
买入返售金融资产	392.51	10.10	266.60	5.43	253.98	4.23
交易性金融资产	1152.28	29.66	1645.68	33.51	2725.76	45.35
其他债权投资	440.29	11.33	572.83	11.66	371.25	6.18
<b>资产总额</b>	<b>3885.37</b>	<b>100.00</b>	<b>4911.24</b>	<b>100.00</b>	<b>6010.11</b>	<b>100.00</b>
<b>自有资产</b>		<b>3002.05</b>		<b>3819.69</b>		<b>4854.75</b>
自有资产/总资产		77.27		77.77		80.78

注：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  
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

公司货币资金主要由银行存款构成，2021年末银行存款占比货币资金的99.68%。截至2021年末，公司货币资金1085.80亿元，较上年末增长9.91%，主要系经纪客户保证金的增加；其中受限制货币资金9.41亿元，占货币资金比重的0.87%，主要为在途投资款和基金公司一般风险准备。截至2021年末，公司对货币资金计提减值0.01亿元。

公司融出资金金额主要为子公司申万宏源证券融资融券业务形成。截至2021年末，公司融出资金762.97亿元，较上年末增长2.81%。截至2021年末，公司融出资金计提减值准备3.79亿元，截至2021年末，相关业务担保物公允价值2743.85亿元，为融出资金净额的3.60倍。

随着股票质押市场风险事件频发，申万宏源证券主动收缩股票质押业务规模，同时债券质押式回购业务规模有所下降，截至2021年末，公司买入返售金融资产253.98亿元，较上年末下降4.73%，股票质押式回购84.70亿元（占比31.92%）、债券质押式回购180.61亿元（占比68.08%），股票质押式回购中剩余到期日一年以上的账面余额为54.65亿元，占2021年末股票质押式回购账面余额的64.53%。2021年末，公司买入返售金融资产减值准备余额为11.32亿元，占2021年末买入返售金融资产的4.46%。截至2021年末，相关业务担保物公允价值236.52亿元，为买入返售金融资产净额的0.93倍。

公司交易性金融资产主要为申万宏源证券自营投资的债券、公募基金等。截至2021年末，交易性金融资产2725.76亿元，较上年末增长65.63%，主要系债券投资规模增加所致；其中债券投资1463.04亿元（占比53.67%）、公募基金投资383.91亿元（占比14.08%），股票289.96亿元（占比10.64%），银行理财产品、资管产品、信托计划及其他的投资规模和占比均较小。2021年，公司子公司加大债券、公募基金和股票的投资力度，减少贵金属投资规模。2021年，公司分别将1089.70亿元和77.56亿元债券用于卖出回购业务和借贷业务的质押，

债券质押金额占债券投资的比重为79.78%，占交易性金融资产的比重为42.82%。

截至2021年末，其他债权投资371.25亿元，较上年末下降35.19%，主要系公司调整债券投资结构，业务模式为收取利息和出售的债券投资规模减少所致，其他债权投资中，地方债23.00亿元（占比6.19%）、企业债133.12亿元（占比35.86%）、中期票据63.98亿元（占比17.23%）、公司债64.48亿元（占比17.37%），剩余投资为主要为非券商资管计划、私募基金等非标产品；公司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232.17亿元，占比其他债权投资的62.54%，占比较高。截至2021年末，公司其他债权投资累计计提减值准备4.99亿元，占比其他债权投资的1.34%。

截至2022年3月末，公司资产总额为6198.63亿元，较上年末增长3.14%，主要系其他债权投资增长所致；资产结构较2021年末变动不大，仍以货币资金、融出资金、交易性金融资产和其他债权投资为主。

## （2）资本结构

### 所有者权益

**2021年以来，随着公司利润留存、少数股东权益的增加，公司所有者权益规模保持增长；公司所有者权益稳定性一般。**

截至2021年末，公司所有者权益1070.55亿元，较上年末增长18.83%，主要系子公司申万宏源证券发行永续次级债券使少数股东权益大幅增长所致。截至2021年末，归属于母公司股东权益合计952.22亿元，占股东权益合计的88.95%，归属于母公司股东权益中股本250.40亿元（占比26.30%）、资本公积193.67亿元（占比20.34%）、一般风险准备162.37亿元（占比17.05%）、未分配利润313.58亿元（占比32.93%）；未分配利润占比偏高，所有者权益稳定性一般。截至2021年末，公司少数股东权益118.33亿元，占所有者权益的11.05%。2019—2021年，公司实际利润分配分别为11.27亿元、20.03亿元和25.04亿元，分别占

上年归属于母公司所有者净利润的 27.09%、34.93%和 32.24%，分配力度适中。

1079.62 亿元，较上年末增长 0.85%，所有者权益结构变动不大。

截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益

表 13 公司所有者权益构成 单位：亿元、%

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
归属于母公司所有者权益合计	832.06	98.08	884.65	98.20	952.22	88.95
其中：实收资本	250.40	30.09	250.40	28.31	250.40	26.30
资本公积	193.67	23.28	193.67	21.89	193.67	20.34
其他综合收益	-3.32	-0.40	-9.31	-1.05	-6.40	-0.67
盈余公积	33.90	4.07	35.64	4.03	38.60	4.05
一般风险准备	122.76	14.75	142.41	16.10	162.37	17.05
未分配利润	234.64	28.20	271.84	30.73	313.58	32.93
少数股东权益	16.25	1.92	16.26	1.80	118.33	11.05
所有者权益合计	848.31	100.00	900.91	100.00	1070.55	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

### 负债

2021 年以来，公司负债规模和债务规模均较快增长；杠杆水平整体有所上升，处于较高水平；一年内到期债务规模较大，面临一定短期流动性压力。2022 年一季度，公司负债规模略有增长。

截至 2021 年末，公司负债总额 4939.57 亿元，较上年末增长 23.17%，主要系应付短期融

资款、卖出回购金融资产款、代理买卖证券款和应付债券增长所致。截至 2021 年末，公司自有负债 3784.20 亿元，较上年末增长 29.65%，主要系随着业务的进一步发展，融资规模增加所致。截至 2021 年末，公司负债主要由应付短期融资款、卖出回购金融资产款、代理买卖证券款和应付债券构成，四者合计占负债总额的 87.62%。

表 14 公司负债情况 单位：亿元、%

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付短期融资款	170.65	5.62	405.05	10.10	295.87	5.99
卖出回购金融资产款	839.44	27.64	1033.15	25.76	1379.78	27.93
代理买卖证券款	770.53	25.37	975.35	24.32	1047.38	21.20
应付债券	917.35	30.21	1181.68	29.47	1604.87	32.49
其他负债	122.15	4.02	125.52	3.13	130.91	2.65
负债总额	3037.06	100.00	4010.34	100.00	4939.57	100.00
自有负债		2153.74		2918.78		3784.20
自有负债/总负债		70.92		72.78		76.61
短期债务	1135.05	54.98	1560.48	56.70	1813.28	52.88
长期债务	929.50	45.02	1191.65	43.30	1616.08	47.12
全部债务	2064.55	100.00	2752.13	100.00	3429.36	100.00
资产负债率		78.17		81.66		82.19
自有资产负债率		71.74		76.41		77.95
全部债务资本化比率		70.88		75.34		76.21
长期债务资本化比率		52.28		56.95		60.15

注：1.自有资产负债率=自有负债/自有资产\*100.00%，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；2.文中短期债务不含一年内到期租赁负债和应付债券，下同

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2021 年末，应付短期融资款规模 295.87 亿元，较上年末下降 26.96%，主要系公司短期融资券到期所致，其中短期公司债 160.33 亿元（占比 54.19%）、收益凭证 85.28 亿元（占比 28.82%）。

截至 2021 年末，卖出回购金融资产款 1379.78 亿元，较上年末增长 33.55%，主要系债券质押式回购业务规模增加所致，其中债券质押式回购规模占比 83.07%。

公司代理买卖证券款由主要子公司申万宏源证券业务产生，截至 2021 年末，代理买卖证券款 1047.38 亿元，较上年末增长 7.39%，主要系证券市场活跃度高，子公司申万宏源证券经纪客户保证金增加所致。

截至 2021 年末，公司应付债券 1604.87 亿元，较上年末增长 35.81%，主要系公司发行的长期公司债券规模增加所致。

截至 2021 年末，公司全部债务 3429.36 亿元，较上年末增长 24.61%，主要系卖出回购金融资产和应付债券增长所致，其中短期债务占比 52.88%，长期债务占比 47.12%。

从债务期限结构来看，截至 2021 年末，公司一年内需偿还的债务规模占全部债务比重为 64.27%，一年内需偿还的债务规模较大，需对流动性管理情况保持关注。

表 15 截至 2021 年末全部债务偿还期限结构

单位：亿元、%

期限	金额	占比
1 年以内	2290.36	64.27
1 年至 5 年	1113.34	31.24

表 16 申万宏源证券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
核心净资本（亿元）	544.68	576.54	623.73	--	--
附属净资本（亿元）	23.00	84.00	207.60	--	--
净资本（亿元）	567.68	660.54	831.33	--	--
净资产（元）	704.34	763.86	982.20	--	--
各项风险资本准备之和（亿元）	276.61	403.50	401.48	--	--
风险覆盖率（%）	205.23	163.70	207.06	≥100	≥120

5 年以上	160.17	4.49
合计	3563.88	100.00

注：上表全部债务，与本报告公式计算的全部债务规模存在一定差异，主要系上表全部债务包含未来应付利息

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2022 年 3 月末，公司负债规模 5119.01 亿元，较上年末增长 3.63%，主要系卖出回购金融资产款规模增长所致；全部债务规模同步增长，全部债务 3584.93 亿元，较上年末增长 4.54%。

### （3）子公司资本充足性

**核心子公司申万宏源证券资本实力很强，以净资本和流动性为核心的风险控制指标均优于行业监管水平，资本充足性很好。**

截至 2021 年末，申万宏源证券母公司口径（下同）的净资本为 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，申万宏源证券母公司口径的净资本/净资产指标为 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%；受净资本增幅较大影响，风险覆盖率指标上升至 207.06%，申万宏源证券以净资本为核心的风险控制指标均远高于行业监管标准。

资本杠杆率 (%)	20.08	16.06	13.11	≥8	≥9.6
净资本/净资产 (%)	80.60	86.47	84.64	≥20	≥24

资料来源：公司年报、申万宏源证券提供，联合资信整理。2019年末相关风险控制指标公司已根据中国证监会2020年1月23日发布的《证券公司风险控制指标计算标准规定》重新计算列示

#### (4) 盈利能力

2021年，公司营业收入和净利润均有所增长，盈利水平持续上升，整体盈利能力较强；但盈利水平受投资收益影响较大，具有较大波动性。2022年一季度，公司营业收入和净利润同比均有所下滑。

2021年，公司营业收入343.07亿元，同比增长16.66%，主要系市场交易活跃、公司自营投资业务持仓规模增长、投资银行业务发展较好所致。2021年，公司营业收入主要由手续费及佣金净收入（占比28.92%）、投资收益（占比34.75%）和其他业务收入（占比34.73%）构成。

公司手续费及佣金净收入主要由证券经纪业务净收入、投资银行业务净收入和资产管理业务净收入构成。2021年，手续费及佣金净收入99.22亿元，同比增长17.81%。2021年，公司利息净收入为10.05亿元，同比大幅下降72.14%，主要系公司债务规模增长使利息支出上升所致。2021年，公司实现投资收益119.22亿元，同比大幅增长102.53%，主要系公司自营投资业务持仓规模增长所致。公司其他业务收入主要为期货子公司基差贸易业务大宗商品销售收入，2021年，公司其他业务收入有所增长，对利润贡献度一般。

表 17 公司营业收入构成 单位：亿元、%

项目	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	64.10	26.06	84.22	28.64	99.22	28.92
利息净收入	32.20	13.09	36.06	12.26	10.05	2.93
投资收益	57.09	23.21	58.87	20.02	119.22	34.75
其他业务收入	89.68	36.46	103.88	35.32	119.15	34.73
<b>营业收入</b>	<b>245.93</b>	<b>100.00</b>	<b>294.09</b>	<b>100.00</b>	<b>343.07</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2021年，公司营业成本231.77亿元，同比增长15.76%，主要系职工薪酬增长以及随着期货子公司加快基差贸易业务发展，商业贸易成本即大宗商品销售成本上涨所致。2021年，业务及管理费和其他业务成本分别为107.29亿元和116.26亿元，分别占营业成本的比重为46.29%和50.17%。公司业务及管理费主要由职工薪酬构成，2021年公司业务及管理费为107.29亿元，较上年末增长19.75%，其中职工薪酬占比76.82%。2021年，公司营业费用率为31.27%，较上年末略有提高，费用控制能力仍属较好。2021年，公司期货子公司基差贸易业务发展迅速，受该业务影响，公司营业总收入有所增长，但由于该业务利润率较低，一定

程度上降低了公司整体的营业利润率水平，2021年公司营业利润率为32.44%。

从盈利情况来看，综合以上收入和成本费用因素，2021年，公司利润总额和净利润均有所增长，实现利润总额和净利润分别为110.79亿元和95.35亿元。从盈利指标来看，2021年，公司总资产收益率为1.75%，同比略有降低；净资产收益率为9.67%，同比有所上升；公司盈利水平整体保持上升。

从同行业财务指标对比来看，公司净资产收益率高于样本平均值，母公司净资产收益率略低于样本平均值；资产负债率略高于经营同类或类似主业的金融控股平台类企业，主要系公司受子公司申万宏源证券影响较大，杠杆水

平偏高。

表 18 金融控股平台类企业 2021 年财务指标比较 单位：%

项目	净资产收益率	母公司净资产收益率	资产负债率
湖南财信投资控股有限责任公司	8.93	9.87	81.02
国投资本股份有限公司	10.13	10.09	77.87
珠海华发投资控股集团有限公司	4.23	3.33	37.46
<b>上述样本企业平均值</b>	<b>7.76</b>	<b>7.76</b>	<b>65.45</b>
<b>申万宏源</b>	<b>9.67</b>	<b>5.06</b>	<b>82.19</b>

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

2022 年 1—3 月，公司营业收入 48.30 亿元，同比下降 44.16%，实现净利润为 11.27 亿元，同比下降 54.04%，主要系受证券市场行情影响，投资收益大幅下降所致。

#### (5) 现金流分析

2021 年，公司受证券投资结构和规模变动影响，经营现金流净流出进一步加大；随着逐步收回投资，投资活动现金流净额由负转正；2021 年，公司持续发行债券融资，筹资活动现金流净额处于净流入状态；整体看，公司现金流状况良好，期末现金及现金等价物余额充足。

经营活动现金流方面，2021 年公司经营活动现金流净额持续下降，仍为净流出状态，主要系为交易目的而持有的金融工具现金流出规模增加所致。

投资活动现金流方面，2021 年投资活动现金流净额转为净流入状态，主要系收回投资收到的现金增加所致。

筹资活动现金流方面，2021 年，公司筹资活动现金流净额仍为净流入状态，主要系公司发行债券所致。

表 19 公司现金流情况表 单位：亿元

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流净额	101.16	-177.47	-408.18
投资活动现金流净额	-76.01	-118.47	320.41
筹资活动现金流净额	75.64	453.01	316.63
现金及现金等价物净增加额	102.82	156.09	228.62
期末现金及现金等价物余额	1075.90	1231.99	1460.61

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

### 3. 母公司报表分析

#### (1) 资产负债表分析

2021 年以来，母公司资产总额变动不大，以长期股权投资为主，资产构成符合母公司投资控股型公司的特点；母公司债务规模变动不大，财务杠杆适中；母公司所有者权益稳定性较好。

#### 资产

截至 2021 年末，母公司资产总额 840.71 亿元，较上年末小幅上升 0.65%，母公司资产主要由交易性金融资产（占比为 14.03%）、长期股权投资（占比为 75.31%）和其他资产（占

比为 7.17%）构成。

截至 2021 年末，母公司交易性金融资产 117.96 亿元，较上年末下降 4.28%，变动不大。

母公司长期股权投资主要是对子公司、联营企业和合营企业的投资。截至 2021 年末，母公司长期股权投资 633.17 亿元，较上年末增长 11.70%，主要系对申万宏源证券增资所致。

母公司其他资产主要是与宏源汇智、申万宏源证券等子公司的往来款。截至 2021 年，母公司其他资产为 60.29 亿元，较上年末下降 36.62%，其他资产中的其他应收款项期限以 2 年以内为主，公司对其他资产中的其他应收款

计提减值准备 0.01 亿元。

### 负债

截至 2021 年末，母公司负债总额 251.57 亿元，较上年末小幅增长 0.33%，母公司负债主要由应付债券（占比为 99.34%）构成。

截至 2021 年末，母公司应付债券 249.92 亿元，较上年末小幅增长 0.19%。

### 债务和杠杆水平

截至 2021 年末，母公司口径全部债务规模 249.92 亿元，较上年末变动不大，全部系长期债务。2021 年末，母公司全部债务资本化比率为 29.79%，长期债务资本化比率为 29.79%，均较上年末变动不大；母公司杠杆水平适中。

### 所有者权益

截至 2021 年末，母公司所有者权益合计 589.14 亿元，较上年末增长 0.79%，主要系利润留存所致，其中股本占比为 42.50%，资本公积占比为 40.42%，所有者权益稳定性较好。

### (2) 利润表分析

**母公司收入主要来自投资收益，2021 年，母公司营业收入较大幅度增长，但盈利能力一般。**

2021 年，母公司营业收入 32.35 亿元，同比增长 85.79%，主要系申万宏源证券分红增加所致。母公司作为投资控股型公司，营业收入以投资收益为主，2021 年，实现投资收益 36.86 亿元，占营业收入的 113.95%。2021 年母公司营业支出 2.19 亿元，同比增长 47.85%，主要系职工薪酬增长所致。受上述营业收入和营业支出变化的综合影响，2021 年，母公司利润总额为 30.14 亿元，同比增长 89.58%。2021 年，公司母公司口径总资产收益率和净资产收益

率分别为 3.54% 和 5.06%，较上年分别增长 1.48 个百分点和 2.10 个百分点。

### (3) 现金流分析

**母公司现金流总体波动较大。**

2021 年经营活动现金流量净额为 10.46 亿元，由净流出转为净流入状态，主要系为交易目的而持有的金融工具净减少所致。2021 年，母公司投资活动现金流净额为 9.26 亿元。2021 年母公司筹资活动现金净流入为净流出状态，主要系 2021 年以来母公司债务规模未净增加，但分配利润和利息支出规模增加所致。

### 4. 偿债指标

**合并口径和母公司口径短期偿债能力指标总体波动较大；合并口径和母公司口径 EBITDA 对利息支出覆盖程度较好，对全部债务覆盖程度一般，整体偿债指标表现一般。**

短期偿债指标方面，2019—2021 年，合并口径期末现金及现金等价物余额/短期债务指标表现较好，母公司口径期末现金及现金等价物余额/短期债务指标波动较大；合并口径和母公司口径筹资活动前现金流量净额对利息的覆盖水平波动均较大。

长期偿债指标方面，2021 年，合并口径 EBITDA 为 218.66 亿元，同比增长 19.79%，主要由利润总额（占比 50.67%）和利息支出（占比 46.36%）构成；2021 年母公司口径 EBITDA 为 40.79 亿元，同比增长 54.67%，主要系利润总额增长所致，利润总额和利息支出分别占比 73.89% 和 25.39%。2019—2021 年，合并口径和母公司口径 EBITDA 对利息支出覆盖程度较好，对全部债务覆盖程度一般。

表 20 公司偿债指标

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	母公司	合并	母公司	合并	母公司	合并
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	14.43	0.95	*	0.79	*	0.81
筹资活动前现金流量净额利息倍数（倍）	-3.81	0.32	-1.97	-3.57	1.90	-0.87
EBITDA（亿元）	29.75	152.88	26.37	182.54	40.79	218.66
EBITDA 利息倍数（倍）	3.29	1.96	2.59	2.20	3.94	2.16
全部债务/EBITDA（倍）	8.65	13.45	9.46	15.08	6.13	15.68

注：\*表示无穷大

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2021 年末，公司未发生涉案金额占公司最近一期经审计净资产绝对值 10% 以上且绝对金额超过一千万元的重大诉讼、仲裁事项。

截至 2021 年末，公司及其控股子公司不存在对外担保情况。

## 十、外部支持

**公司控股股东及实际控制人综合实力很强，对公司的支持力度较大。**

公司控股股东中国建投系由原中国建设银行股份有限公司重组改制设立，是一家以金融为主体、涵盖投资与资产经营的国有综合性控股集团，具有很强综合实力。中国建投资产规模大，资本实力很强，业务规模很大。

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、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。整体看中央汇金在国家经济中具备重要的战略地位，具备非常强的竞争力。

公司的股东背景有助于增强客户的信心，巩固拓展客户基础，以及获取更多的业务机会；同时，中国建投和中央汇金多元化布局为公司业务开展提供了一定资源。

## 十一、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；考虑到公司为“A+H”上市公司，在行业内具有很强的竞争力，股东对公司支持力度较大等因素，公司对本次跟踪债券偿还能力极强。

截至2022年4月末，公司母公司口径存续期普通债券合计金额273.33亿元。

截至2021年末，公司全部债务为3429.36亿元，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 21 公司债券偿还能力指标

项目	2021 年
全部债务（亿元）	3429.36
所有者权益/全部债务（倍）	0.31
EBITDA/全部债务（倍）	0.06
经营活动现金流入额/全部债务（倍）	0.29

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

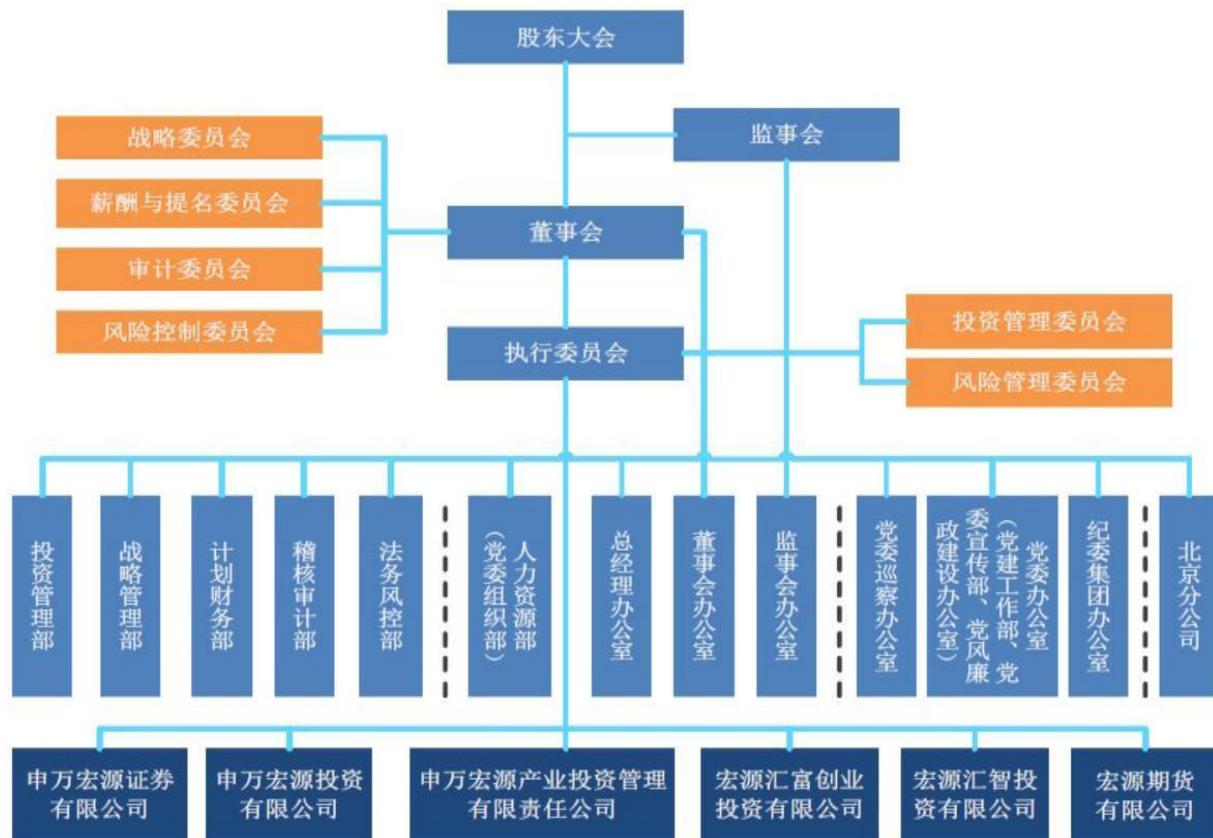
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 申宏 01”“21 申宏 02”“21 申宏 04”“21 申宏 05”“21 申宏 06”“22 申宏 01”“22 申宏 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月末申万宏源集团股份有限公司  
前十大股东持股情况表

序号	股东名称	持股比例 (%)
1	中国建银投资有限责任公司	26.34
2	中央汇金投资有限责任公司	20.05
3	香港中央结算（代理人）有限公司	10.00
4	上海久事（集团）有限公司	4.81
5	四川发展（控股）有限责任公司	4.48
6	中国光大集团公司	3.99
7	中国证券金融股份有限公司	2.54
8	新疆金融投资有限公司	1.84
9	香港中央结算有限公司	1.15
10	中国建设银行股份有限公司—国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.95

资料来源：公司 2022 年一季报，联合资信整理

附件 1-2 截至 2021 年末申万宏源集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司年报

### 附件 1-3 截至 2021 年末申万宏源集团股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	主要业务	实收资本 (亿元)	持股比例 (%)	表决权比 例 (%)	取得方 式
1	申万宏源证券有限公司	证券经纪、证券投资咨询、融资融券、代销金融产品、证券资产管理业务、证券承销与保荐业务和证券自营业务	535.00	100.00	100.00	设立
2	申万宏源产业投资管理有限责任公司	投资与资产管理，投资咨询服务。（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）	2.00	100.00	100.00	设立
3	宏源汇富创业投资有限公司	创业投资业务;创业投资咨询业务;为创业企业提供创业管理服务业务;参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构	5.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
4	宏源汇智投资有限公司	投资；资产管理；投资管理；企业管理咨询；投资咨询	20.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
5	申万宏源投资有限公司	投资与资产管理；投资咨询服务。（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）	--	100.00	100.00	设立
6	宏源期货有限公司	商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询	10.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并

资料来源：公司年报

**附件 2-1 申万宏源集团股份有限公司**  
**主要财务数据及指标 (合并口径)**

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
资产总额 (亿元)	3885.37	4911.24	6010.11	6198.63
所有者权益 (亿元)	848.31	900.91	1070.55	1079.62
归属于母公司所有者权益 (亿元)	832.06	884.65	952.22	960.97
短期债务 (亿元)	1135.05	1560.48	1813.28	1944.42
长期债务 (亿元)	929.50	1191.65	1616.08	1640.52
全部债务 (亿元)	2064.55	2752.13	3429.36	3584.93
营业总收入 (亿元)	245.93	294.09	343.07	48.30
投资收益 (亿元)	57.09	58.87	119.22	1.11
利润总额 (亿元)	69.27	93.48	110.79	11.39
EBITDA (亿元)	152.88	182.54	218.66	/
筹资前净现金流 (亿元)	25.15	-295.93	-87.77	34.72
<b>财务指标</b>				
营业利润率 (%)	28.26	31.92	32.44	23.74
总资产收益率 (%)	1.58	1.79	1.75	0.18
净资产收益率 (%)	7.44	9.01	9.67	1.05
归母净资产收益率 (%)	7.52	9.05	10.23	1.12
自有资产收益率 (%)	2.02	2.31	2.20	/
盈利稳定性 (%)	11.86	23.85	18.67	/
长期债务资本化比率 (%)	52.28	56.95	60.15	60.31
全部债务资本化比率 (%)	70.88	75.34	76.21	76.85
资产负债率 (%)	78.17	81.66	82.19	82.58
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	0.95	0.79	0.81	0.80
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.96	2.20	2.16	/
全部债务/EBITDA (倍)	13.50	15.08	15.68	/

资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

附件 2-2 申万宏源集团股份有限公司  
主要财务数据及指标 (母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
<b>财务数据</b>			
资产总额 (亿元)	846.83	835.25	840.71
所有者权益 (亿元)	587.22	584.50	589.14
短期债务 (亿元)	5.07	0.00	0.00
长期债务 (亿元)	252.35	249.46	249.92
全部债务 (亿元)	257.42	249.46	249.92
营业收入 (亿元)	24.61	17.41	32.35
投资收益 (亿元)	23.57	22.11	36.86
利润总额 (亿元)	20.43	15.90	30.14
EBITDA (亿元)	29.75	26.37	40.79
筹资前净现金流 (亿元)	-34.42	-20.04	19.72
<b>财务指标</b>			
营业利润率 (%)	83.01	91.50	93.23
总资产收益率 (%)	2.63	2.06	3.54
净资产收益率 (%)	3.78	2.96	5.06
长期债务资本化比率 (%)	30.06	29.91	29.79
全部债务资本化比率 (%)	30.48	29.91	29.79
资产负债率 (%)	30.66	30.02	29.92
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	14.43	*	*
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.29	2.59	3.94
全部债务/EBITDA (倍)	8.65	9.46	6.13

注: 标\*代表无穷大

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	净利润/[ (期初总资产+期末总资产)/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%
营业利润率	营业利润/营业总收入×100% (营业总收入=营业收入+其他类金融业务收入)
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
筹资活动现现金流/短期债务	(经营活动现金流入+投资活动现金流入)/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+拆入资金+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销 (折旧、摊销取自现金流量表补充资料)

利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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 评级展望设置及其含义

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