

浦银安盛资管-申万宏源证券融出资金债权 4 号

资产支持专项计划资产支持证券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪跟踪[2019]100627】

跟踪对象: 浦银安盛资管-申万宏源证券融出资金债权 4 号资产支持专项计划资产支持证券

	优先级	次级	评级时间
本次跟踪:	AAA _{sf} 级	NR	2019 年 6 月 27 日
首次评级:	AAA _{sf} 级	NR	2018 年 3 月 12 日

跟踪基准日资产支持证券概况

目标 证券	存续规模 (亿元)	预期 到期日	发行 利率
优先级	19.00	2019/9/16	5.60%
次级	1.00	2019/9/16	---
合计	20.00	---	---

跟踪评级相关信息

预期存续期间	18个月
跟踪基准日	2019年3月31日
本次跟踪期间	2018/3/16-2019/3/31
初始发行规模	20.00亿元
跟踪基准日 资产池未偿本金规模	20.18亿元
跟踪基准日证券规模	20.00亿元
现金流类型	动态现金流
特定原始权益人/ 资产服务机构/ 流动性支持方	申万宏源证券有限公司
计划管理人	上海浦银安盛资产管理 有限公司
托管人	上海浦东发展银行股份 有限公司北京分行

特定原始权益人主要财务数据 (亿元)

申万宏源证券	2016 年	2017 年	2018 年
总资产	2631.48	2815.70	3229.19
所有者权益	528.29	568.23	684.25
营业收入	148.15	126.69	121.70
净利润	55.04	45.74	40.53

数据来源: 根据申万宏源证券经审计的 2016-2018 年度财务数据整理

分析师

胡晓宁 hxn@shxsj.com
 张庆华 zqh@shxsj.com
 Tel: (021)63501349 Fax: (021)63500872
 上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)基于跟踪期内资产服务机构报告和入池基础资产信息资料,对基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构以及各参与方信用状况进行持续关注,经分析与测算,新世纪评级维持“浦银安盛资管-申万宏源证券融出资金债权 4 号资产支持专项计划”资产支持证券(简称“本期证券”)优先级证券 AAA_{sf} 级的信用等级。

➤ 主要优势:

- **申万宏源证券的流动性支持和回购义务。**跟踪期内,申万宏源证券对优先级证券预期收益提供流动性支持,并且对不合格基础资产、风险基础资产、不良基础资产和未了结基础资产承担回购义务,有助于本期证券的优先级证券本息安全及时偿付。
- **资产池运行情况良好。**本期证券采用循环购买的交易结构,循环购买频率为循环购买期内每个工作日。跟踪期内,本期证券资产池资金利用效率较高;本期证券后备资产池较充裕。
- **各参与方履约能力良好。**跟踪期内,本期证券均处于循环购买期内,优先级证券本金均未兑付,本期证券正常兑付优先级证券利息。各参与方正常履约,未触发相关信用触发事件,整体表现较好。

➤ **主要风险：**

- **关注循环购买资产质量。**跟踪期内，本期证券资产池集中度略有上升，但整体分散度仍较好；客户加权平均维持担保比例和再投资收益略有下滑，但仍维持较高水平；受部分客户维持担保比例下降以及部分资产发生逾期和强平的影响，不合格基础资产回购规模较大。
- **关注申万宏源证券信用质量变化。**跟踪期内，我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段，经济下行压力较大，证券业整体运营风险较高；国内证券公司同质化竞争较严重，其他金融机构在部分业务领域对证券公司构成竞争，互联网金融发展对证券公司业务构成了一定冲击，申万宏源证券将持续面临激烈的市场竞争压力，近年来，创新业务品种的不断丰富与规模的逐步扩大，给公司的融资能力和风险管理提出更高要求；公司债务工具持仓占比较高，债券市场的波动或将持续挑战公司风险管理能力。新世纪评级在优先级证券存续期内将持续关注其信用质量变化对本期证券的影响。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

本评级机构对浦银安盛资管-申万宏源证券融出资金债权4号资产支持专项计划资产支持证券的跟踪评级作如下声明：

本评级机构、评级分析人员与本期交易的参与机构之间不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。本评级机构与评估人员履行了诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。资产支持证券的评级结果是基于一系列的假设，并通过模型计算得出。然而，如果这些基本假设与实际情况因为经济环境发生变化及其他原因而出现较大的偏差，这将导致评级结果也随之变动，而不再维持原来的评级结果。本次评级所依据的评级方法是《新世纪评级方法总论》及《券商两融资产支持证券信用评级方法》。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。所引用的资料依据各参与方所提供的资料，各参与方对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

浦银安盛资管-申万宏源证券融出资金债权 4 号

资产支持专项计划资产支持证券

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

按照浦银安盛资管-申万宏源证券融出资金债权 4 号资产支持专项计划资产支持证券的跟踪评级安排，本评级机构基于跟踪期内资产服务机构报告、托管报告和收益分配报告等资料，对本期证券基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构以及其他参与各方信用状况进行持续关注，并予以定期跟踪评级。

二、交易概况

本期交易中的基础资产是计划管理人浦银安盛资管自特定原始权益人申万宏源证券处购买的融出资金债权资产，即特定原始权益人向特定融资融券客户借出资金后，依法对该特定借款人享有的债权及从权利。

计划管理人浦银安盛资管依照《中华人民共和国合同法》、中国证券监督管理委员会《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及其配套指引、《证券公司融资融券业务管理办法》等法律、行政法规和中国证监会的有关规定设立并管理专项计划。浦银安盛资管接受认购人的委托，将其认购资金用于购买基础资产及使用专项计划资金以循环方式后续购买基础资产，并以该等基础资产及其管理形成的属于专项计划的全部资产和收益，按约定向资产支持证券持有人进行支付。浦银安盛资管委托申万宏源证券担任资产服务机构，负责为计划管理人及专项计划提供融资客户管理服务、账户管理服务等有关服务；浦银安盛资管委托浦发银行北京分行担任托管人，负责专项计划资金托管。

申万宏源证券作为流动性支持方不可撤销及无条件地向计划管理人（代表资产支持证券持有人）承诺对专项计划资金不足以支付当期专

项计划税费、费用及优先级资产支持证券的预期收益之总和的差额部分承担流动性支持义务。此外，专项计划存续期间，申万宏源证券对不合格基础资产¹、风险基础资产²、不良基础资产³和未了结基础资产承担回购义务。

本期证券于 2018 年 3 月 16 日发行，发行规模为人民币 20.00 亿元，分为优先级证券和次级证券，占发行规模比重分别为 95.00% 和 5.00%。其中，优先级证券的发行利率为 5.60%。

本期证券预期存续期限均为 18 个月。其中，循环购买期是自专项计划设立日起，至以下两者中较早发生之前：(i) 停止循环投资日（N-15 日，到期兑付日前第 15 个工作日，下同），或(ii) 加速清偿事件发生之日。

循环购买期内，专项计划于每个工作日以基础资产本息回收款循环购买基础资产，优先级证券不分配本金，仅采用固定预期年化收益率每半年于收益兑付日（R 日）分配收益；次级证券不分配期间收益。循环期届满后，专项计划于停止循环投资日（N-15 日）停止循环购买，优先级证券于到期兑付日（N 日）到期一次还本，利随本清；次级证券于优先级本息足额偿付后分配收益及本金。

截至 2019 年 3 月末，本期证券各参与方均按交易文件约定要求正常履约，未发现异常情况。本期证券尚处于循环购买期，优先级证券本金均尚未偿付，本期证券中优先级证券的利息得到及时足额偿付。

图表 1. 资产支持证券情况（单位：万元）

分级情况	本次跟踪基准日			专项计划成立日		
	评级	金额	比例	评级	金额	比例
优先级	AAA _{sf}	19.00	95.00%	AAA _{sf}	19.00	95.00%
次级	NR	1.00	5.00%	NR	1.00	5.00%
合计	--	20.00	100.00%	--	20.00	100.00%

资料来源：计划管理人

跟踪期内，本期交易并未触发权利完善事件、加速清偿事件或相关

¹不合格基础资产系指在专项计划设立日或每一后续购买相关基础资产之日，不符合资产保证的基础资产。

²风险基础资产系指在任一交易日日终清算完成时，基础资产所对应的客户信用账户的维持担保比例小于（不含）115%的基础资产。

³不良基础资产系指在任一交易日日终清算完成时，资产服务机构进行强制平仓后客户担保物价值仍无法偿还其融资融券债务，或客户造成违约，但资产服务机构无法进行处置以至于该笔基础资产届时应付本息无法足额偿付的基础资产。

参与方解任事件等对基础资产产生重大影响的事件，本期交易整体信用表现情况良好。

图表 2. 影响信用质量事件触发状况统计

影响信用质量事件	跟踪期内情况
权利完善事件	无
加速清偿事件	无
各参与方解任事件	无

资料来源：资产服务机构报告

三、基础资产表现情况

(一) 基础资产存续期表现情况

跟踪期内，本期证券资产池集中度略有上升，但整体分散度仍较好；资产池资金利用效率较高；客户加权平均维持担保比例和再投资收益率略有下滑，但仍维持较高水平；申万系统后备资产池较充裕。此外，跟踪期内，受仓单期限拉长影响，资产池未偿本金规模增长缓慢；受部分客户维持担保比例下降以及部分资产发生逾期和强平的影响，不合格基础资产回购规模较大。

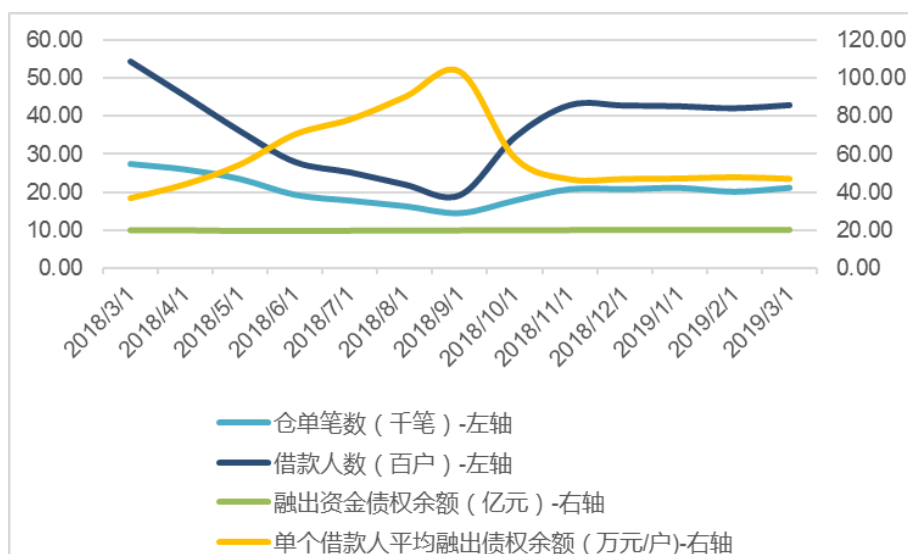
跟踪期内，本期证券资产池集中度略有上升，主要是由于合格标准约定同一客户的融出资金债权资产不能同时转让给多个计划，因此，专项计划循环购买时倾向于购买已入池客户的融出资金债权资产。但总体而言，本期证券资产池分散度仍尚可。截至 2019 年 3 月末，本期证券资产池融出资金债权余额为 20.18 亿元，较 2018 年 3 月末上升 0.18 亿元；资产池的仓单笔数为 2.11 万笔，较 2018 年 3 月末减少了 0.63 万笔；资产池涉及借款人 4301 户，较 2018 年 3 月末减少了 1149 户；单个借款人平均融出资金债权余额 46.92 万元/户，较 2018 年 3 月末上升了 10.22 万元/户

图表 3. 截至 2019 年 3 月末，本期证券资产池运行情况

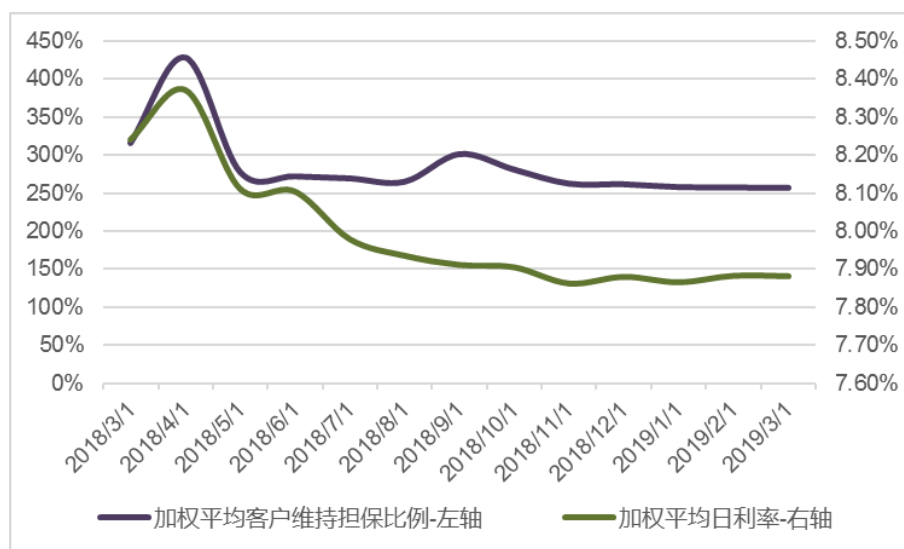
	本期证券
设立时间	2018年3月16日
募集资金（亿元）	20.00
融出资金债权资产余额（亿元）	20.18
闲置资金规模（亿元）	0.00

资料来源：计划管理人

注：融出资金债权资产余额不包括已计提但未支付的利息

图表 4. 本期证券月末资产池存续情况


资料来源：计划管理人

图表 5. 本期证券存续期内资产池再投资收益率及对应客户维持担保比例


资料来源：计划管理人

注：维持担保比例 = (现金 + 信用证券账户内证券市值) / (融资买入金额 + 融券卖出证券数量 × 市价 + 应计利息及费用)

跟踪期内，本期证券基础资产对应客户加权平均维持担保比例和再投资收益率略有下滑，但仍维持较高水平。截至 2019 年 3 月末，本期证券存续期内月末当日加权平均年化融资利率均维持在 7.86%（含）以上水平；月末当日客户加权平均维持担保比例均维持在 257.13%（含）以上水平。

跟踪期内，受部分客户维持担保比例下降以及部分资产发生逾期和

强平的影响，本期证券基础资产不合格率⁴增长较快。根据资产服务机构报告，自专项计划设立日至 2018 年末，本期证券不合格基础资产共计 9022 笔，涉及未偿本金余额 14.28 亿元，申万宏源证券均按约定对回购了上述基础资产。

从资金利用效率来看，跟踪期内，本期证券资金利用率均维持较高水平。截至 2019 年 3 月末，本期证券各月月末均无闲置资金。

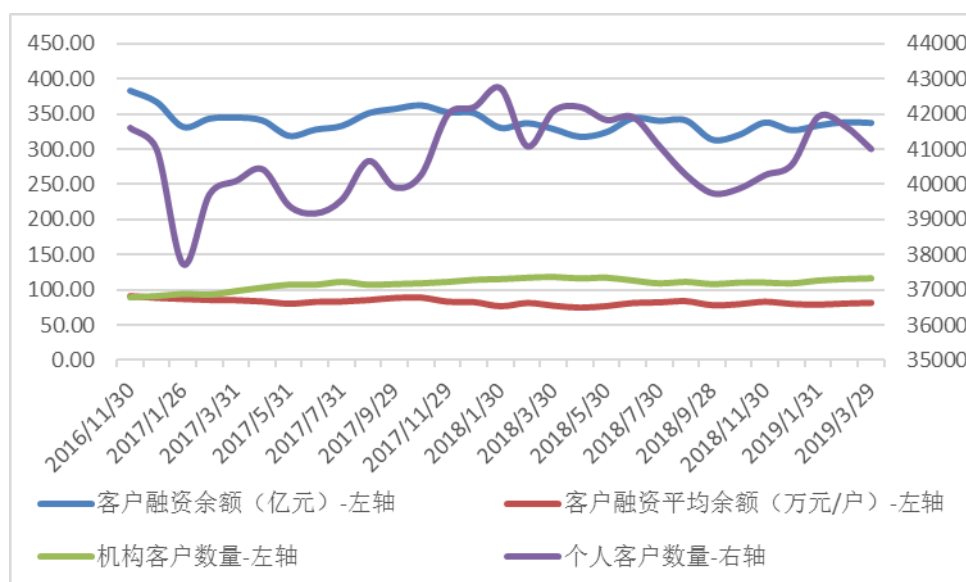
截至 2019 年 3 月末，申万宏源证券全部已转让基础资产占企业全部融出资金债权余额 53.04%，本期证券后备资产池较充裕。

(二) 特定原始权益人融资业务分析

本期证券涉及循环购买结构。专项计划在循环购买期内的每个工作日，以基础资产本息回收款循环购买申万系统随机筛选出的符合合格标准的基础资产。截至 2019 年 3 月末，申万系统融出资金债权资产余额为 337.27 亿元，涉及 41120 户融资客户。

近年来融资业务发展迅速。2014 年下半年至 2015 年上半年，随着股票市场的阶段性回暖，融资融券业务规模出现爆发式增长。2015 年下半年以来，A 股市场出现断崖式下跌，融资融券业务随之收缩。申万宏源证券融资融券业务规模与二级市场行情高度正相关。

图表 6. 申万系统客户融资余额情况



资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

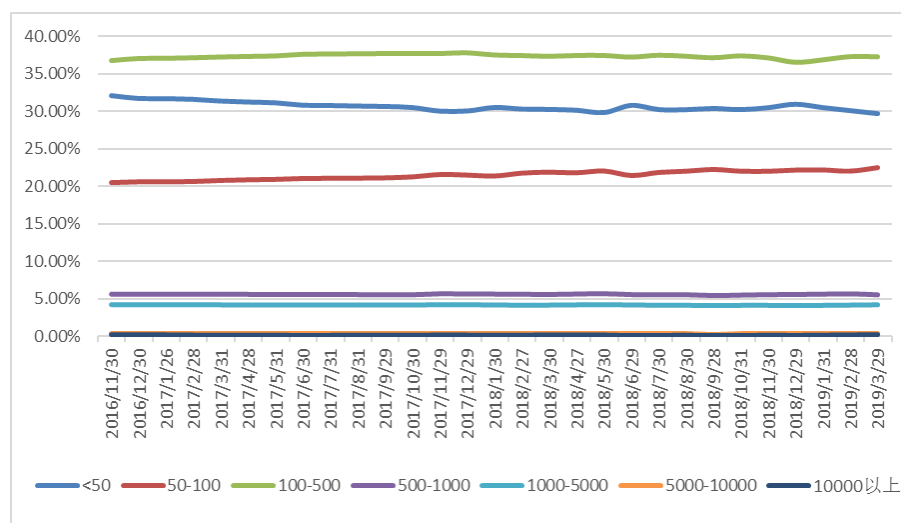
⁴ 基础资产不合格率=当日不合格基础资产未偿本金余额/本期证券当日融出资金债权余额

图表 7. 申万系统客户融资余额情况

指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
客户融资余额 (亿元)	366.81	351.10	326.99	337.27
机构客户数量 (户)	91	114	109	116
个人客户数量 (户)	40990	42192	40562	41004
客户融资平均余额 (万元/户)	89.29	82.99	80.40	82.02

资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

从开户客户的授信规模分布情况来看，申万系统单一客户授信规模主要分布在 500 万元以内，其客户数量占比保持在 89%至 90%范围内，其中，授信规模在 50 万以内的客户数量占比呈略微下降态势，而授信规模在 50 万至 100 万区间及 100 万至 500 万区间的客户数量占比均呈现略微上升态势；其余授信规模区间的客户数量占比均呈现稳中有降的趋势。

图表 8. 申万系统单一客户授信规模分布情况


资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

图表 9. 申万系统单一客户授信规模分布情况

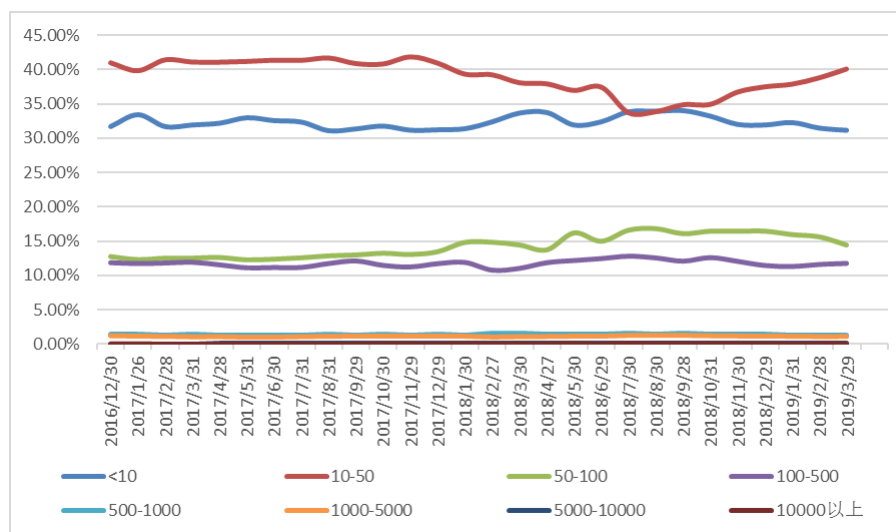
指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
<50 万	31.75%	30.04%	30.97%	29.68%
50-100 万	20.63%	21.53%	22.20%	22.53%
100-500 万	37.05%	37.83%	36.50%	37.28%
500-1000 万	5.64%	5.67%	5.62%	5.58%
1000-5000 万	4.28%	4.27%	4.09%	4.27%
5000-10000 万	0.41%	0.42%	0.39%	0.42%
10000 万以上	0.25%	0.24%	0.24%	0.25%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

从单一客户债权余额来看，申万系统中单一客户债权余额以 50 万

以内的区间为主，上述区间的客户数量占比保持在 72%-74%之间；其次是 50-100 万元以及 100-500 万元之间的区间，上述两个区间客户数量占比均略超过 10%；其余区间的客户数量占比均小于 3%。整体而言，申万系统中单一客户融资债权余额规模较小，分散度较高。

图表 10. 申万系统中单一客户融资债权余额分布



资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

图表 11. 申万系统中单一客户融资债权余额分布

指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
<10 万	31.70%	31.19%	31.92%	31.13%
10-50 万	40.98%	40.93%	37.49%	40.08%
50-100 万	12.80%	13.49%	16.41%	14.43%
100-500 万	11.86%	11.72%	11.44%	11.75%
500-1000 万	1.38%	1.35%	1.42%	1.33%
1000-5000 万	1.26%	1.21%	1.22%	1.15%
5000-10000 万	0.00%	0.08%	0.07%	0.09%
10000 万以上	0.03%	0.03%	0.04%	0.04%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

截至 2019 年 3 月末，申万系统单笔仓单融出资金债权余额超过 1.50 亿元所涉及客户相关情况如下所示。

图表 12. 申万系统单笔仓单融资余额大于 1.50 亿元情况

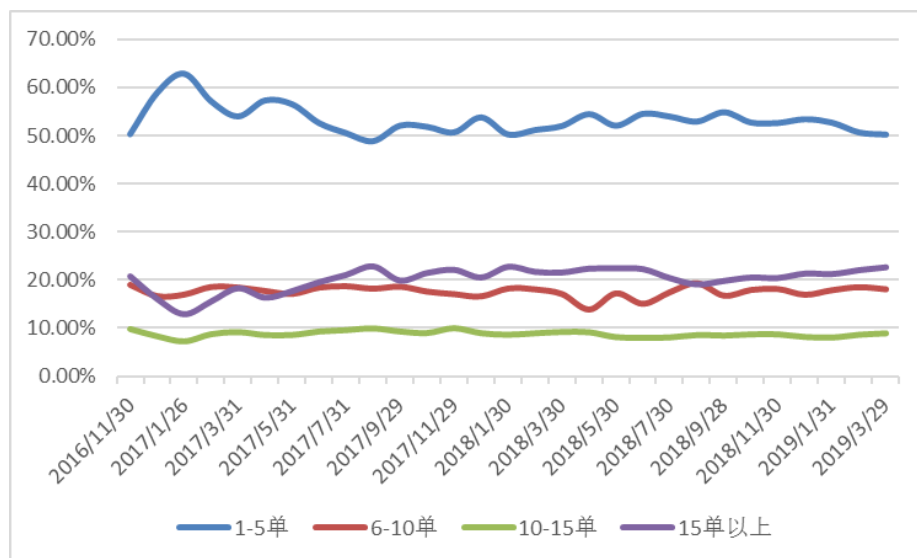
序号	期末融资余额 (亿元)	客户类型	客户信用质量	客户维持担保比例
1	1.73	个人客户	A	358%
2	1.61	个人客户	AA	149%
3	2.51	个人客户	BBB	226%
4	1.93	个人客户	BBB	226%
5	1.75	期货客户	BBB	242%

资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

注：同一客户涉及多笔融资余额大于 1.50 亿元的仓单，上述仓单合并统计

从单一客户开仓数量来看，申万系统单个客户开仓数量以 5 单以下区间为主，该区间客户数量占比呈下降趋势，但仍维持在 50% 以上；其余区间客户数量占比均呈现略微上升的趋势。

图表 13. 申万系统中单一客户开仓数量分布



资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

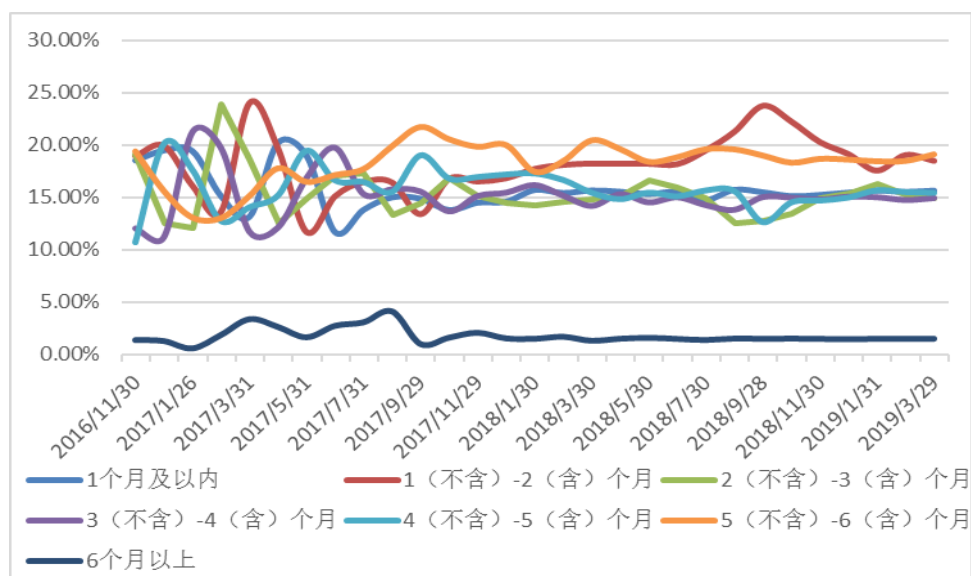
图表 14. 申万系统中单一客户开仓数量分布

指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
1-5 单	58.94%	53.87%	53.48%	50.31%
6-10 单	16.65%	16.60%	16.93%	18.05%
11-15 单	8.30%	8.92%	8.15%	8.89%
15 单以上	16.11%	20.62%	21.44%	22.75%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

从仓单数量占比来看，除 6 个月以上（即展期）仓单的仓单数量占比较有限外，申万系统仓单数量占比在其余各仓单期限区间之间呈现一定波动性，但大致维持较均匀分布。从仓单金额占比来看，申万系统仓单期限以 2-6 个月之间的区间为主，该区间仓单金额占比大致维持在 60%-80% 的水平，且仓单期限在 5-6 个月区间的金额占比大多高于其他区间的值。

图表 15. 申万系统中融资业务仓单期限分布（按仓单数量占比）



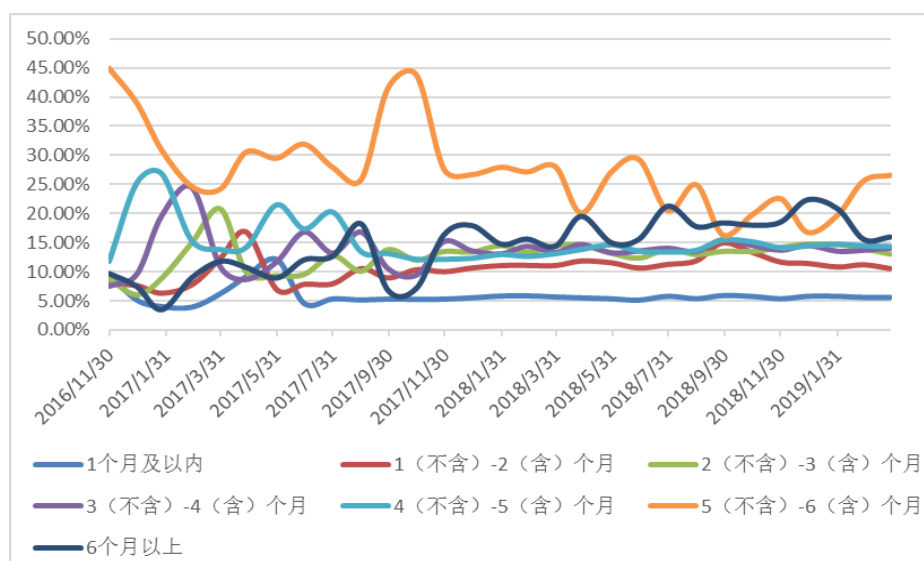
资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

图表 16. 申万系统中融资业务仓单期限分布（按仓单数量占比）

仓单数量占比	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
1 个月及以下	19.45%	14.55%	15.42%	15.62%
1 (不含) -2 (含) 个月	19.95%	16.86%	19.14%	18.51%
2 (不含) -3 (含) 个月	12.49%	14.49%	15.38%	14.96%
3 (不含) -4 (含) 个月	11.16%	15.43%	15.05%	14.91%
4 (不含) -5 (含) 个月	20.14%	17.22%	15.01%	15.46%
5 (不含) -6 (含) 个月	15.57%	19.96%	18.57%	19.07%
6 个月以上	1.24%	1.50%	1.42%	1.46%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

图表 17. 申万系统中融资业务仓单期限分布（按仓单金额占比）



资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

图表 18. 申万系统中融资业务仓单期限分布（按仓单金额占比）

仓单金额占比	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
1 个月及以下	5.15%	5.54%	5.79%	5.58%
1（不含）-2（含）个月	7.65%	10.63%	11.42%	10.52%
2（不含）-3（含）个月	6.01%	13.41%	14.80%	13.06%
3（不含）-4（含）个月	9.52%	13.57%	14.47%	14.01%
4（不含）-5（含）个月	25.22%	12.25%	14.39%	14.30%
5（不含）-6（含）个月	39.02%	26.71%	16.84%	26.62%
6 个月以上	7.43%	17.89%	22.29%	15.90%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

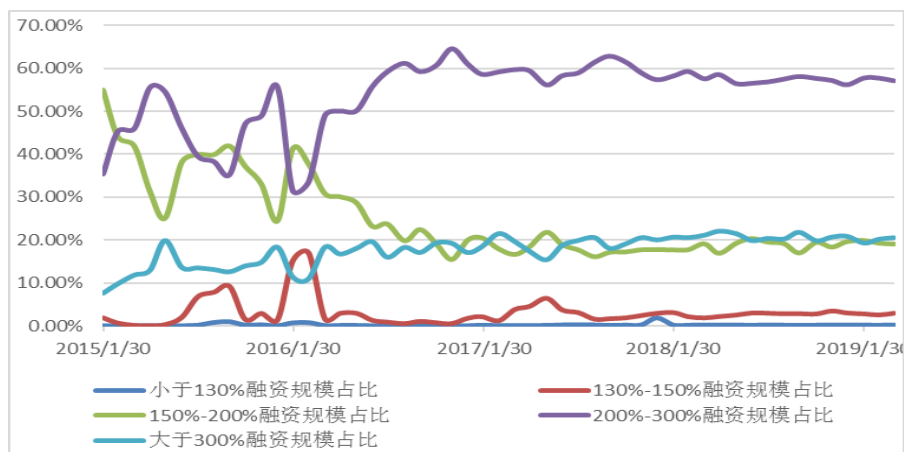
在融资债权标的证券分布上，申万系统中标的证券的分散度较高，沪市标的、深市标的及 ETF 标的的数量随时间呈一定波动。2016 年以来，上述三种标的的数量分别保持在 460-520 支、370-420 支和 13-20 支。

图表 19. 申万系统标的证券分布情况

指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
沪市标的证券数量	510	514	498	518
深市标的证券数量	406	418	409	418
ETF 标的证券数量	15	18	20	19

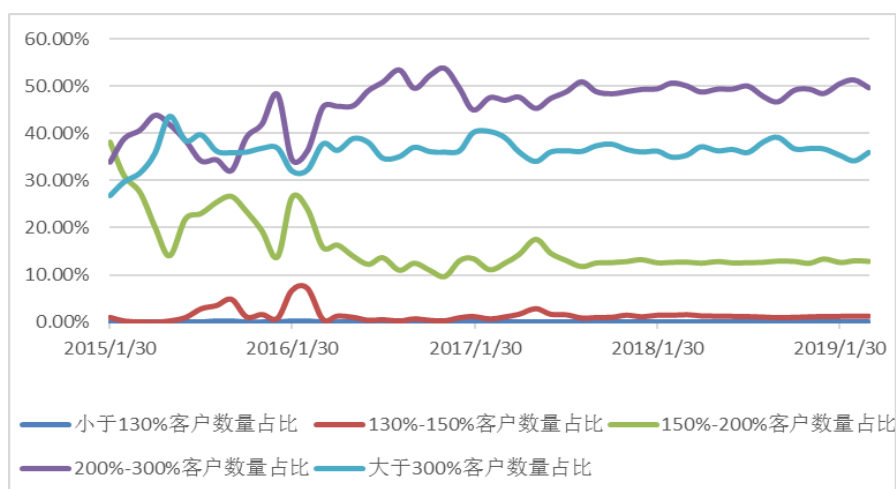
资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

从融资余额占比来看，除受股市波动等因素影响，申万系统中客户维持担保比例大于 150%的合计占比在 2015 年 7 月至 9 月、2016 年 1 月和 2 月以及 2017 年 4 月和 5 月等月份略有下降外，客户维持担保比例大于 150%的合计占比在其余时间段均维持在 96%以上的水平。从客户数量占比来看，除 2015 年 9 月、2016 年 1 月和 2 月等月份之外，申万系统中客户维持担保比例大于 150%的合计占比也均大于 96%。

图表 20. 申万系统融资业务客户维持担保比例分布情况（按融资规模占比）


资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

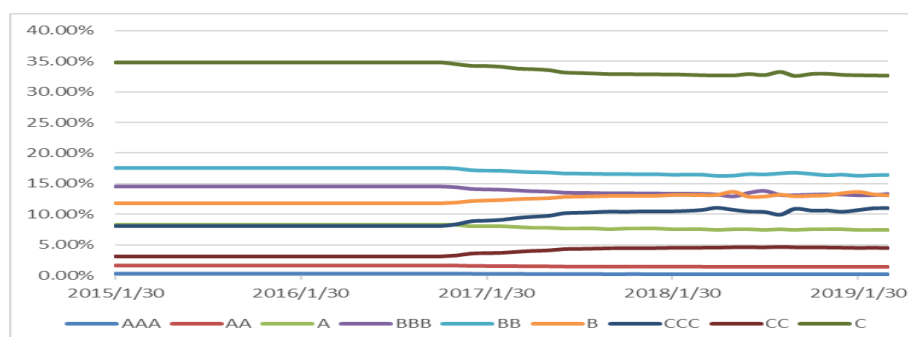
图表 21. 申万系统融资业务客户维持担保比例分布情况（按客户数量占比）



资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

从融资客户的信用质量分布来看，申万系统各信用等级客户数量占比较稳定，客户等级评定为 CC 级及以上的客户占比大致维持在 65% 至 67% 之间的水平，且，CC 级及以上客户中，BBB 级至 B 级客户数量占比较多，占全部客户数量的 42% 至 44% 之间的水平。申万系统中客户信用质量较为一般。

图表 22. 申万系统融资客户信用质量分布情况



资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

图表 23. 申万系统融资客户信用质量分布情况（按客户数量占比）

内部分类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
AAA 类	0.28%	0.26%	0.26%	0.25%
AA 类	1.52%	1.43%	1.40%	1.40%
A 类	8.07%	7.61%	7.54%	7.44%
BBB 类	14.13%	13.36%	13.19%	13.29%
BB 类	17.20%	16.54%	16.47%	16.42%
B 类	12.14%	12.99%	13.40%	13.05%
CCC 类	8.88%	10.48%	10.42%	10.99%
CC 类	3.54%	4.45%	4.51%	4.46%
C 类	34.24%	32.89%	32.82%	32.70%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：根据申万宏源证券提供信息整理绘制

总体而言，申万宏源证券融资业务整体规模较大，客户数量众多，单一客户的融资债权余额规模均相对较小，分散性较高，融资债权标的证券分布较为广泛，客户质量大多较一般，维持担保比例整体较高，融资业务安全性有一定保障。

四、定量分析

本期证券采用了循环购买的交易结构。专项计划存续期间，计划管理人于循环购买期内的任一日以专项计划可用资金和前一日日终不合格基础资产的回购价款循环购买基础资产。新世纪评级根据本期交易规定的现金流偿付顺序，构建了本期证券的现金流分析模型，并对该模型进行压力测试，目的是评估资产池产生的现金流在压力情景下对证券利息和本金的覆盖程度。

考虑到专项计划存续期内申万宏源证券对风险基础资产和不良基础资产将承担赎回义务，且申万宏源证券自身信用质量极好，新世纪评级在压力测试情景中不再考虑基础资产的违约和违约后的回收情况。此外，由于循环购买机制，早偿的融出资金债权资产产生的现金流可循环购买基础资产，不会对资产池收益产生影响。

专项计划存续期间，若循环购买基础资产预期收益率下降以及循环购买资金利用效率下降等，均可能影响资产池现金流对优先级证券本息的保障程度。因此，新世纪评级压力测试情景包括资产池加权平均收益率下降以及资金利用效率下降等情景。

图表 24. 现金流压力测试基准条件及加压幅度

压力条件	基准条件	加压幅度
资金利用效率	90.00%	下降 10%至 81.00%
资产池加权平均利率（年）	5.95%	下降 10%至 5.36%

资料来源：新世纪评级现金流压力测试假设条件

经现金流压力测试，在 AAA_{sf} 级压力情景下，假设融出资金债权在预期到期日之前全部到期，相关债务人能够按照合同约定还本付息，仅依赖资产池现金流入能够足额覆盖优先级证券本息，即压力情景下本期证券能够通过测试。

由于专项计划循环购买时未考虑资产期限因素，融出资产债权资产到期时客户有权选择展期，展期次数并无限制，届时已经产生的利息亦无强制支付的约定，因此，4 号证券基础资产回收款的现金回笼具有较高不确定性，优先级证券本息的偿付或将依赖于特定原始权益人申万宏

源证券的流动性支持。

五、各参与方履约表现

(一) 特定原始权益人/资产服务机构/流动性支持方（申万宏源证券）

1. 概况

申万宏源证券有限公司（以下简称“申万宏源证券”、“该公司”或“公司”）是申万宏源集团股份有限公司（以下简称“申万宏源集团”）全资子公司，实际控制人为中央汇金投资有限责任公司（以下简称“中央汇金”）。2015年1月，根据中国证券监督管理委员会有关批复，原申银万国证券股份有限公司（以下简称“申银万国证券”）以换股方式吸收合并原宏源证券股份有限公司（以下简称“宏源证券”），并以申银万国证券和宏源证券的全部证券类资产及负债（净资产）出资设立全资证券子公司申万宏源证券，该公司设立申万宏源证券承销保荐有限责任公司和申万宏源西部证券有限公司。公司取得上海市工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》，初始注册资本为330亿元。原申银万国证券变更为投资控股公司，更名为“申万宏源集团股份有限公司”，于2015年1月26日在深圳证券交易所上市。

2018年一季度，根据申万宏源证券2018年1月22日第一届董事会第三十五次会议决议，并经股东申万宏源集团第四届董事会第三十次会议审议同意，公司股东申万宏源集团向公司增加注册资本人民币100亿元。截至2018年末，公司实收资本为430亿元，申万宏源集团持有公司全部股份。同期末，中央汇金直接持有申万宏源集团22.28%的股权，通过中国建投持有申万宏源集团29.27%的股权（中央汇金持有中国建投100%股权）；中国光大集团股份公司持有申万宏源集团4.43%的股权（中央汇金持有中国光大集团股份公司55.67%股权）；中央汇金资产管理有限责任公司持有申万宏源集团0.88%的股权（中央汇金持有中央汇金资产管理有限责任公司100%股权）。中央汇金直接或间接持有申万宏源集团56.86%的股权，为公司实际控制人。

申万宏源证券目前是国内规模最大、经营业务最齐全、营业网点分布最广泛的大型综合类证券公司之一。公司特许经营资质较为齐全，涵盖证券经纪、证券投资咨询、融资融券、代销金融产品、证券投资基金代销、为期货公司提供中间介绍业务，证券资产管理，证券承销与保荐，证券自营，股票期权做市，国家有关管理机关批准的其他业务。此外，

还通过控股子公司申万研究所从事证券投资咨询业务；通过控股子公司申万期货从事期货业务，通过全资子公司申万投资公司从事直接投资业务，通过全资子公司申万创新投从事另类投资业务，通过控股子公司申万菱信从事基金募集、基金销售、资产管理业务，通过全资子公司申万宏源（国际）及其下属公司在香港、新加坡从事经监管部门批准的持牌业务。

截至 2018 年末，申万宏源证券资产总额为 3229.19 亿元，所有者权益为 684.25 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 666.76 亿元）。2018 年公司实现营业收入 121.70 亿元，净利润 40.53 亿元（其中归属于母公司股东的净利润为 39.65 亿元）。

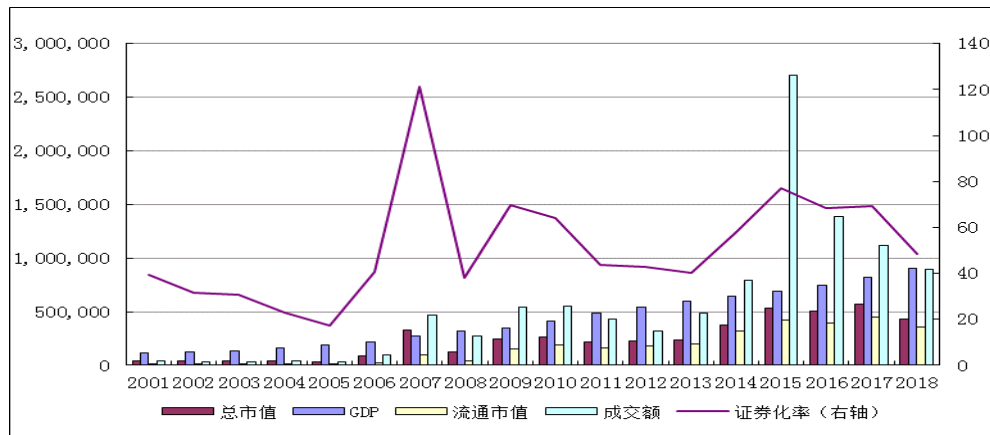
2. 证券行业运营状况与风险关注

近年来，我国证券市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善，但与成熟市场相比，风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性仍较强。由于证券业受到高度监管，证券公司业务得到较大保护，这也成为证券公司信用质量的重要支撑。证券业同质化竞争较严重，且随着证券市场层次与参与主体的日益丰富，其他金融机构及互联网金融使得证券业面临日益激烈的市场竞争压力。而证券公司创新业务的开展在优化证券公司业务结构的同时，也抬高了其杠杆经营程度，对证券公司资本补充、融资能力和风险管理能力提出更高要求。

我国证券市场经过 20 多年发展，市场规模不断壮大，市场层次与参与主体不断丰富，监管体系与市场规则不断完善。证券市场在改善社会融资结构、优化资源配置、推动经济与金融体制改革与发展等方面发挥了重要作用。

根据沪深交易所统计数据，截至 2018 年末，沪深两市境内上市公司共有 3584 家，市价总值 43.49 万亿元。

图表 25. 中国股市发展情况及证券化率 (单位: 亿元, %)

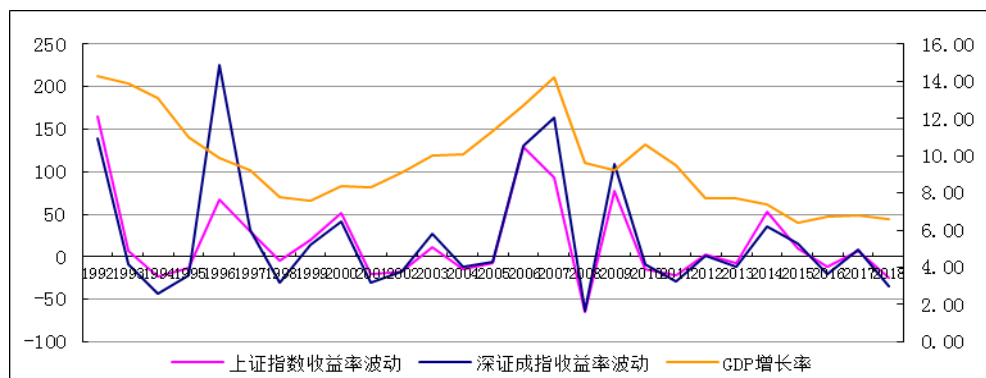


资料来源: Wind

注: 证券化率=股市总市值/GDP×100%

我国证券市场尚处于不断发展和完善过程中。证券公司综合治理和股权分置改革的陆续完成,有利于证券市场的规范发展,但市场依然存在结构性矛盾与制度性缺陷。目前,我国证券市场在多层次市场体系建设、机构投资者培育、发行审批制度改革、信息披露规则要求、市场退出机制等方面仍有较大改善空间。近年来,证券行业持续推进改革创新,以点带面稳步推动创新业务制度建设逐一落地实施,证券行业有望由依靠通道业务驱动转向多元化发展。但与成熟市场相比,我国证券市场的风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足,市场投机性和波动性较强。自2015年我国股票二级市场出现大幅调整以来,证券行业监管政策导向逐步向防范金融风险和维护金融稳定的方向转变,创新脚步有所放缓,但中长期改革转型的思路不变。

图表 26. GDP 增长率与上证指数及深证成指收益率波动情况 (单位: %)

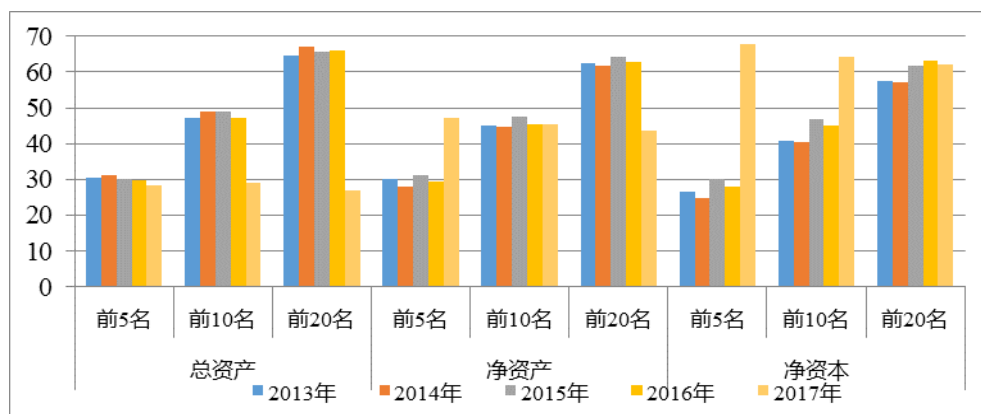


资料来源: Wind

我国证券业受到高度监管。证券公司市场准入、业务经营和日常管理等方面受到全面监管,证券公司的设立和业务实施特许经营。在金融分业经营环境下,特许经营方式使证券公司能够获得较好的经营保护,这也成为我国证券公司重要的信用支持因素。

证券公司综合治理整顿之后，证券业竞争格局发生重大变化，业务资源向少数证券公司集中。同时，中国证监会自 2004 年以来实施证券公司分类监管，大型优质证券公司竞争优势得到增强。证券业市场集中度较高，行业竞争格局初步形成。

图表 27. 证券业集中度变化情况 (单位: %)



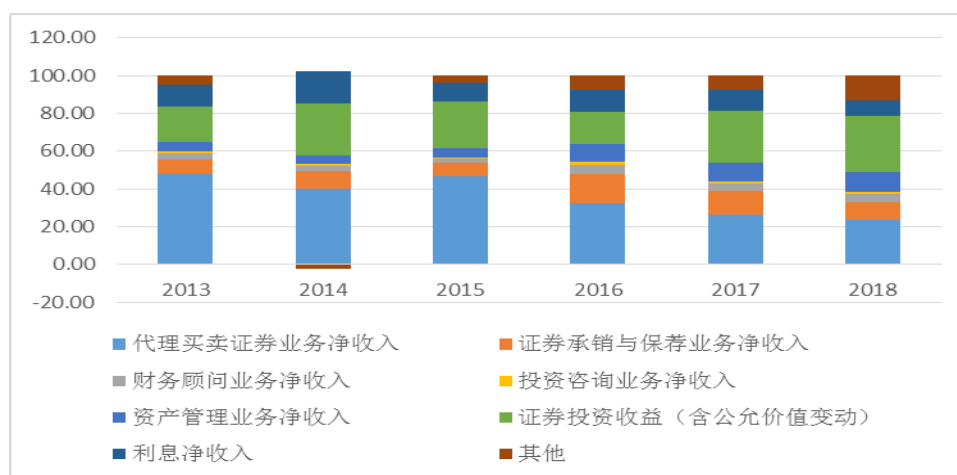
资料来源: 中国证券业协会

目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。一方面，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险。而且，近年来，互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面临激烈的市场竞争压力。另一方面，随着我国金融市场的持续改革，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，杠杆经营程度上升后，证券公司在资本补充、融资能力和风险管理能力等方面有待同步提高。

受市场发展水平和监管环境影响，国内证券公司业务模式相对单一，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，盈利水平易受证券市场景气度影响，周期性波动明显。近年来，佣金率整体下滑促使证券公司推动转型，积极抢占融资融券市场份额。2016 年，投行业务借助政策推动，业务收入确认加快，在证券公司收入结构中占比增速较快，项目储备充足和承销能力较强的证券公司将在业务结构转型和收入结构优化的过程中得到较强支撑。2017 年，股票质押式业务规模迅速增长，为证券公司盈利稳定性提供了一定补充。同时，全年股票市场慢牛的走势以及市场投资风格的转变亦使得证券公司自营投资表现有所改善。但监管政策的持续收紧对证券公司合规风控能力提出了更高的要求。2018

年以来，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策带来的全球性信用收缩，股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期有所减少，各证券公司均加快业务转型，推进非通道类业务的发展。

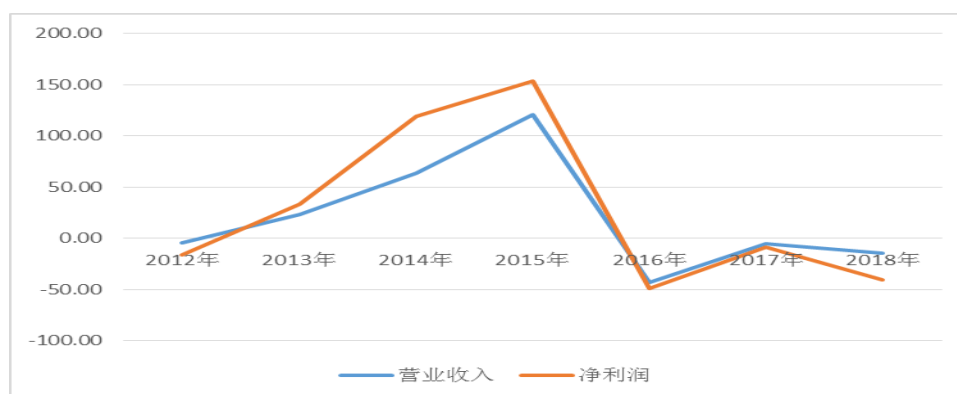
图表 28. 证券公司营业收入结构情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

2018 年以来，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策带来的全球性信用收缩，我国股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。债券市场交投活跃，根据 Wind 资讯统计，截至 2018 年 11 月末，银行间和交易所债券合计成交 132.62 万亿元，总成交量较去年同期增长 47.26%。同期末，债券市场合计发行额为 40.08 万亿元，较去年同期发行额增长 6.65%。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期有所减少。经纪业务及自营业务受市场波动影响较大；新股及再融资规模的下降亦导致投行业务收入的降低；市场两融规模维持稳定，但整体债务规模增长侵蚀了证券公司的利息收入；大资管新规对资产管理业务的监管影响逐步减小，业务盈利情况有一定回升。

图表 29. 证券业历年营业收入与净利润增幅情况 (单位: %)



资料来源: 中国证券业协会

我国证券监管部门审慎推进证券市场的金融创新与对外开放。近年来, 证券市场创新步伐与开放进程有所加快, 融资融券、直投业务、股指期货等创新业务与品种陆续推出, 创业板成立、三板市场升级扩容, QFII 与 QDII 适用对象逐步拓宽和提高, 创新为市场与机构注入了活力。随着我国对外开放水平的提高, 我国证券市场的创新度和开放度将进一步提高。

3. 业务与战略

申万宏源证券投资银行业务包括股票承销保荐、债券承销、财务顾问服务等; 本金投资业务是使用自有资金对外进行股权投资、债权投资、其他投资等; 个人金融业务主要服务于个人及非专业机构投资者, 涵盖证券经纪、期货经纪、融资融券、股票质押式融资以及金融产品销售和投资顾问服务等; 机构服务及交易业务主要为专业机构客户提供主经纪商服务和研究咨询服务, 同时包括 FICC 销售及交易、权益类销售及交易等 (以下简称“自营业务”); 投资管理业务包括资产管理、公募基金管理等。

申万宏源证券的收入及盈利水平受证券市场环境波动影响较大。2018 年以来, 公司投资银行营业收入及营业利润持续下降, 主要系股权融资市场低迷、债券发行额度持续波动的影响所致; 同时, 公司本金投资业务亦持续下降, 主要系 IPO 审核趋严趋紧以及市场环境恶化影响; 受市场股基交易量及两融规模下滑影响, 加之证券市场指数的持续下滑, 公司证券经纪、融资融券、股票质押式融资业务均出现波动, 公司个人金融业务营业收入及业务利润规模和占比均有所减少; 得益于 2018 年以来债券收益率的震荡下行, 公司 FICC 销售及交易业务取得了较好的投资回报, 带动机构服务与交易分部盈利贡献度快速上升; 受资管新规正式出台的影响, 公司投资管理业务营业收入增速有一定放缓。

整体来看，申万宏源证券各项业务均受市场及行业竞争影响较大。随公司转型的持续推进及市场环境的不变化，其营收及营利结构有一定分化。

图表 30. 申万宏源证券主营业收入分业务结构（单位：亿元，%）

营业收入	2016 年		2017 年		营业收入	2017 年		2018 年	
	金额	比例	金额	比例		金额	比例	金额	比例
证券及期货经纪业务	75.83	51.22	56.45	44.56	投资银行	14.30	11.29	9.45	7.76
证券自营及其他投资业务	3.91	2.64	6.09	4.81	本金投资	7.91	6.24	4.97	4.09
证券承销及保荐业务	21.55	14.55	14.64	11.56	个人金融	73.79	58.25	62.87	51.66
资产及基金管理业务	20.48	13.83	14.91	11.77	机构服务与交易	16.57	13.08	30.30	24.90
信用业务	12.39	8.37	20.55	16.22	投资管理	14.11	11.14	14.11	11.59
境外业务	2.96	2.00	3.79	2.99	-	-	-	-	-
其他	13.62	9.20	12.95	10.22	-	-	-	-	-
抵消	-2.69	-1.82	-2.71	-2.14	-	-	-	-	-
合计	148.06	100.00	126.69	100.00	合计	126.69	100.00	121.70	100.00

营业利润	2016 年		2017 年		营业利润	2017 年		2018 年	
	金额	比例	金额	比例		金额	比例	金额	比例
证券及期货经纪业务	31.42	49.36	29.84	52.02	投资银行	5.91	10.30	3.87	7.85
证券自营及其他投资业务	-0.66	-1.04	0.11	0.19	本金投资	6.87	11.98	3.88	7.87
证券承销及保荐业务	10.43	16.38	5.37	9.36	个人金融	31.09	54.21	17.14	34.79
资产及基金管理业务	9.15	14.37	4.70	8.19	机构服务与交易	7.92	13.81	16.39	33.27
信用业务	5.84	9.17	9.27	16.16	投资管理	5.56	9.70	8.00	16.23
境外业务	0.74	1.16	1.06	1.84	-	-	-	-	-
其他	6.74	10.59	7.13	12.43	-	-	-	-	-
抵消	0.00	0.00	-0.11	-0.20	-	-	-	-	-
合计	63.66	100.00	57.35	100.00	合计	57.35	100.00	49.27	100.00

资料来源：申万宏源证券

（1）个人金融业务

证券经纪业务

面对客户投资意愿减弱、佣金率持续下滑、行业竞争加剧等不利因素，申万宏源证券通过拓展渠道建设、强化品牌宣传、推进客服分层、加强队伍建设、布局风口业务等系列举措，加大客户资产引进和盘活力度，推进经纪业务持续发展。

截至 2018 年末，申万宏源证券及所属证券类子公司共设有 40 家证券分公司、310 家证券营业部，分布于 21 个省、4 个直辖市、4 个自治

区的 134 个城市内。同期末，公司证券客户托管资产 2.39 万亿元，市场占有率 7.13%。当年末，公司证券客户托管资产 2.39 万亿元，市场占有率 7.13%，行业排名前 3 位；公司代理买卖业务净收入仍位居行业前列。

在经纪业务佣金率方面，申万宏源证券整体佣金率维持在行业较好水平，但仍呈下降走势，2016-2018 年公司经纪业务佣金率分别为 0.058%、0.047% 和 0.038%。受此影响，加之市场股基交易持续低迷，公司部均代理买卖证券业务净收入亦逐年减少，2016-2018 年公司部均代理买卖证券业务净收入分别为 1582.29 万元、1163.59 万元和 790.08 万元。

融资融券业务和股票质押式融资业务

经过多年发展，信用业务已成为申万宏源证券营业收入及营业利润的重要贡献点。其信用业务主要包括融资融券业务、约定购回式证券交易业务、股票质押式回购交易业务、转融通业务等。

近年来，证券市场持续震荡，市场两融余额亦持续波动。期间申万宏源证券融资融券业务通过创设与开发资券融通创新产品、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 2018 年末，公司融资融券业务余额为 436.63 亿元，较上年末增长 7.28%，融资融券业务期末余额市场占有率 5.65%。

除融资融券业务外，申万宏源证券还重点推进股票质押式回购交易业务发展，相关业务规模快速增长，但 2018 年证券市场持续下跌，股票质押业务风险暴露，公司也相应调整业务策略。公司通过严格项目准入、加强项目评审，开展业务自查、落实贷后管理、建立资金管控等列举措，努力化解股票质押项目风险。截至 2018 年末，公司股票质押融资余额 436.83 亿元，较上年末增长 35%；当年实现股票质押式回购利息收入 28.38 亿元。

图表 31. 申万宏源资本中介业务整体情况（单位：亿元、户）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
融资融券业务余额	561.19	559.75	436.63
股票质押式回购业务待回购余额	59.77	322.93	436.83
融资融券利息收入	42.62	40.64	36.32
股票质押回购利息收入	1.34	10.23	28.38

资料来源：申万宏源证券

期货经纪业务

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。2018年，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，以巩固经纪业务基础和提高创新业务收入贡献为抓手，加快实施创新转型，实现净利润 2.17 亿元，同比增长 39%。

金融产品销售业务

申万宏源证券金融产品销售包括销售公司自行开发的金融产品及第三方开发的金融产品，金融产品类型涵盖资产管理计划、收益凭证、公募基金、私募基金、商业银行的理财产品及其他金融产品。2018年，公司销售自行开发金融产品 865.02 亿元，代理销售第三方金融产品 565.35 亿元。

(2) 机构服务与交易

自营业务

近年来，申万宏源证券自营业务投资规模及收入水平持续增长，且固定收益类投资占比不断提高。2018年，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。同时，权益类投资积极拓展创新业务，先后取得场外期权交易商资格、上交所 50ETF 期权做市交易商资格并进行跨境业务布局，筹备沪伦通跨境转换与做市业务。公司固定收益类投资把握市场投资机会，紧跟市场坚定加仓，投资回报率显著超过同期中债综合全价指数和开放式纯债型基金收益率均值；此外，公司稳步推进大宗商品销售交易业务和黄金业务。

图表 32. 申万宏源证券自营投资业务情况 (单位: 亿元, %)

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
自营投资规模 (亿元)	689.67	862.89	1200.56
其中: 债务工具 (%)	49.65	65.45	68.97
权益工具 (%)	21.29	15.65	8.98
其他 (%)	29.07	18.90	22.05
净资本/自营投资规模 (%)	73.80	59.19	48.73

资料来源: 申万宏源证券

注 1: 自营投资规模 = 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资

注 2: 2018 年末自营投资规模 = 交易性金融资产+其他债权投资+其他权益工具投资+债权投资; 权益类工具包含: 股票、非交易性权益工具; 债务工具包含: 交易性金融资产-债券、债权投资、其他债权投资。

截至 2018 年末，申万宏源证券自营投资规模维持增长，为 1200.56

亿元，其中债务工具占比进一步增至 68.97%，净资产对自营投资的覆盖度为 48.73%；当年公司投资收益及公允价值变动损益分别为 37.46 亿元和-1.23 亿元。

研究咨询业务

申万宏源证券主要通过控股子公司申万研究所开展研究咨询业务。2018 年，申万研究所贯彻落实“研究搭台、联合展业”战略，举办精品会议 40 多场，机构客户参会总人数达到 5000 人次；着力市场专题研究，跨行业跨领域协同发力，打造产业链一体化优势；聚焦提升研究报告质量，布局智能研究，扩大申万指数市场影响力。同期，申万研究所在《证券市场周刊》杂志社主办的“第十二届卖方水晶球分析师奖”评选中，13 个研究领域获得单项奖，并在“Asiamoney 最佳分析师”评选中得到 6 项第 1。

主经纪商业

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。2018 年，公司进一步推动机构客户综合金融服务，交易席位租赁业务方面，向非证券交易所会员单位出租交易单元，全年实现席位租赁收入 4.06 亿元，排名继续位于行业第一梯队；PB 系统业务方面，公司规范发展 PB 交易系统，年末 PB 系统的资产规模达 1,417 亿元；基金行政服务方面，公司通过了 ISAE 3402 国际鉴证，成为证券行业第四家通过认证的基金运营外包服务机构。

(3) 投资管理业务

资产管理业务

自 2017 年底资管新规征求意见稿出台以来，资产管理行业监管重点聚焦降杠杆、去通道、破刚兑，资管业务规模整体萎缩，其中通道业务规模不断压降。2018 年，资管新规及系列配套政策正式落地，过渡期监管边际放松，下半年以来金融监管向稳杠杆转变。申万宏源证券资产管理业务顺应市场和监管形势变化，以提升主动管理能力为主线推进转型，逐步压缩通道业务、扩充业务渠道、丰富产品体系、提高投资水平。截至 2018 年末，公司资产管理业务规模 6740.01 亿元，较上年末减少 21.21%；当年实现资产管理业务净收入 9.13 亿元，同比增加 1.57%。

图表 33. 申万宏源证券资产管理业务情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
期末集合资产管理业务受托规模（亿元）	394.37	389.33	552.18
期末定向资产管理业务受托规模（亿元）	6363.81	8072.81	6022.97
期末专项资产管理业务受托规模（亿元）	111.39	92.03	164.86
集合资产管理业务净收入（亿元）	2.80	3.17	3.09
定向资产管理业务净收入（亿元）	10.34	5.59	5.07
专项资产管理业务净收入（亿元）	0.18	0.22	0.96
资产管理业务净收入合计（亿元）	13.32	8.98	9.13
资产管理业务净收入行业排名（位）	5	9	6

资料来源：申万宏源证券、证券业协会

公募基金管理业务

申万宏源证券主要通过控股子公司申万菱信和参股公司富国基金开展公募基金管理业务。

2018 年，申万菱信凭借资深的投研团队，在有效控制风险的前提下实现了基金净值稳定和业绩增长，主动量化及固定收益类基金的加权业绩排名均处于行业前 1/2；富国基金积极优化和完善公募产品线，2018 年末管理资产规模 4,340 亿元，较上年末增长 1.30%。

私募基金管理业务

申万宏源证券主要通过申万直投开展私募基金管理业务。

2018 年，申万直投充分发挥“投资集团+证券公司”的双层架构优势，与证券公司的投行业务、资产管理业务及其他各类业务协同联动，为企业客户提供全方位的服务。2018 年，申万直投采取“PE+产业集团+政府”业务模式，新增基金规模 22 亿元。

（4）投资银行业务

申万宏源证券投资银行业务致力于为企业提供股权融资、债权融资、并购重组、财务顾问、资产证券化、市值管理等一站式综合金融服务，并通过优质、全面、持续的服务形成与重要客户的长期合作关系。

2018 年，国内直接融资市场仍呈现结构性差异。股权融资方面，受股票市场波动、审核进度放缓影响，IPO 发行规模及再融资规模同比均明显收缩；债券融资方面，债券市场收益率在 2017 年总体攀升后震荡下行，一级市场发行规模大幅增加。在 IPO 审核形势趋严、债券市场进一步规范的情况下，申万宏源证券投资银行业务积极响应金融服务实体经济要求，持续加大投行项目开拓力度。2018 年，公司共完成再融

资项目 4 个，融资金额 128.82 亿元；企业债主承销项目 9 家，主承销金额 61 亿元；公司债主承销项目 30 家，主承销金额 225.91 亿元；重大资产重组项目 5 单，交易金额 157.51 亿元；场外业务一级市场推荐挂牌项目 17 个，定向增发项目 87 家次。

(5) 本金投资业务

申万宏源证券通过全资子公司申万直投和申万创新投开展本金投资业务。2018 年，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；申万直投努力探索新的私募基金业务合作模式，寻找优质的合作方；申万创新投深化资产布局调整，重点推动投资项目的 ABS 化以及开拓科创领域的投资布局。截至 2018 年末，公司本金投资（不含联营和合营企业投资）规模 14.93 亿元，联营和合营企业投资规模 10 亿元。

(6) 发展战略

2019 年，申万宏源证券将重点推进以下五方面工作：1、注重跟踪研究经营形势的重大变化，及时优化调整经营策略和资产配置；2、注重业务协同、统筹推进，建立完成覆盖个人高净值客户、机构客户、企业客户的客户名单以及客户经理队伍，建成“六个统一”的产品体系，为客户提供综合金融服务；3、注重盈利能力提升，把握私募量化、资产证券化等市场风口业务，以及沪伦通、科创板、金融衍生品等创新业务机会；4、注重战略布局的推进，在资本布局、业务转型、国际化布局和金融科技布局上有新突破；5、注重风险防控，提升合规与风险管理能力，防范和化解各类金融风险。

4. 风险管理

申万宏源证券建立健全了全面风险管理体系，包括制度体系、组织架构、信息技术系统、风险指标体系、人才队伍以及风险应对机制等。公司建立了由董事会与监事会，经理层，风险管理部门与其他职能管理部门，各业务部门、分支机构及子公司共同组成的风险管理组织体系。通过风险识别、实时监控和报告，申万宏源证券能够较有效地控制各类风险。

(1) 市场与信用风险

申万宏源证券市场风险敞口主要集中在自营投资业务、自有资金参与的资产管理业务等。此外，公司持有的外币资产亦面临汇率波动等市

场风险。

针对市场风险，申万宏源证券建立风险限额分级授权机制，规定了大类资产市场投资业务规模限额及风险损失限额。经理层对上述风险容忍度规定进行细化，制订了执行方案。公司合规风控部门对公司整体市场风险进行全面的风险评估和监控。

2016 年末，申万宏源证券自营非权益类证券及其衍生品和自营权益类证券及其衍生品占净资本的比重分别为 86.36% 和 30.31%。2017 年以来公司逐步加大了对固定收益的投资比重并降低权益类证券投资比例，整体非权益类证券投资规模快速上升。2018 年末，公司自营非权益类证券及其衍生品和自营权益类证券及其衍生品占净资本的比重分别为 172.09% 和 20.28%。整体来看，公司自营业务风控指标均处在监管标准之内。

图表 34. 申万宏源证券监管指标情况 (单位: %)

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	预警标准	监管标准
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	86.36	134.08	172.09	≤400%	≤500%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	30.31	28.17	20.28	≤80%	≤100%

资料来源：申万宏源证券

申万宏源证券信用风险敞口主要分布在融资类业务（融资融券、约定购回式交易和股票质押式回购业务）、固定收益自营业务、场外衍生品交易业务和非标投资等领域。

固定收益自营业务方面，申万宏源证券开展的固收自营债券投资的信用评级和主体评级符合内部风险限额指标规定。债券组合中信用债大部分保持在 AA 级以上，对个别债券发生的信用违约事件，公司正积极与发行人和主承销商沟通，尽最大努力保障本息安全。2018 年末公司固定收益业务债券持仓总规模为 588 亿元。

资本中介业务方面，申万宏源证券通过对客户风险教育、适当性管理、尽职调查、征信评级、分级授信管理、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式有效地控制了信用风险。公司融资类业务主要监管指标和重要内控指标均符合规定标准。2018 年以来，随着权益类市场的持续下行，股票质押业务平均履约保障比例持续下降，公司信用业务风控能力持续面临挑战。

场外衍生品交易业务方面，申万宏源证券场外衍生品交易风险敞口较小。公司对交易对手设定保证金比例和交易规模限制，通过每日盯

市、追保等手段来控制交易对手的信用风险敞口。

非标类投资业务方面，申万宏源证券采取规范尽职调查机制、提高项目准入标准、强化项目投后管理等有效风险应对措施化解相应风险隐患。

综合而言，申万宏源证券建立了符合自身特点的市场与信用风险管理制度体系，证券投资业务风险和信用风险得到较好控制。未来证券市场仍有持续调整压力，公司自营投资业务市场风险管理能力或将持续承压。随着公司资本中介业务规模的回落，公司融资融券信用风险有所缓释，但股票质押业务平均履约保障比例有所下降，该类业务风险管理压力仍然较大。此外，公司投资类业务的快速发展，也对其市场风险管理能力提出更高要求。

(2) 流动性风险

申万宏源证券在流动性风险方面，通过不断完善流动性储备管理体系，加强对优质流动性资产的总量和结构管理，流动性储备较为充分；此外，公司在考虑宏观市场环境和大类资产流动性的基础上，通过控制长期资产占用资金比例、提升融资渠道多样性和优化负债期限结构，防范流动性风险的发生。

申万宏源证券资产以证券自营投资业务和信用业务资产为主。近年来公司买入返售金融资产规模随股票质押业务发展快速增长，自营投资规模占比亦有所增加，融出资金规模受市场两融余额下降影响持续收缩。截至2018年末，公司融出资金、买入返售金融资产规模分别为441.48亿元和661.94亿元。

图表 35. 申万宏源证券资产构成占比情况 (单位: %)

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
货币资金*	12.19	10.03	9.42
自营投资业务	38.90	38.91	45.05
买入返售金融资产	9.89	19.74	24.84
其中：股票质押式回购	3.37	14.56	16.39
融出资金	31.51	25.14	16.57
小计	92.49	93.82	95.88
总资产*	100.00	100.00	100.00

资料来源：申万宏源证券

注 1：本表货币资金已扣除客户资金存款，比例计算已扣除代理买卖和承销证券款；

注 2：2018 年末自营投资规模 = 交易性金融资产+其他债权投资+其他权益工具投资+债权投资。

负债端来看，申万宏源证券主要通过发行长期限债券、资产支持证

券、两融收益权转让等中长期负债手段，以及同业拆借、转融资、卖出回购债券、发行短期限债券等短期负债手段支持信用交易业务及自营投资业务开展。近年来，随固定收益投资规模和股票质押业务的增长，公司卖出回购金融资产款，短期债务和有息债务规模均有所提升。截至2018年末，短期债务占有息债务的比重为58.99%，债务规模的整体提升在一定程度上加大了公司流动性管理压力。

图表 36. 申万宏源证券债务构成情况 (单位: 亿元, %)

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
卖出回购金融资产款	347.78	641.09	787.93
短期债务	423.13	906.41	1073.44
有息债务	991.03	1461.67	1819.60
短期债务/有息债务	42.70	62.01	58.99
货币资金*/短期债务	51.08	24.53	23.38

资料来源: 申万宏源证券

注 1: 短期债务=期末短期借款+期末衍生金融负债+期末交易性金融负债+期末卖出回购金融资产+期末拆入资金+期末应付短期融资券+期末应付合并结构性主体权益持有者款项;

注 2: 有息债务=期末短期借款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付短期融资券+期末应付债券+期末长期借款+期末应付合并结构性主体权益持有者款项。

整体来看，融资融券业务的波动以及股票质押业务的快速增长将持续挑战申万宏源证券的资本补充和外部融资能力，并对其流动性管理构成压力。公司仍需加强流动性风险管理能力，以应对突发性流动性风险事件。

5. 盈利能力

近年来受证券市场调整影响，申万宏源证券收入及利润规模有所下降。2016-2018 年，公司分别实现营业收入 148.15 亿元、126.69 亿元和 121.70 亿元，实现净利润 55.04 亿元、45.74 亿元和 40.53 亿元。

图表 37. 近三年申万宏源证券收入与利润情况

	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入 (亿元)	148.15	126.69	121.70
净利润 (亿元)	55.04	45.74	40.53
营业收入行业排名	6	7	-
净利润行业排名	6	8	-

资料来源: 申万宏源证券、中国证券业协会、Wind

从各业务线的盈利情况来看，近年来申万宏源证券各类业务的营业利润率波动幅度较大，且均受市场环境因素影响较深。其中受股基交易量持续下降及两融余额的影响，个人金融业务营业利润率有所下降；虽

受资管新规影响，公司定向资管规模降幅较快，但得益于主动管理规模的提升，公司投资管理业务营业利润有所上升；机构服务及交易业务营业利润率受金融环境及证券市场变化影响较大，在债券收益率持续下行的环境下，得益于杠杆水平的提升，该业务分部近年盈利较好；投行业务方面，公司较好地应对了 IPO 和再融资发行节奏的放缓，整体营业利润率维持稳定。

图表 38. 申万宏源证券业务分部营业利润率情况 (单位: 亿元, %)

业务分部	2017 年	2018 年
投资银行	41.30	40.93
本金投资	86.88	77.95
个人金融	42.14	27.27
机构服务与交易	47.78	54.09
投资管理	39.42	56.67

资料来源: 申万宏源证券

从成本及费用结构看，申万宏源证券业务及管理费占营业收入的比重有所上升，主要系公司推行市场化薪酬和激励机制，人力费用上升较快。近年来，公司营业成本结构已趋于稳定，业务管理费占比和职工薪酬占业务及管理费比重得到了较好的控制。未来受同业竞争加剧、创新业务需求等因素影响，公司人员成本或将面临上升压力。

图表 39. 申万宏源证券成本费用情况 (单位: 亿元, %)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	148.15	126.69	121.70
业务及管理费用	75.63	64.36	65.02
职工薪酬	56.44	46.96	47.96
业务及管理费/营业收入	51.05	50.80	53.43
职工薪酬/业务及管理费	74.63	72.96	73.77

资料来源: 申万宏源证券

综合而言，申万宏源证券盈利水平在行业内居前列，综合竞争力较强。2018 年以来，得益于股票质押业务及自营债权投资业务带来的利息收入增长，公司盈利来源进一步分散。

6. 资本与杠杆

申万宏源证券在行业内具有较突出的市场地位，合并重组完成前申银万国证券及宏源证券净资产及净资本排名均位于行业前列。合并重组完成后，申万宏源证券承继和承接了原申银万国证券和宏源证券的全部证券类资产、负债、业务和人员等，资产规模和净资本指标排名大幅提

升。此外，2018年1月股东申万宏源集团向公司增资人民币100亿元，至此公司的注册资本变更为人民币430亿元。

图表 40. 申万宏源证券资本实力（单位：亿元，位）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
净资产	464.59	498.11	623.31
行业排名	8	8	-
净资本	508.96	510.71	583.74
行业排名	6	7	-

资料来源：中国证券业协会、申万宏源证券（母公司口径）

截至2018年末，申万宏源证券合并口径股东权益中股本、资本公积和未分配利润占比分别为62.84%、4.40%和19.74%。整体来看，公司股东权益结构较稳定，但仍需关注未来分红政策的变化及其对公司股东权益结构稳定性的影响。

图表 41. 申万宏源证券净资产构成情况（单位：%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
股本	62.47	59.20	62.84
资本公积	5.71	5.41	4.40
盈余公积	3.05	2.89	0.80
一般风险准备	7.35	6.99	1.87
未分配利润	19.83	23.08	19.74
少数股东权益	3.34	3.18	2.55
股东权益合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：申万宏源证券

近年来，虽申万宏源证券资产规模持续扩张、资本实力不断增强，但股票质押业务的快速发展和固定收益投资规模的增长亦使得其资产负债率和杠杆经营程度一直维持在行业较高水平。从风险监管指标来看，申万宏源证券各项指标维持较好，较预警标准仍有资负管理空间。在监管持续趋严趋紧的环境下，公司仍需加强合规管理，防范因监管处罚导致的分类评价下降。

图表 42. 申万宏源证券资产负债率及监管指标情况（单位：%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	预警标准	监管标准
资产负债率*	70.20	74.37	74.32	-	-
净资本	508.96	510.71	583.74	-	-
净资本/净资产	109.55	102.53	93.65	≥24%	≥20%
净资本/负债	50.08	34.39	31.54	≥9.6%	≥8%

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	预警标准	监管标准
净资产/负债	45.72	33.54	33.68	≥12%	≥10%
风险覆盖率	245.71	215.06	237.80	≥120%	≥100%

资料来源：申万宏源证券

注：本表中净资产及风险控制指标均为母公司数据。

7. 外部支持

中央汇金成立于 2003 年 12 月，注册资本 8282.09 亿元人民币，为国有独资公司，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。除申万宏源证券外，中央汇金控股、参股机构还包括国开行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、中国建投、光大集团、新华人寿、银河金控、中金公司、中信建投证券、国泰君安等多家大型重点金融机构或投资集团。

中央汇金对申银万国证券及宏源证券的支持力度均较大。2005 年中央汇金对申银万国证券增资 25 亿元，于 2012 年受让上海国际集团及其下属子公司所持申银万国证券的股份，于 2012 年通过下属子公司建银投资认购宏源证券 22692.89 万股定向增发股份。申银万国证券和宏源证券合并完成后，截至 2018 年末中央汇金合计持有申万宏源集团 56.86% 的股份，为其实际控制人。公司可在业务发展、业务协同、经营管理及资本补充等方面得到中央汇金的大力支持。

通过对申万宏源证券主要信用风险要素的分析，新世纪评级认为其具有极强的债务偿付能力，违约风险极低，并给予其 AAA 主体信用等级。

(二) 其他参与方履约表现

跟踪期内，计划管理人光证资管履约和尽职能力稳定。托管银行农业银行经营状况良好，财务状况稳定，有较为完善的风险控制的体系，较好的履行了托管银行的职责。

六、跟踪评级结论

新世纪评级基于跟踪期内入池基础资产信息资料，对本期证券基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构以及相关参与方信用状况进行持续关注，经分析与测算，新世纪评级维持本期证券的优先级资产支持证券 AAA_{sf} 的信用级别。

附录一

申万宏源证券主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2016年	2017年	2018年
总资产(亿元)	2631.48	2815.70	3229.19
总资产*(亿元)	1772.94	2217.41	2664.85
股东权益(亿元)	528.29	568.23	684.25
归属于母公司所有者权益(亿元)	510.65	550.22	666.76
营业收入(亿元)	148.15	126.69	121.70
营业利润(亿元)	63.75	57.35	49.27
净利润(亿元)	55.04	45.74	40.53
资产负债率(%)	70.20	74.37	74.32
权益负债率(%)	235.60	290.23	289.46
净资本/总负债*(%)	40.89	30.97	29.54
净资本/有息债务(%)	51.36	34.94	32.15
货币资金/总负债*	17.36	13.48	12.67
员工费用率(%)	38.10	37.07	39.41
手续费及佣金净收入/营业收入(%)	67.01	56.51	43.38
资产管理净收入与基金管理业务净收入/营业收入(%)	12.18	10.29	9.64
营业利润率(%)	43.03	45.27	40.49
平均资产回报率(%)	2.92	2.29	1.66
平均资本回报率(%)	10.50	8.34	6.47
监管口径数据与指标	2016年末	2017年末	2018年末
净资本(亿元)	508.96	510.71	583.74
净资本/各项风险资本准备之和(%)	245.71	215.06	245.48
净资本/净资产(%)	109.55	102.53	93.65
净资本/负债(%)	50.08	34.39	31.54
净资产/负债(%)	45.72	33.54	33.68
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	86.36	134.08	172.09
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	30.31	28.17	20.28

注：根据申万宏源证券2016-2018年经审计的财务报表、2016-2018年末母公司净资本计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算，其中资产负债表数据及指标取自各期期末数；

附录二

申万宏源证券调整后资产负债简表

财务数据	2016 年末	2017 年末	2018 年末
总资产* (亿元)	1772.94	2217.41	3229.19
其中: 货币资金* (亿元)	216.12	170.66	250.99
结算备付金* (亿元)	17.63	30.81	32.23
以公允价值计量且其变动 计入当期损益的金融资产 (亿元)	347.14	481.96	-
交易性金融资产 (亿元)	-	-	875.08
买入返售金融资产 (亿元)	175.32	437.79	661.94
可供出售金融资产 (亿元)	342.55	380.92	-
债权投资 (亿元)	-	-	10.06
其他债权投资 (亿元)	-	-	224.37
其他权益工具投资	-	-	91.06
融出资金 (亿元)	558.69	557.39	441.48
总负债* (亿元)	1244.65	1649.18	1980.61
其中: 卖出回购金融资产款 (亿元)	347.78	641.09	787.93
应付短期融资券 (亿元)	32.12	152.45	135.68
应付债券 (亿元)	498.30	531.67	696.63
其他负债 (亿元)	178.24	138.62	122.47
股东权益 (元)	528.29	568.23	684.25
其中: 股本 (亿元)	330.00	330.00	430.00
负债*和股东权益 (亿元)	1772.94	2217.41	3229.19

注: 根据申万宏源证券 2016-2018 年经审计的财务报表整理、计算, 其中资产负债表数据及指标取自各期期末数。

附录三

各项数据与指标计算公式

指标名称	计算公式
总资产*	期末资产总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款
总负债*	期末负债总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款
货币资金*	期末货币资金-期末客户存款
结算备付金*	期末结算备付金-期末客户备付金
短期债务	期末短期借款+期末衍生金融负债+期末交易性金融负债+期末卖出回购金融资产+期末拆入资金+期末应付短期融资券+期末应付合并结构性主体权益持有者款项
有息债务	期末短期借款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付短期融资券+期末应付债券+期末长期借款+期末应付合并结构性主体权益持有者款项
资产负债率	期末总负债*/期末总资产*×100%
权益负债率	期末总负债*/期末所有者权益×100%
净资本/总负债*	报告期净资本/期末总负债*×100%
货币资金/总负债*	期末货币资金*/期末总负债*×100%
员工费用率	报告期职工费用/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
平均资产回报率	报告期净利润/[(期初总资产*+期末总资产*)/2]×100%
平均资本回报率	报告期净利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2]×100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资本为母公司数据。

附录四

结构融资产品信用评级结果释义

本评级机构对结构融资产品的信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA _{sf} 级	偿付能力极强，违约风险和违约损失风险极低。
	AA _{sf} 级	偿付能力很强，违约风险和违约损失风险很低。
	A _{sf} 级	偿付能力较强，违约风险和违约损失风险较低。
	BBB _{sf} 级	偿付能力一般，违约风险和违约损失风险一般。
投机级	BB _{sf} 级	偿付能力较弱，违约风险和违约损失风险较高。
	B _{sf} 级	偿付能力很弱，违约风险和违约损失风险很高。
	CCC _{sf} 级	偿付能力极弱，违约风险和违约损失风险极高。
	CC _{sf} 级	基本不能保证偿付。
	C _{sf} 级	不能得到偿付。

注：除 AAA_{sf} 级，CCC_{sf} 级及以下等级外，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。

主体评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：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。