

**申银万国证券股份有限公司
拟吸收合并宏源证券股份有
限公司资产重组项目
评估说明**

中企华评报字(2014)第 1136 号

(共一册, 第一册)

北京中企华资产评估有限责任公司

二〇一四年六月二十五日

目 录

第一部分 关于《资产评估说明》使用范围的声明	2
第二部分 企业关于进行资产评估有关事项的说明	3
第三部分 资产评估说明	4
第一章 评估对象与评估范围说明	5
一、评估对象与评估范围说明	5
二、实物资产分布情况及特点	6
三、企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况	7
四、企业申报的表外资产的类型、数量	7
五、引用其他机构出具的报告的结论所涉及的资产类型、数量和账面金额	7
第二章 资产核实情况总体说明	11
一、资产核实人员组织、实施时间和过程	11
二、影响资产核实的事项及处理方法	12
三、资产清查结论	12
第三章 宏观及行业分析	16
一、宏观经济状况	16
(一) 宏观、区域经济因素分析	16
(二) 地区经济形势及未来发展趋势	16
二、我国资本市场概况	18
三、证券行业分析	24
(一) 我国证券市场发展概况	24
(二) 我国证券行业和上市证券公司主要指标数据	40
(三) 我国证券行业的监管情况	41
(四) 我国证券行业的经营模式、周期性特征及信息技术	45
(五) 影响我国证券业发展的因素	46
(六) 我国证券行业竞争情况	48
(七) 我国证券业的发展趋势	52
第四章 企业业务分析	55
一、申银万国基本情况	55
二、申银万国持有的业务许可文件情况	63
三、企业历史财务数据、经营分析及优劣势	64
(一) 企业历史年度经营数据	64
(二) 申银万国资产规模、经营能力等方面的分析	64
(三) 申银万国 SWOT 分析	72
第五章 评估假设	77
一、一般假设	77
二、特别假设	77

第六章 市场法评估技术说明	78
一、市场法的应用前提及选择理由和依据	78
二、市场法评估思路	79
三、市场法评估过程	80
第七章 收益法评估技术说明	102
一、收益法的应用前提及选择的理由和依据	102
二、收益模型及主要参数的确定	102
三、权益现金流量的预测	104
四、股东全部权益价值的确定	129
第八章 评估结论及分析	139

第一部分 关于《资产评估说明》使用范围的声明

本评估说明仅供国有资产监督管理机构(含所出资企业)、相关监管机构 and 部门审查资产评估报告书和检查评估机构工作之用，非为法律、行政法规规定，材料的全部或部分内容不得提供给其他任何单位和个人，不得见诸于公开媒体。

第二部分 企业关于进行资产评估有关事项的说明

本部分内容由委托方及被评估单位撰写并盖章，详见附件一：企业关于进行资产评估有关事项的说明。

第三部分 资产评估说明

本部分由评估对象与评估范围说明、资产核实情况总体说明、宏观行业分析、企业业务分析、评估假设、市场法评估技术说明、收益法评估技术说明、评估结论及分析共八项内容组成。详见下文。

第一章 评估对象与评估范围说明

一、评估对象与评估范围说明

评估对象是申银万国证券股份有限公司（以下简称“申银万国”或“公司”）的股东全部权益。

评估范围包括申银万国证券股份有限公司的全部资产和负债。

评估基准日纳入评估范围的资产、负债类型及账面价值列表如下：

金额单位：人民币万元

科目	账面价值（合并口径）
货币资金	3,122,837.73
结算备付金	366,140.54
融出资金	1,637,597.60
交易性金融资产	441,255.48
买入返售金融资产	212,199.45
应收款项	38,980.44
应收利息	32,418.05
存出保证金	245,047.75
可供出售金融资产	859,342.14
持有至到期投资	0.00
长期股权投资	37,100.56
投资性房地产	0.00
固定资产	51,033.88
在建工程	6,701.13
无形资产	5,476.21
其中：交易席位费	0.00
商誉	4,617.42
递延所得税资产	3,567.08
其他资产	18,379.34
资产总计	7,082,694.80
短期借款	63,635.94
应付短期融资券	449,968.71
拆入资金	0.00
卖出回购金融资产款	481,357.40
代理买卖证券款	3,309,910.20
代理承销证券款	57,584.92
应付款项	7,419.01
应付职工薪酬	77,266.62
应交税费	34,447.07
应付利息	18,098.39
应付债券	598,857.58
递延所得税负债	1,839.81
其他负债	44,485.47

科目	账面价值（合并口径）
负债合计	5,144,871.11
所有者权益（或股东权益）合计	1,937,823.68
归属于母公司所有者权益合计	1,844,287.88

纳入评估范围的资产与委托评估时确定的资产范围一致，评估基准日会计报表，已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留意见审计报告。

二、实物资产分布情况及特点

（一）实物资产的分布情况

列入本次清查核实范围的实物资产包括房屋建筑物、设备和车辆等，分布地点分别位于公司总部（上海）、分公司、各地的证券营业部及各子公司的营业场所。

（二）实物资产的特点

1.房屋建筑物

申银万国纳入本次评估范围的房屋建筑物共122项，建筑面积合计90,387.105平方米，账面原值63,968.23万元，账面净值34,584.18万元，计提减值准备1,583.87万元，账面净额33,000.32万元。用途分为营业用房和住宅用房，建筑结构涉及框架和砖混。主要分布在上海、南京、沈阳、北京、杭州、武汉、海口等大中城市。除申银万国母公司的上述房产外，子公司及其营业部的房屋均为租赁。

2.电子设备及车辆

（1）电子设备类别及用途

台式电脑主要为员工办公使用及作为交易系统工作站使用；笔记本电脑、打印机主要为员工办公使用；电子大屏及无盘站用于营业部客户观看行情；网络及通讯设备用于营业部、交易所、银行的网络接入，以及网络安全设备如防火墙等；其它电子设备包括空调机、传真机、打印机、复印机等。大部分设备价值量较小，更新较快。部分电子设备的价格与其内在的配置有很大的因果关系。申银万国电子设备主要用于证券的网上交易。

（2）车辆主要是各类轿车和小型客车等办公用车，如：奥迪轿车、别

克轿车等，分布在总部、分公司及各地营业部。

3.在建工程

在建工程账面价值6,552.39万元，包括各个营业部的办公场所装修费、采购的电子设备及开发支出等。

4.抵债资产

抵债资产账面价值346.01万元，抵债资产包括抵债土地1宗，位于湖北宜昌市艾家咀地区；抵债房屋6套，分别位于北京朝阳区小营路10号2座606、1401、1402、1403室、广州市南沙区金隆路30号南沙御景花园丽富楼102、302室。

5.固定资产清理

固定资产清理账面价值319.33万元，为待处理房屋上海兰坪路产权房1幢，建筑面积1719.91平方米。

三、企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况

申银万国评估基准日无形资产账面价值为4,691.61万元，包括购入的软件资产和交易席位费。

抵债资产中包括一宗宜昌市艾家咀土地，土地面积3004.47平方米，国有土地使用权证为宜市国有(2004)第50301017号，账面原值126.01万元，计提减值准备126.01万元。

四、企业申报的表外资产的类型、数量

无。

五、引用其他机构出具的报告的结论所涉及的资产类型、数量和账面金额

(一)本评估报告中非经营资产-固定资产清理-兰屏路产权房的价值确定引用评估值引用了上海信衡房地产估价有限公司出具的沪信衡估报字(2014)第F00602号(上海市闵行区兰坪路92号商场房地产估价报告)评估报告结论，该房产为申银万国证券股份有限公司委托上海信衡房地产

估价有限公司进行评估，引用的房地产估价报告概况如下：

1.估价对象和范围

估价对象是申银万国证券股份有限公司位于上海市闵行区兰坪路92号商场的房屋建筑物及相应土地使用权，估价对象建筑面积为1719.91平方米。

2.估价目的：为资产处置提供房地产价值参考。

3.估价时点：2013年12月31日

4.价值定义：房地产市场价格

5.估价方法：市场比较法、收益法

6.估价结果：估价对象在全部假设和限制条件下的市场价值为人民币壹仟伍佰伍拾万元整，折合建筑面积单价为9012元/平方米

7.报告有效期：自报告完成之日（2013年12月31日）起一年

(二) 本评估报告中长期股权投资- 中国重型汽车财务有限公司等27家的评估值引用了沪东洲资评报字(2014)第0069288号评估报告结论。中国重型汽车财务有限公司等27家由申银万国证券股份有限公司委托上海东洲资产评估有限公司进行评估。引用的评估报告概况如下：

1.评估对象和评估范围：评估对象为申银万国证券股份有限公司持有的中国重型汽车财务有限公司等 27 项长期股权投资，账面原值163,348,459.10 元，长期投资减值准备 163,348,459.10 元，账面净值 0.00 元。

纳入评估范围的长期股权投资具体如下：

	名称	账面原值（万元）	股数（持有份额）	持股比例
1	中国重型汽车财务有限公司	1,599.86	6,188,987.75	0.5988%
2	中原百货集团股份有限公司	365.40	2,030,000.00	0.85%
3	润华集团股份有限公司	115.49	695,750.00	0.64%
4	上海银行股份有限公司	4.00	304,848.00	0.0072%
5	上海不夜城股份有限公司	42.00	300,000.00	0.52%
6	天津天女化工集团股份有限公司	132.00	660,000.00	0.56%
7	天安财产保险股份有限公司	1,500.00	15,000,000.00	0.27%
8	武汉物业（集团）股份有限公司	866.31	7,104,860.00	10.317%
9	五环（集团）股份有限公司	1,257.56	1,937,250.00	3.18%
10	济南人民商场股份公司	112.50	150,000.00	0.095%
11	抚松县联营胶合板厂	14.04	18,000.00	0.04%
12	川东化学工业公司	132.00	200,000.00	0.50%
13	黑龙江北方企业（集团）股份有限公司	32.07	56,757.00	0.07%
14	广西中大股份有限公司	322.00	3,220,000.00	4.45%

	名称	账面原值(万元)	股数(持有份额)	持股比例
15	天津万华股份有限公司	390.00	1,430,000.00	1.93%
16	成都海发(集团)股份有限公司	3,522.00	11,740,000.00	16.77%
17	天津大邱庄尧舜发展股份有限公司	564.30	2,813,500.00	2.335%
18	海南省海证实业公司	398.71	3,987,130.00	14.589%
19	中华企业咨询有限责任公司	100.00	1,000,000.00	9.26%
20	南京高能信息产业股份有限公司	5.00	50,000.00	0.08%
21	重庆金属材料股份公司	31.00	330,000.00	0.34%
22	天津津泰橡胶股份有限公司	200.00	1,000,000.00	0.58%
23	河南万国咨询开发有限公司	18.00	180,000.00	3.60%
24	深圳天极光电技术实业股份有限公司	225.00	900,000.00	0.226%
25	四川省辰龙股份有限公司	150.00	1,500,000.00	3.00%
26	海南民源现代农业发展股份有限公司	235.59	1,428,830.00	0.255%
27	苏州万川旅业股份有限公司	4,000.00	25,600,000.00	37.10%
	合计	16,334.85		

2.评估目的: 为申银万国证券股份有限公司拟转让其持有的中国重型汽车财务有限公司等27项股权所涉及的中国重型汽车财务有限公司等27项股权于基准日的股东全部权益价值提供价值参考依据。

3.评估基准日: 2013年12月31日

4.价值类型: 市场价值

5.评估方法: 市场比较法、收益现值法(股利折现)及资产基础法(报表分析)

6.评估结论: 中国重型汽车财务有限公司等27项股权采用市场比较法、收益现值法(股利折现)及资产基础法(报表分析)等方法, 在2013年12月31日的评估值为人民币12,217.49万元。

具体评估结果详见下表:

金额单位: 人民币万元

序号	名称	持股比例	股权价值
1	中国重型汽车财务有限公司	0.60%	767.82
2	中原百货集团股份有限公司	0.85%	95.62
3	润华集团股份有限公司	0.64%	2,373.64
4	上海银行股份有限公司	0.01%	413.98
5	上海不夜城股份有限公司	0.52%	266.57
6	天津天女化工集团股份有限公司	0.56%	16.62
7	天安财产保险股份有限公司	0.27%	1,937.40
8	武汉物业(集团)股份有限公司	10.32%	374.48
9	五环(集团)股份有限公司	3.18%	590.65
10	济南人民商场股份公司	0.10%	10.50
11	抚松县联营胶合板厂	0.04%	0
12	川东化学工业公司	0.50%	0
13	黑龙江北方企业(集团)股份有限公司	0.07%	8.32
14	广西中大股份有限公司	4.45%	0

序号	名 称	持股比例	股权价值
15	天津万华股份有限公司	1.93%	287.67
16	成都海发(集团) 股份有限公司	16.77%	0
17	天津大邱庄尧舜发展股份有限公司	2.34%	0
18	海南省海证实业公司	14.59%	0
19	中华企业咨询有限责任公司	9.26%	56.96
20	南京高能信息产业股份有限公司	0.08%	0
21	重庆金属材料股份公司	0.34%	3.59
22	天津津泰橡胶股份有限公司	0.58%	19.55
23	河南万国咨询开发有限公司	3.60%	0
24	深圳天极光电技术实业股份有限公司	0.23%	0
25	四川省辰龙股份有限公司	3.00%	0
26	海南民源现代农业发展股份有限公司	0.26%	0
27	苏州万川旅业股份有限公司	37.10%	4,915.92
	合计		12,139.30

7.报告的有效期：评估结论的使用有效期限自评估基准日 2013 年 12 月 31 日起一年有效。

第二章 资产核实情况总体说明

一、资产核实人员组织、实施时间和过程

接受资产评估委托后，北京中企华资产评估有限责任公司根据申银万国提供的资产清单，于2013年11月24日至2014年1月4日以2013年9月30日为预估基准日进行了预评估，对委估的资产进行了现场清查核实和尽职调查。2014年4月20日至2014年5月31日评估人员对评估对象以2013年12月31日为正式基准日再次进行了现场清查核实。

(一)现场清查

指导企业相关人员首先进行填报与收集准备应向评估机构提供的资料。

评估人员通过查阅有关资料，了解纳入评估范围的具体资产的详细状况。根据纳入评估范围的资产类型、数量和分布状况，评估人员在被评估单位相关人员的配合下，按照资产评估准则的相关规定，对部分营业部及部分物业进行了现场勘查，并针对不同的资产性质及特点，采取了不同的勘查方法。

在企业资产清查的基础上，按照评估机构提供的资料清单，进行细致准确的登记核实，同时收集准备被评估资产的产权归属证明文件和反映性能、状态、经济技术指标等情况的文件资料。

(二)尽职调查

评估人员为了充分了解被评估单位的经营管理状况及其面临的风险，进行了必要的尽职调查。尽职调查的主要内容如下：

(1)了解被评估单位的历史沿革、主要股东及持股比例、必要的产权和经营管理结构；

(2)了解被评估单位的资产、财务、生产经营管理状况；

(3)了解被评估单位历史年度收入、成本、费用等历史经营状况；

- (4)了解被评估单位的经营计划、发展规划；
- (5)了解评估对象以往的评估及交易情况；
- (6)了解影响被评估单位生产经营的宏观、区域经济因素；
- (7)了解被评估单位所在行业的发展状况与前景；
- (8)了解被评估单位利润分配监管约束及净资本风险控制指标监管约束情况；
- (9)了解被评估单位的风险评级及风险资本准备计算比例；
- (10)了解被评估单位的代理买卖证券业务净收入、融资融券收入等业务数据及行业排名；
- (11)其他相关信息资料。

二、影响资产核实的事项及处理方法

本次评估清查核实过程中影响资产清查的事项如下：

1. 抵债资产中的一宗宜昌市艾家咀土地，已作为当地政府的绿化用地，未来补偿给企业的金额无法确定，本次评估按审计后账面值保留评估值。

2. 抵债资产中位于北京市朝阳区小营路10号阳明广场国际公寓楼乙座10号2座606、1401、1402、1403室的房产，房地产预售契约权利人为上海万国企业发展公司。截至评估基准日该抵债房产权属存在纠纷，无法办理权属证明，本次评估按审计后账面值保留评估值。

三、资产清查结论

通过评估人员抽查核实，发现存在以下问题：

1.房屋产权问题

申银万国纳入本次评估范围的房屋建筑物共122项，建筑面积合计90,387.105平方米，账面原值63,968.23万元，账面净值34,584.18万元，计提减值准备1,583.87万元，账面净额33,000.32万元，其中少部分房产存在

以下三种瑕疵事项，账面净额占全部房屋净额的8.30%，项数占全部房屋项数的17.21%，面积占全部房屋面积的15.31%。具体如下：

(1)申银万国的一项位于北京市朝阳区劲松九区909楼，房产证编号为朝其字第00101号(对应的土地证编号：朝其国用(96)字第00327号)的房屋，建筑面积3,788.20平方米，账面原值2,949.13万元，账面净值1,093.81万元，证载权利人为上海申银证券公司(申银万国证券股份有限公司的前身)，目前房产证和土地证尚未完成更名。

(2)申银万国有房产证无土地证的房产共8项，建筑面积6,700.55平方米，账面原值3025.44万元，账面净值1482.71万元，土地证正在办理过程中。

房产证编号	房产(建筑物)名称	建筑面积(m ²)	详细座落地址	账面原值	账面净值
大房权证中单字第2002200120号	大连市中山区武汉街36号1、2层部分公建	1,680.49	大连市中山区武汉街36号1、2层部分公建	13,208,842.20	6,651,843.81
锡房权证南长字第20005268号	无锡市清扬路24号文隆大厦A座1-2层	1,594.64	无锡市清扬路24号文隆大厦A座1-2层	6,166,021.90	3,097,546.72
泸市房权证江阳区字第0000189187号	泸州市江阳区南城凤凰路4幢1层	86.45	泸州市江阳区南城凤凰路4幢1层	2,004,400.00	943,229.10
泸市房权证江阳区字第0000189188号	泸州市江阳区南城凤凰路4幢2层	680.73	泸州市江阳区南城凤凰路4幢2层		
泸市房权证江阳区字第00001891886号	泸州市中和街6号楼39号	392.52	泸州市江阳区凤凰路4号楼3层	645,000.00	340,562.40
成房监证字第0013437号	成都市武侯区一环路西一段菊乐路口	1,388.85	成都市武侯区一环路西一段菊乐路口	5,063,762.00	2,296,735.22
靖房权证城字第40568号	靖江市靖城镇骥江路160号1幢	342.32	靖江市靖城镇骥江路160号1幢	3,166,358.00	1,497,175.10
靖房权证城字第40569号	靖江市靖城镇骥江路160号2幢	534.55	靖江市靖城镇骥江路160号2幢		
合计		6,700.55		30,254,384.10	14,827,092.35

其中，表中第6项，房产证编号为成房监证字第0013437号，房产证载权利人为上海申银证券公司成都营业部。

(3)无房产证无土地证的房屋12项，建筑面积3,353.53平米，账面原值1,150.10万元，账面净值782.21万元，计提减值准备618.51万元，账面净额163.69万元，具体如下：

金额单位：人民币万元

序号	房产(建筑物)名称	建筑面积(m ²)	账面原值	账面净值	减值准备	账面净额
----	-----------	-----------------------	------	------	------	------

序号	房产（建筑物）名称	建筑面积(m ²)	账面原值	账面净值	减值准备	账面净额
1	海口市海府路 12 号亚希大厦 703、705、706 号	469.11	246.55	172.64	131.39	41.25
2	张杨路 1050 弄 3 号 508 室	87.00	45.20	28.40	28.40	0.00
3	常德路 1344 弄 3 号 1007-8	67.40	14.86	8.30	8.30	0.00
4	海口市龙昆北路 38 号华银大厦	1,833.52	513.24	382.19	382.19	0.00
5	延平路 123 弄 6 号 21 层 F 室	123.83	91.40	68.24	68.24	0.00
6	上海市杨浦区打虎山路 15 弄 1 幢 1105 室	82.26	42.64	17.93	0.00	17.93
7	天津市和平区多伦道金伦公寓 1 幢 677-682	142.81	47.04	19.03	0.00	19.03
8	成都市成华西街 2 号 11 栋 3 单元 3 号	120.00	33.00	16.09	0.00	16.09
9	成都市成华区一环东三段 2 号 2 单元 11 号	120.00	27.93	13.59	0.00	13.59
10	成都市高新区 3 栋 4 单元 4 号	120.00	27.00	13.14	0.00	13.14
11	哈尔滨南岗区新发小区 F16 栋 1 单元 403 室	96.79	28.24	14.21	0.00	14.21
12	大连市西岗区绕山路 45 楼 1-5-2 号	90.81	33.00	28.46	0.00	28.46
	合计	3,353.53	1,150.10	782.21	618.51	163.69

2. 车辆权属问题

(1) 申银万国有 5 辆汽车证载权利人与实际使用人不符。具体明细见下表：

序号	车辆牌号	车辆名称及规格型号	账面值		证载权利人
			原值	净值	
1	沪 AH3015	日产 JN1CCUA322	725,000.00	14,500.00	上海鼎丰工贸实业公司
2	沪 AS8514	丰田 4T1BF17K2TU	594,328.00	11,886.56	上海欣嘉玩具礼品有限公司
3	沪 A/P5023	红旗 CA7200	334,746.50	6,694.93	上海上信科技贸易有限公司
4	沪 A/K2726	大众（帕萨特） WVWZZZ3AZSD	355,500.00	7,110.00	上海万格国际贸易有限公司
5	桂 B00013	新凯 HXK6360	275,000.00	5,500.00	柳州市民族经济发展资金管理局
	合计		2,284,574.50	45,691.49	

(2) 待报废运输设备 7 辆，账面原值 374.49 万元，账面净值 7.49 万元，具体情况见下表：

金额单位：人民币万元

序号	车辆牌号	车辆名称及规格型号	计量单位	数量	购置日期	账面价值		状态
						原值	净值	
1	沪 AH3015	日产 JN1CCUA322	辆	1	1995 年	87.00	1.74	待报废
2	沪 A/R1772	奥迪 AUDI100(A6)	辆	1	1997 年 10 月	69.91	1.40	待报废
3	沪 AS8514	丰田 4T1BF17K2TU	辆	1	1998 年 1 月	59.43	1.19	待报废
4	沪 B/B6051	丰田 MCX10L-ALPGKV	辆	1	1998 年 6 月	61.63	1.23	待报废
5	沪 A/P5023	红旗 CA7200	辆	1	1997 年 4 月	33.47	0.67	待报废
6	沪 A/K2726	大众（帕萨特） WVWZZZ3AZSD	辆	1	1996 年 2 月	35.55	0.71	待报废
7	桂 B00013	新凯 HXK6361	辆	1	1996 年 10 月	27.50	0.55	待报废
	合计					374.49	7.49	

截止评估基准日被评估单位尚未进行账务处理。

除上述事项外，企业资产管理制度比较完善，资产权属明晰，账实相符，资产使用状况正常。账面值与经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计后的基准日会计报表一致。未发现账外资产。

第三章 宏观及行业分析

一、宏观经济状况

(一) 宏观、区域经济因素分析

1. 国家经济形势及未来发展趋势

根据国家统计局公布的数据，2013 年全年国内生产总值 568,845 亿元，比上年增长 7.7%。其中，第一产业增加值 56,957 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 249,684 亿元，增长 7.8%；第三产业增加值 262,204 亿元，增长 8.3%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.0%，第二产业增加值比重为 43.9%，第三产业增加值比重为 46.1%，第三产业增加值占比首次超过第二产业。

在 1978—2010 年的 32 年间，中国经济年平均增长 9.9%。目前我国正在深化改革，调整结构，从中长期发展来看，中国经济还有很大的潜力，未来年度还会保持较快的发展势态。

历年 GDP 增长率见下图：

资料来源：国家统计局



(二) 地区经济形势及未来发展趋势

上海被全球化与世界级城市研究小组与网络列为中国内地唯一

的Alpha+第一级世界都市,也是中国大陆唯一两个人类发展指数超过0.8, 和北京同被列为极高人类发展指数的两个城市。2013年8月22日国务院正式批准设立中国(上海)自由贸易试验区,该自由贸易园区总面积为28.785平方公里(相当于上海市面积的1/226)范围涵盖上海市外高桥保税区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区等4个海关特殊监管区域。

上海的GDP总量居中国城市之首,是中国的经济商业中心。

2009年—2013年上海市生产总值及其增长速度



2013年全年实现上海市生产总值(GDP)21602.12亿元,按可比价格计算,比上年增长7.7%。其中,第一产业增加值129.28亿元,下降2.9%;第二产业增加值8027.77亿元,增长6.1%;第三产业增加值13445.07亿元,增长8.8%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重达到62.2%,比上年提高1.8个百分点。按常住人口计算的上海市人均生产总值为9.01万元。上海生产总值的一半是由非公有制经济企业贡献的。上海最重要的产业依次为商贸流通业、金融业、信息产业、房地产业、成套设备制造业、汽车制造业,此六大支柱产业约占生产总值的一半。上海现在以工业与服务业并重。

2013年上海经济结构调整优化推进,经济增长企稳回升,经济

增长质量和效益有所提高，经济运行呈现平稳良好态势，二产逐步回升，三产增长稳定，投资增幅回升；内需增长平稳，外贸趋稳回暖，各项经济指标是近年来经济发展中较为向好的一年。但经济回升的基础尚不稳固，深层次矛盾依然突出，三产增速放缓、二产回升缓慢，投资依然是当前经济增长的重要动力，转型发展中的突出矛盾和潜在问题尚未从根本上解决。

2014年，上海依然处于经济从高速增长进入中速增长的转换阶段，处于“创新驱动、转型发展”的攻坚阶段，处于全面深化改革的制度创新阶段。国内外经济环境总体趋于改善，但面临的困难和风险不容忽视，不稳定、不确定因素依然很多。从国际看，一方面，世界经济有望逐步走出金融危机阴影并呈现缓慢复苏，全球贸易会有所增长，国际投资会有所增长，国际市场需求会有所上升；另一方面，全球经济仍处于深度调整期，复苏基础不稳、动力不足，美联储将退出量化宽松政策，全球范围内贸易保护主义又回潮加剧，贸易摩擦将会进一步加剧。从国内看，一方面，经济已开始企稳回升，改革效应将开始逐步释放，一些结构性问题有所缓解，通胀压力将有所减轻；另一方面，经济回升的基础尚不稳固，产能过剩矛盾依然突出，投资驱动的发展方式仍未从根本上改变，经济运行中各种深层次问题仍有待破解。上海正致力于到2020年建成国际金融、航运和贸易中心，这些因素的交织叠加使得国内外经济环境仍然比较复杂，机遇和挑战并存，困难与希望同在。

二、我国资本市场概况

(一)我国资本市场的发展历程

自上海证券交易所和深圳证券交易所1990年成立以来，我国资本市场的市场机制逐渐完善，市场规模快速增长。

1.股票市场的发展

过去几年，我国的股票市场在上市公司数量、总市值规模、总成交金额以及股权融资总额方面均取得了显著增长。根据中国证监会数据，我国上市公司数量由2005年年末的1,381家增长至2013年年末的

2,489家，年均复合增长率为7.64%。根据上海证券交易所和深圳证券交易所数据，上市公司总市值规模由2005年年末3.2万亿元增至2013年年末23.09万亿元，年均复合增长率为28.02%，截至2013年12月31日，我国上市公司总市值规模位列全球第四位。2013年我国股票市场总成交金额位列全球第二位。

深圳证券交易所分别于2004年及2009年推出中小板及创业板，以促进中小企业的集资，标志着我国股票市场多层次平台的出现。从2009年至2013年，中小板和创业板的上市公司数目及总市值均显著增长。

名称	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2009-2013年均复合增长率
上市公司数量(家)						
中小企业板	327	531	646	701	701	21.00%
创业板	36	153	281	355	355	77.21%
市值(十亿元)						
中小企业板	1,687	3,536	2,743	2,880	3,716	21.83%
创业板	161	737	743	873	1509	74.97%

资料来源：深圳证券交易所

我国场外股票市场的建设也取得了进展，2006年1月，非上市公司代办股份报价转让试点正式启动实施，北京中关村科技园区内的非上市公司股份得以通过代办股份转让系统进行报价转让。根据中国证券业协会公布的资料，截至2014年5月12日，已有740家企业在代办股份转让系统挂牌交易。

2. 债券市场的发展

我国债券市场于2005年进入快速发展阶段，直接融资规模逐步壮大。监管审批程序简化后，我国企业债券市场快速增长；此外，短期融资券与中期票据的发行亦出现明显增长。次级债券、金融债券、混合资本债券与资产支持证券的推出，不但丰富了我国债券市场的体系，而且为证券公司挖掘新金融产品提供了金融创新的平台。2005年至2013年，债券市场融资总额年均复合增长率达到了35.9%。

2007年至2013年主要债券品种的发行额

单位：十亿元

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	年均复合增长率
企业债券	111	157	325	283	252	650	475	27.4%
公司债券	11	29	73	51	129	261	170	57.8%

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	年均复合增长率
金融债券	97	99	307	105	392	472	326	22.4%
短期融资券	335	434	461	689	1,016	1,536	1,904	33.6%
中期票据	-	174	691	497	820	1,170	698	32.0%
资产支持证券	18	30	-	-	1	28	27	
合计	572	922	1,858	1,625	2,610	3,467	3,600	35.9%

资料来源：Wind 资讯

3.衍生品市场的发展

近年来，我国衍生品市场（尤其是期货市场）快速发展。根据中国证监会公布的数据，我国期货市场的总成交额由2006年的21.0万亿元增长至2013年的267.47万亿元，年均复合增长率达43.84%。其中，商品期货市场发展迅速，已成为全球最大的商品期货市场之一。2010年4月，沪深300指数期货合约开始在中国金融期货交易所交易，成为我国首个金融期货。2013年，股指期货的交易金额已达到141.01万亿元，相当于该年股票交易金额的300.83%。除了商品期货和金融期货，认股权证和认沽权证等其他金融衍生品都曾经在我国发行，虽然这些金融衍生品目前交易量相对偏低，但预期未来仍有很可观的发展潜力。

4.资本市场的国际化

中国证监会、中国人民银行和国家外汇管理局于2011年12月联合发布《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》，允许符合条件的境内基金公司、证券公司的香港子公司作为试点机构开展RQFII业务，将批准额度内的外汇结汇投资于境内的证券市场，初期试点额度为人民币200亿元。2012年4月，中国证监会、中国人民银行和国家外汇管理局将RQFII总投资额度增加至人民币700亿元。2002年11月，中国证监会与中国人民银行共同发布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，开始QFII制度试点，初始试点额度为100亿美元。2006年8月，中国证监会、中国人民银行和国家外汇管理局共同发布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，标志着QFII制度常规化。此后国家外汇管理局屡次提高QFII投资额度上限，目前QFII投资额度上限为800亿美元。根据中国证监会和国家外汇管理局公布的资料，截至2014年3月31日，共有54家机构获得RQFII资格，累计批准额度为人民币2005亿元；共有261家

境外机构投资者获得QFII资格，累计批准额度为535.78亿美元。

此外，QDII制度使得境内银行、证券公司、保险公司和信托公司等机构投资者能投资海外证券市场，也使得境内一般投资者可通过QDII基金和理财产品参与海外资本市场。根据国家外汇管理局公布的资料，截至2014年3月31日，共有119家机构获得QDII资格，累计批准额度为865.93亿美元。

(二)我国资本市场的现时特征与发展趋势

虽然我国资本市场自1990年起经历了高速发展，但与全球发达经济体相比仍处于初级发展阶段，具体体现在以下四个方面：

1.金融脱媒与融资结构优化

当前，我国企业仍主要通过银行贷款进行间接融资，股权融资、债券融资等直接融资方式在我国的普及程度仍落后于美国等发达经济体，直接融资市场的规模仍有显著增长潜力。

中国2013年的直接融资和间接融资规模

单位：十亿美元/%	直接融资 (股权融资及债券发行) ¹	间接融资 (银行借贷)	总计
中国	670	1,469	2,139
占总融资比例	31.3%	68.7%	100.0%

数据来源：Wind 资讯

我国直接融资市场规模与我国经济规模不成比例，仍有显著的增长潜力。具体而言，我国债券市场仍发展不足，债券发行额占GDP比例以及股票市场上市公司总市值占GDP比例相对于发达国家仍然偏低。截至2013年12月31日，我国债券发行额占GDP比例与上市公司总市值占GDP比例分别为6.4%及15.3%，

我国资本市场发展不均限制了有效的定价与资本的分配，为解决该等问题，我国实行金融改革，“十二五”期间计划将债券市场的发展作为一项主要议程，以(1)精简债券发行的审批流程、披露规定及监管框架；(2)扩大债券市场规模并促进产品创新与多元化；(3)改进债券市场基建；(4)创立债券市场发展的稳定体系为目标，推动债券市场的发展。预计直接融资对我国金融体系日渐重要。

2.金融产品多元化

目前我国资本市场上的金融产品和服务种类相对有限。部分在

美国等发达经济体普及的金融产品和服务仍受到监管限制或尚未得到我国投资者的认可与接受。例如，我国债券市场上，资产支持证券、可交换债券等债券衍生品种的发行尚未普及，短期融资券市场规模相对发达经济体也较小。在衍生品市场上，我国期货市场的主要期货品种是商品期货，金融期货方面则只有股指期货；而在世界其他各大金融期货市场，交易活跃的金融期货合约种类达数十种之多，除了股指期货，还包括外汇期货、利率期货等。

未来我国股票、债券及衍生品市场将不断壮大，并将逐步推出固定收益、多层次产品及资产支持证券等新金融产品。而流动资金管理与短期理财产品将成为提升客户资金使用效率的得力助手。此外，多种多样的金融衍生品亦会推出。

3.多层次股权融资市场不断发展

目前我国股权融资仍以主板市场为主，中小企业板、创业板和场外市场（如全国中小企业股份转让系统、区域性股权交易市场）等市场的作用有待进一步提升，以便更好地为我国中小企业、高科技企业提供融资。上海证券交易所和深圳证券交易所主板上市的公司数量仍占我国股票市场的大多数，与美国等发达市场的股票市场结构相比有着显著的不同。

中美各层次股票市场上上市公司数

美国		中国	
纽约交易所	2,385	主板	2,537
纳斯达克	2,667	中小板	719
OTCBB	794	创业板	379
Pinksheet ¹	6,809	场外市场 ²	740

数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证监会、Wind 资讯、国际证券交易所联合会、美国场外柜檯交易市场、OTC 市场¹截至 2014 年 5 月 12 日数据²仅包括新三板，不包括新四板，截至 2014 年 5 月 12 日数据

国务院于 2012 年 8 月正式批准将新三板试点范围由北京中关村科技园区扩展至上海张江高新技术产业开发区、武汉东湖新技术开发区和天津滨海高新区，进一步扩大高科技及其他新兴行业的融资及交易平台。此外，新四板的成立也让具有高速增长潜力的众多非上市公司可进行股票交易。上海股权托管交易中心与深圳前海股权交易中心分别于 2012 年 2 月及 5 月开业。区域性股权交易市场的发

展能有效帮助中小企业融资，并和主板、中小板、创业板及新三板一起，形成我国多层次股权融资市场。

4. 资本市场尤其是股票市场上，机构投资者的参与逐渐增多

目前我国股票市场的主要参与者是自然人投资者，专业机构投资者的参与程度仍相对较低。根据上海证券交易所的数据，2007年至2013年自然人投资者交易金额占上海证券交易所交易金额的平均比例为83.5%，远远超过专业机构投资者的占比。

近年来，随着我国资本市场尤其是股票市场的日渐成熟，专业机构投资者的参与程度也逐渐提高。专业机构投资者交易金额占比已经从2007年的10.4%提高到2012年的15.2%，呈逐步上升趋势。

2012年7月，中国保监会降低了保险公司的股权投资门槛，扩大了其投资范围。根据国家统计局的统计，截至2012年底，我国保险公司的投资资金规模为68,543亿元，其中证券投资基金投资规模为人民币3,626亿元，占总资金规模仅5.3%，未来随着管制放松将有可能进一步提升。

全国社保基金增长迅速，并积极投资于资本市场。根据全国社保基金资料，截至2012年12月31日，全国社保基金资产规模为11,060亿元，而截至2007年12月31日则为4,397亿元，年均复合年增长率为20.3%。

境外投资者对我国资本市场的投资规模也将逐渐增加。根据国家外汇管理局的资料，QFII累计批准投资额度由2007年的100亿美元增至2013年的497亿美元，年均复合增长率为30.6%，2013年12月31日RQFII的累计批准投资额度为2156亿元。而2014年3月31日RQFII的累计批准投资额度为2005亿元。预计未来随着监管的放宽及人民币国际化，QFII及RQFII业务会持续增长。

5. 我国资本市场的全球化

我国资本市场正逐渐向海外投资者开放，QFII投资额度不断提高，可投资的证券范围逐步扩大。随着RQFII业务的试点将逐步扩大至包括台湾、澳门及东南亚等地区，我国资本市场的境外投资者群体将日益丰富。

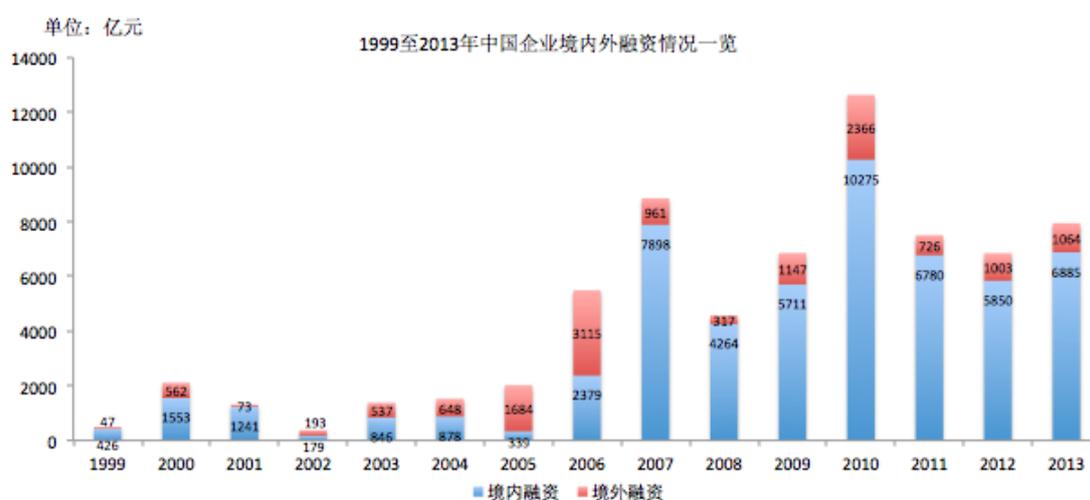
同时，我国境内投资者逐渐参与到海外资本市场。监管机构将进一步扩大 QDII 额度，以促进人民币资本项目可兑换，逐步允许境内居民个人进行境外投资，包括境外实业投资和证券投资等。

另一方面，我国资本市场进一步向国际融资者开放。中国证监会、上海证券交易所正在研究启动国际板的计划，以帮助大型全球性企业在中国上海证券交易所上市，从我国国内市场筹资。我国要打造国际一流的证券交易平台，那么国际板的建设与健全将是非常重要的部分。

三、证券行业分析

（一）我国证券市场发展概况

中国的经济改革是证券市场产生的先决条件。经过 20 年的发展，我国证券市场无论是上市公司的数量和质量，还是整体市场规模和各项监管制度建设，都取得了举世瞩目的成就。伴随着国内 A 股市场的不断发展，中国企业融资金额整体呈递增态势，并在股权分置改革完成后取得了飞速发展。1999 至 2013 年中国企业境内外融资情况如下图所示：



随着 A 股市场融资金额的提高和股权分置改革的完成，股票总市值和流通市值也有了很大程度的提高。2001 至 2013 年股票总市值、流通市值和新增开户数情况如下图所示：



2013年12月31日，我国证券市场共有上市公司2,489家，股票总市值达到239,077.194亿元，流通市值达到199,579.54亿元，市场投资者开户数目达到21,963.05万户；证券中介机构和机构投资者数量不断增加，我国共有证券公司115家，89家证券投资基金管理公司管理着3.41万亿元的基金资产。我国证券市场在改善融资结构、优化资源配置、促进经济发展等方面发挥了十分重要的作用，已经成为我国社会主义市场经济体系的重要组成部分。

市场、客户、监管等多重驱动因素正为我国证券公司在资本市场与金融体制中的重新定位提供契机。证券公司作为资本市场的主要中介将发展成为整合投资者与企业投资、融资需求的综合性金融服务平台，而非仅仅是单向连接资本市场的通道。证券行业经营模式将由轻资本的中介业务和资本密集的投资业务延伸至资本中介业务，完成资本中介服务价值链，并运用财务杠杆提升资本利用效率，构建可持续的盈利模式。此外，我国证券行业的运营范畴也将随着资本市场与客户群体的转型而国际化，以服务境内外客户跨境投融资的需求。我国证券行业的发展趋势主要表现为业务及产品多元化、财务杠杆率提高、运营国际化以及行业集中度日益提升。

(1) 业务范围不断开拓及产品多元化

① 经纪、销售及交易业务

我国证券公司将由传统通道型经纪业务向综合金融服务平台转

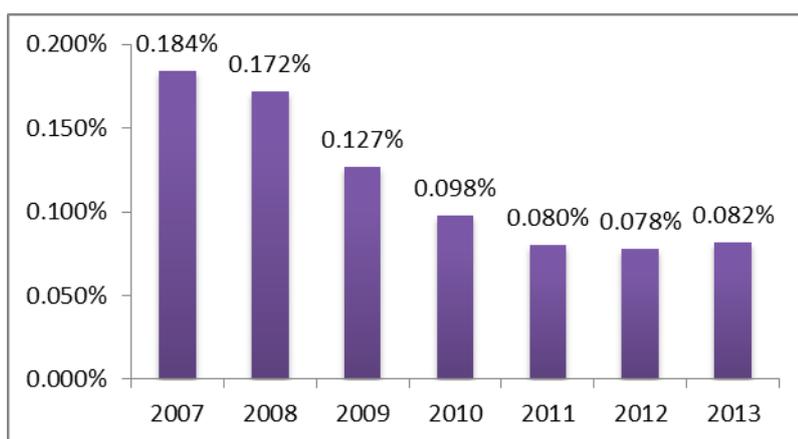
型，进而满足零售、高净值、机构等客户跨市场的投资以及与投资相关的融资、流动性和交易需求。

A. 经纪业务场外市场具有巨大的开发空间

证券行业经纪业务收入主要决定于市场股票交易额和平均佣金率水平。从中长期来看，由于经纪业务佣金率仍然存在下行压力，另外，随着机构投资者的增多，换手率也将呈现向下的趋势，唯有证券化率的提升是业务收入增长的正向因素，因此，场外市场经纪业务将迎来重要的发展机遇，特别是场外股权交易市场和衍生品交易市场还有巨大的发展空间。

自 2007 年佣金率开放以来，证券行业在 08-09 年经历了佣金率的大幅下降，近两年的佣金率基本趋势。

2007-2013 年证券行业佣金率走势图



资料来源：WIND，申万研究

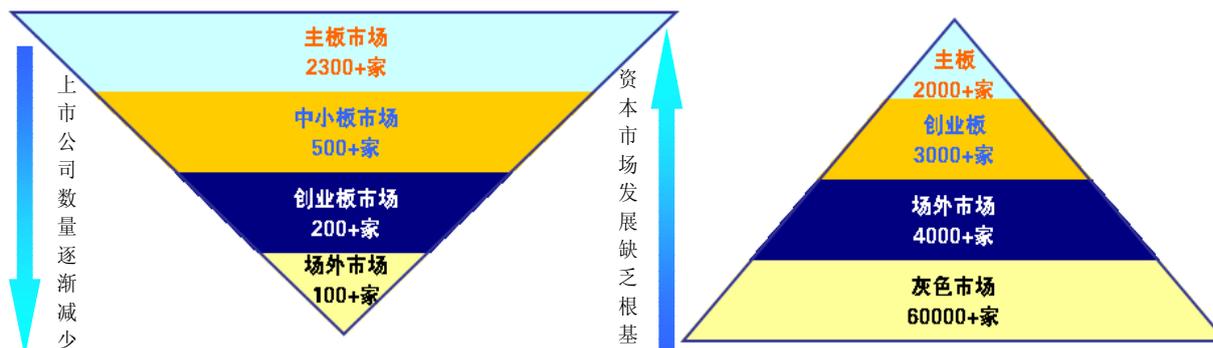
与此同时，场外市场经纪业务将迎来重要的发展机遇，特别是场外股权交易市场和衍生品交易市场还有巨大的发展空间。因此，相关研究指出，未来经纪业务的竞争将逐步由场内转向场外。

与国外成熟的资本市场均呈现出的“金字塔”结构不同，我国主板市场上市公司的数量明显较多，远超过中小板、创业板以及代办股份转让市场的总和。倒金字塔型的市场结构使得我国资本市场的发展悬在空中，缺乏有效的根基和支撑力量。场外市场发展的相对滞

后一方面不利于保障我国上市公司的质量，另一方面也制约了我国资本市场的容量。

我国场外市场将大幅发展，将为交易类业务的发展提供潜在的增量业务。

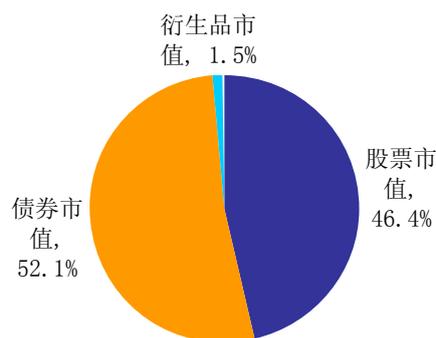
中国倒金字塔型市场结构（左）与美国（右）形成鲜明对比



资料来源：申万研究

美国股票、债券和衍生品规模中，衍生品占比达 86%，而我国衍生品业务还处于起步阶段。而从交易场所来看，美国大部分衍生品品种在 OTC 市场的交易规模都大于场内市场，如大宗商品类、外汇类、信用违约类等。同时，从国外经验来看，衍生品交易及与之相关的产品设计也是外资投行重要的收入来源。因此，可以预见，伴随着我国衍生品市场的发展壮大，中长期来看，衍生品交易也将成为证券公司经纪业务新的竞争领地。

中国的衍生品规模占比极小



资料来源 FIA，期货业协会，申万研究

B.商品期货和金融期货等新型交易品种

2012 年国务院批准发布的《金融业发展和改革“十二五”规划》要求：（a）稳步发展商品期货市场，继续推动经济发展需要、市场条件具备的大宗商品期货品种上市，推动发展原油期货、商品指数期货、商品期权、碳排放权期货等；（b）加强金融期货市场建设，在确保股指期货平稳运行的基础上，积极稳妥发展其他权益类金融期货期权、利率及外汇期货期权等产品。

我国第一个金融期货产品股指期货的引入始于 2010 年 4 月首批四个沪深 300 股票指数期货合约在中国金融期货交易所正式挂牌交易。根据中国证监会，2011 年股指期货成交量已超过股票成交量。我们预期更多的机构投资者参与股指期货交易将为我国的证券公司创造更多的业务机会，使其收入来源更多元化。

此外，中国金融期货交易所已推出国债期货的仿真交易，2013 年国债期货已在中国金融期货交易所交易。

C.资本中介型的证券交易服务

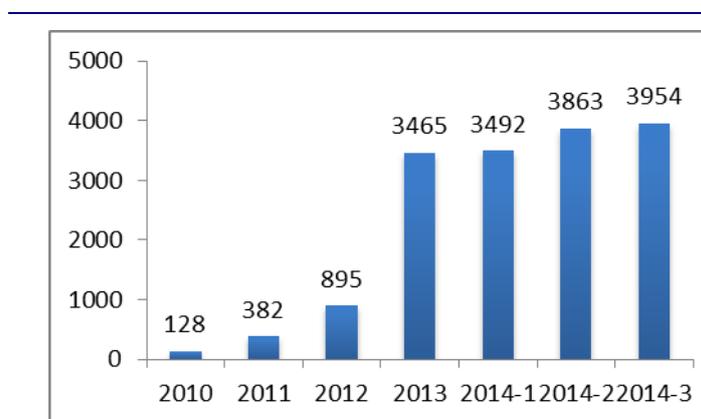
融资融券业务。中国证监会于 2006 年 6 月公布了《证券公司融资融券业务试点管理办法》。2010 年 3 月，深交所和上交所开始接受券商融资融券交易申报，融资融券交易正式进入市场操作阶段。中国证监会并于 2011 年 10 月将《证券公司融资融券业务试点管理办法》修订为《证券公司融资融券业务管理办法》，标示着融资融券业务从

一个试点业务转为所有符合若干规定的我国证券公司均可经营的常规业务。此外，上交所与深交所于 2011 年 12 月将合格进行融资融券业务的标的证券数目由 90 支股票扩大至 278 支股票及 7 支 ETF，增加了融资融券对投资者投资交易的可运用性。

2012 年 8 月，中国证券金融公司转融资业务试点启动，先后有 30 家证券公司获得转融资业务资格，转融资业务的开闸推动了融资融券业务的发展。截止至 2013 年底，共有 757 只证券(包括 15 只 ETF)纳入融资融券业务标的证券范围，证券市场共有 74 家证券公司开展融资融券业务。

目前我国融资融券业务的总规模约为 3900 多亿元，其中 95%以上为融资业务，该业务属于券商的信贷业务，即将券商自有资金放贷给客户赚取利息收入的业务；与其他金融机构的信贷业务类似；但该业务属于证券公司专属业务，与其他金融机构并不形成竞争。

融资融券业务发展迅猛



资料来源：申万研究

相关机构的研究表明，融资融券业务余额还有 3-4 倍的扩展空间。根据成熟资本市场的经验，融资融券交易占总市场交易的比例约为 20-25%，其中融资交易占比 15-20%，融券交易约占 5%。融资融券余额占总市值的比例约为 2%-3%。以此对比，当我国融资融券业务运行平稳后，融资融券余额为 6000-8000 亿元左右。

约定购回式证券交易。上交所于 2011 年 10 月开始约定购回式证

券交易试点，中投证券等三家证券公司成为首批试点证券公司。约定购回式证券交易指客户将所持的股票证券出售给证券公司，约定在一定期限后按事先约定价格回购这些股票证券，为企业和个人拓宽了融资渠道，并进一步提升证券公司综合金融服务的水平。

做市业务。我国证券业将利用自身资本实力和信誉，通过产品创新开展各类金融产品和场外市场的做市服务，维持市场的流动性，满足投资者的投资需求，并增强金融产品的吸引力。证券公司亦可通过买卖双边报价的适当差额实现利润。预计未来我国的期货、期权等衍生品市场，以及新三板以及四板（即地方股权托管交易中心）等场外市场都将探索引入证券公司做市商制度，允许证券公司持有股权进行双边报价。

②自营业务

2012年10月，证监会就修订《关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》（以下简称“自营规定”）向社会公开征求意见，拟扩大证券公司证券自营业务的投资品种范围，增加一类证券自营品种，即在全国中小企业股份转让系统挂牌转让的证券；扩大两类证券自营品种，一是在境内银行间市场交易的证券，由部分扩大到全部，二是将银行理财计划、集合资金信托计划等纳入自营投资范围。

随着监管逐步放宽，证券自营投资品种范围逐渐扩大，可投资场内场外证券类金融产品；同时，通过设立另类投资子公司，可依法投资金融期货、商品期货、黄金现货及其他非证券类金融产品。

在上述背景下，证券公司的自营业务可创新范围包括市值管理、报价回购、约定购回等各类资本中介型交易服务，以及衍生品投资、股指期货套保交易、国债期货套保交易和对冲策略投资等。自营业务的中介化和多样化，将有利于降低市场波动对自营业务的不利影响，减少传统自营业务对股票市场的依赖性。

证券公司的自营业务亦可通过上述创新与其他证券业务互为支持。例如证券公司可用其自营交易业务中的股票投资组合支持证券借贷业务，也可以用其在证券交易方面的技术为客户提供证券类金

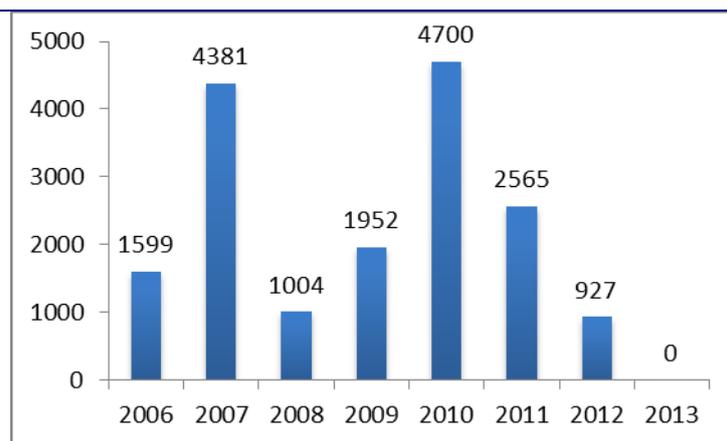
融服务。

②投资银行业务

我国证券公司投行业务将由侧重于股权融资的模式向提供多样化投行服务的大投行模式转型，为企业提供股权融资、债权融资、企业并购重组、跨境融资并购等综合金融服务，拓展承销保荐费之外的财务顾问费、咨询费等收入来源，尤其将进一步挖掘债权融资和并购市场的潜力。

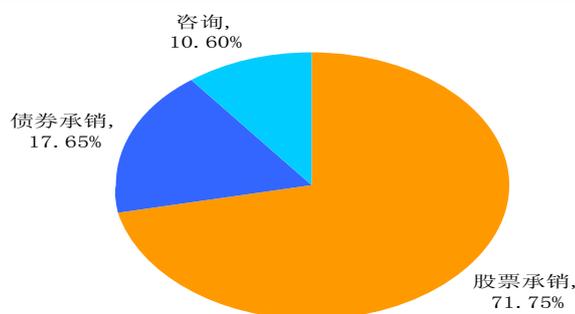
过去投行业务收入主要依靠 IPO 承销收入，可以预见，中长期随着中国经济结构和发展模式的转变，新股上市速度将明显放缓，与之相伴的是更多的企业并购整合以及债券市场的加速发展，因此，投行业务收入的重心也将将转向债券承销和企业咨询、并购等。

2006-2013 年 IPO 规模（单位：亿）



资料来源：WIND，申万研究

国内证券公司投行业务收入结构



资料来源：证券业协会，申万研究

③资产管理业务

目前，中国资产管理市场整体尚处于成长初期，潜力很大。30年中国经济发展催生60万高净值人群，全国个人可投资资产总规模超过60万亿。近年来，随着各类金融机构的营销深化，以及高通货膨胀下居民追求财产保值增值的意愿不断加强，截至2012年底，银行、信托、保险、基金、券商资管等合计管理金融资产规模约25万亿，不足全国个人可投资资产总规模的三分之一。伴随着中国经济的持续增长，预计未来5-10年个人可投资资产规模仍将保持年均10%以上的增速，资产管理市场的潜力巨大，有超过两倍规模增长空间。

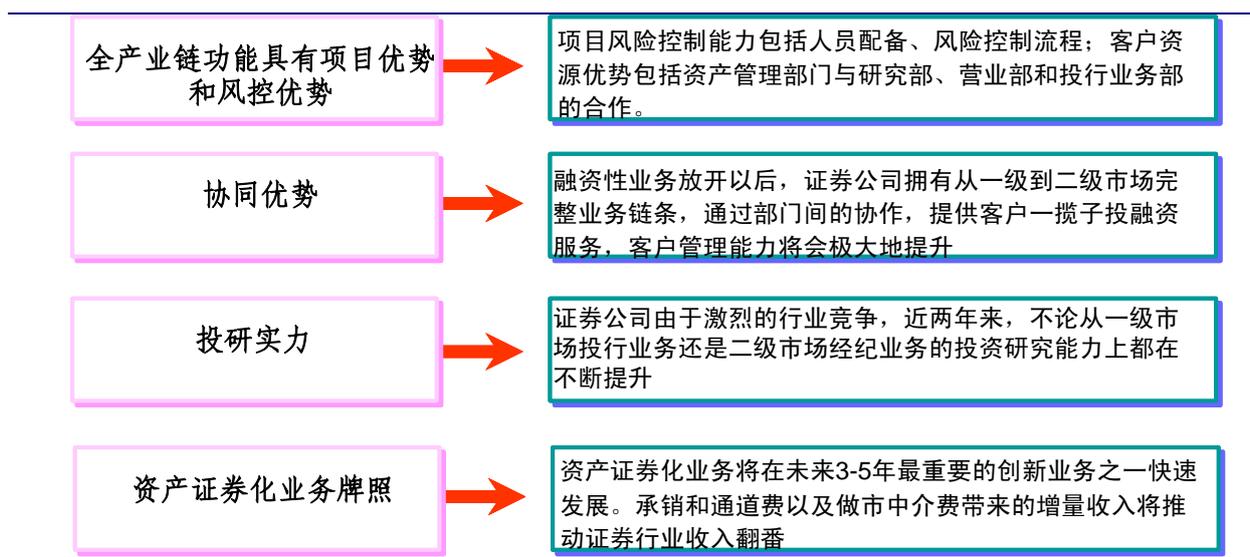
证券行业资产管理业务更是具有巨大的发展潜力。2012年，证券行业资管业务受托管理资产规模1.89万亿，创造收入26.8亿元(平均佣金率0.14%)，仅为行业收入的2%。而信托行业受托管理资产规模7.47万亿，创造收入638亿，净利润441亿。从成熟资本市场的历史经验上看，近几年，美国证券行业各项业务收入的变化趋势则体现出，佣金收入所占的比重不断的下降，资产管理收入所占的比重不断上升，因此，相比而言，证券行业的资产管理业务还有巨大的发展空间。假设行业收入“10年10倍”的行业规划真能实现，假设创新发展背景下，资管业务的比例也取得不断提升，10年后能提高到近似于美国10%的水平，则证券行业资产管理业务的收入10年后的收入将达到1300亿，为当前收入的48倍。

在泛资产管理的大背景下，通过对比分析各类金融机构的优劣势，证券公司资管业务最核心的竞争力为产品设计能力和渠道资源。

产品设计能力将表现为金融机构产品设计的多样性、定价的精准性和风险管理的全面性。而渠道资源则保证金融机构的产品和相关信息能最快速便捷地到达消费者，从而便于消费者的投资。

证券公司的产品设计优势源于其项目优势、协同优势、投研实力及资产证券化业务牌照。

证券公司产品设计的优势如下：



资料来源：申万研究

④直接投资业务

证券公司的直投业务目前正在从单纯的股本投资向资产管理型投资转型。

中国证监会于 2007 年开始直接投资的试点。根据投中集团的《2011 年中国券商直接投资业务统计分析报告》，我国证券公司的直接投资子公司的注册资本从 2007 年的 8.81 亿元增至 2012 年的 345.8 亿元，复合年增长率为 108.34%；截至 2013 年，国内已有 57 家证券公司开展直投业务。

在我国 PE 投资的快速增长时期，逐渐形成社保、创投、信托、证券、产业基金等多元直投主体的市场格局。随着直投业务的逐步放开和市场化程度的加深，凭借自身的品牌优势、专业人才优势、资源优势、风险管理等优势，券商有望成为 PE 市场的生力军。

同时，创业板助推直投新发展。退出是直投实现收益的最后步骤和整个价值链的关键环节，创业板是 PE 投资最佳退出渠道。目前，券商直投项目中有 65 个成功上市，创业板的开启推动直投业务的规模化发展和投资收益率的提升，引领券商直投进入黄金发展时期。新三板更是为券商直投降低了进入和退出的门槛。

目前，我国券商直投以设立直投子公司模式为主，最大投资规模 383 亿元。“直投+保荐”是券商直投业务的主要运作模式，收益丰厚，但政策监管趋严。基于国际投行直投的成功模式和我国券商直

投的内在环境，“直投子公司+股权基金管理公司”将是直投业务的发展趋势。券商直投项目的投资收益丰厚，直投业绩也将逐步释放。2011-2013 年是直投项目解禁高峰期。随着直投业务的推进，其利润贡献将进一步体现。直投业务将成我国券商最重要的买方业务之一。

2011 年 7 月，中国证监会发布《证券公司直接投资业务监管指引》，允许证券公司的直投子公司可以私募配售方式筹集资金并结合其自有资金从事直投业务，允许私募股权业务发展天使投资、风险投资、收购基金等，通过提供税收优惠等鼓励设立收购基金。

直投业务未来的创新包括私募股权基金、并购基金，也可将投资业务与资产管理业务结合，实现协同效应。

⑤ 研究所业务

中国券商研究与证券市场是相伴而生，但是这些研究部门在诞生之初，一直定位于对内支持券商的经纪、自营、资产管理等业务部门，其开始转型对外服务，则要以 2000 年开始为真正意义的机构投资者—公募基金提供研究服务为标志。自此中国券商研究因机构投资者的壮大而崛起。通过深度解析中国的宏观经济、行业与上市公司、股市投资策略、债券、基金、衍生品、金融产品设计等领域，已经成为一支强有力的、有别于学术研究和政策研究的中国经济研究新势力，并随着中国经济的崛起，影响力和话语权日增。同时，他们通过服务于公募基金、保险公司和保险资产管理公司、商业银行、信托公司、私募基金、财务公司、QFII 等广泛的机构投资者，探索出了自己的商业模式，成为券商竞争力的决定因素之一；并作为与“股评家”相区别的、专业的研究力量，引导资本市场走向理性投资、价值投资。

在对外服务的过程中，券商研究机构探索出了通过研究服务分享佣金收入的卖方研究商业模式。商业化运作的券商研究的崛起，也彻底改变了中国经济研究的生态，在政策与学术研究力量之外，构建了中国经济研究的第三极。并且，较之政府与学术机构，作为券商研究买方的机构投资者更广泛、对研究的价值转化更直接，证

券研究机构由此获得了更为充裕的资金支持，可以汇聚更优秀的研究人员，覆盖更广泛的研究领域，从宏观与微观层面更加深入、细致地解读中国经济。

目前大部分国内证券公司研究所，收入来源主要依赖于机构客户的交易佣金，针对机构客户的其他服务收入，几乎可以忽略不计。这意味着研究所的研究资源主要服务于外部机构投资者的投研需求，研究标的主要为上市公司股票，且服务手段单一，产品同质化严重。国内证券公司目前的研究业务，从商业模式的角度来看，可以看作是基于通道交易业务，以“知识”换取“佣金”的“知识中介”模式。未来国内证券公司的研究所的定位将由“利润中心”向“成本中心”过渡，业务由“知识中介”向“资本中介”转型，“知识”与“资本”的融合可能将成为卖方研究业务再次焕发生机的重要手段，同时也为资本中介业务的发展提供有利支持，促成公司的机构证券业务从被动的通道、咨询服务提供者，向主动的市场组织者角色转变。在卖方研究业务模式建立之前，证券公司研究所主要以对内服务为主，但在当时行业发展深度不足，投资工具单一的背景下，公司内部对研究服务的需求不大，研究所的价值无法体现。随着外部机构投资者的逐渐发展壮大，其对投资研究的服务需求日趋迫切，能够每年为行业提供 50 亿元左右的佣金收入，促使证券公司研究所纷纷转向对外服务，并按照机构投资者的需求，扩充研究团队，而对内仅维持最基本的、标准化的服务。实现向“对外服务、对内服务”并重，支持证券公司创新发展。

⑥创新业务

金融创新是近二三十年来世界金融业迅速发展的一种趋势。金融创新是货币经济走向金融经济、货币外延扩大以及金融功能扩张的背景下，金融业的现实反应。创新为金融发展提供了深厚而广泛的微观基础，是推动金融发展的最为直接的动力；金融创新浪潮的兴起和迅猛发展，给整个金融体制、金融宏观调控乃至整个经济都带来了深远的影响。

金融创新是指在金融领域各种要素的重新组合，出现了有别以

往的新工具、新业务、新技术、新机构、新市场和新的制度安排的总称。包括狭义的金融创新和广义的金融创新。狭义的金融创新—仅指金融工具的创新，广义的金融创新—不仅包括金融工具的创新，还包括金融机构、金融市场、金融制度、金融技术等金融领域发生的一切新要素和新组合的出现。

金融创新的主要目的是为了提高金融机构竞争能力，提高金融效率，优化资源配置等。我国的金融创新应从宏观和微观两个方面同时进行，重点在于强化产权制度创新，经营体制创新，组织体系创新，金融监管创新，为金融业务和金融市场营造更广阔的发展空间。

在当前我国经济发展的重要转型期、资本市场逐步完善的关键时期，产业结构需要金融创新来引领其升级与换代，利率市场化趋势意味着金融环境的一系列变化。在这样的局势下，证券业亟需突出重围，走出老旧停滞的状态，以创新面对前所未有的冲击与挑战。具体表现为以下方面：

资本市场方面：资本市场是券商赖以生存发展的载体。出于改善市场不完全性、解决治理问题、降低交易成本、规避管制约束、分散全球化风险等目的，创新对券商行业来讲可谓一个永恒的主题。

建设多层次资本市场方面：这是当前我国经济转型和金融改革战略的核心，尤其是场外多层次市场的建设，都亟待证券公司创新的推动。这里的场外市场，既包括通常所指的新三板市场、区域股权市场和券商柜台市场，也包括基于互联网电子交易平台的各类证券，譬如场外衍生品、中小企业私募债、小额融资产品、Pre-IPO 股权、其他非公开发行证券以及未来可能的上市证券场外交易等等。这些种类繁多的场外交易产品都极其依赖券商以创新方式提供的流动性支持手段，同时也是更深层服务机构投资者和改善投融资转换机制的必然要求。

同时，在全球经济一体化的大环境中，资本市场和证券行业的对外开放具有必然性，创新则是提升内地券商竞争力的手段。

因此，面对行业外部的竞争，创新是证券业持续壮大、竞争力持续提高的必然选择。

⑦基金业务

截至 2013 年底，我国境内共有基金管理公司 89 家，其中合资公司 47 家，内资公司 42 家；管理资产合计 42,213.10 亿元，其中管理的公募基金规模 30,020.71 亿元，非公开募集资金规模 12,192.39 亿元。

《中华人民共和国证券投资基金法》已由中华人民共和国第十一届全国人民代表大会常务委员会第三十次会议于 2012 年 12 月 28 日修订通过，修订后的《中华人民共和国证券投资基金法》已公布，自 2013 年 6 月 1 日起施行。基金行业以新基金法的实施为契机，加快创新发展，努力实现新的发展和跨越。基金法的修订完善，提高了人力资本在行业中的地位，拓展了公募基金的发展空间，创造了私募基金规范发展的条件，完善了行业产业链的制度安排，加大了对投资者权益保护的力度，初步构建了开放、包容、多元的行业发展空间，为行业发展提供了难得的历史性机遇。

新一轮市场化改革对各类资产管理公司投资范围进一步放松。在本轮行业转型中，针对投资范围的政策最为密集，显著拓宽了券商资管、保险资管公司的投资范围，也适当拓宽了基金公司的投资范围，使得各类机构在满足投资者需求方面有了更大的灵活性。基金公司通过子公司，投资领域从现有的上市证券类资产拓展到了非上市股权、债权收益权等实体资产。

随着大资管时代的来临，证券、基金等金融机构迫切需要打通渠道通路，平衡渠道体系格局，低成本高效率的网络渠道有助于帮助证券、基金实现这一目标。

无论从国际发达国家发展路径，以及基金产品结构看，还是从近几年我国固定收益发展趋势以及供需层面分析，未来几年固定收益产品规模将继续扩张，固定收益产品规模在基金总量中的占比将继续上升。

此外基金专户子公司不仅可以投资股票、债券等常规产品，还可投资于未通过证券交易所转让的股权、债券及其他财产权利以及

中国证监会认可的其他资产。随着投资范围的放松，基金特定客户资产管理业务将与信托、券商资管进一步竞争高净值客户资产管理市场。由于专户子公司专户业务投资灵活，投资范围广，市场需求旺盛，业务发展迅猛且前景广阔，是基金公司做大规模的突破口。

(2)财务杠杆率提高

随着监管环境的逐步放松及证券公司资本中介和资本型业务的增加，我国证券公司和行业的财务杠杆率将逐步提高。

首先，监管机构正准备从监管层面优化证券行业资本管理，支持证券公司的杠杆化运营。2012年1月，中国证监会下发了《完善证券公司风控指标体系总体思路（征求意见稿）》，建议用核心净资本与资产总额比例取代净资本率作为监管指标；2012年4月，中国证监会又发布了《关于修改〈关于证券公司风险资本准备计算标准的规定〉的决定》，降低了证券公司自营、资产管理、经纪等业务的风险资本准备的计算比例。

其次，证券公司正拓展稳定、高收益的资金用途，以提高财务杠杆率。直投、融资融券、报价回购、约定购回等收益较高且相对稳定的业务已经陆续开始。这些对资本需求高的业务有助于证券公司负债经营，收入来源多样化，并增强其抗经济周期能力。

第三，稳定、成本可控的融资渠道正陆续增加，有助于证券公司提高财务杠杆率。通过发行公司债、次级债、可转债，或回购等，证券公司可以获得低成本的资金来源。目前监管机构正在准备放宽券商的融资渠道，尤其是债券融资。2012年5月以来，已有多家证券公司发行短期融资券，充实运营资金。这是自2005年以来，证券公司首度发行短期融资券。另外，已有部分证券公司公布了发行公司债的意向，补充公司长期资金。

(3)运营国际化

随着我国企业和居民海外投、融资需求的增加以及境外机构投资者在我国资本市场的参与度持续提升，跨境业务正成为我国证券行业的快速增长领域。我国证券公司目前正通过逐步发展国际业务提高其收入占比。国内证券公司一方面通过设立专职的国际业务部

门，服务境外机构投资者；另一方面也通过发挥自身资本金优势，实现“走出去”的战略发展目标。目前，我国已有 23 家证券公司成立了海外子公司进入国际市场参与国际竞争、开展兼并收购。国内证券公司运营范畴双向国际化包括：

①服务境外客户开展境内业务

通过向 QFII、RQFII 客户提供证券及期货经纪服务以及出售证券公司理财产品将境外投资者引入银行间债券市场，并帮助海外投资者用 QFII、RQFII 额度在境内投资等。

②服务境内客户开展境外业务

开展 QDII 业务及专项 QDII 经纪业务，帮助国内企业赴海外上市、发行点心债券等。

证券行业实现双向国际化不仅有利于证券公司提升自身的行业竞争力，而且可以通过“引进来”和“走出去”实现业务互补，提升国际业务板块在证券公司中的话语权，更好地为境内外客户服务。

(4)行业集中度日益提升

根据中国证券业协会，2011 年我国营业收入规模排名前十位的证券公司的营业收入所占市场份额之和为 45.6%，与 2009 年的 41.2% 相比有所增长。我们预期，大型证券公司的营业收入市场份额将继续提高，我国证券行业集中度将进一步增加。

大型证券公司将凭借其在业务创新、渠道、客户、资金和人力资源等各种优势，在资本市场及证券行业整合与转型中脱颖而出，使行业集中度将进一步增加。大型券商的竞争优势包括：

①完整的金融服务平台

由于具备较完整的牌照、拥有综合性的金融服务平台，大型证券公司能够利用其多元化的经营格局为客户提供全方位服务，在争取、维持客户及深化客户关系方面具有明显优势；鉴于全能型服务平台能够更好地满足高端机构及高净值客户的需求，大型证券公司在吸引此类投资者方面具备优势。

②全国性网络与跨境平台

大型证券公司通常拥有广泛的全国性网络以及海外网点，在向

零售及机构客户分销产品及提供增值服务方面具有优势。

③庞大的客户基础

大型证券公司具有庞大的客户基础和客户托管资产。配合其全方位的产品与服务以及全国性的网络，大型证券公司能够充分挖掘客户需求，实现交叉销售的潜力。

④品牌及人力资源优势

大型证券公司具有优良品牌，可吸引更多专业人才；大证券公司长期注重人才培养和人才储备；而中小证券公司长期从事通道业务，人才储备相对匮乏。

⑤规模效应与较低的佣金率敏感度

大型证券公司受益于规模经济效应和多元化的收入来源，能更好承受股票及基金佣金率的下降。拥有资金优势的大型证券公司在资产管理、自营交易及直投业务方面可受益于规模经济；在研究及其他增值服务领域，大型证券公司亦可巩固其领先地位及客户忠实度。

⑥资本金优势和融资渠道优势

大型证券公司充足的资本金使其能把握当前我国证券行业转型的有利契机，发展多方面的资本中介型及投资型产品及服务，保留现有客户并争取潜在客户；低成本的融资渠道是证券公司提高杠杆率的关键。目前只有大型证券公司成功地发行短期融资券，同业拆借额度也集中在大型证券公司。

⑦较高及稳定的盈利能力

大型证券公司的盈利性往往更加稳定，因此能在市场环境艰难时期增长市场份额。

（二）我国证券行业和上市证券公司主要指标数据

近年，证券行业的主要指标数据如下：

（位：亿元）	2009	2010	2011	2012	2013
总资产	20300	19700	15700	17200	20800
净资产	4838.77	5663.59	6302.55	6943.46	7538.55
净资本	3831.82	4319.28	4634.02	4970.99	5204.58

受托管理资金本金	1483.32	1866.29	2818.68	18900	52000
客户交易结算资金余额	15111.32	12905.15		6002.71	5557.42
托管证券市值				137600	153600
营业收入	2050.41	1911.02	1359.5	1306.17	1592.41
代理买卖证券业务净收入	1419.45	1084.9	688.87	504.07	759.21
投资咨询业务净收入				11.46	25.87
证券承销与保荐净收入	151.62	272.32	241.38	177.44	128.62
财务顾问业务净收入				35.51	44.75
受托客户资产管理业务净收入	15.96	21.83	21.13	26.76	70.3
证券投资收益（含公允价值变动）	231.73	206.76	49.77	290.17	305.52
融资融券业务净收入				52.6	184.62
其他	231.65	325.21	358.35	208.16	73.52
净利润	932.71	775.57	393.77	329.3	440.21

资料来源：申万研究

据统计，截止 2013 年末，全行业总资产 20800 亿元，净资产 7538.55 亿元，净资本 5204.58 亿元，净利润 440.21 亿元，实现营业收入 1592.41 亿元，其中代理买卖证券业务净收入 759.21 亿元，投资咨询业务净收入 25.87 亿元，证券承销与保荐净收入 128.62 亿元，财务顾问业务净收入 44.75 亿元，受托客户资产管理业务净收入 70.3 亿元。

我国共有证券公司 115 家，其中上市证券公司 19 家，占到了全行业 53.67% 的总资产规模，19 家上市证券公司的主要指标如下：

上市证券公司主要指标

单位：亿元

	总资产	归属母公司的所有者权益	营业收入	净利润
2009	8,334.29	2294.59	821.15	368.93
2010	8,885.98	2959.82	937.21	383.99
2011	7,366.48	3362.17	745.37	270.77
2012	8,360.45	3722.01	632.18	187.16
2013	10864.29	3868.93	793.74	246.54

资料来源：wind, 申万研究

据统计，19 家上市证券公司行业 2013 年合计总资产 10864.29 亿元，同比增长 29.95%，归属母公司的所有者权益 3868.93 亿元，同比增长 3.95%，净利润 246.54 亿元，同比增长 31.73%，营业收入 793.74 亿元，同比增长 25.56%，其中代理买卖证券业务净收入 337.49 亿元，证券承销业务净收入 74.60 亿元，受托客户资产管理业务 33.08 亿元。

（三）我国证券行业的监管情况

证券公司通过经纪业务、承销业务、投资顾问业务、自营业务及

资产管理业务等业务为企业和投资者服务。随着金融脱媒趋势的不断发展和资本市场的不断完善，证券公司作为资本市场中资金供应者和资金需求者之间最重要的中介，在资本市场和国民经济的发展中起着非常重要的作用。其作用体现在企业直接融资比例的上升，为企业筹得大量资金，同时促进了资本市场的发展和扩张。证券公司是证券市场重要组成主体之一，一方面，证券公司自身的运作将会对证券市场产生重大影响，另一方面证券市场的运作也受整个证券市场的影响，而且这个市场的运行和变动会敏感地触及整个国民经济，对整个经济、金融、政治乃至社会产生普通商品市场不可企及的影响力。因此，国家对证券公司市场准入、业务范围许可、分类评级和财务风险监控方面实行严格的监管。

目前我国证券场所实行的是集中统一的监管体制，即以政府的监管为主导，集中监管和市场自律相结合的市场框架。中国证监会对中国证券市场施行垂直领导、统一监管，此外，作为对中国证监会行政监管的有效补充，中国证券业协会、上海证券交易所和深圳证券交易所等行业自律机构对其会员实施自律管理。

1、《中华人民共和国证券法》规定：

设立证券公司，必须经国务院证券监督管理机构审查批准。未经国务院证券监督管理机构批准，任何单位和个人不得经营证券业务。

证券公司应当根据《公司法》和《证券法》的规定建立和完善公司法人治理结构，建立、健全管理制度和内部控制制度，实行监事会制度、信息披露制度，自觉防范和化解经营风险。

在资产管理上，国务院证券监督管理机构应当对证券公司的净资本，净资本与负债的比例，净资本与净资产的比例，净资本与自营、承销、资产管理等业务规模的比例，负债与净资产的比例，以及流动资产与流动负债的比例等风险控制指标作出规定。证券公司不得为其股东或者股东的关联人提供融资或者担保。

证券公司设立、收购或者撤销分支机构，变更业务范围，增加注册资本且股权结构发生重大调整，减少注册资本，变更持有百分之五以上股权的股东、实际控制人，变更公司章程中的重要条款，合并、分立、停业、解散、破产，必须经国务院证券监督管理机构批准。

2、2008年6月1日起施行的中华人民共和国国务院令 第 522 号《证券公司监督管理条例》规定：

证券公司及其境内分支机构经营的业务应当经国务院证券监督管理机构批准，不得经营未经批准的业务。

2 个以上的证券公司受同一单位、个人控制或者相互之间存在控制关系的，不得经营相同的证券业务，但国务院证券监督管理机构另有规定的除外。

证券公司股东的非货币财产出资总额不得超过证券公司注册资本的 30%。

3、中国证券监督管理委员会令 2006 年第 34 号《证券公司风险控制指标管理办法》规定

证券公司必须持续符合下列风险控制指标标准：净资本与各项风险准备之和的比例不得低于 100%；净资本与净资产的比例不得低于 40%；净资本与负债的比例不得低于 8%；净资产与负债的比例不得低于 20%；流动资产与流动负债的比例不得低于 100%。

证券公司经营证券经纪业务的，必须符合下列规定：托管客户的交易结算资金总额的 2% 计算风险准备；净资本按营业部数量平均折算额（净资本/营业部家数）不得低于人民币 500 万元。

证券公司经营证券自营业务的，必须符合下列规定：自营股票规模不得超过净资本的 100%；证券自营业务规模不得超过净资本的 200%；持有一种非债券类证券的成本不得超过净资本的 30%；持有一种证券的市值与该类证券总市值的比例不得超过 5%，但因包销导致的情形和中国证监会另有规定的除外；违反规定超比例自营的，在整改完成前应当将超比例部分按投资成本的 100% 计算风险准备。前款所称自营股票规模，是指证券公司持有的股票投资按成本价计算的总金额；证券自营业务规模，是指证券公司持有的股票投资和证券投资基金（不包括货币市场基金）投资按成本价计算的总金额。证券公司创设认购权证的，计算股票投资规模时，证券公司可以按股票投资成本减去出售认购权证净所得资金（不包括证券公司赎回认购权证所支出资金）后的金额计算。

证券公司经营证券承销业务的，必须符合下列规定：证券公司承

销股票的，应当按承担包销义务的承销金额的 10% 计算风险准备；证券公司承销公司债券的，应当按承担包销义务的承销金额的 5% 计算风险准备；证券公司承销政府债券的，应当按承担包销义务的承销金额的 2% 计算风险准备。计算承销金额时，承销团成员通过公司分包销的金额和战略投资者通过公司签订书面协议认购的金额不包括在内。证券公司同时承销多家发行人公开发行业务，发行期有交叉、且发行尚未结束的，应当按照单项业务承销金额和对应比例计算风险准备。

证券公司经营证券资产管理业务的，必须符合下列规定：按定向资产管理业务管理本金的 2% 计算风险准备；按集合资产管理业务管理本金的 1% 计算风险准备；按专项资产管理业务管理本金的 0.5% 计算风险准备。

证券公司为客户买卖证券提供融资融券服务的，必须符合下列规定：对单一客户融资业务规模不得超过净资本的 5%；对单一客户融券业务规模不得超过净资本的 5%；接受单只担保股票的市值不得超过该股票总市值的 20%；按对客户融资业务规模的 10% 计算风险准备；按对客户融券业务规模的 10% 计算风险准备。前款所称融资业务规模，是指对客户融出资金的本金合计；融券业务规模，是指对客户融出证券在融出日的市值合计。

证券公司应当按上一年营业费用总额的 10% 计算营运风险的风险准备。

中国证监会对各项风险控制指标设置预警标准，对于规定“不得低于”一定标准的风控指标，其预警标准是规定标准的 120%；对于规定“不得超过”一定标准的风控指标，其预警标准是规定标准的 80%。

4、中国证券监督管理委员会公告[2010]17 号—关于修改《证券公司分类监管规定》的决定

证券公司风险管理能力主要根据资本充足、公司治理与合规管理、动态风险监控、信息系统安全、客户权益保护、信息披露等 6 类评价指标，按照《证券公司风险管理能力评价指标与标准》进行评价。

证券公司市场竞争力主要根据证券公司经纪业务、承销与保荐业

务、资产管理业务、成本管理能力和创新能力等方面的情况进行评价。

中国证监会根据证券公司评价计分的高低，将证券公司分为 A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E 等 5 大类 11 个级别。

（四）我国证券行业的经营模式、周期性特征及信息技术

1. 我国证券行业的经营模式

证券行业业务分为两类：一类是中介类业务，这类业务包括经纪业务、投行业务和资产管理业务；轻资产业务的特点是该类业务消耗很少的资本；另一类是资本类业务，这类业务包括融资融券、股权质押融资业务、传统自营业务、直投业务、另类投资业务等。

业务模式	子业务	经营模式	资本消耗水平
经纪业务	证券代理买卖 投资咨询 产品销售	通过服务个人和机构客户，代理其在证券市场进行证券交易以收取手续费、利差、投资咨询费和销售提成	低
投资银行业务	证券销售 财务顾问 资产证券化	保荐并承销企业的股票或债券等其他融资产品，收取承销费、保荐费、财务顾问费	低
客户资产管理业务	集合资产管理 定向资产管理 专项资产管理	以回报率为目标，为理财客户进行资产管理、配置和投资，收取管理费和一定比例业务提成	低
证券自营业务	证券投资	自行在股票二级市场进行证券交易以赚取交易差价	高
	证券销售 撮合交易	在二级市场，撮合客户之间的交易，对其进行一定比例的证券销售，以赚取销售差价、交易差价、撮合费和利差	高
融资融券业务	融资和融券业务	将自有资金出借给客户购买股票；或者将自有资金购买的证券出借给客户卖出股票	高
股票质押融资业务	约定购回，股票质押	客户将股票质押给证券公司，证券公司按照一定的质押率将资金出借给客户，赚取利息收入	高
直投业务	直投业务	将自有资金投入未上市的企业，等企业上市之后退出，赚取利差	高
另类投资业务	另类投资	证券公司用自有资金投资于各种其他类别资产的业务	高

2. 我国证券行业的周期性特征

证券行业属于周期性行业。我国证券公司的主要业务包括经纪、投资银行、客户资产管理、证券自营、融资融券、股权质押融资和直投、另类投资等，这些业务的发展前景、盈利状况与证券市场前景气度高度相关，其中经纪业务对证券市场交易量的依存度较高，证券自营

业务则与证券市场股价指数的波动方向和波动幅度相关。而国内证券市场的成交量、股价指数的波动幅度和波动方向等，受到国民经济发展速度、宏观经济政策、行业发展状况、投资者信心等诸多因素的影响，呈现出周期性变化的特征。

融资融券、股权质押融资业务属于近两年以来证券行业的创新业务，由于该类业务还属于渗透率逐步增加的发展期，因此近期与市场变化相关性不高，呈现逐步增加的趋势。但今后随着该类业务逐步成熟，今后也将随着市场波动而波动，呈现一定的周期特性。

3.信息技术在证券行业的应用

信息技术的迅猛发展引起证券市场的传统模式发生巨大变革，从上世纪 90 年代开始至今，我国证券行业信息化已大致完成了物理建设阶段。各大证券公司通过数据的深度应用开发工作，在已有的基础上建立集风险监控、资金清算、决策支持、系统备份等关键功能于一体的、安全可靠的中央数据中心，以技术进步带动业务发展，保证在愈加激烈的竞争环境中寻求更多的生存空间。今后随着新的业务的逐步推进，证券公司对于信息技术的需求将进一步增加。

（五）影响我国证券业发展的因素

1.有利因素

(1)十八届三中全会明确的资本市场改革方向

2012 年以来，资本市场和证券行业做出一系列的改革措施；十八届三中全会明确提出完善多层次的金融市场，“推进政策性金融机构改革。健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。完善保险经济补偿机制，建立巨灾保险制度。发展普惠金融。鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品。”

(2)我国经济的平稳快速增长、抵御国际金融危机能力提升、企业基本面长期向好成为资本市场发展的源动力。

我国经济保持了多年的平稳快速增长，国际竞争力不断提高。过去几年，我国 GDP 的增长速度均保持在 10% 上下。近年来，由于经济转型，经济增速明显放缓，但未来 10 年仍将保持 7% 以上的高速增

长。在宏观经济保持平稳快速增长的大背景下，我国证券市场发展较快。

根据中国证监会统计数据。2013 年底，沪深两市共发行股票和债券 602 只，合计筹资 8229.98 亿元。其中，A 股股票发行合计筹资 4147.91 亿元，包括现金融资 2802.76 亿元和定向增发（非现金资产认购）1345.15 亿元。截止 2013 年底，我国沪深两市总市值 23.91 万亿元，流通市值 19.96 万亿元，中国股市总市值位居全球第二位。

(3) 渐趋完善的资本市场制度

2013 年 11 月 30 日，中国证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》、《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》。

基础制度的进一步完善将进一步规范上市公司的行为，提升交易的公平合理性，为股票市场的发展注入新的活力。

(4) 不断增长的投资需求有利于拓展行业发展空间

经济的持续增长带动了我国人均收入水平的不断提高。财富的不断积累催生了投资者对于资产配置的需求。证券产品作为投资渠道之一，成为我国投资者资产配置的重要组成部分，我国投资者对于证券产品的需求已经不仅局限于传统的普通股票，对其他投资品种以及衍生产品的需求增加，成为推动证券业不断创新的源动力，为证券公司的业务发展开辟了新的增长空间，为证券公司收入结构的调整创造了有利契机。

2. 不利因素

(1) 证券公司业务结构单一，创新能力不足

国外证券公司业务范围除传统的证券承销、自营交易以及经纪业务之外，还在全球范围内积极开展企业兼并收购、受托资产管理、投资咨询、基金管理以及资金借贷等广义的证券业务。在拓展业务范围的同时，外资证券公司对金融衍生工具的创新和应用也日益广泛，既提供综合性服务也提供专项服务，一方面形成业务多样化的交叉发展态势，另一方面又各有所长，向专业化方向发展。而我国证券公司所从事的业务基本雷同，主要为一级市场的发行承销与上市保荐、二级市场的经纪与自营，创新能力不足，对于金融衍生工具的创新和运用

还没有深入，缺乏经营特色，尚未形成核心竞争能力。

(2) 专业人才缺乏

人才是证券公司的核心资源，最近十年来，我国证券市场得到了飞速的发展，而证券公司人才一直处于短缺状态。各证券公司普遍存在业务人员素质参差不齐，人员流动性大的现象。虽然近年来各证券公司陆续引进高学历人才，但他们的专业知识还有待于随着证券市场的发展不断充实调整，证券业内掌握现代金融工程知识的专业人才还不能满足需求，随着多层次资本市场建设及创新业务的发展，人才短缺现象更加明显。

(3) 证券公司内部控制体系不够完善，风险防范能力较弱

经过证券公司综合治理和实施分类监管，我国证券公司的内部控制体系和风险防范能力得到了显著提高。但证券业务的日趋复杂尤其是创新业务的开展对证券公司风险控制能力提出了越来越高的要求。同时，证券行业是资本密集型行业，净资本规模偏小的证券公司难以抵御潜在的市场风险。此外，我国证券公司法人治理结构尚不完善，内部控制体系尚有待健全，这些都将削弱证券公司的风险防范能力。

(六) 我国证券行业竞争情况

我国证券市场经过多年的发展，已经形成一定规模，并进入稳定发展的阶段，证券公司之间的竞争也日益加剧，并呈现出以下特征：

1. 证券公司数量众多，但整体规模较小

截止 2013 年底，中国境内共有证券公司 115 家，总资产 20800 亿元，净资产 7538.55 亿元，净资本 5204.58 亿元。115 家证券公司全年实现营业收入 1592.41 亿元，各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入 759.21 亿元、证券承销与保荐业务净收入 128.62 亿元、财务顾问业务净收入 44.75 亿元、投资咨询业务净收入 25.87 亿元、受托客户资产管理业务净收入 70.30 亿元、证券投资收益（含公允价值变动）305.52 亿元、融资融券业务利息收入 184.62 亿元，全年实现净利润 440.21 亿元，104 家公司实现盈利，占证券公司总数的 90.43%。

客户交易结算资金余额（含信用交易代理买卖证券款）5557.42 亿元，托管证券市值 15.36 万亿元，受托管理资金本金总额 5.20 万亿

元。

与美国证券公司的平均规模相比，我国证券公司在规模上仍有较大差距，未来增长空间巨大。

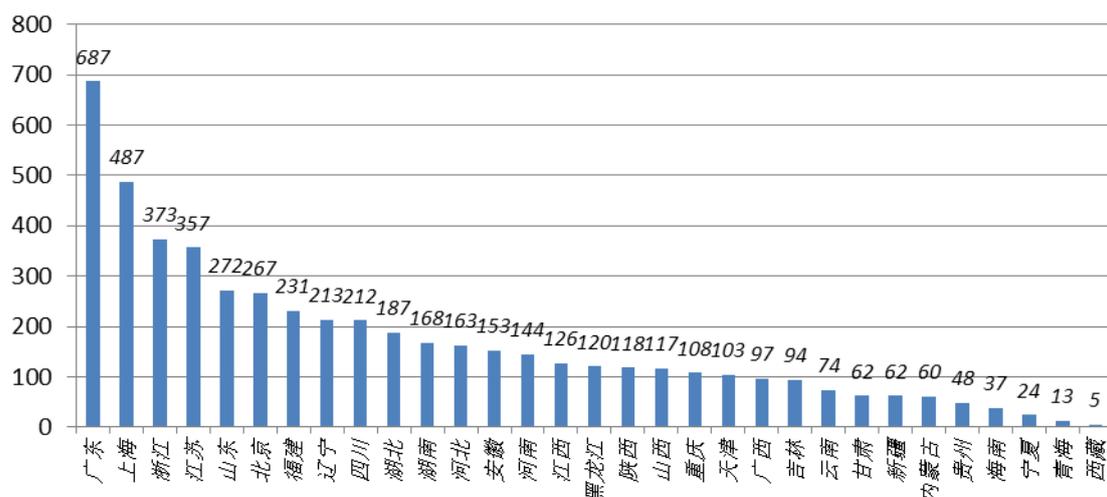
2.行业集中度提高，优质证券公司确立了市场领先地位

2009年5月，证监会发布并实施了《证券公司分类监管规定》，对证券公司实行5类11级的新的分类监管标准和措施，标志着“以证券公司风险管理能力为基础，结合公司市场影响力”的全新的分类监管思路进入落实阶段。由于以上各种因素，证券行业分化特征日益明显。综合治理期间，19家证券公司被责令关闭，7家公司被撤销，4家公司被撤销业务许可，14家公司被暂停业务。而部分优质证券公司实现了低成本区域扩张，市场份额增长显著。根据中国证券业协会统计信息，截至2013年，共有各类证券公司会员115家。其中经中国证券业协会评审批准的创新试点类证券公司共有27家、规范类证券公司为34家。随着资本市场规模的扩大，优质证券公司增强了资本、网络、业务和人才等竞争优势，市场份额不断提高，从而进一步巩固了行业领先地位，扩大了与其他证券公司的差距。未来随着我国证券业的逐步成熟，行业集中度有望进一步提高，优秀证券公司具有巨大的发展空间。

3.证券公司营业网点布局不均衡

由于我国各地区经济发展水平差异较大，证券公司在进行网点布局时为了追求较高的经济效益，往往重点布局长三角、珠三角和环渤海等经济发达地区。如下图所示，广东、上海、北京、浙江、江苏等地证券营业网点分布密度远远高于其他省市，从而造成这些地区证券营业网点覆盖区域重合度较高，竞争十分激烈。

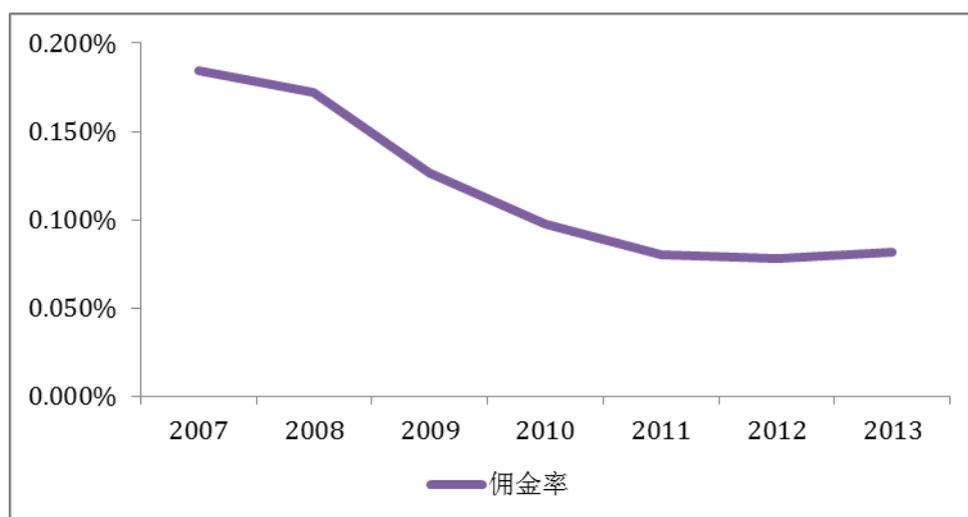
营业网点地区分布情况



数据来源：证券业协会

4.经营模式雷同，业务种类单一，面临同质化竞争

我国证券公司的业务种类相对单一，收入目前主要来自经纪、投资银行和证券自营三项业务，其中经纪业务在证券公司业务收入中占比最高，这种业务格局导致了证券公司在相关业务领域面临同质化竞争。同质化竞争直接导致经纪业务行业综合佣金率下降。根据《关于调整证券交易佣金收取标准的通知》，证券交易佣金从2002年5月1日起实行最高上限向下浮动制，市场整体佣金水平开始下降。由于目前国内多数证券公司提供的经纪业务服务仍旧停留在“交易通道”层面，对客户提供的附加服务较少，从而导致了許多证券公司只能通过降低佣金率以获取客户，佣金价格战充斥市场。此外，在经纪业务服务过程中，证券公司片面强调交易量，忽略对客户差异化服务的开发，进一步造成目前经纪服务同质化的局面。



5. 证券行业对外开放不断加深，竞争日趋激烈

我国证券市场经过多年的发展，取得了显著的成绩，但与国外发达的证券市场相比，在市场规模和机构实力方面仍存在一定的差距。制定于 2002 年 6 月并于 2007 年 12 月修订重新发布的《外资参股证券公司设立规则》，标志着我国证券行业对外开放进入了一个新的阶段。根据 2012 年 5 月 3 日至 4 日召开的第四次中美战略经济对话达成的成果，我国承诺“允许外国投资者在合资证券公司中持有不超过 49% 的股份”、“允许合资证券公司在持续经营满两年以上且符合有关条件的情况下，申请扩大业务范围”，随着进一步开放政策的实施，一些外资证券公司在中国设立合资公司，合资证券公司已开始对我国证券公司的投资银行等高端业务形成冲击，这将进一步加剧国内证券行业的竞争。

6. 券商负债渠道受到限制

证券公司未来的发展方向为资金类的业务，证券公司通过负债经营，增加杠杆，从而提升自有资金业务的收益率。然而，当前券商的负债渠道还很狭窄，受到相关监管的限制。目前券商的融资渠道：公司债、次级债、短期融资券、证金公司转融资。证券公司债务融资受到如下限制：

公司债：余额不超过最近一期末净资产额的 40%；

短期融资券：待偿还短期融资券余额不超过净资本的 60%；

次级债：长期次级债计入净资本的数额不得超过净资本（不含长期次级债累计计入净资本的数额）的 50%；

转融资：抵押率上限为 20%

负债渠道的限制制约券商杠杆的上限。

7.目前证券公司的监管指标体系较为严格。

目前证券公司受到如下监管指标的限制：

净资本与各项风险资本准备之和的比例不得低于 100% ；

净资本与净资产的比例不得低于 40% ；

净资本与负债的比例不得低于 8% ；

净资产与负债的比例不得低于 20%。

这些监管体系相对较为严格，制约了证券公司的业务空间。

（七）我国证券业的发展趋势

随着中国证监会推出以净资本为核心的风险控制指标管理办法以及对证券公司分类监管、扶优限劣的监管思路的贯彻执行，我国证券业正迎来新的发展阶段。

1.业务多元化

结合美国证券行业的发展经验和我国当前的业务现状，券商的发展方向为由传统的通道业务向高附加值的咨询业务和创新的买方业务转型。

(1)经纪业务应该从传统通道业务向提供增值服务和产品的综合财富管理转型。无论是美国证券行业的发展变化趋势，还是我国证券行业近两年的变化趋势都可以看出，传统的通道服务佣金收入所占的比重逐渐下降，相对国际大投行来讲，我国传统佣金收入占比还有巨大的下降空间。经纪业务证券经纪业务由单一通道服务模式向提供全方位服务的财富管理方向转型，券商营业部销售产品的放开将会此转型提供政策支持，证券营业部由过去的通道业务办理中心转变为金融服务产品展示中心、渠道联络中心、客户服务中心以及营销中心。从而提升券商的附加值，发挥证券行业的渠道优势和客户优势。

(2)投行业务从传统承销业务向综合金融服务转型。我国证券行业目前的投行部门收入主要依靠股票首次公开发行，而债券、企业顾问等综合的金融服务占比较少；通过国外券商尤其是三大国际大投行的盈利模式分析我们看到，国外券商投行业务中股票承销、债券承销和

企业顾问收入各占三分之一。也就是说国际券商投行业务对企业提供的是综合金融服务。发行体制的改革、债券市场的发展以及股票约定式回购的推出将给券商投行业务的转型提供政策支持。

(3)资产管理是证券公司业务转型的重要方向。随着我国居民收入的增长,人们对于资产管理的需求越来越大,资产管理是证券公司一个重要的发展方向。从国外券商盈利模式分析来看,国外证券行业资产管理的收入比重不断增加,远高于国内券商,并且三大国际大投行的资产管理业务收入占比远高于其行业平均水平。资产管理业务收入稳定,前景巨大。无论是资产管理发行监管的方送、产品创新的推出、投资者门槛的降低、以及资本市场环境的改革,都为券商资产管理的发展提供了宽松的环境。

(4)传统的自营业务向创新的资本中介业务转型。首先,应大力发展融资融券、股票约定式回购等资本中介的借贷业务。随着债券市场、场外市场、衍生品市场的发展,债券质押式报价回购、金融衍生品套期保值、做市商交易和产品研发销售业务等创新型业务将成为未来券商业务发展的主要方向。

2.经营规范化

(1)随着证券市场的发展,政府将进一步简化行政审批,培育市场化发行和创新机制,例如实现由目前股票发行核准制向注册制的转变。同时,政府相关部门还将继续推进资本市场法律体系建设,加大执法力度。而监管机构本身也将提高自身的独立性,加强与其他监管机构的协调,并完善由监管机构、自律组织和交易所共同组成的多层次监管体系,提高监管效率。

(2)通过证券公司综合治理,证券行业在规范业务发展、基础性制度建设和优化行业竞争格局等方面都取得了有效成果,国债回购、自营和委托理财等高风险业务得到了有效规范,以净资本为核心的风险监控机制已经建立,证券公司的风险已得到有效释放,证券行业经营步入合规经营的阶段。同时随着证券行业监管体系的不断完善、公司治理机制日益成熟以及证券公司合规建设的纵深推进,为行业的规范健康发展奠定了坚实基础。

3.竞争国际化

竞争国际化表现在国际投资银行进入中国市场参与竞争，与我国证券公司进入国际市场参与国际竞争两方面。

根据 2007 年中美第三次战略经济对话的承诺，我国已取消外资证券公司进入国内市场的禁令，并将逐步扩大符合条件的外资证券公司的业务范围，允许其从事证券经纪、自营和资产管理等业务。前述举措将进一步推动国内证券市场的对外开放，国内证券行业的竞争将会加剧。

随着我国经济与世界经济一体化日趋紧密，以及我国证券公司发展壮大，进入国际市场、拓展国际业务成为我国证券公司进一步发展壮大的必由之路。目前，我国已有多家证券公司 在香港设立了子公司，作为进入国际市场并参与国际竞争的平台。

第四章 企业业务分析

一、申银万国基本情况

(一)基本概况

- 1.中文名称：申银万国证券股份有限公司
- 2.住 所：上海市徐汇区长乐路 989 号世纪商贸广场 45 层
- 3.法定代表人：储晓明
- 4.注册资本：人民币陆拾柒亿壹仟伍佰柒拾陆万元
- 5.实收资本：人民币陆拾柒亿壹仟伍佰柒拾陆万元
- 6.公司类型：股份有限公司（非上市）
- 7.经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券承销与保荐；证券资产管理；融资融券业务；代销金融产品业务；国家有关管理机关批准的其他业务（企业经营涉及行政许可的，凭许可证经营）

(二)历史沿革

申银万国证券股份有限公司系原上海申银证券有限公司与原上海万国证券公司于 1996 年合并而组建成立的股份制证券公司，总部设在上海。原上海申银证券有限公司于 1988 年在上海注册成立，1992 年改制为股份有限公司，注册资本为 60,000 万元。原上海万国证券公司于 1988 年在上海注册成立，注册资本为 3,500 万元，后增资为 65,208 万元。经中国人民银行银复[1996]200 号文批准，由申银证券有限公司原股东及万国证券公司原股东共同作为发起人，通过新设合并的方式设立申银万国证券股份有限公司，注册资本为 132,000 万元，大华会计师事务所于 1996 年 6 月 7 日出具了华业字(96)第 815 号验资报告。

2002 年 3 月 4 日，经中国证券监督管理委员会证监机构字[2002]61 号《关于核准申银万国证券股份有限公司增资扩股的批复》核准，申银万国注册资本增加为 421,576 万元，上海上会会计师事务所

所于 2002 年 1 月 15 日出具了上会师报字(2002)第 015 号验资报告。

2005 年 9 月 28 日,经证监会证监机构字[2005]100 号《关于同意申银万国证券股份有限公司增资扩股及修改公司章程的批复》核准,中央汇金以现金 25 亿元认购申银万国新增 25 亿股股份,上海上会会计师事务所于 2005 年 9 月 29 日出具了上会师报字(2005)第 1285 号验资报告,增资后,申银万国注册资本增加为 671,576 万元,并取得上海市工商行政管理局颁发的 310000000046991 号企业法人营业执照。

2012 年 2 月 24 日,经证监会上海证监局沪证监机构字[2012]42 号《关于核准申银万国证券股份有限公司变更持有 5% 以上股权的股东的批复》核准,中央汇金受让上海国际集团有限公司、上海国有资产经营有限公司、上海国际信托有限公司、上海国际集团资产管理有限公司四家公司所持申银万国合计 1,218,967,798 股股份。股权变更完成后,中央汇金所持申银万国股份数增加至 3,718,967,798 股。2012 年 3 月 14 日,上海市工商行政管理局对申银万国申请的股权变更备案事项予以核准。

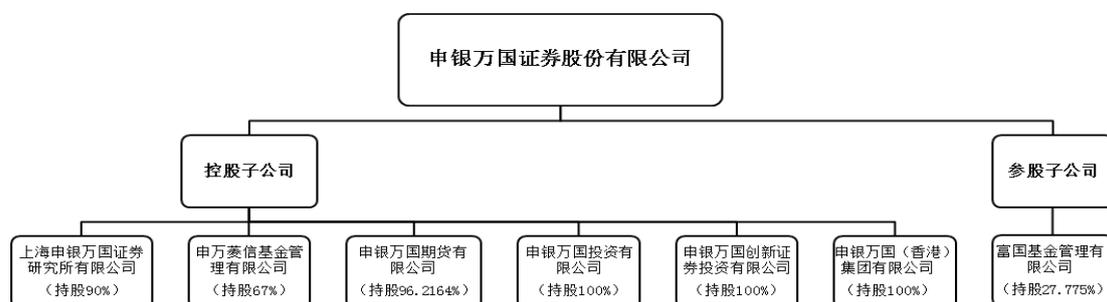
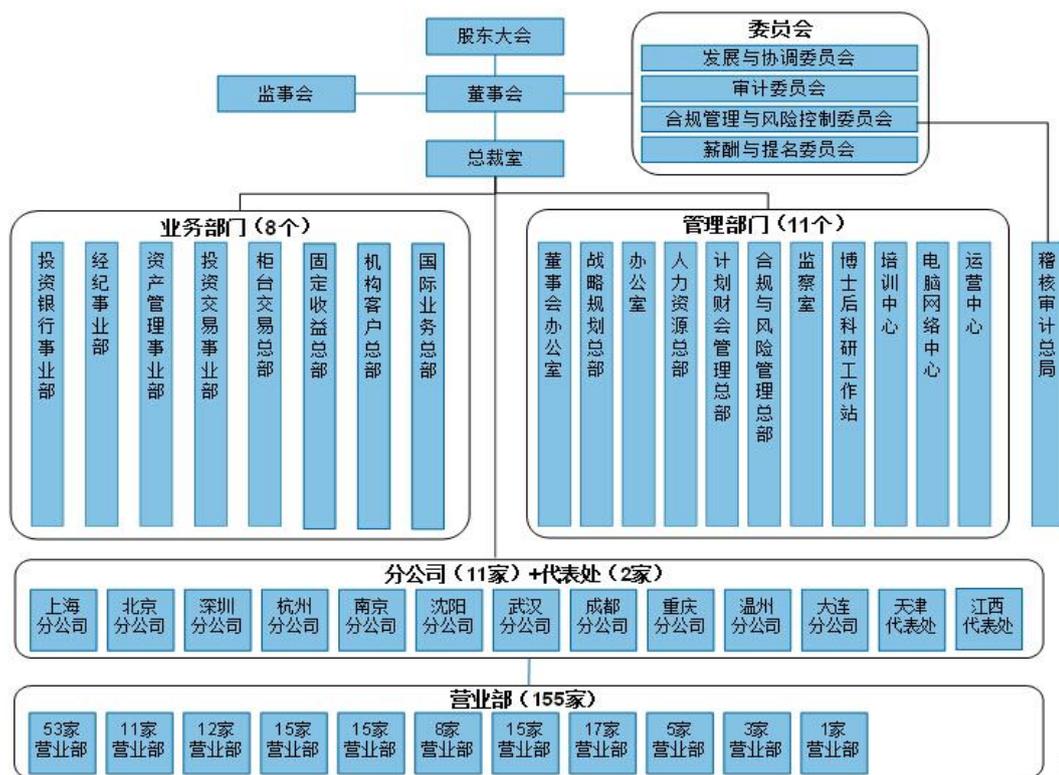
截至 2013 年 12 月 31 日,申银万国在上海、深圳、北京等地设立了十一家分公司和两家代表处,并在全国设立了 155 家证券营业部。

申银万国及其合并子公司实际主要从事证券经纪业务、融资融券业务、证券自营业务、证券承销与保荐业务、受托投资管理业务、基金管理业务、期货经纪业务及直接投资业务等。

截至 2013 年 12 月 31 日,申银万国共有员工 5,330 人(申银万国母公司 4172 人),其中,董事、监事及高级管理人员 25 人。保荐人 56 人,准保荐人 27 人。

(三)组织机构

申银万国经营管理层设股东大会,股东大会下设董事会、监事会,董事会下设专业委员会 4 个,业务部门 8 个,管理部门 11 个,分公司 11 家,代表处 2 个,营业部 155 家,控股公司 6 家。详见以下组织架构图:



注：申银万国(香港)集团有限公司下属子公司包括 Venture-Some Investments Limited、上海申银控股(香港)有限公司、申银万国控股(英属处女岛)有限公司、申银万国(香港)有限公司(在香港联交所上市，代码218)等。

(四)股权结构

截止评估基准日2013年12月31日，申银万国证券股份有限公司的股东193家，股东持股情况见下表：

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	中央汇金投资有限责任公司	3,718,967,798	55.3767%
2	上海久事公司	898,378,066	13.3772%
3	中国光大(集团)总公司	840,000,000	12.5079%
4	浙江中国小商品城集团股份有限公司	92,909,139	1.3834%
5	上海东方明珠(集团)股份有限公司	62,600,000	0.9321%

序号	股东名称	持股数量	持股比例
6	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	60,764,523	0.9048%
7	上海石化城市建设综合开发公司	58,794,269	0.8755%
8	上海汽车资产经营有限公司	55,711,626	0.8296%
9	上海大江食品集团股份有限公司	51,760,000	0.7707%
10	其他	875,874,579	13.0421%
	合计	6,715,760,000	100.00%

(五)业务情况

申银万国的业务范围主要涉及经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、投资交易业务、固定收益业务和机构业务六大板块等。

各业务板块的情况如下：

1. 经纪业务

经纪业务是证券行业传统的重要收入和利润来源，也是证券公司客户和资产积累的重要渠道。同时，经纪业务不但是拓展融资融券等新型资本中介业务的重要依托，也是传统经纪业务向财富管理业务转型的坚实基础。

申银万国的经纪业务多年来一致保持行业前列，长期以来凭借在营业网点、客户数量、资产规模、专业咨询服务等方面的突出优势，公司取得了较高的营业收入和市场份额。2013 年公司代理买卖业务净收入行业排名第 8，市场份额稳定在 4.02% 左右。

依托于经纪业务的传统优势，在应对佣金价格战和互联网证券的挑战时，公司通过大力发展融资融券、约定购回和股票质押等创新业务来实现业务收入多元化，抵消传统佣金收入下跌的冲击。公司在 2010 年 7 月取得融资融券业务资格，2013 年融资融券业务净收入比 2010 年增加 66 倍，高于行业 33 倍的增幅。另外，公司还分别在 2012 年和 2013 年取得约定购回式证券交易业务和股票质押回购业务资格，并争取逐步扩大资本中介型业务来培养新的利润增长点。

申银万国期货有限公司为申银万国的控股子公司，已连续三年在中国证监会公布的期货公司分类评级中获评 A 类 A 级。2013 年度，申万期货子公司实现利润 9300 万元，较 2012 年同比增长 31%。目前，申万期货在中金所排名第 8 位，上期所排名第 7 位，郑商所排名第 8 位，大商所排名第 12 位。申万期货借助传统经纪业务的渠道和客户优势，大力拓展期货 IB 业务并逐步成为公司佣金收入新的增长

点和服务高端客户的重要创新手段。同时，申万期货子公司在 2013 年成为首批入驻上海自贸区的金融类企业，今后将在期现货、境内外、场内外结合的风险管理业务方面进行探索和突破。

2.投资银行业务

申银万国的投资银行业务曾创造过中国证券史上的多项第一。公司曾代理发行了新中国第一只首次公开发行的 A 种股票—上海飞乐音响股份有限公司 A 股；担任了第一只人民币特种股票的主承销商—上海真空电子器件股份有限公司 B 股；承销了中国企业首次在境外发行的 B 股可转换债券—中国纺织机械股份有限公司等。

自 2012 年证监会逐步放缓和暂停新股 IPO 业务的政策背景下，申银万国开始着力培育发展基础性功能，以应对未来新股发行注册制的变化以及投行业务去通道化带来的挑战。一方面，公司抓住国家大力发展多层次资本市场体系的良好契机，在具有传统优势的新三板业务上加大投入、保持领先地位。另一方面，公司积极向现代新型投资银行战略转型，通过推行企业综合金融服务和高端客户经理制等一系列的制度性变革，着力提升对企业集团实现包括融资、并购和市值管理等在内的综合金融服务能力，以此来实现差异化竞争、提升市场形象和地位。

2013 年，公司股票主承销业务市场排名第 26 位，财务顾问业务净收入排名第 21 位，转型战略使得业务扭转下滑趋势并出现恢复性地增长。同时，新三板业务继续保持行业竞争中的绝对领先地位，全年完成 25 家一级市场推荐挂牌项目和 8 家定向增资项目，一级市场业务量（挂牌家数+定向增资家数）市场占有率为 16.02%；二级市场业务量（股票交易量）市场占有率为 15.67%。

3.资产管理业务

申银万国的资产管理业务在前两年跨越式发展的基础上，为有效应对经济下行、影子银行风险暴露等挑战，主动调整发展节奏、严控经营风险。公司的资产管理业务努力向通道业务和自主管理业务并重的模式转型，并充分利用资管业务平台，为零售业务、机构业务、投行业务和自营业务转型服务。目前，公司的资产管理业务

收入和规模水平继续保持在行业第一梯队。2013 年资产管理业务实现收入 3.55 亿，同比增长 181%，市场排名第 4；业务净收入 2013 年比 2010 年增加 8.3 倍，高于行业的 2.1 倍的增幅；年末受托管理客户资产规模达 2422.26 亿元，市场排名第 4。

申银万国的资产管理业务主要包括两种类型，即集合资产管理和定向资产管理。集合资产管理计划形成了权益类、固定收益类、现金管理类、货币类、基金宝类、期限套利类、Alpha 套利类、混合类等多种产品类型并存的产品线。定向资产管理计划的投资囊括了股票、债券、基金、银行间市场、信托计划、信托收益权、应收账款收益权、票据收益权、特定资产收益权、基金专户、委托贷款等多种投资标的。

申万菱信基金管理有限公司是申银万国的控股子公司，是目前申银万国开展公募类资产管理业务的主要平台和载体。申万菱信基金的主要业务经营范围为：基金管理和销售，以及专户业务。自 2004 年成立以来，申万菱信基金业务增长迅速，并在北京、广州先后建立了分公司。截至 2013 年 12 月 31 日，申万菱信基金旗下管理 15 只开放式基金，资产管理规模约 160 亿元，客户数超过 48 万户。

4.投资交易业务

申银万国的投资交易业务分为自营投资业务、股权投资业务和另类投资业务。

传统的自营投资业务是指运用自有资金，依法买卖股票、基金份额、认股权证、可转债、国债、金融债、公司或企业债等上市证券和证监会认定的其他证券及其衍生品的行为。申银万国通过大力推进向买方业务转型，成立了资产配置委员会，加强对自有资金的集中管理、统一配置，积极运用股指期货等金融衍生工具，降低自营投资风险，提高业务回报；优化投资决策和管理的机制，积极转变投资理念，由追求中短期相对收益转变为追求中长期绝对收益。

2013 年，申银万国探索投资交易业务和资本中介业务并重的业务模式，自营业务开始向追求资产配置和绝对收益转型，并取得了成果。从 2013 年下半年以来，公司大量减少二级市场自营，严格控

制二级市场权益类自营投资规模，重点投资定向增发、可转债、类固定收益产品及固定收益产品，取得了良好的效果。

申银万国创新证券投资有限公司是申银万国从事另类投资业务的全资子公司，成立于 2013 年 6 月，当年实现利润总额 4038 万元

申银万国投资有限公司是由申银万国从事直接股权投资的全资子公司，首支直投基金方案于 2012 年获得中国证监会批准，直投基金方案也已报公司董事会审议，计划募集总规模 10 亿元，首期募集 5 亿元，目前正在积极的筹备当中。直投子公司将充分发挥业务平台功能，大力探索新三板股权基金、并购基金等，发展夹层业务类项目的直投中介业务，重构业务领域与盈利模式。

5、固定收益业务

申银万国是国内最早从事债券承销业务的证券公司之一，公司在债券承销业务领域拥有较为全面的业务资格和丰富的业务经验。目前，公司所拥有的业务资格包括企业（公司）债券主承销资格、中小企业私募债主承销资格、记账式国债和政策性银行金融债承销团成员资格、上海证券交易所固定收益证券综合电子平台首批一级交易商、全国银行间同业拆借市场成员、中央国债登记结算有限公司中债收益率曲线估值特邀成员、中国国债协会常任理事会员以及中国银行间市场交易商协会理事单位等。2013 年，公司完成包括铁道债等在内的各类债券承销项目 117 家，实现承销金额 485 亿元。

公司将抓住国家大力发展债券市场、推动利率市场化以及发展新型城镇化建设的机遇，在巩固传统债券承销业务的基础上，重点在资产证券化业务上取得突破，积极开发市政债业务，拓展私募债业务，探索开发企业债务重组业务。

6、机构业务

申银万国的机构业务是依托于公司传统经纪、投行、资管、国际以及研究等业务条线的高端客户，通过统一制订业务规划、服务标准，统一运作、统一管理、统一考核，统一建设交易、清算和资金划付体系，逐步建立起来的实现企业集团多元化服务和同业综合金融服务的新型机构客户销售体系。

公司抓住金融混业化经营趋势加速和多层次资本市场建设等机遇，通过机构业务范围从资本市场向金融市场转型，来带动盈利模式从佣金收入向中间业务收入转型。同时，公司的机构业务还将以丰富固定收益投融资产品系列为手段，实现从产品销售业务向销售交易转型。公司的机构业务还将整合资产管理、投资交易等业务部门以及期货、基金、创新投资等子公司协同打造 FICC 产业链，构建新的经营盈利模式。

申银万国的国际业务起步于 1992 年，并于 1993 年作为境内第一家券商成功收购香港上市公司建立起了自己的海外证券服务平台。申银万国依托国际业务总部、香港公司及研究所，成功构建境外机构客户网络，以新增境外机构客户为龙头，以境外机构一体化营销服务平台和国际金融数据交易平台为两翼，积极拓展海外机构业务，海外机构客户网络遍及欧美、亚洲、欧洲、非洲等国家和地区。截至 2013 年末，申银万国共代理 44 家 QFII 交易客户，较年初增加 14 家，继续保持市场领先地位。香港公司还在 201 年成为首批开展人民币合格境外机构投资者（RQFII）境内证券投资试点的证券公司之一，并获得了国家外汇管理局批准的 9 亿人民币投资额度，成为首批首家获得投资额度的证券公司 RQFII。申银万国的国际业务将进一步整合境内外业务资源，以人民币债券等产品为突破口，重点发展跨境资产管理业务、机构业务、投行业务。

申万研究所始创于 1992 年，是申银万国的控股子公司，是中国大陆成立最早、规模最大、具有独立法人资格的综合性证券研究咨询机构，致力于为投资中国的全球机构提供投资研究服务，并承担了申银万国的研发咨询职能。申万研究所对涉及中国经济、制度、金融市场、各类行业、上市公司和股票、债券、基金、衍生品、金融产品、理财产品设计和投资策略等领域实行全覆盖、成体系的证券研究和咨询服务。客户包括了中国大陆几乎所有的基金管理公司、主要的保险公司与保险资产管理公司、商业银行、信托及以信托为平台的各类资产管理机构、财务公司、私募资产管理机构，以及其他包括 QFII、北美、欧洲和亚太区域机构在内的海外投资机

构。申万研究所连续多年获得《新财富》杂志“最具影响力第一名”的证券研究咨询机构以及全国社保基金理事会“证券综合服务评价第一名”等多项荣誉。

二、申银万国持有的业务许可文件情况

申银万国所处的证券行业实行严格的市场准入制度，公司所从事的业务已获得相关主管部门颁发的许可证书或资格证书。

具体详见下表：

	业务资格	批准机构	取得时间
1	经营证券业务许可证	中国证监会	1996年16日
2	经纪业务资格(经营执照)	中国证监会	1996年16日
3	证券投资咨询(经营执照)	中国证监会	1996年16日
4	与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问(经营执照)	中国证监会	1996年16日
5	证券自营业务资格(经营执照)	中国证监会	1996年16日
6	证券承销与保荐业务资格(经营执照)	中国证监会	1996年16日
7	证券资产管理业务资格(经营执照)	中国证监会	1996年16日
8	全国银行间同业拆借市场成员资格	中国人民银行，银复【2003】68号	2003年4月1日
9	网上证券委托业务资格	中国证监会，证监信息字【2001】3号	2001年2月7日
10	代办股份转让业务资格	中国证券业协会，中证协字【2001】49号	2001年6月15日
11	核准公司为综合类证券公司	中国证监会证件机构字【2002】71号文	2002年3月19日
12	开放式证券投资基金代销业务资格	中国证监会，证件基金字【2002】77号	2002年11月1日
13	受托投资管理业务的资格	中国证监会，证件机构字【2002】124号	2002年5月13日
14	企业年金基金投资管理资格	中国证监会，机构部部函【2005】206号	2005年5月26日
15	报价转让业务资格	中国证券业协会，中证协函【2006】3号	2006年1月9日
16	创新试点类证券公司	中国证券业协会中证协函【2006】245号文	2006年8月21日
17	公司成为中国证券登记有限责任公司甲类结算参与者	中国结算函字【2008】26号文	2008年2月1日
18	证券综合电子平台交易商资格	上海证券交易所上证会函【2007】36号	2007年7月10日
19	为期货公司提供中间介绍业务资格	中国证监会证监许可【2008】484号	2010年4月1日
20	融资融券业务资格	中国证监会证监许可【2010】763号	2010年6月4日
21	自营业务参与股指期货交易	中国证监会上海监管局沪证监机构字【2010】361号	2010年6月29日
22	核准申银万国(香港)集团有限公司人民币合格境外机构投资者资格	中国证监会证监许可【2011】2072号	2011年12月22日
23	作为合格境内机构投资者从事境外证券投资业务资格	中国证监会上海监管局沪证监机构字【2012】5号	2012年1月12日
24	约定购回式证券交易试点资格	上海证券交易所上证会字【2011】55号	2011年12月29日
25	债券质押式报价回购业务试点资格	中国证监会机构部部函【2012】83号	2012年2月23日
26	转融通业务试点资格	中国证券金融公司中证金函【2012】120号	2012年8月29日
27	开展中小企业私募债券承销业务资格	中国证券业协会中证协函【2012】384号文	2012年6月11日
28	约定购回式证券交易资格	上海证券交易所上证会字【2012】194号	2012年27日
29	开屏柜台交易业务试点资格	中国证券业协会中证协函【2012】825号	2012年12月21日
30	代销金融产品业务资格	中国证监会上海监管局沪证监机构字【213】39号	2013年1月22日
31	作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事推荐业务和经纪业务	全国中小企业股份转让系统有限责任公司，沪转系统统函【2013】81号	2013年3月25日
32	私募基金综合托管业务试点资格	中国证监会，机构部部函【2013】242号	2013年5月7日
33	股票质押式回购业务交易权限资格	上海证券交易所，上证会字【2013】81号；深圳证券交易所，深证会【2013】60号	2013年7月1日
34	参与浙江股权交易中心开展公司挂牌、定向融资业务资格	中国证券业协会中证协函【2013】701号	2013年7月10日
35	参与辽宁股权交易中心开展公司挂牌、定向融资业务资格	中国证券业协会中证协函【2013】702号	2013年7月10日
36	参与重庆股权交易中心开展公司挂牌、定向融资业务资格	中国证券业协会中证协函【2013】703号	2013年7月10日
37	从事推荐挂牌、定向增资业务	浙江股权交易中心有限公司浙股交函【2013】13号	2013年8月29日

	业务资格	批准机构	取得时间
38	开展客户证券资金消费支付服务	中国证监会，机构部部函【2013】742号	2013年9月29日
39	开展直接投资业务试点资格	中国证监会机构部部函【2008】603号文	2008年10月21日
40	《中华人民共和国证券业务外汇经营许可证》	国家外汇管理局，汇资字第SC201005	2010年2月9日
41	《代办系统主办券商业务资格证书》	中国证券业协会，Z-003	2011年10月16日

三、企业历史财务数据、经营分析及优劣势

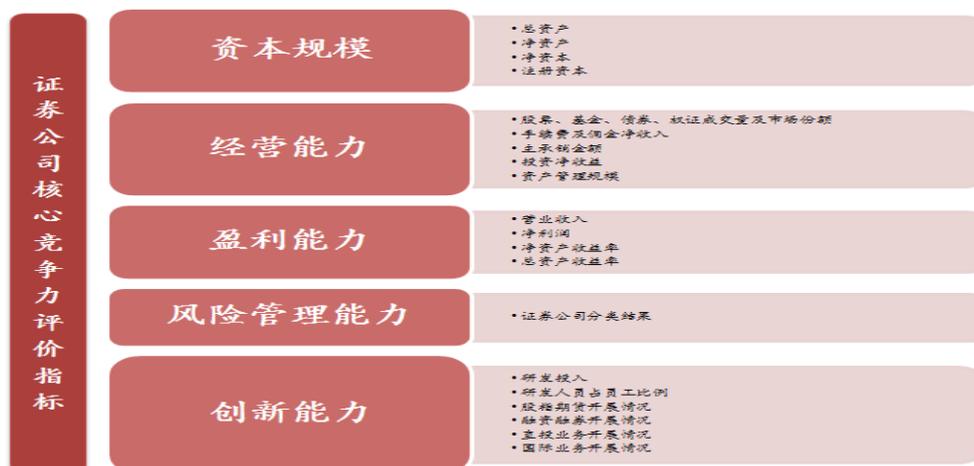
(一) 企业历史年度经营数据

金额单位：亿元

财务状况	2013年		2012年		2011年	
	合并报表数	母公司	合并报表数	母公司	合并报表数	母公司
总资产	708.27	597.89	583.79	491.76	552.05	490.09
总负债	514.49	419.25	402.44	323.96	366.61	335.13
净资产	193.78	178.63	181.35	167.79	185.44	154.96
营业收入	59.47	51.26	47.37	40.11	48.75	42.52
利润总额	25.49	22.95	18.98	17.86	23.00	21.53
净利润	19.22	17.26	14.11	13.26	17.28	16.17
其中：归属于母公司股东的净利润	18.77		13.89		16.72	

(二) 申银万国资产规模、经营能力等方面的分析

根据证券公司经营特点，我们从资本规模、经营能力、盈利能力、风险管理能力及创新能力五个方面来衡量申银万国的竞争力。



1. 资本规模分析

2013年申银万国净资本124.12亿元，营业收入51.26亿元，净利润17.26亿元。申银万国在净利润总量业务结构和盈利能力上都在第一方阵券商中。根据中国证券业协会的统计：

2013年度	申银万国
--------	------

指标	业绩数据	行业排名
总资产	597.90	10
净资产	178.64	10
净资本	124.12	10
营业收入	51.26	10
净利润	17.17	10
代理买卖证券业务净收入	30.33	8
客户交易结算资金余额	245.55	6

申银万国多项财务数据在行业中均居前列，但申银万国的营业收入经纪业务占比较大，而资产管理和投行业务均属于起步阶段。

2. 公司经营能力分析

(1) 历史利润项目分析

申银万国 2011-2013 年利润表如下：

单位：人民币万元

项目	2011 年度	2012 年度	2013 年度
一、营业收入	425,204.84	401,103.47	512,637.95
手续费及佣金净收入	313,370.91	243,651.68	360,695.76
其中：代理买卖证券业务净收入	287,430.90	216,437.02	310,121.39
证券承销业务净收入	20,195.05	14,051.26	13,364.75
投资咨询业务净收入	67.62	530.49	1,726.53
受托客户资产管理净收入	5,677.33	12,632.91	35,483.09
利息净收入（净损失以“-”号填列）	122,080.42	118,917.11	121,910.21
投资净收益（净损失以“-”号填列）	-8,206.49	34,780.95	37,743.75
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	7,653.93	7,491.11	8,049.03
公允价值变动净收益（净损失以“-”号填列）	-1,679.38	2,125.77	-8,866.79
汇兑净收益（净损失以“-”号填列）	-995.33	-38.26	-689.44
其他业务收入	634.70	1,666.22	1,844.46
二、营业支出	215,757.10	226,422.53	285,772.93
营业税金及附加	19,587.02	17,410.95	29,072.08
业务及管理费	195,545.74	201,574.62	251,400.84
资产减值损失（冲回以“-”号填列）	-633.96	5,796.40	4,874.65
其他业务成本	1,258.29	1,640.56	425.36
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	209,447.73	174,680.94	226,865.01
加：营业外收入	6,370.41	5,760.15	3,205.54
减：营业外支出	496.55	1,839.96	588.92
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	215,321.60	178,601.14	229,481.63
减：所得税费用	53,600.10	45,980.28	56,922.12
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	161,721.49	132,620.85	172,559.51

申银万国 2012 年营业收入较 2011 年略有下降，但 2013 年较 2012 年有较大幅度的提升，一方面原因是公司代理买卖证券业务净收入有所回升，而更主要的原因是公司 2013 年受托客户资产管理业务净收入大幅增加。证券市场行情的波动导致证券交易量发生较大变化，从

而对公司经纪业务收入产生较大影响。此外，随着行业竞争的加剧，代理买卖证券业务佣金费率近年来呈现逐步下降趋势，也对公司经纪业务收入带来较大影响。

2011年、2012年和2013年，申银万国（母公司）分别实现净利润16.18亿元、13.27亿元和17.26亿元，最近三年复合增长率为3.29%；归属母公司净利润16.72亿元、13.90亿元和18.78亿元，最近三年复合增长率为5.97%，盈利能力较强。

(2)营业收入构成及变动情况分析

单位：人民币万元

项目	2011年		2012年		2013年	
手续费及佣金净收入	313,370.91	73.70%	243,651.68	60.75%	360,695.76	70.36%
利息净收入	122,080.42	28.71%	118,917.11	29.65%	121,910.21	23.78%
投资净收益	-8,206.49	-1.93%	34,780.95	8.67%	37,743.75	7.36%
公允价值变动净收益	-1,679.38	-0.39%	2,125.77	0.53%	-8,866.79	-1.73%
汇兑净收益	-995.33	-0.23%	-38.26	-0.01%	-689.44	-0.13%
其他业务收入	634.70	0.15%	1,666.22	0.42%	1,844.46	0.36%
合计	425,204.84	100.00%	401,103.47	100.00%	512,637.95	100.00%

申银万国收入的主要来源是手续费及佣金净收入。2011年、2012年和2013年，公司分别实现手续费及佣金净收入31.34亿元、24.36亿元和36.07亿元，占公司营业收入的比例分别为73.70%、60.75%和70.36%，最近三年复合增长率为7.29%。2013年，公司代理买卖证券业务净收入、财务顾问服务净收入、投资咨询服务净收入以及受托客户资产管理业务净收入的增加是导致公司2013年手续费及佣金净收入大幅增加的主要原因。

2011年、2012年和2013年，公司利息净收入分别为12.21亿元、11.89亿元和12.19亿元，分别占营业收入的28.74%、29.59%和23.71%，是公司另一重要收入来源。2013年利息收入比2012年增长的主要原因是融资融券利息收入和买入返售金融资产利息收入的大幅增长。

(3)营业支出构成及变动情况分析

单位：人民币万元

项目	2011年		2012年		2013年	
营业税金及附加	19,587.02	9.08%	17,410.95	7.69%	29,072.08	10.17%
业务及管理费	195,545.74	90.63%	201,574.62	89.03%	251,400.84	87.97%
资产减值损失（冲回以“-”号填列）	-633.96	-0.29%	5,796.40	2.56%	4,874.65	1.71%
其他业务成本	1,258.29	0.58%	1,640.56	0.72%	425.36	0.15%
合计	215,757.10	100.00%	226,422.53	100.00%	285,772.93	100.00%

从营业支出结构来看，业务及管理费占比较大。最近三年复合增长率为 13.39%。公司的业务及管理费主要包括：职工薪酬、办公及后勤事务费用、营销及管理费用、租赁费及物业费用、固定资产折旧、无形资产及长期待摊费用摊销、咨询信息费、投资者保护基金、交易单元费和提取期货风险准备金等。

受营业收入变动的影 响，营业税金及附加的变化幅度较大。

2011 年公司资产减值损失转回的主要原因是公司坏账损失转回，但由于涉及数额较小，总体对损益影响不大；2012 年和 2013 年公司资产减值损失主要是计提的可供出售金融资产减值准备。

(4)各个业务板块具体介绍如下：

①经纪业务：

截止2013年，公司有证券营业部155家，从事证券经纪服务。这些营业部分布于21个省、4个直辖市、4个自治区的78个城市内。其中，上海地区营业部53家，上海以外地区营业部102家。具体分布情况见下表：

营业部分布情况表

省/市/自治区	营业部数量	分布地点（家数）
上海市	53	上海(53)
浙江省	12	宁波(2)、杭州(1)、温州(1)、嘉兴(1)、衢州(1)、常山(1)、桐乡(1)、金华(1)、瑞安(1)、永嘉(1)、嘉善(1)
江苏省	13	南京(3)、无锡(1)、靖江(1)、扬州(1)、南通(2)、苏州(1)、镇江(1)、句容(1)、泰兴(1)、淮安(1)
四川省	12	成都(4)、眉山(1)、彭山(1) 泸州(2)、广汉(1)、双流(1)、温江(1)、崇州(1)
湖北省	11	武汉(4)、襄樊(2)、宜昌(2)、黄石(1)、宣城(1)、浠水(1)
广东省	7	深圳(2)、广州(2)、珠海(1)、佛山(1)、茂名(1)
江西省	6	南昌(2)、九江(1)、上饶(1)、南昌县(1)、万年县(1)
重庆市	4	重庆(4)
辽宁省	5	沈阳(3)、大连(1)、本溪(1)
北京市	2	北京(2)
河南省	1	郑州(1)
河北省	1	石家庄市(1)
内蒙古自治区	1	呼和浩特(1)
贵州省	1	贵阳市(1)
福建省	3	福州(1)、厦门(1)、泉州(1)
黑龙江省	2	哈尔滨(2)
天津市	2	天津(2)
湖南省	4	长沙(2)株洲(1)湘潭(1)
甘肃省	1	兰州(1)

新疆自治区	1	乌鲁木齐(1)
山东省	3	青岛(1)、莱西(1) 济南(1)
海南省	1	海口(1)
陕西省	1	西安(1)
安徽省	2	合肥(1)芜湖(1)
广西壮族自治区	1	南宁(1)
吉林省	2	长春(1) 吉林(1)
山西省	1	太原(1)
宁夏自治区	1	银川(1)
云南省	1	昆明(1)
合计	155	

如上表所示，目前申银万国拥有营业网点 155 家，主要网点分布在经济发达的华东，全国性布局初步形成。

融资融券业务方面，截止 2013 年 12 月 31 日，申银万国实现融资融券日均余额 153.53 亿元，融资融券业务成交金额 5,497.15 亿元。2011 年-2013 年的期末余额、日均规模、市场排名、市场份额详见下表：

金额单位：人民币亿元

项目	2011 年	2012 年	2013 年
期末余额	28.33	53.32	152.71
日均规模	16.96	43.12	153.53
市场排名	3	6	9
市场份额	7.41%	5.96%	4.41%

公司融资融券业务在资金充裕的情况下，预计将继续保持快速发展，预计市场占有率将在 5.45% 左右。

约定购回式证券交易业务方面，截至 2013 年 12 月 31 日，参与约定购回式证券交易签约客户数为 2206 户，其中个人客户 2156 户，机构客户 50 户；待购回交易客户 213 户，其中个人客户 193 户，机构客户 20 户；期末待购回规模为 139,706.7 万元，全年累计日均规模为 114,681.64 万元。

股票质押式回购交易业务方面。截至 2013 年 12 月 31 日，参与股票质押式回购交易签约客户数为 8 户，其中个人客户 3 户，机构客户 5 户；期末待回购规模为 61,570 万元，全年累计日均规模为 20,705.91 万元。

基金代销规模几年来保持大幅增长，2013 年代销金融产品 2,426.31 亿元。

经纪业务正稳步向财富管理转型。

②投资银行业务

申银万国投资银行业务包括股票承销业务、债券承销业务、场外市场业务及收购兼并业务。近年来，申银万国积极推动投资银行业务向综合金融服务转型。为加强公司资源整合，提升协同作战能力，申银万国设立投资银行事业部，形成了“统一开发、专业承做、质量控制、统一销售、重点服务”的大投行运行模式。在行业内首推派驻客户经理制，变项目管理为客户管理，大力发展并购重组、财务顾问等非通道业务，与国家级高新开发区建立战略合作关系，为中小企业提供挂牌、上市、私募债等综合融资服务等，不断提升综合金融服务能力。目前，申银万国投资银行业务深化对企业集团客户的再融资、债券发行、并购重组、创新融资以及理财服务、市值管理等多方位服务。公司已向多家企业集团派驻客户经理，并有并购重组和再融资项目上报和通过审批。

2013年，申银万国在IPO暂停的环境下，大力开发再融资项目；抓住新三板扩容的政策机遇，确保其市场领先地位；债券承销业务在保持铁道债的承销优势的同时，大力开发企业债项目。公司投行业务正努力改善收入结构，加大项目和专业人才的储备力度。

股票主承销方面，共完成“华意压缩”、“帝龙新材”、“华星创业”、“武汉控股”和“金山股份”5个项目，主承销金额28.71亿元。过会待发项目3家，在会待审项目13家，储备项目85家，与12家企业集团签订综合金融服务协议。

债券主承销方面，完成了“桐昆股份”和“重庆水务”公司债、“葫芦岛债”企业债、“中海阳”和“津六政”中小企业私募债、“申银万国”短期融资券第一期至第六期、“申银万国”公司债、2013年铁道债第一期、第二期、第五期至第八期的主承销，主承销金额401.3亿元。过会待发项目3家，在会待审项目1家，储备项目23家。

场外市场业务方面，共完成25家一级市场推荐挂牌项目和8家定向增资项目，一级市场业务量（挂牌家数+定向增资家数）市场占有率为16.02%；二级市场业务量（股票交易量）市场占有率为15.67%，继续保持市场领先地位。

2013年承销情况明细表

单位：人民币万元

类别		2013年主承销			2013年副主承销及分销		
		承销家数	承销金额	承销收入	承销家数	承销金额	承销收入
首次发行	A股	0	0	0	0	0	0
增发	A股	5	287,124.72	5,309.74	0	0	0
配股	A股	0	0	0	0	0	0
债券发行		11	4,013,000	7,054.70	102	2,183,173.71	135.08
合计		16	4,300,124.72	12,364.44	102	2,183,173.71	135.08

③ 资产管理业务

申银万国的资产管理业务呈发展趋势，产品、规模、委托人种类逐年递增。同时为进一步规范与银行合作的定向资产管理业务的发展，制订了《开展银证合作定向资产管理业务合作银行遴选实施细则》，拓展业务的同时，严格控制业务风险。

④ 证券投资业务

申银万国自营业务按照战略发展的要求，加紧实现向追求资产配置和绝对收益转型。申银万国大力推进买方业务转型发展，成立了资产配置委员会，加强对自有资金的集中管理、统一配置，积极运用股指期货等金融衍生工具，降低自营投资风险，提高业务回报；优化投资决策和管理的机制，积极转变投资理念，由追求中短期相对收益转变为追求中长期绝对收益。

3. 公司风险管理能力分析

申银万国比较重视风险管理，根据《证券公司风险控制指标管理办法》及《证券公司压力测试指引（试行）》的相关要求，2013年每个月对风险控制指标进行了轻度、中度、重度三种情景的压力测试。压力测试结果表明，在上述三种压力情景下，公司各项风险控制指标均未触及监管预警标准和监管标准，全面评估了公司可承受风险能力与资产价值，为公司资源配置提供参考。

4. 公司创新能力分析

持续创新，是金融机构，尤其是证券公司持续发展的核心：纵观国际投行的发展史，创新是他们盈利持续快速增长的基础。

总的来看，申银万国经营偏于稳健，加大对新业务开发力度是申

银万国未来发展的关键。

2013年，申银万国以资产管理业务、信用业务作为创新转型的突破口，大力提升创新业务盈利水平。创新业务收入占比从2012年的12.36%提高到2013年的25.66%。

(1)资产管理业务

公司资产管理业务加快转型，从传统的基金式业务转型向通道式和自主管理并重的模式发展。通过丰富主动管理产品线，加强与机构、固定收益、投资交易、柜台交易等业务的协同，积极稳健开展银证合作定向资管类业务。同时，公司借助构建大资管业务平台推出了一系列产品，以满足客户的投融资及理财需求，进一步推进了资管业务的快速发展，业务净收入贡献度已提高到6.93%，成为公司第二大盈利板块。资产管理事业部、引进的市场化团队以及分支机构的收入贡献分别约占三分之一，初步形成多渠道业务开发的局面。

(2)信用业务

公司作为第二批融资融券业务试点券商和首批转融券业务试点券商，通过丰富委托方式、增加融券券源、优化业务流程等有力手段，使融资融券业务规模快速提升。截至2013年12月，公司融资融券业务余额为152.71亿元，较上年末增长185.86%；融资融券利息净收入8.64亿元，同比增长133.74%，业务净收入占公司收入比重达16.86%，成为公司利润增长的主要来源。

(3)另类投资业务

2013年，申银万国设立申银万国创新证券投资有限公司，开展另类投资业务。申银万国创新证券投资有限公司注册资本人民币10亿元，已正式运营并在当年实现盈利。

此外，公司申银万国注重创新业务与产品的布局。一是通过创新业务资格的获得以及创新产品的推出抢占市场先机。首批获得转融券业务试点、约定购回式证券交易业务的资格，获得了股票质押回购资格、保险资金资产管理业务资格。借助资产管理平台、直投业务平台等推出了一系列产品，以满足客户的投融资及理财需求。贵金属业务资格、首只资产证券化产品已向监管部门申报。二是着力健全证券公

司的基础功能。获得了私募基金综合托管业务资格，第三方支付合作开发客户账户支付功能已获得批准。三是布局金融衍生品等未来重要创新业务。个股期权业务正在加紧探索推进，场外期权、互换类金融衍生品业务已通过协会专业评价。申银万国期货子公司首批入驻上海自贸区。

申银万国高度关注创新业务风险，在开展创新业务以及设计创新产品时，制定了风险管理相应配套制度。公司将加强对创新业务的风险防范与监控，增强创新业务风险防范措施，降低创新业务风险。

申银万国所开展的有特点的主要创新业务及截止评估基准日的规模列示如下：

业务类型	业务内容	会计核算	科目类别	基准日余额(万元)
融资融券-融资	融资融券业务是指证券公司向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出，并由客户交存相应担保物的经营活动。融资融券业务分为融资业务和融券业务两类。	确认应收债权，在财务报表中列示为融出资金	资产科目	1,518,743.31
融资融券-融券		确认该融出证券，在财务报表中列示为可供出售金融资产	资产科目	8,334.03
约定购回式证券交易、股票质押式报价回购	是指符合条件的投资者以约定价格向指定交易的证券公司卖出特定证券，并约定在未来某一日期，按照另一约定价格购回的交易行为	在买入返售金融资产科目中核算	资产科目	202,313.75
债券质押式报价回购	是指证券公司提供债券作为质物，并以根据标准券折算率计算出的标准券总额为融资额度，向在该证券公司指定交易的客户以证券公司报价客户接受报价的方式融入资金，客户于回购到期时收回融出资金并获得相应收益	融入资金在卖出回购金融资产款科目中核算；以融入资金购入的债券在金融资产中核算	负债科目，重复融入资金加杠杆	481,357.40

（三）申银万国 SWOT 分析

1.优势

(1)较强的盈利能力

申银万国近年来持续保持较好的盈利能力，2011年、2012年和2013年分别实现净利润（归属母公司口径）16.72亿元、13.89亿元和18.77亿元，在证券行业内持续排名靠前。公司的净资产收益率持续高于行业平均水平，反映了公司较强的盈利能力。公司近三年的加权

净资产收益率及行业平均情况如下：

申银万国最近三年主要经营数据如下：

指标（亿元）	2011 年度	2012 年度	2013 年度
营业收入（亿元）	49.02	47.37	59.47
利润总额（亿元）	23.00	18.98	25.49
净利润（亿元）	17.28	14.11	19.22
归属母公司净利润（亿元）	16.72	13.89	18.77
ROE（%）	10.3	7.89	9.88
行业平均 ROE（%）	5.76	4.8	6.14

注：ROE 为加权平均净资产收益率，行业平均为 19 家上市证券公司的平均数，数据来自 WIND 资讯。

(2)卓越的成本控制能力

申银万国具有很好的成本控制和管理能力，根据中国证券业协会公布的证券公司业绩排名情况，公司 2011-2013 年的成本管理能力排名第一，反映了申银万国非常强的成本控制能力。

(3)较好的风险管理能力

申银万国在中国证券市场经历多轮周期后，逐渐形成了强调风险控制的经营风格。近年来申银万国无任何因风险控制受到证券监管部门处罚情形，在充满挑战的市场上，公司相对保守的自营、投资等业务，降低了公司经营风险。

(4)走在前沿的创新能力

作为中国证券市场的老牌证券公司，申银万国持续关注业务创新，保持了良好的业务创新能力，在融资融券、新三板、股权质押融资和约定购回、直投基金、股指期货等创新业务的收入占比高于同行业平均水平。

(5)历史积淀的品牌优势

申银、万国二公司曾是中国证券市场的拓荒者，并以先驱者、建设者的形象为中国证券市场的发展做出了贡献。两公司“开拓进取、竭诚奉献”和“追求卓越”的企业精神，吸引了全国众多的人才，创造了一个又一个中国证券市场之“最”。1996 年，两公司合并为“申银万国证券公司”。作为证券市场的老牌证券公司，“申银万国”品牌得到了海内外市场的认可，积淀巨大的品牌无形资产。2011、2012、2013 年，中国证监会组织的证券公司分类评价工作中，公司连续三年

被评为 A 类 AA 级证券公司，是中国目前证券公司所获分类评级的最高等级。

(6) 实力雄厚的控股股东背景

申银万国的控股股东为中央汇金投资有限责任公司。中央汇金公司是接受国家授权，对国有重点金融企业进行股权投资的国有独资公司，对国有重点金融企业进行股权投资，以出资额为限代表国家依法对国有重点金融企业行使出资人权利和履行出资人义务，实现国有金融资产保值增值。目前中央汇金控股参股金融机构包括工商银行等四大国有银行、国家开发银行、光大银行、银行金控、新华保险、中国建银投资等。申银万国的控股股东具有强大的资本实力和金融资源。

(7) 优越的地域区位优势

申银万国的注册地和经营管理总部位于上海。上海是中国经济总量最大的城市，是我国倾力打造的国际金融中心，市场环境和发达程度都非常优越。从 2013 年我国正式批准上海自贸区，金融市场和业务机会更具有不可替代的区位优势。

(8) 领先的机构业务

申银万国在机构业务方面具有较强的优势，特别是研究业务和国际业务。申银万国在证券研究领域一直处于市场领先地位。公司具有深厚的国际业务传统，是国内最早成立国际业务部、最早在香港收购上市公司和获得国内 QFII 业务第一单的券商，公司积累了丰富的国际机构客户资源，并在 QFII 业务上一直保持领先。

2. 劣势

(1) 盈利结构尚需优化

申银万国业务发展不均衡，经纪业务仍是公司利润的主要来源；投行、资产管理业务尽管实现恢复性增长，但对利润贡献较小；证券自营、创新业务具有很好的增长潜力，但业务规模还有待扩大；控股、参股公司经营能力还有待提高。整体而言，公司的盈利结构尚需优化。

(2) 缺乏资本补充机制

申银万国与中信、海通等上市券商相比，净资产规模明显较小。多年来，公司主要靠内生性增长，凭借历年滚存利润支持业务发展，

缺乏资本持续补充机制。申银万国净资本规模与资本配置相适应的业务许可制度相冲突，限制了业务全面、大规模拓展，也削弱了公司的抗风险能力。

3.机遇

(1)从证券行业来看，转型变革中蕴含巨大发展机遇

首先，实体经济稳定增长，是证券业未来高速发展的坚实基础；其次，经济结构调整和产业升级，为证券公司的投融资及并购重组等专业化的金融服务提供业务机会；再次，多层次资本市场体系建设会改善证券公司业务模式和盈利模式；第四，经济的增长带来居民财富的增长，必然催生财富管理巨大需求，带来资产管理业务机会。

(2)对申银万国而言，具备形成相对领先优势的条件

申银万国属于上海本地老牌券商，其上海地区有不可比拟的地域优势与品牌优势，同时上海自贸区的建立，为上海属地金融机构带来了更多的业务机遇。作为以经纪业务和机构服务擅长的综合类证券公司，在未来以市场化服务为核心的证券行业将面临较好的发展机遇。

4.风险

(1)市场风险

市场风险是指因证券价格、利率、汇率等的不利波动而导致公司某一头寸或组合遭受损失的可能。公司涉及市场风险的主要有自营业务、自有资金参与的集合资产管理计划，以及经纪业务手续费收入中的外币资金等。

(2)信用风险

信用风险是指因债务人或市场交易对手不履行合同义务而导致公司遭受损失的可能。公司涉及信用风险的主要有固定收益类证券自营投资债券品种到期不能按时还本付息，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的客户在担保物低于负债时不能及时归还负债等。

(3)操作风险

操作风险是指因内部程序不完善、人为失误、系统故障及外部事

件等而导致公司遭受财产损失或声誉损失的可能。公司涉及操作风险的主要有经纪、投行、自营、客户资产管理等业务以及信息系统。

(4)流动性风险

流动性风险是指因现金储备不足或融资能力较低等导致公司现金流不能满足债务支出而遭受损失的可能。流动性风险可分为资金流动性风险和市场流动性风险，公司主要涉及资金筹集、运用及自营业务、客户资产管理业务、报价回购业务等经营管理活动。

(5)合规风险

合规风险是指因经营管理或员工的执业行为违反法律法规或准则而导致公司受到法律制裁、被采取监管措施，遭受财产损失或声誉损失的可能。

第五章 评估假设

一、一般假设

1. 假设评估基准日后被评估单位持续经营；
2. 假设评估基准日后被评估单位所处国家和地区的政治、经济和社会环境无重大变化；
3. 假设评估基准日后国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；
4. 假设和被评估单位相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等评估基准日后不发生重大变化；
5. 假设评估基准日后被评估单位的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务；
6. 假设被评估单位完全遵守所有相关的法律法规；
7. 假设评估基准日后无不可抗力对被评估单位造成重大不利影响。

二、特别假设

1. 假设评估基准日后被评估单位采用的会计政策和编写本评估报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；
2. 假设评估基准日后被评估单位在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前保持一致；
3. 假设评估基准日后被评估单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出；
4. 申银万国及其子公司合规及风险控制模式在未来年度无重大改变。

第六章 市场法评估技术说明

一、市场法的应用前提及选择理由和依据

(一)市场法的定义和原理

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

市场法是以现实市场上的参照物来评价评估对象的现行公平市场价值，它具有评估角度和评估途径直接、评估过程直观、评估数据直接取材于市场、评估结果说服力强的特点。

(二)上市公司比较法

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

对于上市公司比较法，由于所选交易案例的指标数据的公开性，使得该方法具有较好的操作性。使用市场法估值的基本条件是：需要有一个较为活跃的资本、证券市场；可比公司及其与估值目标可比较的指标、参数等资料是可以充分获取。证券公司监管严格，信息披露充分，目前 A 股有 19 家证券类上市公司，存在较多的可比上市公司，可以充分可靠的获取可比公司的经营和财务数据，故本次选择采用上市公司比较法。

采用上市公司比较法，一般是根据估值对象所处市场的情况，选取某些指标如市净率 (P/B)、市盈率 (P/E) 等与可比上市公司进行比较，通过对估值对象与可比上市公司各指标相关因素的比较，调整影响指标因素的差异，来得到估值对象的市净率 (P/B)、市盈率 (P/E)，据此计算目标公司股权价值。

(三)交易案例比较法

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，

确定评估对象价值的具体方法。

采用交易案例比较法和上市公司比较法类似，一般是根据估值对象所处市场的情况，选取某些公共指标如市净率(P/B)、市盈率(P/E)等与可比公司进行比较，通过对估值对象与可比公司各指标相关因素的比较，调整影响指标因素的差异，来得到估值对象的市净率(P/B)、市盈率(P/E)，据此计算目标公司股权价值。

国内证券行业交易案例有限，与交易案例相关联的、影响交易价格的某些特定的条件无法通过公开渠道获知，无法对相关的折价或溢价做出分析，因此交易案例比较法实际运用操作较难。因此本次评估采用市场法中的上市公司比较法进行评估。

二、市场法评估思路

此次评估采用的上市公司比较法，基本评估思路如下：

(1)分析被评估企业的基本状况。主要包括企业类型、成立时间、注册地、业务结构及市场分布、经营模式、规模、所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等。

(2)确定可比上市公司。主要结合业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等进行比较筛选。

(3)分析、比较被评估企业和可比企业的主要财务指标。主要包括盈利能力、资产规模、经营能力、风险管理能力、创新能力等。

(4)对可比企业选择适当的价值乘数，并采用适当的方法对其进行修正、调整，进而估算出被评估企业的价值乘数。

(5)根据被评估企业的价值乘数，在考虑缺乏市场流通性折扣和控股权溢价的基础上，最终确定被评估企业的股权价值。

市场法常用的价值比率有市盈率(P/E)、市净率(P/B)、市销率(P/S)和企业倍数(EV/EBITDA)，由于本次评估的是证券公司，其收入和盈利与资本市场的关联度较强，由于国内资本市场的波动性较大，导致证券公司的收入和盈利也波动较大，而市盈率(P/E)和市销率(P/S)通常适用于盈利或营收相对稳定，波动性较小的行业，因此本次不适宜采用市盈率(P/E)和市销率(P/S)；同时证券公司

也属于轻资产类公司，折旧摊销等非付现成本比例较小，也不适宜采用企业倍数（EV/EBITDA），采用市净率（P/B），是证券公司的主流估值方法，因此本次价值比率选用市净率（P/B）。

评估公式为：

目标公司股权价值=目标公司总股本×目标公司 P/B×目标公司每股账面净资产

其中：目标公司 P/B=修正后可比公司 P/B 的加权平均值=可比公司 P/B×可比公司 P/B 修正系数×权重

可比公司 P/B 修正系数=∏ 影响因素 Ai 的调整系数

影响因素 Ai 的调整系数=目标公司系数/可比公司系数

三、市场法评估过程

1、选择准可比企业

评估基准日，深沪两市券商类上市公司共 19 家，资产规模和营业规模等情况列表如下：

证券类上市公司资产规模和营业规模等情况对比表

金额单位：亿元

序号	证券代码	证券简称	总资产	净资产	营业收入	净利润
1	600030.SH	中信证券	2,713.54	894.02	161.15	53.08
2	600837.SH	海通证券	1,691.24	641.05	104.55	42.81
3	000776.SZ	广发证券	1,173.49	347.88	82.08	28.13
4	601688.SH	华泰证券	982.48	363.25	71.67	22.69
5	600999.SH	招商证券	831.57	271.84	60.87	22.35
		申银万国	708.27	193.78	59.47	19.22
6	601788.SH	光大证券	538.46	236.06	40.20	2.84
7	601901.SH	方正证券	365.98	159.23	34.42	10.99
8	601377.SH	兴业证券	355.86	134.33	31.04	7.84
9	000562.SZ	宏源证券	345.90	148.03	41.19	12.28
10	000783.SZ	长江证券	315.76	126.92	30.48	10.06
11	000728.SZ	国元证券	303.30	155.16	19.85	6.64
12	600369.SH	西南证券	299.98	109.24	19.64	6.36
13	000686.SZ	东北证券	199.33	75.42	17.67	4.83
14	601555.SH	东吴证券	188.44	78.97	15.99	3.86
15	002500.SZ	山西证券	165.00	73.26	13.16	2.46
16	000750.SZ	国海证券	145.86	64.76	18.19	3.43
17	600109.SH	国金证券	136.74	67.65	15.47	3.16
18	002673.SZ	西部证券	111.35	46.46	11.29	2.74
19	601099.SH	太平洋	46.30	21.83	4.86	0.75

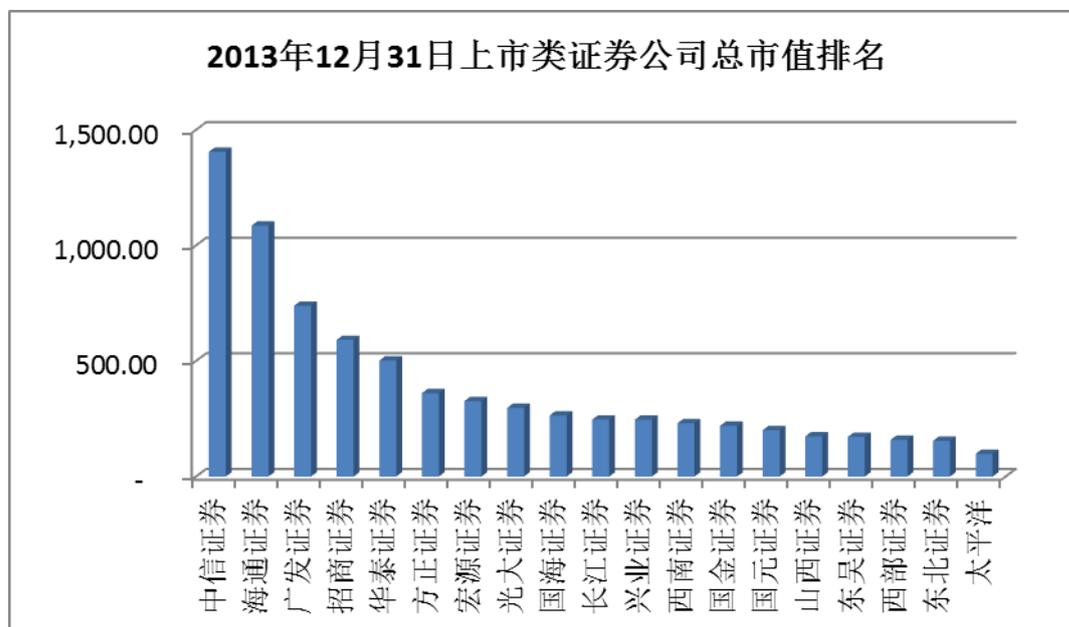
注：1、表中数据来源 Wind 资讯；数据报告期为 2013 年年报；数据口径为合并报表。

2013年12月31日上市类券商公司总市值如下：

金额单位：亿元

序号	证券简称	总市值
1	中信证券	1,404.66
2	海通证券	1,084.99
3	广发证券	738.73
4	招商证券	591.03
5	华泰证券	501.76
6	方正证券	360.51
7	宏源证券	326.53
8	光大证券	297.02
9	国海证券	264.31
10	长江证券	246.61
11	兴业证券	245.96
12	西南证券	230.63
13	国金证券	219.60
14	国元证券	200.34
15	山西证券	173.79
16	东吴证券	172.00
17	西部证券	158.40
18	东北证券	154.81
19	太平洋	98.39

19家上市类券商公司总市值图表如下：



评估基准日，申银万国资产规模和营业规模如下：

金额单位：亿元

证券简称	资产总计	净资产	营业收入	净利润
申银万国	708.27	193.78	59.47	19.22

从总资产、净资产、净资本、营业收入、净利润、代理买卖证券业务净收入和客户交易结算资金余额等主要指标来看,和申万证券较为接近的证券公司主要有广发证券、华泰证券、招商证券、方正证券和宏源证券,因此将该5家证券公司作为准可比企业。

2、选择可比企业

评估人员从中国证券业协会公示的全部证券公司2013年总资产、净资产、净资本、营业收入、净利润、代理买卖证券业务净收入和客户交易结算资金余额等7项指标排名情况与申银万国对比如下:

2013年度 指标	申银万国		广发证券		华泰证券		招商证券		宏源证券		方正证券	
	业绩数据	排名	业绩数据	排名	业绩数据	排名	业绩数据	排名	业绩数据	排名	业绩数据	排名
总资产	597.90	10	1088.47	4	883.50	5	751.84	6	321.18	16	320.66	17
净资产	178.64	10	333.29	3	320.52	4	264.07	6	144.80	14	152.43	12
净资本	124.12	10	207.05	4	192.05	6	140.41	8	103.40	12	89.04	16
营业收入	51.26	10	71.74	4	59.26	7	53.64	9	36.69	11	29.26	14
净利润	17.17	10	23.78	4	20.37	7	20.48	6	10.48	12	10.82	11
代理买卖 证券业务 净收入	30.33	8	32.84	7	34.80	5	26.97	9	12.86	17	14.75	15
客户交易 结算资金 余额	245.55	6	257.06	5	259.92	4	218.96	7	88.09	16	87.91	17

资料来源:中国证券业协会。

下表为5家准可比公司自“证券类上市公司资产规模和营业规模等情况对比表”中节选的总资产、净资产、营业收入和净利润4项指标对比如下(合并口径):

金额单位:亿元

序号	证券代码	证券简称	总资产	净资产	营业收入	净利润
1	000776.SZ	广发证券	1,173.49	347.88	82.08	28.13
2	601688.SH	华泰证券	982.48	363.25	71.67	22.69
3	600999.SH	招商证券	831.57	271.84	60.87	22.35
		申银万国	708.27	193.78	59.47	19.22
4	000562.SZ	宏源证券	345.90	148.03	41.19	12.28
5	601901.SH	方正证券	365.98	159.23	34.42	10.99

从资产规模、资本规模、业务类型和营业部数量及其区域分布可以看出,申银万国与招商证券在总资产和净资产方面均比较接近,但与广发证券和华泰证券相比,在总资产和净资产方面均有一定差距。但申银万国和广发证券、华泰证券及招商证券3家证券公司都属于大型综合类券商,而宏源证券和方正证券则相对属于中型综合类券商。

从营业收入来看，与申银万国营业收入最为接近的是招商证券，其次是华泰证券，虽然申银万国与华泰证券相比，在总资产和净资产方面均有一定差距，但是华泰证券的盈利能力相对较弱；宏源证券和方正证券无论从总资产、营业收入及净利润方面都与申银万国存在一定的差距。且宏源证券作为本次重组对象已经于2013年10月30日停牌，不适宜作为可比对象；同样，在本次评估期间方正证券也正在与民族证券进行重组，因此也不适宜选择方正证券作为可比企业。

另外，评估人员从中国证券业协会公示的全部证券公司2013年总资产、净资产、净资本、营业收入、净利润、代理买卖证券业务净收入、客户交易结算资金余额的排名情况来看，广发证券、华泰证券及招商证券3家上市公司同申银万国各项指标排名相对比较接近。

综合以上分析，评估人员认为选取广发证券、华泰证券和招商证券三家上市公司作为申银万国的可比公司较为合理。

3、可比公司基准日市场指标情况

选取的三家与申银万国类似的上市类证券公司概况如下：

● 可比公司一

公司名称：广发证券股份有限公司

公司注册地址：广东省广州市天河区天河北路183-187号大都会广场43楼(4301-4316房)

主要经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；融资融券；代销金融产品。

公司简介：

原广发证券股份有限公司(以下简称原广发证券)的前身是1991年成立的广东发展银行证券营业部，注册资本为人民币1,000万元。1994年，广东广发证券公司作为广东发展银行下属独资的专业证券公司正式成立，注册资本为人民币1.5亿元。1996年，广东广发证券公司增资扩股，更名为广发证券有限责任公司，注册资本变更为人民币8亿元。广发证券有限责任公司于2001年7月25日整体变更为广发证券

股份有限公司，注册资本为人民币 20 亿元。2010 年 2 月 5 日，经中国证监会证监许可[2010]164 号文件核准，延边公路建设股份有限公司(以下简称延边公路)定向回购股份及以新增股份换股吸收合并原广发证券。吸收合并完成后，原广发证券依法注销，延边公路更名为广发证券股份有限公司(以下简称本公司)，并依法承继原广发证券(含分支机构)的各项证券业务资格，注册资本变更为人民币 2,507,045,732.00 元。2010 年 2 月 12 日，本公司在深圳证券交易所复牌交易，证券简称由 S 延边路变更为广发证券，证券代码 000776 不变。2011 年 8 月 16 日，本公司以非公开发行股票的方式向 10 名特定投资者发行了 45,260 万股人民币普通股(A 股)。本次非公开发行股票后，本公司注册资本变更为人民币 2,959,645,732.00 元。同年，资本公积共转增股本人民币 2,959,645,732.00 元，转增股本后本公司的注册资本由人民币 2,959,645,732.00 元变更为人民币 5,919,291,464.00 元。中国证监会以《关于核准广发证券股份有限公司变更注册资本的批复》(证监许可[2012]1204 号)核准本公司上述注册资本变更事项。

截止 2013 年底，广发证券拥有 204 家营业部，主要分布在广东、湖北、上海和北京等地，其中在广东 93 个，湖北 30 个，上海 12 个，北京 8 个。

截至 2013 年底，广发证券有全资子公司 4 家：广发期货有限公司、广发控股（香港）有限公司、广发信德投资管理有限公司和广发乾和投资有限公司，并持股广发基金管理有限公司和易方达基金管理有限公司。

● 可比公司二

公司名称：华泰证券股份有限公司

公司注册地址：江苏省南京市中山东路 90 号华泰证券大厦

主要经营范围：证券经纪业务；证券自营；证券承销业务（限承销国债、非金融企业债务融资工具）；证券投资咨询；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；融资融券业务；代销金融产品业务；中国证监会批准的其他业务。

公司简介：

华泰证券股份有限公司（以下简称“华泰证券”）的前身为江苏省证券公司，系经中国人民银行总行批准，于1991年4月9日在江苏省工商行政管理局登记注册，取得注册号为13475424-6的《企业法人营业执照》，注册资本为人民币1,000万元。经中国证券监督管理委员会《关于核准华泰证券股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监发行字[2010]138号）批准，于2010年2月9日，采取“网下向配售对象询价配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合”的方式，公开发行人民币普通股（A股）78,456.1275万股，并于2010年2月26日在上海证券交易所挂牌交易。华泰证券现有注册资本560000万元人民币，股份总数560000万股（每股面值1元）。其中有有限售条件的流通股份A股2,327,587.00股；无限售条件的流通股份A股5,597,672,413.00股。

截至2013年底，华泰证券共258家营业部，主要集中在江苏和上海等省市，其中：江苏省83家、上海15家、广东34家、湖北30家。

华泰证券直属子公司及直接参股公司共8家，具体如下：华泰联合证券有限责任公司、华泰长城期货有限公司、华泰金融控股(香港)有限公司、华泰紫金投资有限责任公司、华泰金控投资咨询(深圳)有限公司、华泰瑞通投资管理有限公司、HuataiHKInvestment (Cayman) Limited和江苏省新兴产业投资管理有限公司。

● 可比公司三

公司名称：招商证券股份有限公司

公司注册地址：广东省深圳市福田区益田路江苏大厦A座38-45层

主要经营范围：保险兼业代理,代销金融产品业务；证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

公司简介：

招商证券股份有限公司（以下简称“招商证券”）的前身是招商

银行证券业务部。经中国人民银行深圳经济特区分行批准，1993年8月1日深圳市工商行政管理局（以下简称深圳市工商局）核准登记招商银行证券业务部为企业法人，注册资本人民币2500万元，招商银行证券业务部据此成为招商银行的二级法人单位。

截止2013年底，公司经批准设立的证券营业部100家，主要分布在北京、上海和广东等地，其中：广东省24家、北京市13家、上海市8家。

招商证券拥有控股子公司3家，具体为：招商证券国际有限公司，招商期货有限公司，招商致远资本投资有限公司。

4、目标公司与可比公司比较分析

参照常用的证券公司核心竞争力评价指标体系，本次修正因素选择资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力六个方面。

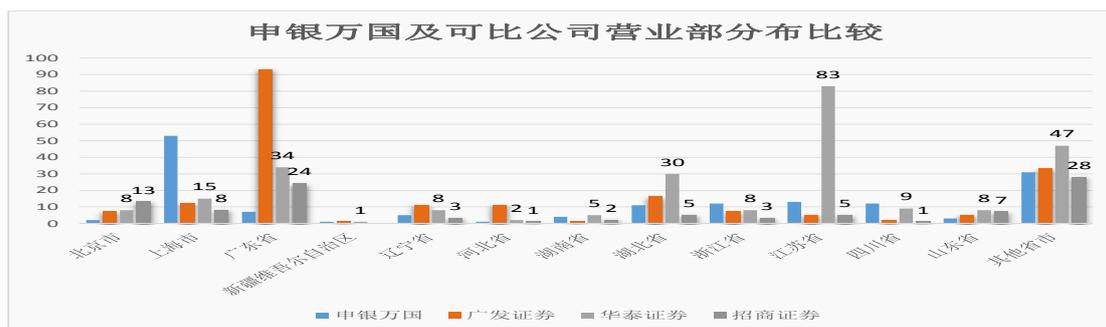
(1) 资产管理规模比较

	可比公司/内容	申银万国	广发证券	华泰证券	招商证券
基本情况介绍	指标情况	总部位于上海，申银万国共有营业部155家。其中上海53家，四川16家，浙江18家，江苏15家	总部位于广州。广发证券营业部219家。广东100家，湖北16家，上海12家，辽宁13家	总部位于南京。共有营业部227家。其中：江苏省83家、广东省34家、上海市15家。	总部位于深圳。招商证券营业部100家。广东24家，北京13家，广西7家，上海8家
资产管理规模	总资产	708.27	1,173.49	982.48	831.57
	归属于母公司净资产	184.43	346.50	356.99	271.59
	净资本	124.12	207.05	192.05	140.41
	总股数	67.16	59.19	56.00	46.61

对于证券公司，资产管理规模中关键指标是营业部数量和净资本规模。

① 营业部数量

截止评估基准日，申银万国共有营业部155家，分布于全国29个省、市、自治区，其中上海市内53家，省外102家。营业部家数在证券行业排名第7。申银万国及3家可比公司营业部分布省市比较如下：



从营业部分布情况来看，申银万国低于广发证券和华泰证券，但高于招商证券；从净资本规模指标比较分析。申银万国净资本均低于三家可比上市公司。

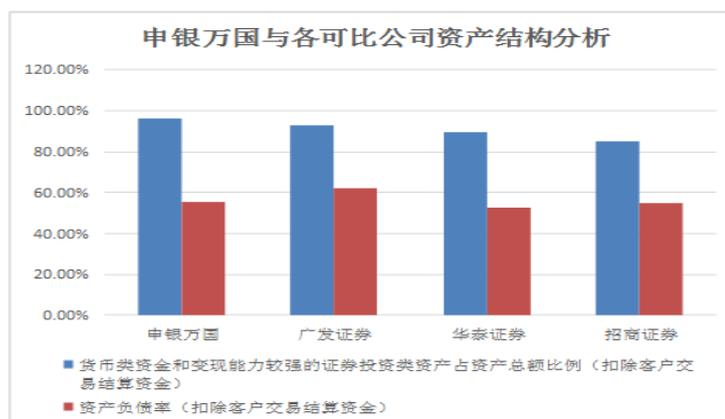
②资产结构分析

申银万国及 3 家可比公司资产结构分析如下：

金额单位：亿元

单位	货币类资金和变现能力较强的证券类投资（扣除客户交易结算资金）	资产总额	客户交易结算资金	扣除客户交易结算资金后的公司资产总额	负债总额	扣除客户交易结算资金后负债总额	货币类资金和变现能力较强的证券投资类资产占资产总额比例（扣除客户交易结算资金）
申银万国	417.08	708.94	274.60	434.3	515.10	240.50	96.03%
广发证券	855.35	1,173.49	252.27	921.2	825.61	573.33	92.85%
华泰证券	687.76	982.48	213.86	768.6	619.23	405.37	89.48%
招商证券	516.27	831.57	226.83	604.7	559.73	332.90	85.37%

从上表看出，申银万国和其他 3 家可比公司相比，货币类资金和变现能力较强的证券投资类资产占资产总额比例（扣除客户交易结算资金）均高于 3 家可比公司。申银万国最强，其次广发证券。示图如下：



(2)经营能力比较

①申银万国和各可比证券公司 2013 年股基交易量、股基交易量

排名及经纪业务占比等经营能力指标如下：

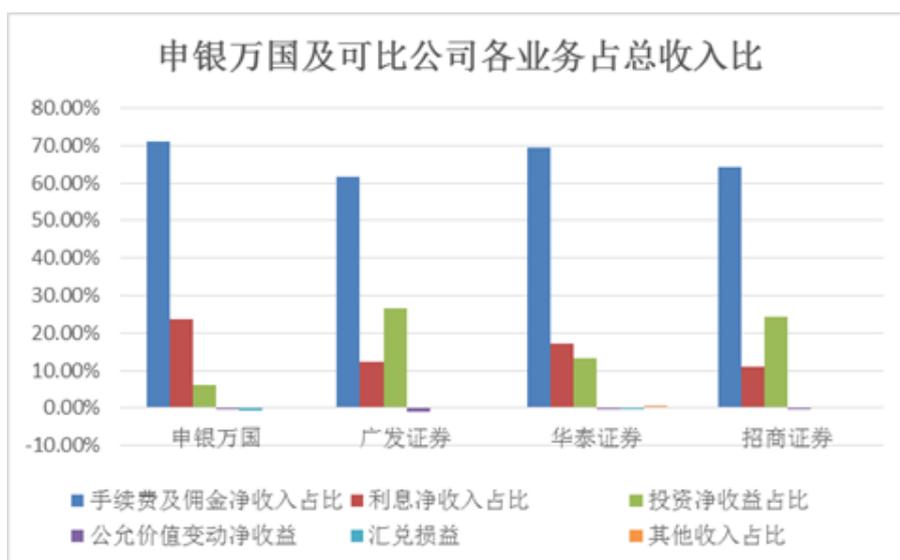
项目	可比公司/内容	申银万国	广发证券	华泰证券	招商证券
经营能力	2013 年股基交易量（亿元）	32,961	38,461	58,600	41,307
	市场份额	3.430%	4.000%	6.090%	4.290%
	历史三年经纪业务占比	56.91%	45.51%	54.66%	46.49%
	营业部数量及分布	155	219	227	100
	手续费及佣金收入（亿）	41.36	42.94	48.25	3.68
	证券承销收入（亿）	1.59	4.05	5.78	0.43
	投资净收益（亿）	4.01	32.96	15.47	1.64
	资产管理规模（亿）	364.37	976.10	886.92	1,003.41

从股基交易量、股基交易量排名来看，申银万国低于其他可比证券公司。从经纪业务占比来看，申银万国均高于其他可比证券公司。

②申银万国及可比公司过去历史 3 年的各业务收入与总收入占比大体如下：

可比公司名称	手续费及佣金净收入占比	利息净收入占比	投资净收益占比	公允价值变动净收益	汇兑损益	其他收入占比	合计
申银万国	71.04%	23.69%	6.01%	-0.34%	-0.63%	0.23%	100.00%
广发证券	61.69%	12.42%	26.69%	-1.09%	0.09%	0.19%	100.00%
华泰证券	69.37%	17.22%	13.29%	-0.42%	-0.08%	0.62%	100.00%
招商证券	64.36%	11.08%	24.31%	-0.25%	0.22%	0.29%	100.00%

通过上表可以看出，手续费及佣金收入占申银万国、广发证券、华泰证券及招商证券的比例均超过 60%以上，其中以申银万国占比居首位；其次是利息净收入，然后是投资净收益。但是广发证券和招商证券在投资净收入方面比申银万国和华泰证券要高。

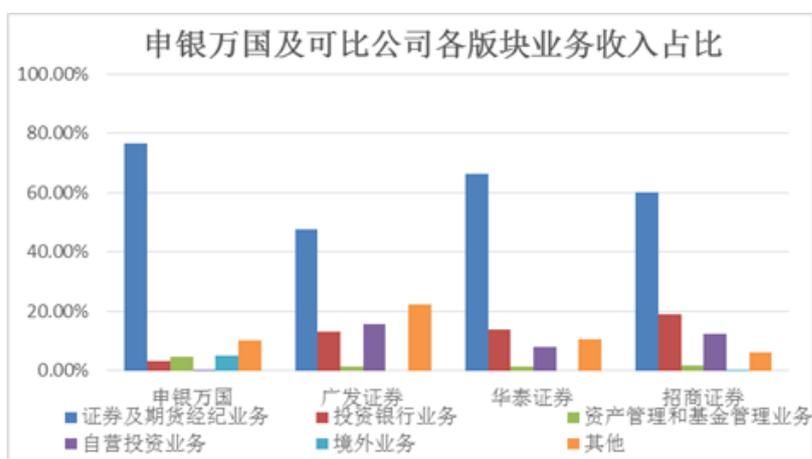


③申银万国及可比公司过去历史 3 年各业务板块收入占比大体

如下：

可比公司名称	证券及期货经纪业务	投资银行业务	资产管理和基金管理业务	自营投资业务	境外业务	其他	合计
申银万国	76.62%	3.26%	4.75%	0.16%	4.92%	10.29%	100.00%
广发证券	47.79%	12.97%	1.28%	15.65%	0.00%	22.31%	100.00%
华泰证券	66.25%	13.84%	1.47%	7.92%	0.00%	10.52%	100.00%
招商证券	60.15%	18.88%	1.87%	12.55%	0.33%	6.22%	100.00%

在传统业务方面，现阶段，申银万国证券已开展的业务大类有 9 项。优势业务为：经纪业务、研究咨询业务和代办股份转让业务。投行相对较弱。



此次市场法评估将“经纪业务/营业收入”指标作为一项价值调整因素，经纪业务收入占比越高，认为公司营运的风险越大。从历史三年经纪业务占营业收入之比来看，申银万国过于依赖经纪业务，其次是华泰证券和招商证券，广发证券经纪业务占比相对较低。

(3)盈利能力比较

项目	可比公司/内容	申银万国	广发证券	华泰证券	招商证券
盈利能力	营业收入（亿）	59.47	82.08	71.67	60.87
	归属于母公司的净利润（亿）	18.77	28.13	22.12	22.34
	ROE/COE	76.38%	68.17%	36.18%	67.10%
	多年平均净资产收益率	11.94%	10.51%	6.68%	9.06%
	总资产收益率	2.65%	2.40%	2.25%	2.69%

申银万国是从事证券业为主的金融服务企业，公司收益波动幅度较大，而 P/B 相对估值时，P/B 的合理差异主要源于净资产收益率差异和公司股权成本差异，净资产收益率超越股权成本越多（“ROE/COE”值高），

估值溢价(P/B)便越高，因此本次把 ROE/COE 做为盈利能力的一项重要指标来进行分析比较。

盈利能力指标：ROE/COE

① ROE 的确定

可比公司名称	2013 年 ROE	2012ROE	2011ROE	2010ROE	多年平均 ROE
申银万国	10.18%	8.00%	10.63%	18.97%	11.94%
广发证券	8.12%	6.63%	6.52%	20.76%	10.51%
华泰证券	6.20%	4.73%	5.37%	10.42%	6.68%
招商证券	8.23%	6.39%	8.14%	13.47%	9.06%

注：表中数据源自 wind 系统；

② COE 的确定

COE 采用 CAPM 模型计算，公式如下：

$$COE = R_f + \beta \times R_{pm} + R_{sp}$$

R_f: 无风险收益率；

β: 权益系统风险系数；

R_{pm}: 市场风险溢价；

R_{sp}: 企业特有风险调整系数。

申银万国及可比上市公司的 COE 计算结果如下表：

	R _f	R _{pm}	β l	RC	
申银万国	4.5518%	7.19%	1.3612	0.50%	14.84%
广发证券	4.5518%	7.19%	1.4846		15.23%
华泰证券	4.5518%	7.19%	1.3283		14.10%
招商证券	4.5518%	7.19%	1.2707		13.69%

注：申银万国 BATA 确定同收益法。

A、市场风险溢价 R_{pm} 的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率，根据我公司研发部公布的数据，本次市场风险溢价取 7.19%。

B、个别风险调整系数的确定

申银万国个别风险调整系数确定为 0.5%。主要考虑是申银万国的资产规模/业务规模结构/产业基金等与可比上市公司相比略差。

③ 可比公司及目标公司 ROE/COE 的确定

根据上述计算得出的目标公司及可比公司 ROE 及 COE，二者相

除后计算结果如下:

公司名称	历史平均 ROE/COE
申银万国 (目标公司)	80.49%
广发证券 (可比公司)	69.01%
华泰证券 (可比公司)	47.35%
招商证券 (可比公司)	66.16%

通过上述申银万国与三家可比公司 ROE/COE 指标看出, 申银万国的 ROE/COE 均高于广发、华泰和招商 3 家证券公司。

(4)成长能力比较

结合证券行业的特点, 本次选用归属于母公司股东的净利润增长率以及各业务板块收入增长率作为其对比的因素来反映企业所具有的成长潜力。增长率愈高, 显示企业的经营活动具有较强的竞争能力或较好的成长性, 公司估值溢价越高。具体如下:

指标	申银万国	广发证券	华泰证券	招商证券
未来两年预计收入复合增长率	12.20%	15.05%	16.30%	16.21%
未来两年预计利润复合增长率	5.82%	25.55%	6.63%	23.59%

(5)风险管理能力比较

根据《证券公司风险控制指标管理办法》, 要求证券公司建立以净资本为核心的风险控制指标体系, 加强证券公司风险监管, 督促证券公司加强内部控制、防范风险。

净资本是指根据证券公司的业务范围和公司资产负债的流动性特点, 在净资产的基础上对资产负债等项目和有关业务进行风险调整后得出的综合性风险控制指标。

净资本基本计算公式为: 净资本=净资产-金融资产的风险调整-其他资产的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目。

《证券公司风险控制指标管理办法》规定, 证券公司必须持续符合下列风险控制指标标准:

- A.净资本与各项风险资本准备之和的比例不得低于 100%;
- B.净资本与净资产的比例不得低于 40%;
- C.净资本与负债的比例不得低于 8%;
- D.净资产与负债的比例不得低于 20%。

此次市场法评估将“以净资本为核心的风险控制指标”作为一项价

值调整因素，风险控制指标值越高，认为公司综合性风险控制越好，公司的盈利能力持续性、稳定性越好，业务扩张能力越强。

另：中国证监会每年发布的证券公司分类评级评价，主要体现的是证券公司合规管理和风险控制的整体状况，本次也纳入对比体系。

目标公司和可比公司以净资本为核心的风险控制指标计算结果如下：

项目	可比公司/内容	申银万国	广发证券	华泰证券	招商证券
风险管理能力	净资本/各项风险资本准备之和	714.82%	792.29%	944.00%	657.71%
	净资本/负债	259.23%	141.32%	130.94%	97.15%
	净资本与净资产	76.78%	67.15%	61.31%	58.89%
	净资产与负债	509.79%	204.75%	211.82%	163.29%
	证监会 2013 年上半年证券公司分类评价	AA	AA	AA	AA
	资产负债率（扣除客户交易结算资金）	55.32%	62.24%	52.74%	55.05%

注：上述数据采用历史年度算数平均值

申银万国比较重视风险管理，并提出“合规创造价值”的经营理念，公司在证券公司评价分类工作中，连续多年被评为 A 类券商 AA 级券商，有较好的风险管理能力。

从净资本与各项风险资本准备之和指标来看，申银万国高于招商证券，但比广发证券和华泰证券均低；但从与净资本与负债、净资本与净资产和净资产与负债 3 项指标来看，均高于 3 家可比公司，具有较高的抗风险能力。

在证监会 2013 年上半年发布的证券公司分类分级评价中，申银万国与 3 家目标公司的级别均为 AA 级。

资产负债率（扣除客户交易结算资金）：该指标数值低说明偿债能力强。从上表看出，申银万国资产负债率比广发证券略低，但比招商证券和华泰证券略高。

(6)业务创新能力比较

持续创新，是金融机构，尤其是证券公司持续发展的核心：纵观国际投行的发展史，创新是他们盈利持续快速增长的基础，尽管过度创新导致了金融危机的爆发，但在加强监管的背景下，只有创新才能生存。

证券公司业务创新能力主要体现在融资融券、股指期货、直投业务和国际业务等几方面新业务开展情况，申银万国及三家可比公司创

新能力指标统计如下:

可比公司/内容	申银万国	广发证券	华泰证券	招商证券
融资融券开展情况	有	有	有	有
股指期货开展情况	有	有	有	有
直投业务开展情况	有	有	有	有
国际业务开展情况	有	有	无	有

目前申银万国创新业务的开展主要包括融资融券业务、股指期货、直投业务、国际业务等创新业务。

申银万国、广发证券、华泰证券和招商证券均有融资融券、股指期货和直投业务，除华泰证券外，申银万国、广发证券和招商证券均在香港设立了全资子公司，均有部分业务牌照的执业资格，且申银万国的在香港有 1 家通过 BVI 公司控股的上市公司——申万香港 HK0218，且申银万国在新加坡等多个国家取得 QIFF 资格。

5、对乘数的选择和定义

市场法常用的价值比率有市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）和企业倍数（EV/EBITDA），由于本次评估的是证券公司，其收入和盈利与资本市场的关联度较强，由于国内资本市场的波动性较大，导致证券公司的收入和盈利也波动较大，而市盈率（P/E）和市销率（P/S）通常适用于盈利或营收相对稳定，波动性较小的行业，因此本次不适宜采用市盈率（P/E）和市销率（P/S）；同时证券公司也属于轻资产类公司，折旧摊销等非付现成本比例较小，也不适宜采用企业倍数（EV/EBITDA），采用市净率（P/B），是证券公司的主流估值方法，因此本次价值比率选用市净率（P/B）。

评估公式为：

目标公司股权价值=目标公司总股本×目标公司 P/B×目标公司每股账面净资产

其中：目标公司 P/B=修正后可比公司 P/B 的加权平均值=可比公司 P/B × 可比公司 P/B 修正系数 × 权重

可比公司 P/B 修正系数=∏ 影响因素 Ai 的调整系数

影响因素 Ai 的调整系数=目标公司系数/可比公司系数

6、目标公司与可比公司市净率（P/B）修正系数的确定

（1）修正因素的确定

根据前述对目标公司即申银万国和可比上市证券公司的比较分析，综合信息如下表所示：

	可比公司/内容	申银万国	广发证券	华泰证券	招商证券
基本情况介绍	指标情况	总部位于上海，申银万国共有营业部155家。其中上海53家，四川16家，浙江18家，江苏15家	总部位于广州。广发证券营业部219家。广东100家，湖北16家，上海12家，辽宁13家	总部位于南京。共有营业部227家。其中：江苏省83家、广东省34家、上海市15家。	总部位于深圳。招商证券营业部100家。广东24家，北京13家，广西7家，上海8家
资产管理规模	总资产	708.27	1,173.49	982.48	831.57
	归属于母公司净资产	184.43	346.50	356.99	271.59
	净资本(以2013年1231为基准)	124.12	207.05	192.05	140.41
	总股数(注册资本)	67.16	59.19	56.00	46.61
经营能力	2013年股基交易量(亿元)	32,961	38,461	58,600	41,307
	市场份额	3.430%	4.000%	6.090%	4.290%
	历史三年经纪业务占比	56.91%	45.51%	54.66%	35.45%
	营业部数量及分布	155	219	227	100
	手续费及佣金收入(亿)	41.36	42.94	48.25	3.68
	证券承销收入(亿)	1.76	4.05	5.78	0.43
	投资净收益(亿)	4.01	32.96	15.47	1.64
盈利能力	资产管理规模(亿)	364.37	976.10	886.92	1,003.41
	营业收入(亿)	59.47	82.08	71.67	60.87
	归属于母公司的净利润(亿)	18.77	28.13	22.12	22.34
	ROE/COE	80.49%	69.01%	47.35%	66.16%
	多年平均净资产收益率	11.94%	10.51%	6.68%	9.06%
成长能力	总资产收益率	2.65%	2.40%	2.25%	2.69%
	未来两年预计收入复合增长率	12.20%	15.05%	16.30%	16.21%
风险管理能力	未来两年预计利润复合增长率	5.82%	25.55%	6.63%	23.59%
	净资本/各项风险资本准备之和	714.82%	792.29%	944.00%	657.71%
	净资本/负债	259.23%	141.32%	130.94%	97.15%
	净资本与净资产	76.78%	67.15%	61.31%	58.89%
	净资产与负债	509.79%	204.75%	211.82%	163.29%
	证监会2012年证券公司分类评价	AA	AA	AA	AA
创新能力	资产负债率(扣除客户交易结算资金)	55.32%	62.24%	52.74%	55.05%
	融资融券开展情况	有	有	有	有
	股指期货开展情况	有	有	有	有
	直投业务开展情况	有	有	有	有
	国际业务开展情况	有	有	无	有

(2) 对比因素设定说明

各项指标均以申银万国为标准分 100 分进行对比调整，可比证券公司各指标系数与目标证券公司比较后确定，低于目标公司指标系数的则调整系数小于 100，高于目标公司指标系数的则调整系数大于 100。P/B 修正系数=申银万国得分/可比公司得分。

(3) 调整系数的确定

根据上述对调整因素的描述及调整系数确定的方法，各影响因素调整系数详见下表：

对比因素	广发证券	华泰证券	招商证券
资产管理规模调整	100	100	100
经营能力调整	100	102	101
盈利能力调整	97	90	97
成长能力调整	101	100	101
风险管理能力调整	97	97	98
创新能力调整	100	96	100

① 资产管理规模

可比公司与申银万国在资产管理规模上差异不大，因此可比公司分值确定为 100 分。

② 经营能力

华泰证券的股基交易量最高，招商证券次之，广发证券与申银万国比较接近，因此将广发证券分值确定为 100 分，招商证券分值确定为 101 分，华泰证券分值确定为 102 分。

③ 盈利能力

盈利能力是评价证券公司较为关键的指标，根据历史年度平均 ROE/COE 指标计算结果是申银万国 80.49%，广发证券 69.01%，华泰证券 47.35%，招商证券 66.16%。因此将广发证券分值确定为 97 分，招商证券分值确定为 97 分，华泰证券分值确定为 90 分。

④ 成长能力

通过对未来两年收入复合增长率和利润复合增长率的计算及比较，将广发证券分值确定为 101 分，招商证券分值确定为 101 分，华泰证券分值确定为 100 分。

⑤ 风险管理能力

根据历史年度平均净资产除以负债的计算结果，申银万国的风险控制指标好于可比公司，因此将广发证券、华泰证券分值确定为 97 分，招商证券分值确定为 98 分。

⑥ 创新能力

申银万国、广发证券和招商证券均有香港业务平台，对于新近推出的“沪港通”、“深港通”带来的新业务发展具有一定的推动作用。因此将广发证券分值确定为 100 分，招商证券分值确定为 100 分，华泰证券分值确定为 96 分。

(4) 修正系数调整表

根据已确定的调整系数，则 P/B 系数调整表如下：

对比因素	广发证券	华泰证券	招商证券
资产管理规模调整	1	1	1
经营能力调整	1	0.9804	0.9901
盈利能力调整	1.0309	1.1111	1.0309
成长能力调整	0.9901	1	0.9901
风险管理能力调整	1.0309	1.0309	1.0204
创新能力调整	1	1.0417	1
修正系数	1.0522	1.1698	1.0312

7、评估基准日可比上市公司 P/B 的确定

可比公司 P/B 根据可比上市证券公司评估基准日前一个月的交易平均价的加权平均价和基准日每股净资产确定，用公式表示如下：

可比公司 $P/B = \frac{\sum(\text{基准日前 30 日成交金额} / \text{基准日前 30 日交易量}) / 30}{\text{基准日每股净资产}}$

3 家可比公司 P/B 具体列表如下：

可比公司名称	基准日前加权平均股价（元）	归属于母公司每股净资产	P/B
广发证券	12.70	5.85	2.17
华泰证券	9.10	6.37	1.43
招商证券	11.96	5.83	2.05

数据来源 WIND 系统

对三家可比公司基准日报表的投资性房地产进行剔除，对 P/B 进行调整。

	广发证券	华泰证券	招商证券
投资性房地产账面值(万元)	2,874.72	10,399.77	660.98
每股投资性房地产金额(元)	0.0049	0.0186	0.0014
调整后每股股价(元)	12.6911	9.0821	11.9586

调整后每股净资产(元)	5.8489	6.3562	5.8254
调整后 P/B	2.17	1.43	2.05

8、目标公司市净率 (P/B) 的确定

经对可比公司 P/B 指标进行修正,同时考虑到在可比性方面招商证券与评估对象最为接近,而在总资产、净资产、净资本、营业收入、净利润方面目标公司与广发证券还是存在一定差距,在盈利能力方面华泰证券与目标公司也存在一定差距,因此本次对 3 家可比公司按照一定权重加权后计算得出目标公司的 P/B。计算结果如下表:

项目	广发证券	华泰证券	招商证券
可比公司 PB	2.17	1.43	2.05
修正系数	1.0522	1.1698	1.0312
修正后 P/B	2.28	1.67	2.12
权重	35%	30%	35%
目标公司加权平均 P/B	2.04		

9、流动性折扣率的确定

因本次选用的可比公司均为上市公司,其股份具有很强的流动性,而评估对象为非上市公司,因此需考虑缺乏流动性折扣。

市场流动性是指在某特定市场迅速地以低廉的交易成本买卖证券而不受阻的能力。

市场流动性折扣(DLOM)是相对于流动性较强的投资,流动性受损程度的量化。一定程度或一定比例的市场流动性折扣应该从该权益价值中扣除,以此反映市场流动性的缺失。

借鉴国际上定量研究市场流动性折扣的方式,本次评估我们结合国内实际情况采用新股发行定价估算市场流动性折扣。

所谓新股发行定价估算方式就是研究国内上市公司新股 IPO 的发行定价与该股票正式上市后的交易价格之间的差异来研究缺少流通折扣的方式。国内上市公司在进行 IPO 时都是采用一种所谓的询价的方式为新股发行定价,新股一般在发行期结束后便可以上市交易。新股发行的价格一般都要低于新股上市交易的价格。可以认为新股发行价不是一个股票市场的交易价,这是因为此时该股票尚不能上市交易,也没有“市场交易机制”,因此尚不能成为市场交易价。当新股上市后这种有效的交易市场机制就形成了,因此可以认为在这两种情况下价值的差异就是由于没有形成有效市场交易机制的因素造成的。

因此可以通过研究新股发行价与上市后的交易价之间的差异来定量研究市场流动性折扣。

根据对 2002 年到 2011 年 IPO 的 1,200 多个新股发行价的分析,通过研究其与上市后第一个交易日收盘价、上市后 30 日价、60 日价以及 90 日价之间的关系,测算折扣率间于 7.8%—43%,平均值为 30.6%,其中金融行业为 27.82%。

统计数据 27.82%为金融行业(包含银行、保险公司等)的平均值,经验证据表明,公司的财务状况和缺乏流动性折价密切相关,历史年度经营不佳、财务杠杆较高,主营业务不突出的公司流动性折价一般高于经营稳健的公司,考虑到本次评估对象申银万国财务状况较好,经营稳健,因此本次结合评估对象情况综合确定流动性折扣为 25%。

10、控制权溢价的确定

由于本次可比上市公司计算 P/B 时,直接采用基准日前 30 个交易日的加权平均价,该类交易一般代表小股权交易,而根据本次评估目的,本次评估对象代表的是控制权,因此需要对上市公司比较法计算出的结果进行控制权溢价调整。

A.控制权溢价与缺乏控制权折扣的国际研究

对于控制权溢价和缺乏控制折扣问题上的研究主要包括美国评估界所做的相关研究,在美国这样的研究主要包括:

a.MergerstatReview 研究

Mergerstat 从 1981 年开始,每年公布发生在美国和其他国家和地区的企业并购案例数据,根据市场一般的 P/E 比率与控制权实际并购案例中的 P/E 比率的差异来研究控股溢价问题。

a.Mergerstat/ShannonPratt'sControlPremiumStudy 研究

在 Mergerstat 研究的基础上,被美国评估界称之为企业价值评估泰斗的 ShannonPratt,也加入了上述研究,ShannonPratt 从 1998 年开始统计发生的各种控制权并购案例,截止 2006 年共累计收集了 4,711 个案例,并将案例编辑为数据库,下表给出了部分 ShannonPratt 数据库中的统计数据:

Mergerstat/ShannonPratt 控制权溢价统计表

单位：%

年份	控制权溢价平均值(不包含负溢价数据)	控制权溢价中位值(不包含负溢价数据)	控制权溢价平均值(包含负溢价数据)	控制权溢价中位值(包含负溢价数据)
1998	35.90	29.30	23.60	22.70
1999	46.50	32.40	40.00	28.70
2000	48.70	37.10	35.30	28.90
2001	52.10	35.90	34.00	25.90
2002	49.10	34.00	33.10	24.60
2003	53.90	37.70	46.20	33.30
2004	36.40	26.20	28.60	22.50
2005	33.10	24.30	23.10	16.70
2006	29.00	20.50	23.50	17.20

数据来源: ValuingBusiness,ByShannonP.Pratt

B.控制权溢价与缺乏控制权折扣的国内研究

通过对美国相关研究的了解,可以发现这些研究一般都是通过股权市场上控股权收购与一般非控股权交易价格的差异来估算控股权应该存在的溢价,特别是目前在美国评估界使用最多的 Mergerstat/ShannonPratt's ControlPremiumStudy 研究的结论和有关数据库数据。借鉴上述研究思路,目前国内 ChinaVenture 公司推出的 CVSource 数据信息系统。根据 CV Source 数据信息系统对 2,600 多例为少数股权收购案例和 1,600 多例非上市公司控股权收购案例的统计分析,上述两类股权交易案例的市盈率(P/E)之间平均差异率为 17.87%。

控制权溢价或缺乏控股权折扣估算表

年份	少数股权交易		控股权交易		控股权溢价率(%)	缺乏控制权折扣(%)
	并购案例数量	市盈率(P/E)	并购案例数量	市盈率(P/E)		
2011	498	19.36	408	21.35	10.26	9.31
2010	461	16.67	346	18.54	11.22	10.09
2009	470	13.82	251	17.32	25.37	20.34
2008	450	14.82	257	17.31	16.75	14.34
2007	408	15.81	244	20.23	27.91	21.82
2006	130	15.01	83	19.49	29.89	23.01
2005年及以前	231	17.73	119	19.22	8.4	7.75
合计/平均值	2648	16.18	1589	19.07	17.87	15.61

数据来源: CVSource

C.控制权溢价的确定

本次控股权溢价率直接采用 CVSource 统计的控股权平均溢价率 17.87%。

11、非经营性资产和负债考虑

在申银万国账面涉及下列抵债资产、固定资产清理资产,以及准

备处置的非证券类长期股权投资，需要先对企业报表进行调整后，方可与可比公司对比分析。

序号	项目	账面金额（万元）	评估值（万元）
1	抵债资产		-
	艾家嘴土地	-	-
	阳明广场4套房产	246.01	246.01
	广州市南沙区丽富楼102、302室	100.00	339.96
2	固定资产清理-兰坪路产权房	319.33	1,550.00
3	拟处置非金融类控股长投	-	12,217.49
	非经营资产合计	665.34	14,353.46

本次对于非经营性资产及负债根据市场法及引用其他评估报告方式得出公允的市场价值后作为非经营性资产净值加回，评估情况详见收益法评估说明。

12、上市公司比较法评估结论及分析

(1)上市公司比较法评估结论

根据天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具的申银万国 2013 年 12 月 31 日专项审计报告，申银万国总股本为 67.16 亿股，账面总资产为 7,082,694.80 万元，总负债为 5,144,871.11 万元，净资产账面值 1,937,823.68 万元（合并口径），归属于母公司净资产为 1,844,287.88 万元。评估基准日每股账面净资产为 2.75 元/股（扣除非经营性资产后每股账面净资产为 2.75 元/股），因此，申银万国每股股权价值为：

$$\begin{aligned}
 \text{申银万国调整前每股股权价值} &= \text{扣除非流动性资产后每股净资产} \times \text{目标公司的 P/B} \times (1 - \text{流通性折扣}) \times (1 + \text{控制权溢价}) \\
 &= 2.75 \times 2.04 \times (1 - 0.25) \times (1 + 17.87\%) \\
 &= 4.94 \text{ 元/股 (保留小数点两位)}
 \end{aligned}$$

由于本次涉及抵债资产、固定资产清理资产，以及准备处置的非证券类长期股权投资等需作为非经营性资产考虑，故需将 14,353.46 万元作为非经营性资产加回。即：

$$\begin{aligned}
 \text{申银万国股东全部权益价值} &= \text{总股数} \times \text{每股净资产} + \text{非经营性资产及负债} \\
 &= (6,715,760,000 \times 4.94) / 10000 + 14,353.46 \\
 &= 3,331,938.90 \text{ 万元}
 \end{aligned}$$

采用市场法-上市公司比较法评估后，申银万国的股东全部权益

价值为 3,331,938.90 万元，评估后每股价值为 4.96 元。

(2)上市公司比较法评估增减值原因分析

增值原因主要是申银万国属大型综合类证券公司，品牌知名度高，为 A 类 AA 级证券公司，现有证券营业部网点 155 个，网点遍布全国大部分地区，网点家数在全国券商中排名第 7 位，可开展证券、基金、期货、股权投资等全业务，特别是经过近几年的高速发展，公司形成了金融控股集团架构，具有较多的经营优势。

第七章 收益法评估技术说明

一、收益法的应用前提及选择的理由和依据

1.收益法的定义和原理

企业价值评估中的收益法，是指通过将企业预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估思路。收益法中常用的两种具体方法是收益资本化法和未来收益折现法。

收益法的基本原理是资产的价值等于其未来收益以一定贴现因子贴现的现值。

2.收益法的应用前提

注册资产评估师应当根据被评估企业成立时间的长短、历史经营情况，尤其是经营和收益稳定状况、未来收益的可预测性，恰当考虑收益法的适用性。

注册资产评估师运用收益法进行企业价值评估，应当从委托方或相关当事方获取被评估企业未来经营状况和收益状况的预测，并进行必要的分析、判断和调整，确信相关预测的合理性。

3.收益法选择的理由和依据

申银万国有自己固定的经营场地和经营产品，自成立以来经营相对稳定；公司所属的证券行业属于金融业的分支，是资本市场的重要组成部分；申银万国管理层能够提供公司的历史经营数据和未来年度的盈利预测数据；评估人员经过和企业管理层访谈，以及调研分析认为具备收益法评估的条件。

二、收益模型及主要参数的确定

(一)收益法具体方法和模型的选择

企业价值评估中的收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。

收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。现金

流量折现法通常包括企业自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型。

为了规范证券公司的业务经营、监控证券公司的经营风险，国家对于证券公司制订了一整套严格的、动态的风险控制指标监管体系，证券公司在业务发展等方面必须达到各项风险控制指标的要求。

证券公司发展既受市场规模及竞争实力的制约，同时又受自身净资本规模的限制。为了维持证券公司的持续发展，证券公司必须保有与其经营水平相匹配的净资本规模，可能需要股东利用权益为部分业务融资，可能需要通过调整股利支付率、股东新增投资等方式来维持充足的净资本规模。对于证券公司的收益法评估模型来说，证券公司的绝大多数资产和负债均是有息资产及付息债务，并没有严格意义上的营运资金的概念，也不存在生产设施规模的限制，只有净资本约束等风险控制指标是证券公司业务发展的核心约束指标。综合上述分析，此次评估选取现金流量折现法中的股权自由现金流折现模型来进行证券公司的估值。估值模型具体如下：

证券公司股权自由现金流折现模型的计算公式为：

股东全部权益价值=权益现金流现值合计+非经营性资产、负债+长期投资评估值

权益现金流=净利润-权益增加额

权益增加额=期末所有者权益-期初所有者权益

权益增加额的计算中，考虑了证券公司准备金提取及利润分配监管指标、各项风险监控指标等因素对股利支付以及证券公司净资产和净资本规模的相关影响来确定权益增加额。

具体计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} \times \frac{F_n \times (1+g)}{(r-g) \times (1+r)^n}$$

其中：P：评估基准日的权益现金流现值合计；

F_i ：评估基准日后第*i*年预期的股东权益现金流量；

- F_n : 预测期末年预期的股东权益现金流量;
 r : 折现率(此处为权益资本成本, K_e);
 n : 预测期;
 i : 预测期第 i 年;
 g : 永续期增长率。

其中, 权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。计算公式如下:

$$K_e = r_f + MRP \times \beta_L + r_c$$

- 其中: r_f : 无风险收益率;
 MRP : 市场风险溢价;
 β_L : 权益的系统风险系数;
 r_c : 企业特定风险调整系数。

非经营性资产、负债是指与被评估单位生产经营无关的, 评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产与负债。被评估单位的非经营性资产、负债包括抵债资产、固定资产清理及待处置的非证券类长期股权投资, 本次评估分别采用适宜的方法(成本法、收益法、市场法)进行评估。

(二)收益年限的确定

本次预测采用持续经营假设, 即假设企业将无限期经营, 将预测的时间分为明确的预测期和永续期。

明确预测期: 考虑到证券市场的周期规律, 本次评估明确预测期为自 2014 年至 2023 年。

三、权益现金流量的预测

(一)明确预测期营业收入的预测

申银万国的营业收入主要有: 手续费及佣金净收入、利息净收入、投资收益、其他业务收入、汇兑收益、公允价值变动净收益。申银万国的营业成本主要有: 营业税金及附加、业务及管理费、资产减值损失、其他业务成本。各类业务数据详见下表:

2011-2013年营业收支明细表

金额单位：人民币万元

科目	2011年	2012年	2013年
手续费及佣金净收入	313,370.91	243,651.68	360,695.76
利息净收入	122,080.42	118,917.11	121,910.21
投资收益	-8,206.49	34,780.95	37,743.75
其他业务收入	634.70	1,666.22	1,844.46
汇兑收益	-995.33	-38.26	-689.44
公允价值变动净收益	-1,679.38	2,125.77	-8,866.79
合计	425,204.84	401,103.47	512,637.95
营业税金及附加	19,587.02	17,410.95	29,072.08
业务及管理费	195,545.74	201,574.62	251,400.84
资产减值损失	-633.96	5,796.40	4,874.65
其他业务成本	1258.29	1640.56	425.36
合计	215,757.10	226,422.53	285,772.93

上述各类业务在营业收入中所占比例见下表：

各年营业收入占总收入比例（%）一览表

科目	2011年	2012年	2013年
手续费及佣金净收入	73.70%	60.75%	70.36%
利息净收入	28.71%	29.65%	23.78%
投资收益	-1.93%	8.67%	7.36%
其他业务收入	0.15%	0.42%	0.36%
汇兑收益	-0.23%	-0.01%	-0.13%
公允价值变动净收益	-0.39%	0.53%	-1.73%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

从上表中可以看出，手续费及佣金净收入在整个收入中所占比例最大，其次为利息净收入和投资收益。其余业务如：公允价值变动净收益和汇兑收益由于为时点按公允价值调整的数据，不涉及现金流，故不予预测。

1. 手续费及佣金净收入

手续费及佣金净收入=手续费及佣金收入-手续费及佣金支出

手续费及佣金收入包括代理买卖证券业务收入、证券承销与保荐业务收入、投资咨询业务收入、受托客户资产管理业务收入。

(1) 佣金及手续费收入类型、对应业务及经营模式如下：

序号	佣金及手续费收入类型	对应业务	经营模式
1	代理买卖证券业务收入	经纪业务	通过服务个人和机构客户，代理其在证券市场进行证券交易以收取手续费、利差、投资咨询费和销售提成
2	证券承销与保荐业务收入	投行业务	保荐并承销企业的股票或债券等其他融资产品，收取承销费、保荐费、财务顾问费
3	投资咨询业务收入	经纪业务	咨询顾问、研究报告费
4	受托客户资产管理业务收入	资产管理业务	以回报率为目标，为理财客户进行资产管理、配置和投资，收取管理费和一定比例业务提成

(2) 各类业务经营情况分析

① 经纪业务：截止评估基准日申银万国拥有资金账户客户 251.16 万名，其中个人客户 250.01 万、机构客户 1.1487 万，证券账户客户 423.1283 万户，其中个人客户 421.7436 万、机构客户 1.386147 万。申银万国经纪业务拥有代理买卖证券交易、融资融券业务、IB 业务、基金代销券、ETF 一级交易商资格、代办系统主办券商业务资格，是国内大型综合证券公司之一。申银万国的交易平台可支持沪深交易所 8,000 亿元的交易量，支持 600 万客户、日成交 400 万笔和峰值每秒 2,000 笔的交易，支持所有营业部通买通卖和 7×24 小时服务；申银万国神网 E 通网上交易支持行情及委托联动，界面可任意缩放；支持“闪电下单”功能；支持鼠标及鼠标滚轮操作；支持预设买卖价格和数量模板；支持独立的场外开放式基金模块；神通手机证券可全面提高行情和委托速度，具有快速买卖和银证转帐功能；提供证券投资重要资讯和公司研究报告摘要及股票推荐。神通手机证券还有基金行情、基金资讯、基金公司介绍和基金评级参考等内容，并有港股延时行情，外汇牌价，期货报价及全球主要市场股指等信息。

申银万国目前有上海证券交易所 level-1 和 level-2 十档高速行情等全部行情；深圳证券交易所全部行情；代办股份转让系统和股份转让系统行情；各类开放式基金行情；以及港股、商品期货、外汇牌价、黄金牌价、全球各主要市场股票行情等。

申银万国研究所是国内最早成立的证券研究机构，依靠强大的研究实力和高质量的系列证券研究产品，可以为投资者提供全面、专业、客观、及时的投资咨询服务。在业内权威的《新财富》最佳分析师评选活动中，申万研究所 2009 年至 2012 年连续四年获得《新财富》“最具影响力研究机构”第 1 名，2009 年至 2012 年连续四年获得基金分仓第 1 名，体现了公司在研究服务、基金销售实力、国际化销售机构平台等领域的综合实力。

申银万国客户服务中心拥有 1,260 线和 40 个人工坐席的规模，集交易、咨询为一体，日均可支持 50 万次自助电话访问和 5,000 次人工服务，可为客户提供交易、银证转账、账户查询、业务咨询和信息咨

询等全方位的证券服务。

申银万国可为客户提供差异化、个性化和专业化的系列产品服务。公司是全国首批开放式基金代销券商、LOF 主交易商和 ETF 参与券商。代销基金产品数量和累计销售金额持续多年名列行业前茅。

申银万国与国内主要商业银行均建立了客户交易结算资金第三方存管业务合作关系，投资者可以通过银行柜台、电话银行、网上银行、自助终端以及申银万国证券网上交易系统、电话委托系统和自助终端等多种方式完成银行账户和证券公司资金账户之间的资金转账。

影响申银万国证券经纪业务收入的主要因素为我国证券市场总成交量的变化、申银万国市场份额的变化以及申银万国手续费率的变化。近年来，受我国证券市场剧烈波动的影响，申银万国的证券经纪业务收入总体呈下降趋势。同时，申银万国的证券经纪业务一直处于行业前列。根据中国证券业协会公布的排名，申银万国的代理买卖证券业务净收入 2013 年排名位于行业的第 8 名。

下表列示了 2011 年-2013 年证券经纪业务交易金额和申银万国市场份额按交易品种划分的情况：

金额单位：亿元

类型	2013 年		2012 年		2011 年	
	交易金额	市场份额	交易金额	市场份额	交易金额	市场份额
股票	468,071	4.15%	26,814	4.26%	32,783	3.89%
权证*		-		-	86	2.46%
基金	12,906	6.30%	1,088	6.69%	727	11.42%
债券	680,792	5.04%	2,831	14.27%	27,885	12.89%

数据来源：wind

在不利的市场环境下，申银万国适时把握融资融券业务推出的市场机会，大力推动申银万国证券经纪业务的创新发展。融资融券业务收入对平滑证券经纪业务收入波动的作用愈加显著，逐步成为申银万国收入和利润的重要来源之一。同时，申银万国融资融券业务自开展以来融资融券余额逐年上升。

② 投行业务：

投资银行业务主要包括股票承销业务、债券承销业务、场外市场业务及收购兼并业务。

申银万国股权融资和债权融资所涉及的客户类型、证券市场、金

融产品及服务和监管部门如下：

业务线	客户类型	证券市场	金融产品及服务
股权融资	上市公司和非上市公司	上海证券交易所 深圳证券交易所 代办股份转让系统	股票（包括可转换公司债券）
债权融资	非金融业的上市公司	上海证券交易所 深圳证券交易所	公司债券
	非上市公司中小微企业	上海证券交易所 深圳证券交易所	中小企业私募债
	非金融业的非上市公司	银行间债券市场	企业债券
	金融机构（包括保险公司、 商业银行、财务公司等）	银行间债券市场	金融债券
财务顾问	上市公司和非上市公司	场内/场外及其他	咨询、并购重组和撮合交易等

A. 股权融资业务：申银万国股权融资业务自成立以来稳健发展。承销的股权融资产品主要包括首次公开发行的股票、上市公司配股和非公开发行的股票等。截至 2013 年 12 月 31 日，申银万国拥有 56 名保荐代表人，准保荐代表人 27 人。申银万国根据承销金额按一定比例收费。

历史三年申银万国股权融资主承销业务的承销次数、承销金额和承销收入的具体情况如下：

金额单位：人民币万元

项目		2011 年	2012 年	2013 年
首次发行	承销次数	7	1	0
	承销金额	249,655.67	2,780.50	-
非公开发行	承销次数	3	2	5
	承销金额	119,782.00	54,656.00	287,124.72
可转债	承销次数	1.00		
	承销金额	110,000.00		
	总承销次数	11	3	5
	总承销金额	479,437.67	57,436.50	287,124.72
合计	承销收入	11,279.84	302.78	4,677.56

- 1、数据来源：承销项目明细专项监管报表；
- 2、2012 年，作为定向增发分销商的爱建股份项目的承销金额在承销团协议中未约定。

B. 债券权融资业务：申银万国是国内最早从事债券承销业务的证券公司之一，拥有 30 多名专业领域覆盖法律、金融、财会、管理、经济、投资等诸多方面的人才。通过多年的积累，公司在债券承销业务领域拥有较为全面的业务资格和丰富的业务经验。目前，申银万国所拥有的业务资格包括企业（公司）债券主承销资格、中小企业私募债主承销资格、记账式国债和政策性银行金融债承销团成员资格、上

海证券交易所固定收益证券综合电子平台首批一级交易商、全国银行间同业拆借市场成员、中央国债登记结算有限公司中债收益率曲线估值特邀成员、中国国债协会常任理事会员以及中国银行间市场交易商协会理事单位等。

近年来，申银万国以债券承销业务为突破口，以央企等大型企业为主攻方向，狠抓项目开发和项目储备。在 2012 年中国铁路建设债券发行中，申银万国以 232.60 亿元的承销总额名列各承销商首位，创造了近年来单项债券承销业务的最好成绩。同时还承销了中石油债、国电电力可转债、上海城市建设债等多个大型项目，进一步巩固和提升了申银万国在大型债券承销项目的市场影响力。近 3 年申银万国债权融资业务的承销次数、承销金额、承销收入如下：

金额单位：人民币万元

项目		2011 年	2012 年	2013 年
主承销	承销次数	4	11	11
	承销金额	1,364,200.00	3,241,200.00	2,063,000.00
	承销收入	3,013.39	12,322.68	7,054.70
分销	承销次数	159	179	96
	承销金额	215,400.00	407,200.00	2,183,173.71
	承销收入	1,304.14	-178.80	135.08

C. 场外业务

场外市场业务包括：企业改制、推荐挂牌、定向增发、股份置换、资产重组、转板上市、股份确权、股票交易、信息披露监管、股票交易监管及新三板公司的股份确认、登记、托管和股东名册管理业务等。公司场外市场业务总部为场外市场业务一、二级市场客户提供全方位的服务，并在场外市场一、二级市场长期保持行业领先地位。从开展场外市场业务以来，申银万国开创了多项第一。如：2007 年 1 月 15 日，首批开展报价转让系统挂牌公司的定向增资工作，完成了北京中科软科技股份有限公司的定向增资；2009 年 8 月 11 日，首家开展股份报价转让公司转主板上市工作，成功保荐了股份报价转让系统挂牌公司——北京久其软件股份有限公司转主板上市等。

D 财务顾问：申银万国的财务顾问业务涉及并购、重组以及私募股权投资的撮合交易等。申银万国根据交易类型和金额，根据每个项目的具体情况收取顾问费用。

申银万国的财务顾问客户包括各类上市和非上市公司，如国电电力发展股份有限公司、上海仪电电子集团有限公司、重庆秦川实业集团股份有限公司、森隆药业有限公司、中国石化上海石油化工股份有限公司等。

申银万国在设计并购方案、把握市场机会、创新交易方式、开展估值定价及控制项目风险等方面具备丰富经验。

③投资咨询：主要包括对产品定期服务收入、企业客户投资咨询服务收入、投资咨询报告收入等。

④资产管理业务：

申银万国目前的资产管理业务包括：集合资产管理业务和定向资产管理业务。

集合资产管理业务，即证券公司设立集合资产管理计划，与客户签订集合资产管理合同，将客户资产交由具有客户交易结算资金法人存管业务资格的商业银行或者中国证监会认可的其他机构进行托管，通过专门账户为客户提供资产管理服务。定向资产管理业务，即证券公司与客户签订定向资产管理合同，接受单一客户委托，通过该客户的账户，为客户提供资产管理服务。

申银万国资产管理业务在行业内率先转型，从传统的基金式业务转型向通道式和自主管理并重的模式发展。通过丰富主动管理产品线，加强与固收、机构、投资交易、柜台交易等业务的协同，积极稳健开展银证合作定向资管类业务，构建了大资管业务平台，公司资产管理业务快速发展，处于行业领先地位。

2011年-2013年，申银万国资产管理业务收入分别为 5,462.66 万元、12,632.91 和 35,483.09 万元，占申银万国营业收入的比例分别为 1.29%、3.16%和 6.93%。2011-2013 年的业绩排名见下表：

年度	受托客户资产管理业务净收入	
	金额（亿元）	排名
2011 年	0.55	第 15 名
2012 年	1.26	第 3 名
2013 年	3.55	第 4 名

数据来源：中国证券业协会网站、申银万国

截至 2013 年 12 月 31 日，申银万国开发了 46 支集合理财计划产

品。目前申银万国所收取的管理费约为该等计划管理资产净值的0.12%到1.20%之间。

资产管理业务规模在2013年达到2,422.26亿元,2013年的资产管理收入达到35,483.09万元,目前,申银万国形成了覆盖境内外,融资类、投资类、服务类及咨询类不同业务属性,涵盖现金类、固定收益类、权益类、衍生类及另类投资产品在内不同期限的产品线系列。

(3)历史年度数据情况

①代理买卖证券业务收入

A.代理买卖证券业务收入历史数据及影响参数

金额单位:人民币万元

类别	项目	2011年	2012年	2013年
股票、基金手续费净收入	市场股基成交量(单边)	4,280,150,860.47	3,227,068,800.00	4,809,775,486.81
	交易额(双边)	281,037,975.64	209,784,005.40	329,609,434.31
	股基市场占有率	3.2830%	3.2504%	3.4265%
	股票基金佣金率	0.1081%	0.0948%	0.0800%
	收入	303,912.78	198,819.47	263,725.29
债券手续费收入	债券市场成交额(包括债券、债券回购)	2,161,727,051.40	4,031,062,454.84	6,807,922,503.67
	交易额	100,728,660.54	176,639,116.12	277,866,720.06
	债券市场占有率	2.3298%	2.1910%	2.0408%
	债券佣金率	0.0010%	0.0013%	0.0024%
	收入	1,036.47	2,223.91	4,322.11
权证手续费收入	收入	865.22	48.52	0.00
手续费及佣金支出	支出	47,723.75	43,171.62	37,603.83
股基、债券、权证手续费净收入	净收入	258,090.74	157,920.28	230,443.57
席位佣金净收入	基金分仓交易量(万元)	38,240,000.00	30,870,000.00	35,707,350.16
	收入	32,299.27	31,382.62	32,239.19
	支出	1.83	0.00	0.00
	净收入	32,297.45	31,382.62	32,239.19
代理销售金融产品收入	金融产品代销总额	0.00	18,019,662.67	24,263,111.89
	收入	2,948.19	2,463.57	3,801.77
融资融券代理买卖证券收入	收入	9,953.83	22,648.78	50,885.56
	支出	0.00	0.00	8,632.56
	净收入	9,953.83	22,648.78	42,253.00
其他证券	收入	2,545.29	6,227.41	5,561.05
其他证券	支出	12,202.70	73.78	144.72
资金三方存管费		6,201.90	4,131.87	4,032.46
代理买卖证券收入	合计	287,430.90	216,437.02	310,121.39

B.代理买卖证券业务收入未来预测

根据经纪业务的佣金及手续费收入对应的业务线条、盈利模式、影响参数及申银万国历史年度相关数据结合资本市场具体情况进行预测(其中权证2012年基本停止交易)。具体预测数据详见下列预测表:

金额单位:人民币万元

类别	项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
股票、基金手续费净收入	市场股基成交量(单边)	4,959,584,000.00	5,420,116,800.00	5,901,904,960.00	6,383,693,120.00	6,865,481,280.00
	交易额(双边)	347,567,646.72	379,841,785.34	413,605,499.60	447,369,213.85	481,132,928.10

申银万国证券股份有限公司资产重组项目资产评估说明

	股票市场占有率	3.5040%	3.5040%	3.5040%	3.5040%	3.5040%
	股票基金佣金率	0.0796%	0.0732%	0.0696%	0.0675%	0.0661%
	收入	276,663.85	278,165.74	287,747.00	301,899.46	318,190.63
债券手续费收入	债券市场成交额（包括债券、债券回购）	7,215,302,367.05	9,373,323,804.10	12,177,109,354.00	15,819,977,671.03	18,996,803,816.69
	交易额	266,818,197.09	346,620,727.86	450,303,285.76	585,014,695.93	702,492,104.57
	债券市场占有率	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
	债券佣金率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	收入	4,788.12	8,168.83	10,612.32	13,787.07	16,555.67
权证手续费收入	收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
手续费及佣金支出	支出	45,878.93	59,179.35	64,439.74	69,700.12	74,960.51
股基、债券、权证 手续费净收入	净收入	235,573.04	227,155.22	233,919.58	245,986.41	259,785.79
席位佣金净收入	基金分仓交易量(万元)	42,612,858.00	43,975,920.44	47,884,891.15	51,793,861.86	55,702,832.56
	服务费率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	手续费支出率	5,037,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	收入	30,294.93	31,521.24	34,527.30	37,606.85	40,774.61
	支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净收入	30,294.93	31,521.24	34,527.30	37,606.85	40,774.61	
代理销售金融产品 收入	金融产品代销总额	35,181,512.24	52,772,268.35	79,158,402.53	118,737,603.80	178,106,405.69
	代销费率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	增长率	0.45	0.50	0.50	0.50	0.50
	收入	4,000.00	7,043.17	10,564.76	15,847.13	23,770.70
融资融券代理买卖 证券收入	收入	52,055.36	56,349.33	58,242.55	70,453.20	87,798.74
	支出	9,263.27	10,185.54	11,429.10	13,825.23	17,229.00
	净收入	42,792.09	46,163.79	46,813.45	56,627.97	70,569.74
其他证券	收入	6,201.14	7,601.54	8,277.23	8,952.93	9,628.62
其他证券	支出	156.51	170.98	186.18	201.37	216.57
资金三方存管费	收入	4,663.36	5,096.39	5,549.40	6,002.42	6,455.43
经纪业务净收入	合计	314,041.33	314,217.59	328,366.74	358,817.50	397,857.46

金额单位：人民币万元

类别	项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
股票、基金手续费 净收入	市场股基成交量(单边)	7,552,029,408.00	8,307,232,348.80	8,971,810,936.70	9,689,555,811.64	10,270,929,160.34
	交易额(双边)	529,246,220.91	582,170,843.00	628,744,510.44	679,044,071.28	719,786,715.56
	股票市场占有率	3.5040%	3.5040%	3.5040%	3.5040%	3.5040%
	股票基金佣金率	0.0648%	0.0635%	0.0622%	0.0610%	0.0598%
	收入	343,009.50	369,764.24	391,358.48	414,213.81	430,285.31
债券手续费收入	债券市场成交额（包括债券、债券回购）	22,796,164,580.03	27,355,397,496.04	31,458,707,120.44	34,604,577,832.48	36,334,806,724.11
	交易额	842,990,525.48	1,011,588,630.58	1,163,326,925.17	1,279,659,617.68	1,343,642,598.57
	债券市场占有率	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
	债券佣金率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	收入	19,866.80	23,840.16	27,416.19	30,157.80	31,665.69
权证手续费收入	收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
手续费及佣金支出	支出	82,456.56	90,702.22	97,958.39	105,795.07	112,142.77
股基、债券、权证 手续费净收入	净收入	280,419.74	302,902.18	320,816.27	338,576.55	349,808.23
席位佣金净收入	基金分仓交易量(万元)	61,273,115.82	67,400,427.40	72,792,461.59	78,615,858.52	83,332,810.03
	服务费率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	手续费支出率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	收入	45,169.59	50,067.57	54,621.65	59,649.79	64,150.55
	支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净收入	45,169.59	50,067.57	54,621.65	59,649.79	64,150.55	
代理销售金融产品 收入	金融产品代销总额	249,348,967.97	324,153,658.36	388,984,390.03	427,882,829.04	449,276,970.49
	代销费率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	增长率	0.40	0.30	0.20	0.10	0.05
	收入	33,278.98	43,262.68	51,915.21	57,106.73	59,962.07
融资融券代理买卖 证券收入	收入	97,901.73	112,543.33	125,738.42	139,192.72	150,543.39
	支出	19,211.54	22,084.70	24,674.01	27,314.19	29,541.56
	净收入	78,690.19	90,458.63	101,064.41	111,878.53	121,001.83
其他证券	收入	10,591.48	11,650.63	12,582.68	13,589.29	14,404.65
其他证券	支出	238.23	262.05	283.02	305.66	324.00
资金三方存管费	收入	7,100.97	7,811.07	8,435.95	9,110.83	9,657.48
经纪业务净收入	合计	440,810.78	490,268.57	532,281.25	571,384.40	599,345.85

② 证券承销与保荐业务收入及财务顾问业务收入

A. 证券承销与保荐业务收入及财务顾问业务收入历史数据及影响参数

金额单位：人民币万元

类别	项目	2011年	2012年	2013年
股票承销业务收入	项目数量(个)	11	3	5
	主承销金额	473,643.00	54,656.00	287,124.72
	主承销费率	2.78%	3.11%	0.00%
	股票主承销业务收入小计	13,183.50	1,700.00	5,309.74
	分销业务收入	28.70	20.00	
	股票主承销业务收入合计	13,212.20	1,720.00	5,309.74
	支出	1,932.36	1,417.22	632.17

股票承销业务净收入	净收入	11,279.84	302.78	4,677.56
	主承销金额	1,364,200	3,241,200	2,063,000
	分销金额	215,400	407,200	2,183,174
	主承销费率	0.22%	0.38%	0.34%
	分承销费率	0.61%	-0.04%	0.01%
	主承销业务收入	3,013.39	12,322.68	7,054.70
	分销业务收入	1,304.14	-178.80	135.08
	债券承销业务收入合计	4,317.53	12,143.88	7,189.78
债券承销业务支出	支出	793.58	3,890.04	5,125.94
债券承销业务净收入	净收入	3,523.94	8,253.84	2,063.85
证券承销业务净收入	项目数量(个)	32.00	44.00	16.00
	净收入合计	14,803.79	8,556.63	6,741.41
场外市场业务收入	场外收入	0.00	750.00	1,200.00
	场外市场项目数	57.00	44.00	25.00
	场外市场(收入/单)	0.00	17.05	48.00
财务顾问收入	净收入	5,391.27	4,744.64	5,423.34
合计	证券及财务顾问收入合计	20,195.05	14,051.26	13,364.75

B. 证券承销与保荐业务收入及财务顾问业务收入未来预测

《国家“十二五”规划纲要》明确提出，“大力发展金融市场，继续鼓励金融创新，显著提高直接融资比重；加快发展场外交易市场，积极发展债券市场，稳步推进资产证券化”。随着中国经济结构调整和产业升级不断深化，证券行业迎来历史性发展机遇。一是过去以新增贷款刺激增长方式难以持续，以银行为主导的间接融资规模占比过高，未来金融市场中直接融资规模占比将逐步扩大，特别是债权融资占比将在未来几年得到大幅提升，证券公司投资银行、固定收益、资产证券化等业务发展空间巨大；二是广大中小企业，尤其是科技型中小企业融资需求广泛、多样，全国性场外市场的快速发展和多层次资本市场的逐步构建将进一步促进证券行业与实体经济紧密融合，证券公司将利用其研究定价、产品设计等专业服务能力为各类企业客户提供个性化的综合金融服务方案；三是伴随经济结构调整和产业升级的不断演进，大量企业将通过资产重组、兼并收购或海外扩张来获得进一步发展动力，而具有卓越专业能力的证券公司将在财务顾问、资本中介等方面扮演重要角色；四是民间资本与居民储蓄的规模逐步壮大和民间投资与理财需求的日益旺盛将促使证券公司从过去单纯地提供股票交易的通道模式向综合金融理财与销售的模式逐步转型。

在对未来整个证券市场行情看好的情况下，企业融资速度将加快，股票、债券承销业务将有良好的发展前景。根据目前申银万国股票、债券承销项目的开展情况及股市融资潜力的分析，及其他定向增

发、再融资项目、债券发行项目等，依据承销协议、项目实施进度、项目储备量等指标对未来年度承销收入进行预测。

财务顾问收入根据合同金额及预计完成程度、业务发展计划等预测。

证券承销与保荐业务收入及财务顾问业务收入具体预测数据详见下列预测表：

金额单位：人民币万元

类别	项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
股票承销业务收入	项目数量（个）	8	12	18	27	30
	主承销金额	575,140.00	862,710.00	1,294,065.00	1,941,097.50	2,135,207.25
	主承销费率	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
	股票主承销业务收入小计	20,129.90	30,194.85	45,292.28	67,938.41	74,732.25
	分销业务收入					
	承销光大银行股票发行净收入					
	股票主承销业务收入合计	20,129.90	30,194.85	45,292.28	67,938.41	74,732.25
股票承销业务净收入	支出	4,629.88	6,944.82	10,417.22	15,625.83	17,188.42
	净收入	15,500.02	23,250.03	34,875.06	52,312.58	57,543.83
债券承销业务收入	主承销金额	2,700,000	2,970,000	4,455,000	6,682,500	7,350,750
	分销金额	2,183,174	2,292,332	3,438,499	5,157,748	6,189,297
	主承销费率	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
	分承销费率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
	主承销业务收入	13,500.00	14,850.00	22,275.00	33,412.50	36,753.75
	分销业务收入	135.08	141.84	212.76	319.13	382.96
	债券承销业务收入合计	13,635.08	14,991.84	22,487.76	33,731.63	37,136.71
债券承销业务支出	支出	4,635.04	4,997.28	7,495.92	11,243.88	12,378.90
债券承销业务净收入	净收入	9,000.05	9,994.56	14,991.84	22,487.76	24,757.81
证券承销业务净收入	项目数量（个）	23.00	32.00	43.00	57.00	64.70
	净收入合计	24,500.07	33,244.59	49,866.89	74,800.33	82,301.64
场外市场业务收入	场外收入	4,000.00	4,950.00	6,100.00	7,370.00	8,880.00
	场外市场项目数	50.00	55.00	61.00	67.00	74.00
	场外市场（收入/单）	80.00	90.00	100.00	110.00	120.00
财务顾问收入	净收入	4,500.00	6,750.00	10,125.00	12,150.00	12,150.00
合计	证券及财务顾问收入合计	33,000.07	44,944.59	66,091.89	94,320.33	103,331.64

金额单位：人民币万元

类别	项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
股票承销业务收入	项目数量（个）	33	36	40	43	48
	主承销金额	2,348,727.98	2,583,600.77	2,841,960.85	3,126,156.93	3,438,772.63
	主承销费率	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
	股票主承销业务收入小计	82,205.48	90,426.03	99,468.63	109,415.49	120,357.04
	分销业务收入					
	承销光大银行股票发行净收入					
	股票主承销业务收入合计	82,205.48	90,426.03	99,468.63	109,415.49	120,357.04
股票承销业务净收入	支出	18,907.26	20,797.99	22,877.78	25,165.56	27,682.12
	净收入	63,298.22	69,628.04	76,590.85	84,249.93	92,674.92
债券承销业务收入	主承销金额	7,350,750	7,350,750	7,350,750	7,350,750	7,350,750
	分销金额	7,427,157	8,912,588	10,695,106	12,834,127	15,400,953
	主承销费率	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
	分承销费率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
	主承销业务收入	36,753.75	36,753.75	36,753.75	36,753.75	36,753.75
	分销业务收入	459.55	551.46	661.76	794.11	952.93
	债券承销业务收入合计	37,213.30	37,305.21	37,415.51	37,547.86	37,706.68
债券承销业务支出	支出	12,404.43	12,435.07	12,471.84	12,515.95	12,568.89
债券承销业务净收入	净收入	24,808.87	24,870.14	24,943.67	25,031.91	25,137.79
证券承销业务净收入	项目数量（个）	68.67	72.94	77.53	82.48	87.83
	净收入合计	88,107.09	94,498.19	101,534.52	109,281.83	117,812.71

场外市场业务收入	场外收入	9,801.00	10,858.00	12,054.00	13,392.00	14,875.00
	场外市场项目数	81.00	89.00	98.00	108.00	119.00
	场外市场（收入/单）	121.00	122.00	123.00	124.00	125.00
财务顾问收入	净收入	12,150.00	12,150.00	12,150.00	12,150.00	12,150.00
合计	证券及财务顾问收入合计	110,058.09	117,506.19	125,738.52	134,823.83	144,837.71

③受托客户资产管理业务收入

A.受托客户资产管理业务收入历史数据及影响参数

金额单位：人民币万元

类别	项目	2011年	2012年	2013年
集合资产管理	集合资产管理规模（万元）	188,288.09	362,606.26	734,542.85
	集合资产管理收入	1,718.97	1,115.99	8,423.10
	集合资产管理费率	0.91%	0.31%	1.15%
定向资产管理	定向资产管理期末规模（万元）	1,622,420.87	8,311,503.84	23,488,082.03
	定向资产管理平均规模（万元）	829,682.44	4,966,962.36	21,621,396.42
	定向资产管理收入	3,958.37	11,516.92	27,059.99
	定向资产管理费率	0.244%	0.139%	0.115%
合计	受托管理资产收入	5,677.33	12,632.91	35,483.09

B.受托客户资产管理业务收入未来预测

申银万国证券将资产管理业务作为定位于推动公司各项业务转型的重点发展业务。未来三年的资产管理业务的发展要实现两大战略目标：一是充分发挥综合类券商的优势建立大资产管理平台，二是要打造满足各类客户需求的“一站式”的产品体系。未来年度预测主要是结合申银万国历史年度相关数据及资本市场具体情况进行预测，具体数据详见下列预测表。

金额单位：人民币万元

类别	项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
集合资产管理	集合资产管理规模（万元）	2,358,885.04	2,574,885.04	2,826,885.04	3,078,885.04	3,258,885.04
	集合资产管理收入	23,600.00	25,490.00	27,990.00	30,180.00	31,940.00
	集合资产管理费率	1.00%	0.99%	0.99%	0.98%	0.98%
定向资产管理	定向资产管理期末规模（万元）	45,040,740.65	56,300,925.81	70,376,157.26	87,970,196.58	109,962,745.72
	定向资产管理平均规模（万元）	34,373,196.81	50,670,833.23	63,338,541.54	79,173,176.92	98,966,471.15
	定向资产管理收入	20,750.00	30,280.00	37,480.00	46,380.00	57,390.00
	定向资产管理费率	0.060%	0.060%	0.059%	0.059%	0.058%
合计	受托管理资产收入	44,350.00	55,770.00	65,470.00	76,560.00	89,330.00

金额单位：人民币万元

类别	项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
集合资产管理	集合资产管理规模（万元）	3,474,885.04	3,726,885.04	4,014,885.04	4,302,885.04	4,590,885.04
	集合资产管理收入	33,720.00	36,160.00	38,570.00	41,330.00	43,660.00
	集合资产管理费率	0.97%	0.97%	0.96%	0.96%	0.95%
定向资产管理	定向资产管理期末规模（万元）	136,353,804.69	167,715,179.77	204,612,519.32	247,581,148.38	297,097,378.06
	定向资产管理平均规模（万元）	123,158,275.21	152,034,492.23	186,163,849.55	226,096,833.85	272,339,263.22
	定向资产管理收入	70,710.00	86,410.00	104,750.00	125,950.00	150,190.00
	定向资产管理费率	0.057%	0.057%	0.056%	0.056%	0.055%
合计	受托管理资产收入	104,430.00	122,570.00	143,320.00	167,280.00	193,850.00

2. 利息净收入

(1)利息收入、支出类型、对应业务及经营模式如下:

序号	利息收入类型	对应业务	经营模式
1	1、存放金融同业利息收入		
2	① 客户资金存款及备付金利息收入	经纪业务	通过服务个人和机构客户，代理其在证券市场进行证券交易以收取手续费、利差、投资咨询费和销售提成
3	② 公司自有资金利息收入		
4	③ 存出保证金利息收入		
5	④ 其他利息收入		
6	2、买入返售金融资产利息收入	自营业务	公司按返售协议约定先买入再按固定价格返售证券等金融资产，对所融出的资金计取利息收益
7	3、融资融券利息收入	经纪业务	公司向有意为购买证券而筹资的经纪客户提供证券质押融资，和向经纪客户借出公司持有的证券，收取利息和佣金
	利息支出类型		
1	1、客户资金存款利息支出	经纪业务	
2	2、卖出回购金融资产利息支出	自营业务	
3	3、公司负债利息支出		
4	4、应付债券利息支出		发行的短期融资券和长期债券

(2)历史年度数据情况及影响参数

金额单位：人民币万元

类别	项目	2011年	2012年	2013年
货币资金及结算备付金	自有资金	362,559.46	298,131.44	262,186.78
	客户资金	2,878,165.51	2,545,766.73	2,139,799.30
	结算备付金-客户资金期末余额	260,822.65	216,613.08	303,461.81
	自有资金期间日均余额	312,373.12	330,345.45	285,758.19
	客户资金期间日均余额	3,674,525.08	2,950,683.99	2,484,604.29
	客户资金占股基交易额比例	1.02%	1.21%	0.65%
	结算备付金占股基交易额比例	0.09%	0.10%	0.09%
利率%	同业利率(自有资金)	6.24%	4.47%	0.00%
	同业利率(客户资金)	3.01%	2.84%	0.00%
利息收入	客户资金利息收入	96,502.31	80,357.62	70138.73
	公司自有利息收入	33,442.02	18,100.93	9251.49
	买入返售资产利息收入	988.30	180.58	9920.13
	存出保证金利息收入			372.17
	融资融券利息收入	15,391.50	38,679.34	94905.95
	其他利息收入	6.50	104.91	482.24
	合计	146,330.63	137,423.39	185,070.71
利息支出	客户保证金利息支出	22,172.47	15,248.76	12,871.56
	借款利息支出	-	-	207.19
	应付债券利息支出	-	-	27,456.14
	拆入资金利息支出	17.09	2.96	417.56
	卖出回购资产利息支出	1,966.02	1,757.87	14,073.72
	转融通借款利息支出	-	1,380.81	8,062.85
	其他利息支出	94.62	115.89	71.49
合计	24,250.20	18,506.28	63,160.50	
	利息收支净额	122,080.42	118,917.11	121,910.21

(3)利息收入支出预测思路

参照上述列表的逻辑关系，根据利息收入支出对应的业务线条、盈利模式、影响参数及申银万国历史年度相关数据结合资本市场具体情况预测，其中对于其他利息支出项主要为长期应付款计提的利息，基准日长期应付款已做为非经营负债，故未进行预测；由于转融通借款成本过高，申银万国已通过发债和同业拆借解决借款渠道，未来不再预测。具体预测数据详见下列预测表。

金额单位：人民币万元

类别	项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
货币资金及结算备付金	自有资金	496,795.20	200,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00
	客户资金	2,259,189.70	2,468,971.60	2,688,435.75	2,907,899.89	3,127,364.03
	结算备付金-客户资金期末余额	358,881.98	392,206.74	427,069.56	461,932.38	496,795.20
	自有资金期间日均余额	200,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00
	客户资金期间日均余额	2,714,000.00	2,364,080.65	2,578,703.68	2,798,167.82	3,017,631.96
	客户资金占股基交易额比例	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%
	结算备付金占股基交易额比例	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
利率%	同业利率(自有资金)	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
	同业利率(客户资金)	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
利息收入	客户资金利息收入	67,155.83	59,102.02	64,467.59	69,954.20	75,440.80
	公司自有利息收入	8,000.00	8,000.00	8,000.00	8,000.00	8,000.00
	买入返售资产利息收入	19,150.00	19,150.00	19,150.00	19,150.00	19,150.00
	存出保证金利息收入	694.17	770.96	839.49	908.02	976.55
	融资融券利息收入	137,600.00	187,308.00	223,376.40	264,234.31	305,615.14
	其他利息收入	-	-	-	-	-
	合计	232,600.00	274,330.98	315,833.48	362,246.53	409,182.49
利息支出	客户保证金利息支出	9,499.00	8,274.28	9,025.46	9,793.59	10,561.71
	借款利息支出	-	-	-	-	-
	应付债券利息支出	55,950.30	55,950.30	55,950.30	55,950.30	55,950.30
	拆入资金利息支出	-	6,933.57	6,940.62	22,969.98	30,407.45
	卖出回购资产利息支出	73,350.00	66,105.00	75,797.60	87,196.37	92,731.55
	转融通借款利息支出	-	-	-	-	-
	其他利息支出	-	-	-	-	-
合计	138,799.30	137,263.15	147,713.98	175,910.24	189,651.01	
利息收支净额		93,800.70	137,067.83	168,119.50	186,336.29	219,531.48

金额单位：人民币万元

类别	项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
货币资金及结算备付金	自有资金	200,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00
	客户资金	3,440,100.44	3,784,110.48	4,086,839.32	4,413,786.46	4,678,613.65
	结算备付金-客户资金期末余额	546,474.72	601,122.20	649,211.97	701,148.93	743,217.87
	自有资金期间日均余额	200,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00
	客户资金期间日均余额	3,283,732.23	3,612,105.46	3,935,474.90	4,250,312.89	4,546,200.06
	客户资金占股基交易额比例	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%
	结算备付金占股基交易额比例	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
利率%	同业利率(自有资金)	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
	同业利率(客户资金)	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
利息收入	客户资金利息收入	82,093.31	90,302.64	98,386.87	106,257.82	113,655.00
	公司自有利息收入	8,000.00	8,000.00	8,000.00	8,000.00	8,000.00
	买入返售资产利息收入	19,150.00	19,150.00	19,150.00	19,150.00	19,150.00
	存出保证金利息收入	1,074.20	1,181.62	1,276.15	1,378.24	1,460.94
	融资融券利息收入	349,566.84	395,418.51	437,725.89	475,177.07	504,078.77
	其他利息收入	-	-	-	-	-
	合计	459,884.35	514,052.77	564,538.91	609,963.13	646,344.71
利息支出	客户保证金利息支出	11,493.06	12,642.37	13,774.16	14,876.10	15,911.70
	借款利息支出	-	-	-	-	-

	应付债券利息支出	55,950.30	55,950.30	55,950.30	55,950.30	55,950.30
	拆入资金利息支出	34,737.30	34,396.01	29,954.15	16,988.77	23,420.18
	卖出回购资产利息支出	107,253.97	128,704.77	154,445.72	185,334.87	202,183.49
	转融通借款利息支出	-	-	-	-	-
	其他利息支出	-	-	-	-	-
	合计	209,434.64	231,693.45	254,124.33	273,150.04	297,465.67
	利息收支净额	250,449.71	282,359.32	310,414.58	336,813.10	348,879.03

3. 投资收益

(1) 投资收益类型、对应业务及经营模式如下:

投资收益类型	对应业务	经营模式
1、持有及处置可供出售金融资产的净投资收益	自营业务	
2、持有及处置交易性金融资产的净投资收益		
① 证券投资部门净投资收益	自营业务-股票投资业务	自行在股票二级市场进行证券交易以赚取交易差价
② 债券投资部门净投资收益	自营业务-债券投资业务	
3、持有及处置衍生品的净投资收益	自营业务-衍生品投资	套期保值交易
4、资产管理产品净投资收益	资产管理业务	对管理的资产产品投入一定比例的自有资金
5、子公司投资收益	长期股权投资	

(2) 经营情况

证券公司属于高风险的资金密集型行业，自营业务是证券公司各项业务中的高风险、高收益业务。申银万国自营业务主要涉及股票市场、债券市场、基金市场以及金融衍生品投资等。申银万国自营业务强调稳健经营和价值投资，致力于在严格控制风险的前提下获得盈利。申银万国根据资产、负债、损益和资本等情况确定自营业务的投资规模和风险限额并制定年度投资策略。公司全面及时的市场、行业和个别证券研究是自营业务的决策基础。

申银万国的自营业务正按照战略发展的要求，加紧实现向追求资产配置和绝对收益转型。大力推进买方业务转型发展，成立了资产配置委员会，加强对自有资金的集中管理、统一配置，积极运用股指期货等金融衍生工具，降低自营投资风险，提高业务回报；优化投资决策和管理的机制，积极转变投资理念，由追求中短期相对收益转变为追求中长期绝对收益。2013年，公司探索投资交易业务和资本中介业务并重的业务模式，自营业务开始向追求资产配置和绝对收益转型，并取得了成果。从2013年下半年以来，公司大量减少二级市场自营，严格控制二级市场权益类自营投资规模，重点投资定向增发、可转债、

类固定收益产品及固定收益产品。

(3)历史年度数据情况及影响参数

金额单位：人民币万元

项目	2011年	2012年	2013年
权益类证券投资规模	376,200.00	416,750.00	481,880.50
权益类证券投资收益率	-5.10%	0.04%	3.17%
权益类证券投资收益	-38,382.39	176.50	15,275.66
资产管理产品收益	0.00	0.00	0.00
固定收益投资规模	350,000.00	190,000.00	690,700.00
固定收益投资收益率	5.63%	10.20%	0.01
固定收益投资收益	30,175.90	34,604.45	13,537.90
其中：交易性金融资产-债券投资收益	19,694.84	19,379.24	5,561.19
持有至到期投资-债券投资收益	0.00	0.00	7,976.71
衍生工具投资收益	256.75	7,336.67	766.94
对子公司的投资收益	10,224.31	7,888.54	8,163.26
投资收益合计	-8,206.49	34,780.95	37,743.75

(4)投资净收益预测思路

参照上述列表的逻辑关系，根据各项投资收益对应的业务线条、盈利模式、影响参数及申银万国历史年度相关数据结合资本市场具体情况预测。对于其中的子公司投资收益，由于基准日已对子公司进行了整体评估，未来年度不再预测子公司投资收益。具体预测数据详见下列预测表：

金额单位：人民币万元

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
权益类证券投资规模	245,000.00	269,500.00	296,500.00	326,200.00	358,800.00
权益类证券投资收益率	7.51%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
权益类证券投资收益	18,399.50	21,560.00	23,720.00	26,096.00	28,704.00
资产管理产品收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定收益投资规模	776,750.00	815,590.00	856,370.00	899,190.00	944,150.00
固定收益投资收益率	6.90%	6.90%	6.90%	6.90%	6.90%
固定收益投资收益	53,595.75	54,935.73	57,682.62	60,566.82	63,595.23
其中：交易性金融资产-债券投资收益	53,595.75	54,935.73	57,682.62	60,566.82	63,595.23
持有至到期投资-债券投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
衍生工具投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
对子公司的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益合计	71,995.25	76,495.73	81,402.62	86,662.82	92,299.23

金额单位：人民币万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
权益类证券投资规模	394,700.00	434,200.00	477,600.00	525,400.00	577,900.00
权益类证券投资收益率	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
权益类证券投资收益	31,576.00	34,736.00	38,208.00	42,032.00	46,232.00

资产管理产品收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定收益投资规模	991,360.00	1,040,930.00	1,092,980.00	1,147,630.00	1,205,010.00
固定收益投资收益率	6.90%	6.90%	6.90%	6.90%	6.90%
固定收益投资收益	66,775.10	70,114.01	73,619.90	77,301.05	81,166.08
其中：交易性金融资产- 债券投资收益	66,775.10	70,114.01	73,619.90	77,301.05	81,166.08
持有至到期投资-债券 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
衍生工具投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
对子公司的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益合计	98,351.10	104,850.01	111,827.90	119,333.05	127,398.08

4.其他业务收入及支出预测

其他业务收入主要为房租收入、融资融券其他收入和代扣个税返还收入。房租收入来源于申银万国对子公司申万期货、申万投资的房产出租收入、杭州密渡桥路营业部等自有房产的出租，房屋大多位于较繁华路段，自有房产房租收入按合同约定租金预测；融资融券其他收入预测按历史年度并考虑一定的增长比例确定；代扣个税返还收入按历史年度占工资总额的一定比例确定。

其他业务支出主要为租赁房产的转租支出、房产税支出、代扣个人所得税支出、融资融券其他支出和客户服务支出，未来年度其他业务支出的预测主要包括转租支出、房产税支出、融资融券其他支出和代扣个人所得税支出。客户服务支出2012年已转入业务及管理费科目核算，未来年度不再预测。

根据上述方法与思路，其他业务收入的具体预测结果详见下列预测表：

金额单位：人民币万元

类别	项 目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
其他业务收入	资产出租和保管收入	4,000.00	4,200.00	4,410.00	4,630.50	4,630.50
	融资融券业务其他收入	15.00	15.00	16.50	18.15	18.15
	其他业务收入	985.00	754.01	822.47	899.49	981.68
	合计	5,000.00	4,969.01	5,248.97	5,548.14	5,630.33
其他业务成本	资产出租和保管支出	400.00	2,100.00	2,205.00	2,315.25	2,315.25
	融资融券业务其他支出	21.00	22.05	23.15	24.31	24.31
	其他业务支出	79.00	60.00	66.00	72.00	79.00
	客户服务支出					
	合计	500.00	2,182.05	2,294.15	2,411.56	2,418.56
其他业务收支合计	收支净值	4,500.00	2,786.96	2,954.81	3,136.58	3,211.77

金额单位：人民币万元

类别	项 目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
其他业务收入	资产出租和保管收入	4,630.50	4,630.50	4,630.50	4,630.50	4,630.50

	融资融券业务其他收入	18.15	18.15	18.15	18.15	18.15
	其他业务收入	1,066.32	1,158.30	1,246.87	1,335.99	1,413.11
	合计	5,714.97	5,806.95	5,895.52	5,984.64	6,061.76
其他业务成本	资产出租和保管支出	2,315.25	2,315.25	2,315.25	2,315.25	2,315.25
	融资融券业务其他支出	24.31	24.31	24.31	24.31	24.31
	其他业务支出	85.00	93.00	100.00	107.00	113.00
	客户服务支出					
	合计	2,424.56	2,432.56	2,439.56	2,446.56	2,452.56
其他业务收支合计	收支净值	3,290.41	3,374.39	3,455.96	3,538.08	3,609.20

5. 营业外收支的预测

申银万国2011年-2013年的营业外收入包括处置固定资产净收益、政府补助利得、罚没及赔款净利得和其他收入等，营业外支出包括处置固定资产净损失、赔偿违约支出、证券交易损失和其他支出等。

鉴于营业外收支具有很大的不确定性，故在未来年度不进行预测。

(二) 明确预测期营业支出的预测

1. 营业税金及附加

营业税金及附加核算内容包括申银万国应缴纳的营业税、城建税、教育费附加和其他税费，应税收入为上述预测的各项营业收入。

营业税按应纳税营业收入的5%计缴。城市维护建设税、教育费附加和地方教育费附加的按营业税税额的7%、3%和2%计算，其他税费按历史占营业税比例计算。

根据财税〔2006〕172号《财政部 国家税务总局关于证券投资基金有关营业税问题的通知》规定，准许证券公司上缴的证券投资基金保护基金从其营业税计税营业额中扣除。

本次预测按营业收入扣除投资者保护基金的收入为基数按上述比例进行预测，营业税金及附加的具体预测结果详见下列预测表：

金额单位：人民币万元

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
营业税	28,188.97	31,821.13	36,076.95	40,991.16	46,265.36
城市维护建设税	1,973.23	2,227.48	2,525.39	2,869.38	3,238.58
教育费附加	1,409.45	1,591.06	1,803.85	2,049.56	2,313.27
其他地方税费	281.89	318.21	360.77	409.91	462.65
营业税金及附加合计	31,853.54	35,957.88	40,766.96	46,320.01	52,279.86

金额单位：人民币万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营业税	51,919.23	57,882.25	63,445.22	68,949.41	73,295.51

城市维护建设税	3,634.35	4,051.76	4,441.17	4,826.46	5,130.69
教育费附加	2,595.96	2,894.11	3,172.26	3,447.47	3,664.78
其他地方税费	519.19	578.82	634.45	689.49	732.96
营业税金及附加合计	58,668.73	65,406.94	71,693.10	77,912.83	82,823.94

2.业务及管理费

主要分为三大类费用：固定费用、人工费用及其他变动费用。历史数据详见下表：

金额单位：人民币万元

序号	项 目	2011年	2012年	2013年
1	固定费用小计	13,704.02	14,349.76	13,969.91
2	人工费用小计	96,339.77	102,935.64	148,024.51
3	其他变动费用小计	85,501.96	84,289.21	89,406.42
	合 计	195,545.74	201,574.62	251,400.84

(1)固定费用

该项费用主要核算公司在运营中发生的相关费用。该类费用可主要分为折旧费、无形资产摊销、长期待摊费用摊销。针对这些费用的发生特点预测。

① 折旧费、无形资产摊销、长期待摊费用摊销

根据评估基准日的固定资产和综合折旧率预测折旧费，无形资产及长期待摊费用的摊销采用直线法摊销预测。固定资产主要由房屋、电子办公设备和车辆构成。固定资产的折旧是由两部分组成的，即a对基准日现有的固定资产(存量资产)按企业的会计计提折旧的方法(直线法)计提折旧；b.对基准日后新增的更新固定资产(办公设备)自购买日开始计提折旧。

年折旧额=固定资产原值×年折旧率

②无形资产主要主要根据企业会计政策，在受益期内采用年限法平均摊销。无形资产包括交易席位费和其他软件类无形资产，软件类无形资产为摊销期3-5年，交易席位费按10年摊销。

③长期待摊费用主要根据企业会计政策，在受益期内采用按年限法平均摊销。

(2)其他变动费用

其他变动性费用包括业务宣传费、业务招待费、差旅费、咨询费、邮电费、印刷费、公杂费、会议费、机动车辆运营费、维护修理费及劳务费、投资者保护基金、房租租赁费、广告费、水电费、财产保险

费、安全防卫费、电子设备运转费、审计费。其中部分费用与业务量比较相关，根据未来营业收入增长趋势进行预测；部分费用与业务量比较不直接相关，未来按一定的增值比例预测。

① 证券投资者保护基金是指按照由中国证监会、财政部、人民银行于2005年6月30日联合发布了《证券投资者保护基金管理办法》筹集形成的、在防范和处置证券公司风险中用于保护证券投资者利益的资金。所有在中国境内注册的证券公司，根据其风险控制等级按其营业收入的0.5-5%缴纳基金。2011年、2011年和2013年，申银万国分别按照营业收入的1%、0.5%和0.5%计提证券投资者保护基金。

中国证券投资者保护基金公司根据证券公司分类结果，于2010年和2012年下调了申银万国缴纳证券投资者保护基金的比例。本次评估预测年度根据证监会公告[2013]22号的规定比例，按照营业收入的0.5%计算证券投资者保护基金。

① 房屋租赁费

申银万国的上海总部、分公司、155家营业部除自有房产以外的办公场所、营业场所均为租赁经营，2013年的房屋租赁费大约1.6亿左右。未来年度的房屋租赁费的预测以2013年的房屋租赁费及2013年的租赁合同为基础，每年按5%上涨比例预测。

③ 交易所席位年费

交易所会员年费为上交所和上交所收取的会员年费，会员年费与经纪业务的交易额密切相关，未来年度预测是按未来年度经纪业务规模走势进行预测。

(3) 人力资源费用

人力资源包括工资、职工福利费、计提的各类保险费及住房公积金等。全部是围绕人力资源成本发生的费用。

职工工资中由于绩效工资的比重占绝对比重，通过历史年度的统计资料，其基本上与营业收入挂钩，根据未来营业收入的规模趋势综合一定增长比例进行预测。

职工福利费目前按规定是据实列支，而各类保险费及住房公积金由于各省规定计提的比例不同，未来主要根据历史年度占工资的平均

比例进行预测。

业务及管理费的预测具体见下列预测表：

金额单位：人民币万元

序号	项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
1	固定费用小计	15,718.41	16,514.51	16,701.73	18,131.41	20,030.17
2	人工费用小计	175,433.48	187,499.07	204,369.23	223,341.73	243,584.81
3	其他变动费用小计	112,029.17	118,855.26	126,318.71	134,148.86	142,050.81
	合 计	303,181.06	322,868.83	347,389.68	375,621.99	405,665.79

金额单位：人民币万元

序号	项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
1	固定费用小计	20,357.42	19,379.57	19,338.33	18,904.67	18,885.25
2	人工费用小计	264,432.57	287,082.69	308,899.46	330,857.68	349,879.53
3	其他变动费用小计	148,166.40	154,689.48	161,444.05	168,567.31	175,851.53
	合 计	432,956.39	461,151.74	489,681.83	518,329.66	544,616.31

(三)明确预测期净利润的预测

1.营业收入汇总

根据上述预测数据，营业收入汇总如下：

金额单位：人民币万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
手续费及佣金净收入	394,811.40	421,088.18	470,393.84	545,395.63	612,496.02
其中：代理买卖证券业务净收入	314,041.33	314,217.59	328,366.74	358,817.50	397,857.46
证券承销与保荐业务净收入	33,000.07	44,944.59	66,091.89	94,320.33	103,331.64
受托客户资产管理业务净收入	44,350.00	55,770.00	65,470.00	76,560.00	89,330.00
投资咨询业务净收入	3,420.00	6,156.00	10,465.20	15,697.80	21,976.92
其他					
利息净收入	93,800.70	137,067.83	168,119.50	186,336.29	219,531.48
净投资收益	71,995.25	76,495.73	81,402.62	86,662.82	92,299.23
公允价值变动净收益					
汇兑净收益					
收入总计	560,607.35	634,651.74	719,915.96	818,394.74	924,326.73
其他业务收入	5,000.00	4,969.01	5,248.97	5,548.14	5,630.33
营业收入总计	565,607.35	639,620.75	725,164.92	823,942.88	929,957.06
营业支出					
营业税金及附加	31,853.54	35,957.88	40,766.96	46,320.01	52,279.86
业务及管理费	303,181.06	322,868.83	347,389.68	375,621.99	405,665.79
资产减值损失（冲回以“-”号填列）					
其他业务成本	500.00	2,182.05	2,294.15	2,411.56	2,418.56
营业支出总计	335,534.60	361,008.76	390,450.79	424,353.56	460,364.21

金额单位：人民币万元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
手续费及佣金净收入	683,868.86	764,628.76	840,766.36	916,857.48	983,571.28
其中：代理买卖证券业务净收入	440,810.78	490,268.57	532,281.25	571,384.40	599,345.85
证券承销与保荐业务净收入	110,058.09	117,506.19	125,738.52	134,823.83	144,837.71
受托客户资产管理业务净收入	104,430.00	122,570.00	143,320.00	167,280.00	193,850.00
投资咨询业务净收入	28,570.00	34,284.00	39,426.59	43,369.25	45,537.72
其他					
利息净收入	250,449.71	282,359.32	310,414.58	336,813.10	348,879.03
净投资收益	98,351.10	104,850.01	111,827.90	119,333.05	127,398.08
公允价值变动净收益					
汇兑净收益					
收入总计	1,032,669.68	1,151,838.09	1,263,008.84	1,373,003.63	1,459,848.39
其他业务收入	5,714.97	5,806.95	5,895.52	5,984.64	6,061.76
营业收入总计	1,038,384.65	1,157,645.04	1,268,904.36	1,378,988.27	1,465,910.15
营业支出					

营业税金及附加	58,668.73	65,406.94	71,693.10	77,912.83	82,823.94
业务及管理费	432,956.39	461,151.74	489,681.83	518,329.66	544,616.31
资产减值损失(冲回以“-”号填列)					
其他业务成本	2,424.56	2,432.56	2,439.56	2,446.56	2,452.56
营业支出总计	494,049.68	528,991.24	563,814.49	598,689.05	629,892.81

2. 所得税的预测

申银万国所得税税率为25%，所得税费用根据预测的利润总额乘以所得税率确定。

3. 净利润的预测

根据前述各项预测数据，可计算得到申银万国预测期每年的利润总额。扣除所得税后得到预测年度的净利润。

净利润预测结果详见下列预测表：

金额单位：人民币万元

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
一、营业收入	565,607.35	639,620.75	725,164.92	823,942.88	929,957.06
二、营业支出	335,534.60	361,008.76	390,450.79	424,353.56	460,364.21
三、营业利润	230,072.75	278,611.99	334,714.13	399,589.31	469,592.85
加：营业外收入	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-
四、利润总额	230,072.75	278,611.99	334,714.13	399,589.31	469,592.85
减：所得税费用	59,482.69	69,653.00	83,678.53	99,897.33	117,398.21
五、净利润	170,590.06	208,958.99	251,035.60	299,691.99	352,194.64

金额单位：人民币万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
一、营业收入	1,038,384.65	1,157,645.04	1,268,904.36	1,378,988.27	1,465,910.15
二、营业支出	494,049.68	528,991.24	563,814.49	598,689.05	629,892.81
三、营业利润	544,334.97	628,653.80	705,089.86	780,299.22	836,017.34
加：营业外收入	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-
四、利润总额	544,334.97	628,653.80	705,089.86	780,299.22	836,017.34
减：所得税费用	136,083.74	157,163.45	176,272.47	195,074.81	209,004.34
五、净利润	408,251.23	471,490.35	528,817.40	585,224.42	627,013.01

(四) 明确预测期权益增加额及权益自由现金流量的预测

在证券公司收益法评估中，应根据评估基准日被评估单位所拥有的各项资产和负债及其所匹配的业务规模和潜力，首先满足各项监管约束以及被评估单位业务发展需求的前提下，测算所能够给以股东的最大限度的回报，以此为基础来测算未来年度的自由现金流量及其折现值，据以确定被评估单位的收益法评估值。对于证券公司来说，各项监管约束具体包括利润分配监管约束及净资本风险控制指标监管约

束。

1.股利分配监管政策

在分配股利方面，根据《公司法》、《证券法》及《金融企业财务规则——实施指南》（财金[2007]23号），关于证券公司利润分配的规定如下：

(1)提取法定公积金。法定公积金按照当年实现税后利润的10%提取，法定公积金累计达到公司注册资本50%以上的，可以不再提取。

(2)提取一般风险准备金。一般风险准备金按照当年实现税后利润的10%提取。

(3)提取交易风险准备金。交易风险准备金按照不低于当年实现税后利润的10%提取。

(4)提取任意盈余公积金。公司经股东大会决议，还可以从税后利润中提取任意盈余公积金。

(5)向股东分配利润。公司弥补亏损、提取公积金和各项准备金后所余税后利润，按照股东持有的股份比例分配。

根据上述股利分配政策，此次评估按照下述方式来进行申银万国本部股利分配的预测。

2.净资本监管指标

(1)为证券公司风险控制监管相关规定

根据《证券公司风险控制指标管理办法》，证券公司风险控制指标标准具体如下：

A.证券公司必须持续符合下列风险控制指标标准：净资本与各项风险资本准备之和的比例不得低于100%；净资本与净资产的比例不得低于40%；净资本与负债的比例不得低于8%；净资产与负债的比例不得低于20%。

B.证券公司应当按照中国证监会规定的证券公司风险资本准备计算标准计算各项风险资本准备。

C.证券公司经营证券自营业务的，必须符合下列规定：自营权益类证券及证券衍生品的合计额不得超过净资本的100%；自营固定收益类证券的合计额不得超过净资本的500%；持有一种权益类证券的成本

不得超过净资本的30%；持有一种权益类证券的市值与其总市值的比例不得超过5%，但因包销导致的情形和中国证监会另有规定的除外。计算自营规模时，证券公司应当根据自营投资的类别按成本价与公允价值孰高原则计算。

D.中国证监会对各项风险控制指标设置预警标准，对于规定“不得低于”一定标准的风险控制指标，其预警标准是规定标准的120%；对于规定“不得超过”一定标准的风险控制指标，其预警标准是规定标准的80%。

(2)为与证券公司的抗风险能力相匹配，现阶段对不同类别证券公司实施不同的风险资本准备计算比例。A、B、C、D类公司应分别按照上述一至五项规定的基准计算标准的0.3倍、0.4倍、1倍、2倍计算有关风险资本准备。连续三年为A类的公司应按照上述一至五项规定的基准计算标准的0.2倍计算有关风险资本准备。各类证券公司应当统一按照上述六、七项所规定的基准计算标准计算有关风险资本准备。

(3)证券公司开展创新业务的，在创新业务试点阶段，应当按照规定的较高比例计算风险资本准备；在创新业务推广阶段，风险资本准备计算比例可适当降低。

根据上述预计的股利分配率情况，申银万国预测年度均符合上述监管指标。

(五)明确预测期权益增加额的预测结果

根据权益现金流计算公式计算出申银万国 2014 年-2023 年权益现金流如下：

金额单位：人民币万元

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
一、净利润	170,590.06	208,958.99	251,035.60	299,691.99	352,194.64
权益增加额	51,177.02	62,687.70	75,310.68	89,907.60	105,658.39
二、权益现金流	119,413.04	146,271.29	175,724.92	209,784.39	246,536.25

金额单位：人民币万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
一、净利润	408,251.23	471,490.35	528,817.40	585,224.42	627,013.01
权益增加额	122,475.37	101,316.49	105,763.48	117,044.88	125,402.60
二、权益现金流	285,775.86	370,173.85	423,053.92	468,179.53	501,610.40

(六)永续期增长率的预测

1.永续期权益现金流量增长率g的确定

从我国的具体情况来看，根据目前各机构及学者的分析和预计，随着中国经济结构的转型和经济增长模式的转换，长期来看我国宏观经济预计将结束高速增长期，GDP增长率将呈放缓趋势，因此资本市场的增长将随之放缓，证券行业竞争格局逐渐趋于稳定，达到国际证券行业的平均水平。

综合以上分析，申银万国在明确预测期2023年之后，综合对未来经济的预期、资本市场的远期稳定发展潜力，确定明确预测期后申银万国的稳定增长率为3%。

2.永续期权益现金流量的预测

假设以后年度公司达到稳定增长状态，增长率按上述分析取3%，永续期现金流量在2023年现金流量的基础上年度增长3%。

(七)折现率的确定

1.无风险收益率:

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。根据上海证券交易所披露的信息，根据WIND资讯系统所披露的信息，10年期国债在评估基准日的到期年收益率为4.5518%，本评估报告以4.5518%作为无风险收益率。

2.权益系统风险系数的确定

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下:

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中： β_L ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估企业的所得税税率；

D/E：被评估企业的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点，评估人员通过WIND资讯系统查询了沪深A股证券类可比上市公司测算被评估单位的 β_U 值为1.2662

参照可比上市公司的平均资本结构及企业自身情况，取10%作为被评估单位的目标资本结构。被评估单位评估基准日执行的所得税税率为25%。

将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出被评估单位的权益系统风险系数。

$$\begin{aligned}\beta_L &= [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U \\ &= 1.3612.\end{aligned}$$

3.市场风险溢价的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率，根据我公司的研究成果，本次评估市场风险溢价取 7.19%。

4.企业特有风险调整系数的确定

企业特有风险调整系数为根据待估企业与所选择的可比上市公司在企业经营环境、企业规模、经营管理、抗风险能力、特殊因素等所形成的优劣势方面的差异进行的调整。由于待估企业在上述方面比可比上市公司略差，因此，待估企业特有风险系数取 0.5%。

5.计算权益资本成本

$$\begin{aligned}K_e &= R_f + \beta \times MRP + R_c \\ &= 14.84\%\end{aligned}$$

四、股东全部权益价值的确定

(一)权益现金流现值合计确定

将申银万国预测期各期的权益现金流折现并求和，可得到权益现金流现值和：

权益现金流现值合计= 2,501,371.92 (万元)

(二)非经营性资产及负债

非经营性资产包括抵债资产、固定资产清理，账面价值合计为 665.34 万元，其中阳明广场房产因其产权有瑕疵，本次评估按账面值保留，对其他抵债资产采用市场法评估，抵债资产评估值为 585.97 万元；对于固定资产清理中的兰坪路产权房，评估值引用了上海信衡房地产估价有限公司出具的沪信衡估报字(2014)第 F00602 号(上海市闵行区兰坪路 92 号商场房地产估价报告)评估报告结论，该房产为申银万国证券股份有限公司委托上海信衡房地产估价有限公司进行评估，评估值为

1,550.00 万元。

非经营负债为递延所得税负债、应付股利、长期应付款、递延收益，账面价值合计 32,774.08 万元，对递延所得税负债、应付股利、长期应付款以经核实的账面值确定评估值 32,527.52 万元；递延收益为收到的根据周浦营业用房《动迁房屋置换及经济补偿协议书》约定的房屋装修及设备部等补偿款，对递延收益的评估，首先了解了补偿款的性质，以及是否需要归还及企业账务及税务处理情况。经查企业对于补偿款是按照装修的收益期分期计入营业外收入及长期待摊费用摊销，本次评估按照递延收益账面值扣除长期待摊费用摊余值并考虑 25% 的所得税确定评估值。因此递延收益评估值 33.09 万元。

非经营资产及负债的评估详见下表：

金额单位：人民币万元

序号	项目	账面金额	评估值
1	抵债资产		-
1-1	阳明广场房产	246.01	246.01
1-2	艾家嘴土地	-	
1-3	广州市南沙区丽富楼 102、302 室	100.00	339.96
2	固定资产清理-兰坪路产权房	319.33	1,550.00
	非经营资产合计	665.34	2,135.97
1	递延所得税负债	1,817.54	1,817.54
2	应付股利	17,629.46	17,629.46
3	长期应付款	13,080.52	13,080.52
4	递延收益-周浦动迁补偿款	246.56	33.09
	非经营负债合计	32,774.08	32,560.61

案例：广州市南沙区丽富楼 102、302 室

1、丽富楼 302 室

结构类型：框架

建成年月：2012 年 8 月

建筑面积：150.00 平方米

(1)房屋概况

委估建筑物位于广州市南沙区进港大道与金隆路交界处珠光南沙御景小区内，建筑面积 150.00 平方米。

区位概况

委估房屋建筑物位于珠光南沙御景小区内，地处金沙路，临近丰田生活区，进港大道旁市政、绿化及商业建设较快，中国电信、南沙

区地方税务分局、南沙公安等机关企事业单位已进驻进港大道板块；直出进港大道连接环岛路，1小时内到达番禺、广州、虎门等珠三角周边区域；临近地铁4号线金州站及多个公交站场。东面为正在施工的金洲小学，西面可望黄山鲁森林公园；紧邻南沙公安局，番禺南沙消防队，和南沙地税局；周边配套有祈福大酒店、金州广场、KFC、银行、信和连锁超市、沙园家电广场、板头海鲜市场、金州农贸市场，丰田生活区，进港大道旁市政、中国电信等在15分钟之内均可去到。

②工程技术特点

委估房屋建筑物所在建筑为框架结构，共18层，混凝土箱式基础，现浇混凝土构造柱、现浇混凝土圈梁、楼板，现浇钢筋混凝土剪力墙，屋面防水采用SBS防水卷材，20厚1:3水泥砂浆找平层，膨胀珍珠岩保温层。外墙为大理石，内墙为乳胶漆、局部大理石。双层铝合金窗，木门、三防门。门厅及走廊为大理石地面，房间为瓷砖地面及复合木地板、不锈钢栏杆。水、电、通信等设施齐备。

③产权情况

委估房产产权证正在办理当中,已缴纳契税。

(2)比较实例选择

本次评估，选择了三个用途与待估房屋相同或相近的实例，以它们的价格作比较，结合影响商业用房价格的因素，进行因素修正，求取待估房屋的评估价格。

实例 A: 珠光御景园九层，位于南沙金隆路（南沙公安局对面、地税局旁边），所在建筑于2010年建成，南北朝向，东面为正在施工的金洲小学，西面可望黄山鲁森林公园；紧邻南沙公安局番禺南沙消防队和南沙地税局。建筑共18层，案例房产位于9层，建筑面积143.00平方米，毛坯，成交价格9,020.00元/平方米，成交时间2014年5月。房子全新未住,公摊面积小使用率高,户型格局好,通透性强。与待估房屋属同一供需区域。

实例 B: 珠光御景园十六层，位于南沙金隆路（南沙公安局对面、地税局旁边），所在建筑于2010年建成，南北朝向，东面为正在施工的金洲小学，西面可望黄山鲁森林公园；紧邻南沙公安局番禺南沙消防

队和南沙地税局。建筑共 18 层，案例房产位于 16 层，建筑面积 109.00 平方米。房子南北朝向，采光充足，视野开阔。与待估房屋属同一供需区域。

实例 C：珠光御景园八层，位于南沙金隆路（南沙公安局对面、地税局旁边），所在建筑于 2012 年建成，南北朝向，东面为正在施工的金洲小学，西面可望黄山鲁森林公园；紧邻南沙公安局番禺南沙消防队和南沙地税局。建筑共 18 层，案例房产位于 8 层，建筑面积 109.00 平方米。方正楼型，户型方正，正规的户型：3 室 2 厅 1 厨 2 卫 2 阳台，适合小两口居住。与待估房屋属同一供需区域。

(3) 房地产价格影响因素说明表

估价对象与比较实例的比较因素条件详述见下表：

比较因素条件说明表

评估对象与案例比较因素	评估对象	可比实例 A	可比实例 B	可比实例 C
单位售价(元/平方米)	待估	9020.00	8990.00	9449.00
交易情况	正常	正常	正常	正常
交易日期	2013/12	2014/5	2014/5	2014/5
区域因素	繁华程度	较好	较好	较好
	交通便捷度	直出进港大道连接环岛路，1 小时内到达番禺、广州、虎门等珠三角周边区域；临近地铁 4 号线金州站及多个公交站台。	直出进港大道连接环岛路，1 小时内到达番禺、广州、虎门等珠三角周边区域；临近地铁 4 号线金州站及多个公交站台。	直出进港大道连接环岛路，1 小时内到达番禺、广州、虎门等珠三角周边区域；临近地铁 4 号线金州站及多个公交站台。
	环境质量优劣度	较好	较好	较好
	基础设施完善度	六通一平	六通一平	六通一平
	公共配套设施完备程度	附近商业、医疗、教学、银行等公共设施较多，设施完善程度较好	附近商业、医疗、教学、银行等公共设施较多，设施完善程度较好	附近商业、医疗、教学、银行等公共设施较多，设施完善程度较好
	城市规划限制	符合	符合	符合
	用途	普通住宅	普通住宅	普通住宅
个别因素	建筑结构	框架	框架	框架
	总层数	18	18	18
	所在楼层	3	9	16
	临街状况、地势	临干路、平坦	临干路、平坦	临干路、平坦
	工程质量	优	优	优
	文化氛围	较优	较优	较优
	设备及装修	毛坯	毛坯	普通装修
配套服务设施	齐全	齐全	齐全	

建筑物新旧程度	2012 年建成	2010 年建成	2010 年建成	2009 年建成
物业管理	好	好	好	好
土地级别	商业用地	商业用地	商业用地	商业用地

(4) 房地产价格影响因素修正系数的确定

设定估价对象的各项影响因素比较系数为 100，以估价对象的各项影响因素与评估实例的进行比较，得出房地产价格影响因素修正系数表如下：

比较因素条件指数表

评估对象与案例比较因素		评估对象	实例 A	实例 B	实例 C
单位售价(元/平方米)		待估	9020.00	8990.00	9449.00
交易情况		100	100	100	100
交易日期		100	99	99	99
区域因素	繁华程度	100	100	100	100
	交通便捷度	100	100	100	100
	环境质量优劣度	100	100	100	100
	基础设施完善度	100	100	100	100
	公共配套设施完备程度	100	100	100	100
	城市规划限制	100	100	100	100
个别因素	用途	100	100	100	100
	建筑结构	100	100	100	100
	总层数	100	100	100	100
	所在楼层	100	104	103	103
	临街状况、地势	100	100	100	100
	工程质量	100	100	100	100
	文化氛围	100	100	100	100
	设备及装修	100	100	104	100
	配套服务设施	100	100	100	100
	建筑物新旧程度	100	98	98	97
	物业管理	100	100	100	100
	土地级别	100	100	100	100

(5) 影响因素修正系数比较表

根据各影响因素比较系数，确定影响因素修正系数比较表如下：

比较因素修正系数表

评估对象与案例比较因素		评估对象	实例 A	实例 B	实例 C
单位售价(元/平方米)		待估	9020	8990	9449
交易情况		100/100	100/100	100/100	100/100
交易日期		100/100	100/99	100/99	100/99
区域因素	繁华程度	100/100	100/100	100/100	100/100
	交通便捷度	100/100	100/100	100/100	100/100
	环境质量优劣度	100/100	100/100	100/100	100/100
	基础设施完善度	100/100	100/100	100/100	100/100

评估对象与案例比较因素		评估对象	实例 A	实例 B	实例 C
	公共配套设施完备程度	100/100	100/100	100/100	100/100
	城市规划限制	100/100	100/100	100/100	100/100
个别因素	用途	100/100	100/100	100/100	100/100
	建筑结构	100/100	100/100	100/100	100/100
	总层数	100/100	100/100	100/100	100/100
	所在楼层	100/100	100/104	100/103	100/103
	临街状况、地势	100/100	100/100	100/100	100/100
	工程质量	100/100	100/100	100/100	100/100
	文化氛围	100/100	100/100	100/100	100/100
	设备及装修	100/100	100/100	100/104	100/100
	配套服务设施	100/100	100/100	100/100	100/100
	建筑物新旧程度	100/100	100/98	100/98	100/97
	物业管理	100/100	100/100	100/100	100/100
土地级别	100/100	100/100	100/100	100/100	
调整后比准价格			8,939.00	8,650.00	9,553.00
比准价格		9,000.00			

(6) 计算结果

比较修正后，考虑到三个修正价格的差异不大，因此以三个修正价格的算术平均值作为市场法的比准价格，即比准价格=9,000.00元/平方米(取整)。

$$\begin{aligned} \text{评估值} &= 9,000.00 \times 150.00 \text{ 平方米} \\ &= 1,350,000.00 \text{ 元} \end{aligned}$$

2、102室

$$\begin{aligned} \text{评估值} &= 9,000.00 \times 227.73 \text{ 平方米} \\ &= 2,049,560.00 \text{ 元} \end{aligned}$$

(三) 长期股权投资价值的确定

截止评估基准日，申银万国长期股权投资账面金额 319,753.12 万元，核算内容为全资及控股长期股权投资 6 项，非控股长期股权投资 36 项。评估基准日长期股权投资计提减值准备 20,488.34 万元，长期股权投资账面价值 299,264.78 万元。

(1) 评估基准日长期股权投资概况如下表所示：

金额单位：人民币万元

序号	被投资单位名称	持股比例(%)或股数	账面价值
1	申银万国创新证券投资有限公司	100	100,000.00
2	申万菱信基金管理有限公司	67	10,050.00
3	上海申银万国证券研究所有限公司	90	1,800.00
4	申银万国投资有限公司	100	50,000.00

序号	被投资单位名称	持股比例(%)或股数	账面价值
5	申银万国(香港)集团有限公司	100	29,353.06
6	申银万国期货有限公司	96.22	77,038.56
7	富国基金管理有限公司	27.78	30,486.41
8	天津万华股份有限公司	1.93	390.00
9	上海银行股份有限公司	0.0072	4.00
10	天津大邱庄尧舜发展股份有限公司	2.33	564.30
11	天津天女化工集团股份有限公司	0.56	132.00
12	广西中大股份有限公司	4.45	322.00
13	天津津泰橡胶股份有限公司	0.58	200.00
14	成都海发(集团)股份有限公司	16.77	3,522.00
15	武汉物业(集团)股份有限公司	10.32	866.31
16	上海不夜城股份有限公司	0.52	42.00
17	海南省海证实业公司	14.59	398.71
18	深圳天极光电技术实业股份有限公司	0.23	225.00
19	中原百货集团股份有限公司	0.85	365.40
20	中华企业咨询有限责任公司	9.26	100.00
21	五环(集团)股份有限公司	3.18	1,257.56
22	河南万国咨询开发有限公司	3.60	18.00
23	天安财产保险股份有限公司	0.27	1,500.00
24	苏州万川旅业股份有限公司	37.10	4,000.00
25	山东润华集团股份有限公司	0.64	115.49
26	四川辰龙股份有限公司	3.00	150.00
27	抚松县联营胶合板厂	0.04	14.04
28	南京高能信息产业股份有限公司	0.08	5.00
29	川东化学工业公司	0.50	132.00
30	济南人民商场股份有限公司	0.10	112.50
31	重庆金属材料股份有限公司	0.34	31.00
32	黑龙江北方企业(集团)股份有限公司	0.07	32.07
33	中国重型汽车财务有限责任公司	0.60	1,599.86
34	海南民源现代农业发展股份有限公司	1428830	235.59
35	中国纺织机械股份有限公司	514800	114.00
36	上海水仙电器股份有限公司	990000	329.04
37	深圳中浩(集团)股份有限公司	4312037	1,078.01
38	上海国嘉实业股份有限公司	30380	4.52
39	比特科技控股股份有限公司	709800	39.66
40	猴王股份有限公司	10000000	2,600.00
41	创智信息科技股份有限公司	320500	20.00
42	汉盛证券投资基金	5050000	505.00
长期股权投资合计			319,753.12
减: 长期股权投资减值准备			20488.34
长期股权投资净额			299,264.78

(2) 核实过程

核实过程主要划分为以下三个阶段:

第一阶段: 准备阶段

对评估范围的长期股权投资构成情况进行初步了解, 设计了初步评估技术方案和评估人员配备方案; 对全资及控股的长期股权投资进

行整体评估，对于部分拟处置的被投资单位，直接引用上海东洲资产评估有限公司出具的评估报告结果。对评估基准日持有的已退市上市公司的法人股（非流通），按评估基准日的净资产乘以持股比例确定；对基准日净资产为负数的评估值确定为零。对评估基准日持有的封闭式基金，按基准日基金份额净值乘以持有的份额确定评估值。向被评估单位提交评估资料清单和评估申报表，按照资产评估准则的要求，指导被评估单位准备评估所需资料和填写长期股权投资评估申报表。

第二阶段：现场调查阶段

评估人员查阅了被评估单位长期股权投资明细账、总账、记账凭证，查阅了被投资单位公司章程、出资验资报告，核实了长期股权投资账面记载的真实性，以及长期股权投资的投资日期、原始投资额、持股比例等。

对于具备整体评估条件的长期股权投资，评估人员对被投资单位展开全面现场调查；对于不具备整体评估条件的长期股权投资，评估人员主要是通过被评估单位了解被投资单位的资产状况和经营状况。

第三阶段：评定估算阶段

根据各类长期股权投资的特点，遵照评估准则及相关规定，分别采用适宜的评估方法，确定其在评估基准日的市场价值，并编制相应的评估计算表，撰写长期股权投资评估技术说明。

(3) 评估方法

① 全资及控股长期股权投资

对全资及控股的长期股权投资进行整体评估，整体评估获得被投资单位的股东全部权益价值，然后乘以所持股权比例计算得出股东部分权益价值。

对于申银万国创新证券投资有限公司，由于成立时间较短业务尚未完全展开，在判断资产价值没有大的变动条件下，以被投资单位审计后的净资产乘以持股比例列示评估值。

② 非控股长期股权投资

对非控股长期股权投资，评估师首先分析各股权投资的具体情况，主要包括投资的相关法律材料、以前年度的投资分红情况、被投

资单位近年生产经营情况、评估人员所能获取的具体评估资料等。根据不同的具体情况分别采用以下方法进行评估：

对于部分拟处置的被投资单位，直接引用上海东洲资产评估有限公司出具的评估报告结果。

对于评估基准日未进行整体评估的被投资单位，客户能提供评估作价相应的材料，以审计后的净资产乘以持股比例列示评估值。

对评估基准日持有的已退市上市公司的法人股（非流通），按评估基准日的净资产乘以持股比例确定；对基准日净资产为负数的评估值确定为零。

对评估基准日持有的封闭式基金，按基准日基金份额净值乘以持有的份额确定评估值。

各被投资单位最终选取的评估方法、评估结论情况汇总如下：

序号	被投资单位名称	长期股权投资评估值（万元）	最终结论选取
			的评估方法
1	申银万国创新证券投资有限公司	103,027.09	净资产乘持股比例
2	申万菱信基金管理有限公司	35,079.05	收益法
3	上海申银万国证券研究所有限公司	13,031.05	收益法
4	申银万国投资有限公司	55,288.21	收益法
5	申银万国（香港）集团有限公司	43,828.90	成本法
6	申银万国期货有限公司	192,843.43	收益法
7	富国基金管理有限公司	90,053.07	市场法
8	天津万华股份有限公司	287.67	引用报告
9	上海银行股份有限公司	423.74	引用报告
10	天津大邱庄尧舜发展股份有限公司		引用报告
11	天津天女化工集团股份有限公司	85.05	引用报告
12	广西中大股份有限公司		引用报告
13	天津津泰橡胶股份有限公司	19.55	引用报告
14	成都海发（集团）股份有限公司		引用报告
15	武汉物业（集团）股份有限公司	374.48	引用报告
16	上海不夜城股份有限公司	266.57	引用报告
17	海南省海证实业公司		引用报告
18	深圳天极光电技术实业股份有限公司		引用报告
19	中原百货集团股份有限公司	95.62	引用报告
20	中华企业咨询有限责任公司	56.96	引用报告
21	五环（集团）股份有限公司	590.65	引用报告
22	河南万国咨询开发有限公司		引用报告
23	天安财产保险股份有限公司	1,937.40	引用报告
24	苏州万川旅业股份有限公司	4,915.92	引用报告
25	山东润华集团股份有限公司	2,373.64	引用报告
26	四川辰龙股份有限公司		引用报告
27	抚松县联营胶合板厂		引用报告
28	南京高能信息产业股份有限公司		引用报告

29	川东化学工业公司		引用报告
30	济南人民商场股份有限公司	10.50	引用报告
31	重庆金属材料股份有限公司	3.59	引用报告
32	黑龙江北方企业(集团)股份有限公司	8.32	引用报告
33	中国重型汽车财务有限责任公司	767.82	引用报告
34	海南民源现代农业发展股份有限公司		引用报告
35	中国纺织机械股份有限公司	12.59	净资产乘以持股比例
36	上海水仙电器股份有限公司		净资产乘以持股比例
37	深圳中浩(集团)股份有限公司		净资产乘以持股比例
38	上海国嘉实业股份有限公司		净资产乘以持股比例
39	比特科技控股股份有限公司		净资产乘以持股比例
40	猴王股份有限公司		净资产乘以持股比例
41	创智信息科技股份有限公司	1.27	净资产乘以持股比例
42	汉盛证券投资基金	630.75	份额净值乘以持有份额
	合计	546,012.89	

长期股权投资评估值确定为 546,012.89 万元。

长期股权投资的具体评估过程详见附件—长期股权投资评估说明。

(三) 股东全部权益价值的确定

股东全部权益价值=权益现金流现值合计+非经营性资产、负债+

长期投资评估值

= 2,501,371.92 -30,424.64+546,012.89

=3,016,960.16 (万元)

第八章 评估结论及分析

北京中企华资产评估有限责任公司受中央汇金投资有限责任公司的委托，根据国家有关资产评估的规定，本着独立、客观、公正的原则，按照必要的评估程序，对申银万国证券股份有限公司的股东全部权益价值进行了评估。本次评估采用的评估方法为市场法和收益法。根据以上评估工作，评估结果分别如下：

(一)市场法评估结果

在评估基准日 2013 年 12 月 31 日持续经营前提下，申银万国证券股份有限公司经审计后的合并报表账面总资产为 7,082,694.80 万元，总负债为 5,144,871.11 万元，净资产账面值 1,937,823.68 万元，归属于母公司净资产为 1,844,287.88 万元。

经审计后的母公司报表账面总资产为 5,978,882.34 万元，总负债为 4,192,536.98 万元，净资产账面值 1,786,345.36 万元。

采用市场法评估后，申银万国的股东全部权益价值为申银万国的股东全部权益价值为 3,331,938.90 万元，评估增值 1,545,593.54 万元，增值率 86.52%，评估后每股价值为 4.96 元。

资产评估结果

金额单位：人民币万元

项 目	账面价值	调整后 账面值	评估价值	增减值	增减率(%)
资产总计	5,978,882.34	5,978,882.34			
其中：交易性金融资产	394,256.18	394,256.18			
应收利息	30,387.09	30,387.09			
可供出售金融资产	724,991.70	724,991.70			
持有至到期投资					
长期股权投资	299,264.78	299,264.78			
投资性房地产					
抵债资产					
固定资产	54,827.97	54,827.97			
其中：在建工程	6,552.39	6,552.39			
建筑物	34,955.43	34,955.43			
机器设备	13,320.15	13,320.15			
无形资产	4,691.61	4,691.61			
其中：土地使用权					

项 目	账面价值	调整后 账面值	评估价值	增减值	增减率(%)
交易席位费	1,636.32	1,636.32			
其他资产	14,658.09	14,658.09			
负债总计	4,192,536.98	4,192,536.98			
净资产(股东权益)	1,786,345.36	1,786,345.36	3,331,938.90	1,545,593.54	86.52

本次评估主要增值原因为：申银万国属大型综合类证券公司，品牌知名度高，为 A 类 AA 级证券公司，现有证券营业部网点 155 个，网点遍布全国大部分地区，网点家数在全国券商中排名第 7 位，可开展证券、基金、期货、股权投资等全业务，特别是经过近几年的高速发展，公司形成了金融控股集团架构，具有较多的经营优势。

(二)收益法评估结果

在评估基准日 2013 年 12 月 31 日持续经营前提下，申银万国证券股份有限公司经审计后的合并报表账面总资产为 7,082,694.80 万元，总负债为 5,144,871.11 万元，净资产账面值 1,937,823.68 万元，归属于母公司净资产为 1,844,287.88 万元。

经审计后的母公司报表账面总资产为 5,978,882.34 万元，总负债为 4,192,536.98 万元，净资产账面值 1,786,345.36 万元。

采用收益法评估后，申银万国的股东全部权益价值为 3,016,960.16 元，评估增值 1,230,614.80 万元，增值率 68.89%，评估后每股价值为 4.49 元。

(三)最终评估结果的确定

根据《资产评估准则——企业价值》，对企业价值的评估，可以采用不同的评估方法得出不同的初步评估价值结论；对于采用一种以上的评估方法并形成不同的初步评估价值结论，需在综合考虑不同评估方法和初步价值结论的合理性及所使用数据的质量和数量的基础上，形成合理的结论。

本次评估对象为证券公司，其收益与证券市场的走势关联度较强，而目前资本市场走势低迷，未来收益具有较多的不确定性，难以进行准确的预测；市场法是以现实市场上的参照物来评价评估对象的价值，它具有评估角度和评估途径直接、评估过程直观、评估数据直接取材于市场、评估结果说服力强等特点，更能客观反映评估对象的

价值，因此本报告采用市场法的评估结果作为最终评估结论。即：

采用市场法评估后，申银万国的股东全部权益价值为申银万国的
股东全部权益价值为 **3,331,938.90** 万元，评估后每股价值为 **4.96** 元。