

长城证券股份有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）

# 信用评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

# 概述

编号:【新世纪债评(2020)011729】

**评级对象:** 长城证券股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券(第五期)

**主体信用等级:** AAA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AAA

**发行规模:** 不超过 20 亿元(含)

**评级时间:** 2020 年 10 月 9 日

**发行目的:** 补充营运资金

**存续期限:** 品种一: 18 个月;

**付息方式:** 每年付息一次, 到期一次还本

品种二: 2 年

**增级安排:** 无

## 主要数据与指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 一季度
金额单位: 人民币亿元				
总资产(亿元)	435.10	484.20	590.96	696.50
总资产*(亿元)	327.51	383.66	444.36	516.62
股东权益(亿元)	144.71	166.83	173.52	177.32
归属于母公司所有者 权益(亿元)	143.59	165.24	169.19	172.96
净资本(亿元)	110.86	127.54	127.78	-
总负债*(亿元)	182.81	216.83	270.84	339.30
营业收入(亿元)	29.58	27.53	38.99	14.47
净利润(亿元)	8.96	5.89	10.15	3.73
资产负债率*(%)	55.82	56.52	60.95	65.68
净资本/总负债*(%)	60.65	58.82	47.18	-
净资本/有息债务(%)	72.00	63.48	50.56	-
员工费用率(%)	44.21	41.57	37.33	-
资产管理业务净收入 与基金管理业务净收 入/营业收入(%)	7.57	6.78	4.14	2.66
营业利润率(%)	37.30	24.81	30.81	31.82
平均资产回报率(%)	2.97	1.66	2.45	-
平均资本回报率(%)	6.31	3.78	5.96	-

注 1: 根据长城证券 2017-2019 年经审计的财务报表、2020 年一季度未经审计的财务报表、2017-2019 年末母公司净资本计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算, 其中资产负债表数据及指标取自各期末数;

注 2: 本评级报告除特别说明外, 所有数值保留 2 位小数, 若出现总数与各分项数值之和尾数不符的情况, 均为四舍五入原因造成。

## 分析师

刘兴堂 liuxingtang@shxsj.com  
官晨 gongchen@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
http://www.shxsj.com

## 评级观点

### 主要优势:

- **外部支持。**作为华能集团下属金融类核心子公司之一, 长城证券能够在资本补充、业务支持和业务协同等方面获得股东的有力支持。
- **业务资质齐全。**长城证券特许经营资质较齐全, 具有较好的业务发展基础。
- **融资渠道拓宽, 资本实力进一步提升。**长城证券已成功在 A 股市场完成首次公开发行并上市交易, 资本实力有所增强, 融资渠道得到拓宽, 有利于后续业务的开展。

### 主要风险:

- **宏观经济风险。**当前我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段, 经济下行压力较大, 证券业运营风险较高。
- **市场竞争风险。**国内证券公司同质化竞争较严重, 其他金融机构也在部分业务领域对证券公司构成竞争, 同时, 互联网金融发展对证券公司业务构成冲击, 长城证券将持续面临激烈的市场竞争压力。
- **业务相对集中。**长城证券收入及利润结构逐步均衡, 但仍主要依赖经纪业务及信用业务, 业务结构有待进一步优化。
- **流动性风险管理压力。**长城证券自营业务及融资融券业务占用资金较多, 两融业务规模易受市场影响而出现波动, 将持续考验公司的流动性管理能力及融资能力。
- **风险管理要求提高。**创新业务品种的不断丰富与创新业务规模的逐步扩大, 将对长城证券的风险管理能力提出更高要求。

## ➤ 未来展望

通过对长城证券及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 长城证券股份有限公司

### 2020年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 公司概况

长城证券为全国性综合类证券公司，初始注册资金为 1.57 亿元。经多次增资扩股后，至 2015 年末，公司注册资本增至 27.93 亿元。经中国证券监督管理委员会（证监许可〔2018〕808 号）文核准，公司于 2018 年 10 月首次向社会公开发行人民币普通股股票 3.10 亿股并于 2018 年 10 月 26 日在深圳证券交易所挂牌交易。截至 2020 年 3 月末，公司股本为 31.03 亿元。

华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”）为长城证券控股股东，截至 2020 年 3 月末，华能资本持有公司 46.38% 的股权。华能资本为中国华能集团公司（以下简称“华能集团”）的控股子公司，华能集团为公司的实际控制人。

**图表 1. 长城证券前十大股东情况（单位：%）**

序号	股东名称	持股比例
1	华能资本服务有限公司	46.38
2	深圳能源集团股份有限公司	12.69
3	深圳新江南投资有限公司	12.36
4	中核财务有限责任公司	2.38
5	上海仪电（集团）有限公司	1.39
6	福建湄洲湾控股有限公司	1.28
7	广东宝丽华新能源股份有限公司	1.17
8	宁夏恒利通经贸有限公司	0.68
9	华峰集团有限公司	0.64
10	华凯投资集团有限公司	0.62

资料来源：长城证券（截至 2020 年 3 月末）

作为全国性综合类证券公司，长城证券特许经营资质较为齐全，业务范围涵盖证券投资咨询；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；代销金融产品等。同时，公司通过下属子公司开展基金管理、期货和直投等业务。

**图表 2. 长城证券主要控股和参股子公司情况（单位：亿元，%）**

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	经营业务	成立或收购时间	是否并表
长城基金管理有限公司	长城基金	1.50	47.059	基金管理	2001.12	否

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	经营业务	成立或收购时间	是否并表
景顺长城基金管理有限公司	景顺长城基金	1.30	49.00	基金管理	2003.6	否
宝城期货有限责任公司	宝城期货	6.00	80.00	期货经纪	2007.11	是
深圳市长城长富投资管理有限公司	长富投资	6.00	100.00	投资管理	2012.6	是
深圳市长城证券投资有限公司	长城投资	5.00	100.00	投资管理	2014.11	是

资料来源：长城证券（截至 2019 年末）

截至 2019 年末，长城证券经审计的合并会计报表口径资产总额为 590.96 亿元，所有者权益为 173.52 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 169.19 亿元）。2019 年公司实现营业收入 38.99 亿元，净利润 10.15 亿元（其中，归属于母公司所有者的净利润 9.92 亿元）。

截至 2020 年 3 月末，长城证券未经审计的合并会计报表口径资产总额为 696.50 亿元，所有者权益为 177.32 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 172.96 亿元）。2020 年一季度公司实现营业收入 14.47 亿元，净利润 3.73 亿元（其中，归属于母公司所有者的净利润 3.70 亿元）。

## 2. 债项概况

### (1) 债券条款

长城证券于 2019 年 12 月 4 日召开了第一届董事会第五十六次会议，并于 2019 年 12 月 27 日召开了 2019 年第三次临时股东大会，审议通过了《关于公司发行债务融资工具一般性授权的议案》，同意公司在确保杠杆率、风险控制指标、流动性监管指标以及各类债务融资工具的风险限额等符合监管机构规定的前提下，择机发行债务融资工具。同时股东大会授权董事会，并由董事会转授权公司经营管理层办理发行债务融资工具相关具体事宜。

长城证券股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）发行总规模为不超过 20 亿元（含）。本期债券分为两个品种，品种一：18 个月，品种二：2 年期，可双向回拨。本期拟发行债券概况如下。

图表 3. 本期拟发行债券概况

债券名称：	长城证券股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）
发行规模：	不超过 20 亿元（含）
债券期限：	品种一：18 个月，品种二：2 年期
债券利率：	详见募集说明书
付息方式：	每年付息一次，到期一次还本
担保方式：	无担保

资料来源：长城证券股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）募集说明书

截至报告出具日，长城证券待偿还公司债 107.80 亿元，待偿还次级债 30.00 亿元，待偿还短期融资券 10.00 亿元。

图表 4. 长城证券未偿还债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行规模	起息日	备注
17 长证 02（公司债）	7.80	2017-07-27	2022-07-27 到期
19 长城 01（公司债）	10.00	2019-01-21	2022-01-21 到期
19 长城 03（公司债）	20.00	2019-07-16	2022-07-16 到期
19 长城 05（公司债）	10.00	2019-10-21	2021-10-21 到期
19 长证 01（公司债）	10.00	2019-03-19	2022-03-19 到期
20 长城 01（公司债）	10.00	2020-02-20	2023-02-20 到期
20 长城 02（公司债）	10.00	2020-07-31	2022-07-31 到期
20 长城 03（公司债）	10.00	2020-07-31	2022-07-31 到期
20 长城 04（公司债）	10.00	2020-08-28	2022-02-28 到期
20 长城 05（公司债）	10.00	2020-09-25	2023-09-25 到期
20 长城 C1（次级债）	10.00	2020-03-12	2025-03-12 到期
20 长城 C2（次级债）	10.00	2020-05-22	2023-05-22 到期
20 长城 C3（次级债）	10.00	2020-08-21	2023-08-21 到期
20 长城证券 CP006（短期融资券）	10.00	2020-09-21	2020-12-21 到期

资料来源：长城证券

## （2）募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充营运资金。

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及

经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

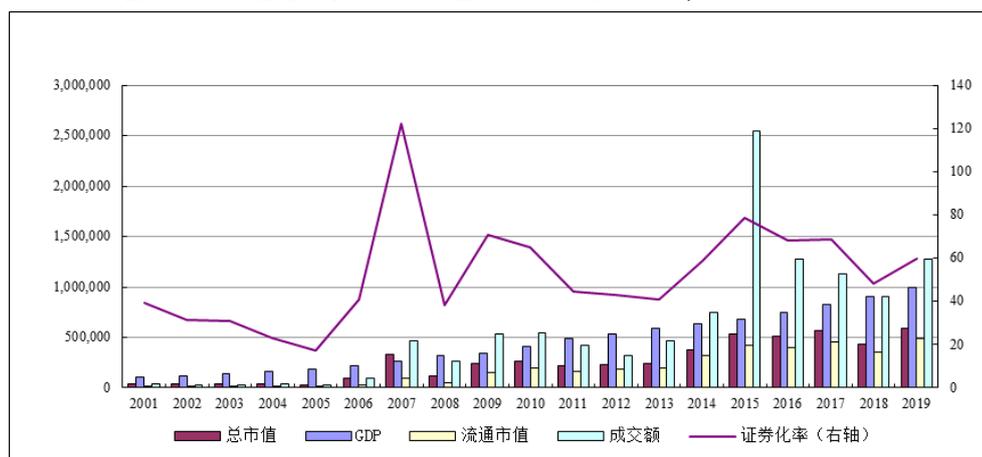
## (2) 证券行业运营状况与风险关注

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

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

根据沪深交易所统计数据，截至 2019 年末，沪深两市境内上市公司共有 3777 家，市价总值 59.29 万亿元。

图表 5. 中国股市发展情况及证券化率（单位：亿元，%）

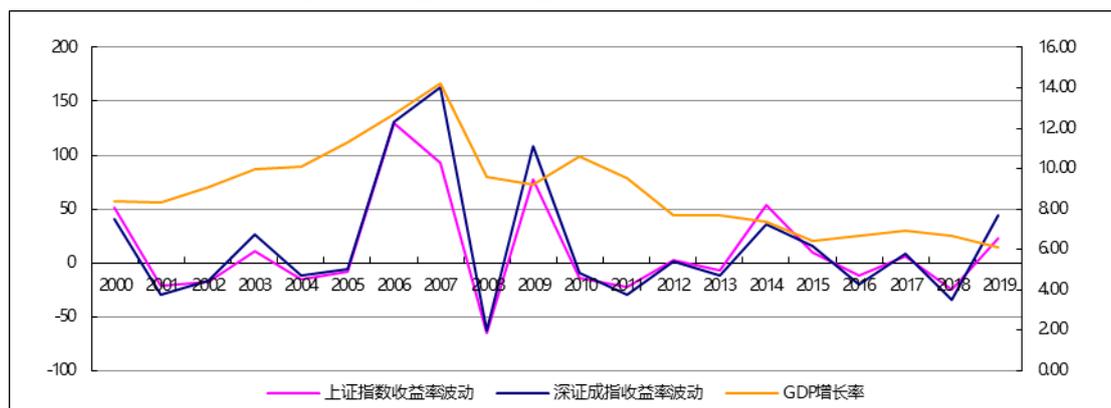


资料来源：Wind

注：证券化率=股市总市值/GDP×100%。

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

**图表 6. GDP 增长率与上证指数及深证成指收益率波动情况（单位：%）**

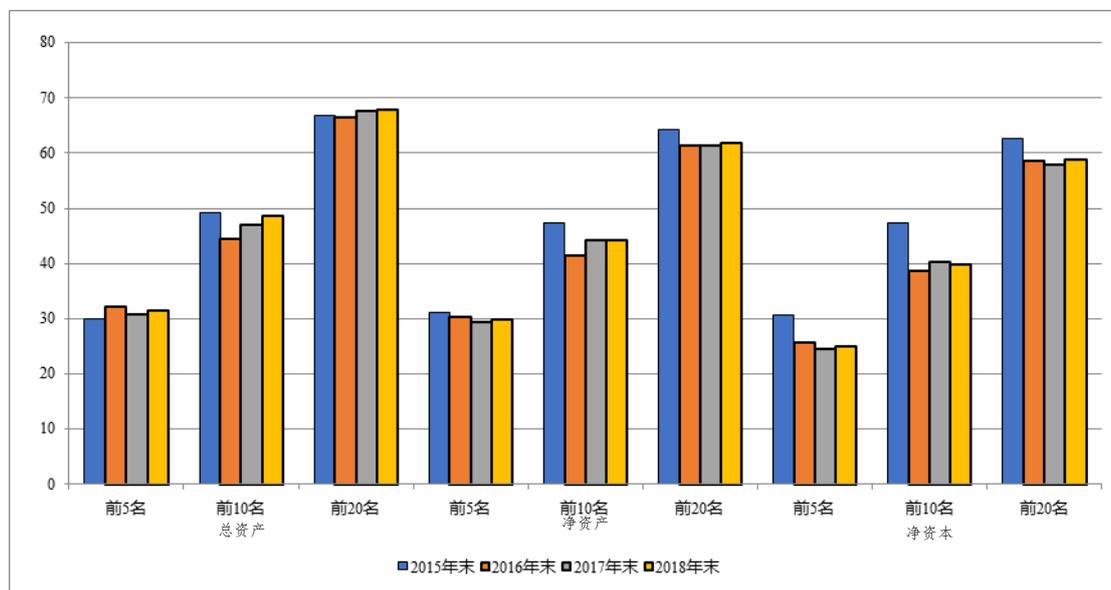


资料来源：Wind

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

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

**图表 7. 证券业集中度变化情况（单位：%）**



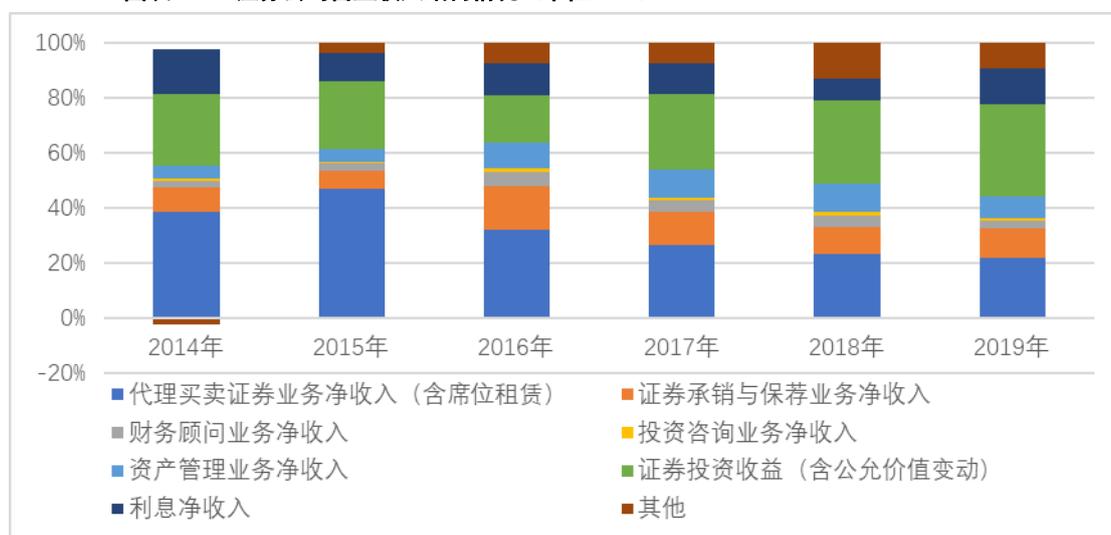
资料来源：中国证券业协会

目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。一方面，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险。而且，近年来，互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面

临激烈的市场竞争压力。另一方面，随着我国金融市场的持续改革，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，杠杆经营程度上升后，证券公司在资本补充、融资能力和风险管理能力等方面有待同步提高。

受市场发展水平和监管环境影响，国内证券公司业务模式相对单一，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，盈利水平易受证券市场景气度影响，周期性波动明显。2014年以来，佣金率整体下滑促使证券公司推动转型，积极抢占融资融券市场份额。2017年，股票质押业务规模迅速增长，为证券公司盈利稳定性提供了一定补充。同时，全年股票市场慢牛的走势以及市场投资风格的转变亦使得证券公司自营投资表现有所改善。但监管政策的持续收紧对证券公司合规风控能力提出了更高的要求。2018年，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策带来的全球性信用收缩，股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期有所减少，各证券公司均加快业务转型，推进非通道类业务的发展。2019年，得益于股票市场回暖、两融规模增长，科创板落地及债市发行规模的小幅增长，证券公司营收和利润均较去年同期显著增长。监管环境方面，资本市场全面深化改革开放给证券业带来了新的发展机遇，对证券公司综合能力要求进一步提升的同时，营收结构有望进一步优化。

**图表 8. 证券公司营业收入结构情况（单位：%）**

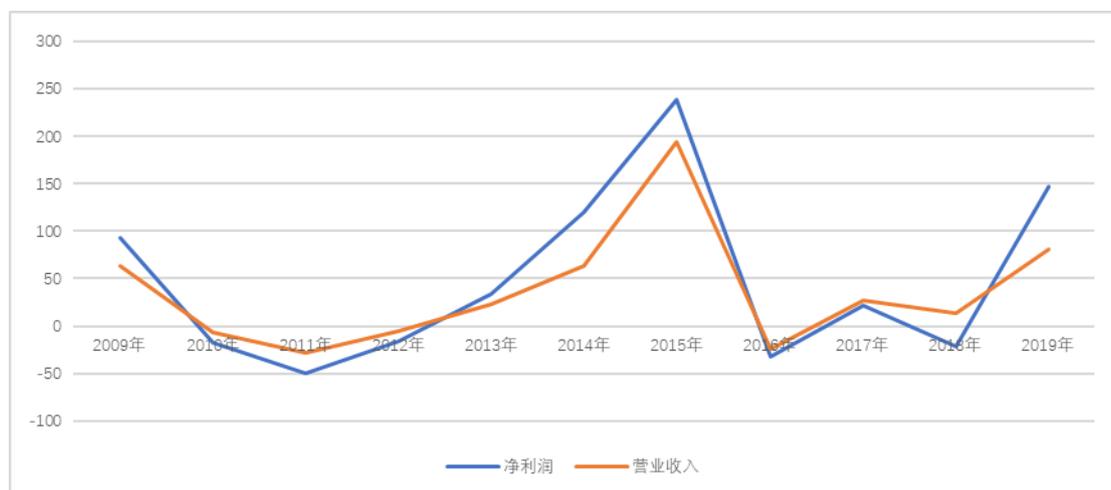


资料来源：中国证券业协会

2019年，股票市场回暖，A股各板块指数整体出现较大涨幅，股票交易活跃。根据Wind资讯统计，2019年沪深A股市场累计股基交易额为136.62万亿元，较去年同期增长35.85%。债券市场交投活跃，根据Wind资讯统计，2019年银行间和交易所债券合计成交89.03万亿元，总成交量较去年同期增长42.38%。同期，债券市场合计发行额为45.19万亿元，较去年同期发行额增长3.06%。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期明显增长。与市场景气度关联最紧密的经纪业务及自营业务收入增幅较为明显；得益于市场两融规

模的增长，叠加固定收益业务持仓规模的持续增加，证券公司的利息净收入亦大幅优于前两年表现；得益于科创板落地及债市发行规模的小幅增长，投行业务收入有所回升；受托管理业务规模的下降，尤其是定向资管业务规模的减少，仍在一定程度上影响了资产管理业务的盈利水平。

**图表 9. 证券业历年营业收入与净利润增幅情况（单位：%）**



资料来源：中国证券业协会

我国证券监管部门审慎推进证券市场的金融创新与对外开放。2014年起，证券市场创新步伐与开放进程有所加快，融资融券、直投业务、股指期货等创新业务与品种陆续推出，创业板成立、三板市场升级扩容，QFII与QDII适用对象逐步拓宽和提高，创新为市场与机构注入了活力。2019年以来，资本市场全面深化改革开放，叠加金融行业对外开放各项举措持续推出，证券业迎来新的发展机遇。随着我国对外开放水平的提高，我国证券市场的创新度和开放度将进一步提高。

## 2. 业务与战略

长城证券特许经营资质较为齐全，具有较好的发展基础，业务规模及盈利能力居行业中上游水平。近年来，公司持续推进财富管理转型，着力发展精品投行、重资本业务和机构业务，形成了相对均衡的业务结构。整体来看，公司已形成了相对均衡的业务收入结构，但业务收入仍易受市场环境波动和政策、监管环境影响，各项业务盈利稳定性仍需进一步提升。

### (1) 业务竞争力

长城证券特许经营资质较为齐全，具有较好的业务发展基础，业务规模及盈利能力居行业中上游水平。公司财富管理业务初步完成线上线下融合，实现产品销售渠道、客户基础专业服务渠道、交易渠道整合，建立了自上而下的财富管理体系；投行业务在巩固债券业务优势外，持续优化业务结构，积极打造投行全产业链模式；资产管理业务保持传统资管业务优势，在固收、权益、量

化等标准化产品方面已在行业树立良好品牌；证券投资及交易业务中固定收益业务业绩始终处于行业前列，量化投资创收能力逐渐提升。近年来，公司持续推进财富管理转型，着力发展精品投行、重资本业务和机构业务，形成了相对均衡的业务结构。

从收入和利润结构看，长城证券营业收入和营业利润主要来源于财富管理业务、投资银行业务和证券投资及交易业务，资产管理业务贡献占比相对较小，其他分部主要为利息支出及大宗商品销售成本。近年来，在监管趋严趋紧和市场不断震荡的影响下，公司财富管理业务、投资银行业务和资产管理业务盈利水平均有所波动。得益于债券牛市行情及对于债券品种的良好布局，公司证券投资及交易业务分部盈利水平持续提升。整体来看，公司已形成了相对均衡的业务收入结构，但业务收入仍易受市场环境波动和政策、监管环境影响，各项业务盈利稳定性仍需进一步提升。

**图表 10. 长城证券营业收入结构（单位：亿元，%）**

营业收入	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财富管理业务	17.22	58.20	13.27	48.17	15.86	40.68
投资银行业务	5.00	16.91	4.81	17.47	5.97	15.32
资产管理业务	2.24	7.57	1.87	6.78	1.61	4.14
证券投资及交易业务	3.74	12.64	7.07	25.68	11.57	29.68
其他	1.38	4.68	0.52	1.89	3.98	10.20
合计	29.58	100.00	27.53	100.00	38.99	100.00

营业利润	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财富管理业务	9.22	83.56	5.70	83.46	8.00	66.64
投资银行业务	1.12	10.18	1.16	16.98	1.54	12.85
资产管理业务	1.39	12.56	1.20	17.57	0.76	6.29
证券投资及交易业务	3.03	27.45	5.33	78.04	10.37	86.29
其他	-3.72	-33.75	-6.56	-96.05	-8.66	-72.06
合计	11.03	100.00	6.83	100.00	12.01	100.00

资料来源：长城证券

注：2019年业务分部中“经纪业务”名称调整为“财富管理业务”，同时，将大宗商品销售业务相关数据从“财富管理业务”分部调整至“其他”业务分部中。

### 经纪业务

经纪业务为长城证券最主要的营业收入来源。公司经纪业务主要包括从事接受个人或机构客户委托代客户买卖股票、基金、债券等有价证券，提供投资咨询、投资组合建议、产品销售、账户诊断、资产配置等增值服务，赚取手续费及佣金收入；向客户提供资本中介服务（包括融资融券业务、股票质押式回购及约定购回交易等），赚取利息收入等。

长城证券经营范围广泛，分支机构覆盖全国重点区域，已完成全国 27 个省的布局，截至 2019 年末，公司在深圳、北京、杭州、上海等全国各主要城市共

设有 13 家分公司、112 家证券营业部。

在传统经纪业务方面，2017-2019 年，长城证券分别实现代理买卖证券业务净收入 5.09 亿元、3.80 亿元和 4.94 亿元。受互联网金融业务的冲击和同质化竞争的加剧，公司佣金率有所下降，已至行业较低水平，后续压降空间有限，有望趋于平稳。2017-2019 年末公司营业部数量分别为 109 家、108 家和 112 家，网点规划以优化完善整体布局为主。公司各年部均代理买卖证券业务净收入分别 466.83 万元/家、352.08 万元/家和 441.41 万元/家，仍易受股基交易量变化影响。从股票和证券投资基金市场占有率情况来看，公司经纪业务股票交易量市场占比维持较好，2017-2019 年各年占比均维持在 0.90% 以上，证券投资基金市场占比有所回升。经纪业务排名方面，2016-2018 年公司代理买卖证券业务收入排名分别为 37 位、37 位和 34 位，整体经纪业务收入行业排名维持在中上游水平。

**图表 11. 长城证券股票、基金、权证和债券现货交易额**

	2017 年（末）		2018 年（末）		2019 年（末）	
	交易量	占比	交易量	占比	交易量	占比
股票（万亿元）	2.05	0.92%	1.64	0.91%	2.34	0.92%
证券投资基金（万亿元）	0.06	0.31%	0.04	0.20%	0.13	0.69%
部均代理买卖证券业务净收入（万元/家）	466.83		352.08		441.41	

资料来源：长城证券

注：部均代理买卖证券业务净收入=代理买卖证券业务净收入/营业部数量。

融资融券业务方面，长城证券于 2010 年底取得融资融券业务资格，于 2012 年 12 月取得转融通业务资格。自取得业务资格以来，公司融资融券业务保持快速稳定增长，现已成为公司经纪业务重要的利润贡献点之一。截至 2019 年末，融资融券余额为 119.56 亿元，得益于证券市场的回暖，2019 年市场两融余额增长 34.62%，2019 年末公司两融余额较上年末同比增长 67.26%。2017-2019 年公司分别实现融资融券利息收入 6.23 亿元、5.76 亿元和 6.81 亿元。两融业务资金来源和成本方面，2019 年公司通过转融通、两融资产证券化及收益权转让融入资金 5.00 亿元，转融通融资成本为 3.50%，收益权转让融资成本为 4.50%。

**图表 12. 长城证券融资融券业务情况（单位：亿元）**

	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）
融资融券余额	88.39	74.58	119.56
其中：融资	88.22	74.45	119.07
融券	0.17	0.13	0.49
融资融券利息收入	6.23	5.76	6.81

资料来源：长城证券

除融资融券业务以外，长城证券的股票质押式回购业务亦有所发展。2016-2018 年末，公司自有出资的股票质押回购业务待购回融资金额分别为 26.30 亿元、15.96 亿元和 2.13 亿元。2018 年以来，随着市场股票质押业务风险的暴露，公司主动且快速降低股票质押式回购业务规模，控制业务风险，2019 年末公司自有资金出资的股票质押待购回金额为 3.66 亿元。2017-2019 年公司股票质

押业务分别实现利息收入 1.48 亿元、0.79 亿元和 0.19 亿元。后续公司将持谨慎态度开展该类业务，股票质押业务发展速度将有所放缓。

整体来看，长城证券传统经纪业务发展稳定，具有相对稳定的股票交易量市场份额，收入排名亦处于行业中上游水平。公司融资融券业务发展较快，已成为经纪业务中重要的利润来源，虽融资融券利息收入随融资融券业务余额有所波动，但整体利率水平相对稳定。公司股票质押业务经过快速发展后，为控制业务风险公司已主动压降该业务规模，后续业务发展速度将有所放缓。

### 多元化投资业务

长城证券多元化投资业务主要通过量化投资部、证券投资部和固定收益部开展。自营业务主要包括权益类投资与固定收益投资两大类。公司通过聘用投资经理和精选股票池方式进行权益类投资，并采用股指期货及对应股票进行程序化期限套利。固定收益业务通过传统自有资金投资，配合对冲策略及提供投资顾问服务实现盈利。

权益类证券投资方面，2017 年，在股指期货交易受限的情况下，公司量化投资部积极研究新型投资方法，控制投资风险，量化投资（含股票自营）实现收入 0.74 亿元。2018 年，在 A 股市场各主要指数和细分行业指数震荡下跌的市场环境下，公司权益投资业务和量化投资业务有效控制市场风险，整体权益类证券投资业务表现优于市场指数表现。2019 年，公司权益投资业务积极布局相关优质行业和白马公司，深入挖掘高盈利和高分红的优质标的并投资；量化投资业务在 A 股市场回暖环境下，合理布局策略抓住投资机会，同时有效减少投资组合波动。

固定收益类证券投资方面，2017 年，公司固定收益业务前三季度年化收益率在纯债型开放式基金中一度排名第一，受四季度债市利率上行等影响，利率债领跌并带动信用债下跌，导致固定收益业务收入下滑。2018 年，公司通过积极布局利率债和高等级信用债，取得了较好的回报，固定收益业务年化收益率在中长期纯债型基金（10 亿规模以上）中排名第一。全年公司进一步夯实了国债期货套利投资业务。同时，公司继续强化利率互换套利业务投研工作，推进信用风险缓释工具资格申请以及大宗商品研究工作。2019 年，公司坚持均衡风险和收益，同时稳定久期、提升资质、提高组合收益率；FICC 业务有序推进，国债期货、利率互换业务稳步开展，推进了大宗商品、商品期货、期权投资方面的研究工作。

从证券自营业务整体投资情况来看，2017-2019 年末，长城证券证券自营业务规模持续增长，各期末规模分别为 164.41 亿元、232.67 亿元和 253.73 亿元，以债券类和其他类投资为主。2019 年末，公司其他类投资主要为证券公司资产管理计划 18.42 亿元、信托投资 19.72 亿元和其他权益工具投资 0.28 亿元。2017-2019 年，公司分别实现综合投资收益 7.46 亿元、7.77 亿元和 12.28 亿元。综合来看，公司证券自营投资业务中固定收益类投资业务表现相对稳定，规模占比亦较大。但公司权益类投资业务和衍生品交易投资收益波动性较大，较易

受市场行情影响。

**图表 13. 长城证券自营证券投资情况**

	2017 年末	2018 年末	2019 年末
证券自营业务规模 (亿元)	164.41	232.67	253.73
其中: 股票 (%)	12.06	3.69	2.81
基金 (%)	8.34	8.62	10.48
债券 (%)	60.75	68.56	70.38
其他 (%)	18.84	19.13	16.34
净资本/证券投资规模 (%)	67.43	54.81	50.36
	<b>2017 年</b>	<b>2018 年</b>	<b>2019 年</b>
综合投资收益 (亿元)	7.46	7.77	12.28
其中: 可供出售金融资产公允价值变动损益 (亿元) / 投资收益 (2019 年)	-0.75	-2.63	10.34
公允价值变动收益 (亿元)	-0.61	0.44	4.40
综合投资收益率 (%)	5.09	3.91	5.05

资料来源: 长城证券

注 1: 证券自营业务规模=以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资; 2019 年末证券自营业务规模=交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资;

注 2: 综合投资收益=投资收益+公允价值变动收益+可供出售金融资产公允价值变动损益-权益法核算的长期股权投资收益; 2019 年证券交易投资收益=投资收益-投资收益中“权益法核算的长期股权投资收益”及“处置长期股权投资产生的投资收益”+公允价值变动收益;

注 3: 综合投资收益率=综合投资收益/( (期初证券自营业务规模+期末证券自营业务规模) /2) ×100%。

## 投资银行业务

长城证券投资银行业务主要由投资银行事业部开展。公司投资银行业务涵盖股票、债券、混合金融产品及其他衍生品、资产证券化及其他债务融资工具, 并可在股权激励、收购兼并、资产重组、私募融资、股权直接投资等领域为企业提供财务顾问服务。

近年来, IPO 发审趋严趋紧, 股权市场融资规模减少, 债券市场逐步回暖, 债券发行规模增加。在此情况下, 长城证券投资银行业务营业收入和营业利润贡献度有所波动。2017-2019 年公司投资银行业务分部营业收入分别为 5.00 亿元、4.81 亿元和 5.97 亿元, 营业利润分别为 1.12 亿元、1.16 亿元和 1.54 亿元。

股权融资业务方面, 依托华能集团及关联企业平台以及自身业务积累, 近年来长城证券分别完成了秦安股份 (603758.SH)、东方中科 (002819.SZ)、南方传媒 (601900.SH) 等多个 IPO 发行项目, 并完成了怡亚通 (002183.SZ)、大富科技 (300134.SZ) 等多家上市公司的再融资项目。

债券承销业务方面, 2019 年, 长城证券在 PPN、中期票据、北金所债权融资计划等领域取得突破, 发行多只符合国家战略和政策的绿色债、扶贫债及创新创业债。2017-2019 年, 公司债券主承销金额分别为 271 亿元、267 亿元和 401 亿元, 随债券市场发行规模增加, 公司债券主承销规模有所增长。

从项目储备情况看，截至 2019 年末，长城证券共有 30 单公司债项目、18 单资产证券化、18 单债权融资计划处于待发行状态；11 个公司债、3 个企业债、2 个再融资、3 个 IPO 项目处于在会审核状态。

**图表 14. 长城证券承销业务情况**

	2017 年	2018 年	2019 年
保荐代表人（年末数）	54	58	60
IPO 主承销家数	6	2	2
IPO 主承销家数排名	20	16	-
IPO 主承销金额（亿元）	29.17	8.06	7.78
IPO 主承销金额排名	22	24	-
IPO 主承销收入（亿元）	1.34	0.41	0.48
债券主承销家数	35	38	62
债券主承销家数排名	30	26	-
债券主承销金额（亿元）	271	267	401
债券主承销金额同业排名	34	28	-
债券主承销收入（亿元）	2.13	1.75	3.50

资料来源：长城证券

### 资产管理业务

长城证券资产管理业务由资产管理部负责开展。公司资产管理业务主要为 客户提供证券及其他金融产品的投资管理服务，主要类型包括集合资产管理业务、单一资产管理业务和专项资产管理业务。2017-2019 年，公司资产管理业务净收入分别为 2.24 亿元、1.87 亿元和 1.61 亿元；2017-2019 年末，公司资产管理业务受托规模分别为 2684.15 亿元、2156.16 亿元和 1693.80 亿元，其中主动管理业务总规模（含主动管理单一资产管理业务、集合资产管理业务、专项资产管理业务）分别为 808.22 亿元、875.23 亿元和 813.54 亿元，单一资产管理计划中主动管理类受托规模分别为 554.32 亿元、454.21 亿元和 296.45 亿元。受各项资产管理业务新规相继落地的影响，公司整体资产管理业务规模和净收入逐年回落，但近年来公司积极推动资产管理部内部整合，布局主动管理产品，提升主动管理能力，公司主动管理总规模维持稳定。

从各类资产管理业务表现看，一方面资管新规相继落地，银行委外资金减少以及清盘产品数量较多；另一方面受资产管理部内部整合影响，长城证券各类资产管理业务平均业务费率均有所波动。但随着主动管理规模的逐年增长以及各类创新型主动资管产品的推出，2019 年公司单一资管业务费率及专项资管业务费率有所回升。截至 2019 年末，公司集合资产管理业务费率、单一资产管理业务费率和专项资产管理业务费率分别为 0.339%、0.106% 和 0.010%。

**图表 15. 长城证券资产管理业务情况（单位：亿元，%）**

项目	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）
期末集合资产管理业务受托资金规模	114.27	92.37	83.44
期末单一资产管理业务受托资金规模	2430.25	1735.15	1213.36
期末专项资产管理业务受托资金规模	139.63	328.64	434.82

项目	2017年(末)	2018年(末)	2019年(末)
集合资产管理业务净收入	0.60	0.49	0.28
单一资产管理业务净收入	1.61	1.37	1.29
专项资产管理业务净收入	0.03	0.01	0.05
集合资产管理业务费率	0.470	0.474	0.319
单一资产管理业务费率	0.063	0.066	0.088
专项资产管理业务费率	0.028	0.004	0.013
资产管理业务净收入合计	2.24	1.87	1.61

资料来源：长城证券

注：资产管理业务费率=资产管理业务净收入/((期初资产管理业务受托规模+期末资产管理业务受托规模)/2)\*100%。

总体而言，长城证券资产管理业务处于转型阶段。随着资管新规影响逐步消退，公司资产管理规模及产品数量，尤其是主动管理类业务规模及产品数量仍有进一步提升空间。未来随着证券公司的资产管理业务市场竞争逐步向各公司投资能力的竞争转变，未来公司应继续加强主动资产管理能力，在产品设计和业务创新上发挥证券公司资产管理业务的比较优势。同时，由于定向资管业务受监管政策和社会资金偏好影响较大，对业务方面欠缺灵活性，后续仍需要关注该类业务的合规风险。

### 其他业务

长城证券通过全资子公司长城长富和长城投资以及控股子公司宝城期货开展私募基金业务、另类投资业务和期货业务。各子公司2018年及2019年经营情况如下表所示。

图表 16. 长城长富、长城投资及宝城期货经营情况（单位：亿元）

子公司	2018年			
	总资产	净资产	营业收入	净利润
长城长富	6.78	6.56	0.29	0.016
长城投资	5.37	5.28	0.17	0.025
宝城期货	27.86	7.45	3.75	0.150
子公司	2019年			
	总资产	净资产	营业收入	净利润
长城长富	6.33	6.26	-0.27	-0.31
长城投资	5.68	5.52	0.44	0.24
宝城期货	43.94	10.48	8.23	0.51

资料来源：长城证券

### (2) 发展战略

除了进一步巩固和加强传统业务外，在未来的一个时期，长城证券将按“十九大”精神要求，在严格风险防范和规范公司治理的前提下，努力探索和创新发展的商业模式和市场机遇；以客户为导向，借力大数据、云技术，全力推进金融科技和服务升级；大力推进产融结合，不断加大服务实体经济力度；主动

适应国家金融改革开放的新形势和新要求、积极参与国家“一带一路”建设和金融改革开放的新进程，充分利用国内国外两种资本、两个市场，逐步培养和组建公司自身的国际化人才队伍和跨境业务团队，加快开展和逐步拓展公司的国际业务；依托股东背景，整合股东资源，努力打造具有能源特色的综合性金融服务商。为此，公司将主动适应国家战略，顺应行业发展新趋势，依托粤港澳大湾区，立足深圳、辐射全国、放眼全球，不断加强公司规范治理和内部管控能力，不断改进和完善适应公司发展和满足市场要求的体制机制，不断强化公司业务发展和客户服务水平，不断增强和提高公司核心竞争力和创新发展能力，不断提升公司可持续的赢利能力，在未来3到5年内使公司的综合实力得到显著增长，促进公司实现治理上水平、规模上台阶、结构更优化、布局更合理的战略发展目标，努力把公司建设成为管理规范、业绩优良、具有自身特色和可持续发展、社会声誉良好的证券公司。

#### 四、风险管理

长城证券建立了符合监管要求，并与其业务发展相适应的风控体系与实施措施。近年来，我国股票市场持续震荡，证券业自营业务市场风险、融资融券等资本中介业务规模随市场波动带来的信用风险和流动性管理压力均有所加大，公司风险管理压力亦有所上升。公司固定收益类自营业务投资规模持续增长，固定收益业务市场风险管理能力或将持续承压，同时，在债券市场信用事件频发的环境下，公司对固定收益投资信用风险的管理压力亦持续上升。随着公司信用交易业务规模的回落，尤其是股票质押业务规模的减少，公司信用交易业务信用风险有所缓释，但公司仍需谨慎开展股票质押式回购业务以控制信用风险敞口。

长城证券建立了符合监管要求、并与其业务发展相适应的风控体系与实施举措。2016-2019年，公司的分类监管评级结果分别为A类A级、B类BBB级、A类A级和B类BBB级。

##### （一） 市场与信用风险

长城证券涉及市场风险的业务主要包括权益类证券投资、固定收益类证券投资、衍生品投资等。公司市场风险管理的措施包括：制定明确的投资决策授权体系，业务决策和风险监控相互独立；全面实行嵌入式风险管理，覆盖所有市场风险业务线，实现市场风险的集中化和精细化管理；使用国际通用的市场风险量化模型和计量方法，准确地从多维度计量各层级的市场风险暴露，对市场风险实施限额管理；建立及时有效的监控和预警机制、多通道的报告体系。

针对证券投资业务存在因证券市场波动而导致收入和利润不稳定的风险，长城证券通过完善风险管理体系，运用科学合理的风险量化方法控制市场风险，并结合管理人员的经验，制定合理的盈利目标，采用逐日盯市、市场风险指标量化分析、加强研究预测等措施来降低市场风险。

长城证券风险管理部通过一系列测量方式估计可能的市场风险损失，包括通过 VaR 和敏感性分析对正常波动情况下的短期可能损失进行衡量，对极端情况下的可能损失，通过压力测试的方式进行评估。根据历史数据计算 VaR 值（置信水平为 95%，观察期为 1 个交易日），2019 年公司整体组合风险价值平均 VaR 值为 1689.30 万元。

自营业务风控指标方面，近年来长城证券证券自营业务规模持续增长，尤其是固定收益类证券业务规模增长较快，杠杆运用水平亦有所上升。2019 年末，公司自营非权益类证券及其衍生品占净资本的比重和自营权益类证券及其衍生品占净资本的比重分别为 181.67% 和 10.96%。

**图表 17. 长城证券自营业务风控指标（单位：%）**

	2017 年末	2018 年末	2019 年末	预警标准	监管标准
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	120.20	178.43	181.67	≤400	≤500
自营权益类证券及其衍生品/净资本	13.39	12.74	10.96	≤80	≤100

资料来源：长城证券

注：本表数据为母公司口径数据。

长城证券面临的信用风险主要来自于债券投资业务、融资融券业务、股票质押式回购及衍生品交易业务等。公司信用风险管理的措施包括：建立统一的信用风险管理政策；建立信用风险量化评估和限额管理体系；信用类产品投资方面，公司制定了交易方式、发行主体、债券评级的准入标准和债券信用等级评价体系，对发行人所处行业、发行主体和担保人进行内部信用评估，设立债券禁投库和预警库，各业务部门不得投资禁投库内的债券，对投资预警库债券予以重点关注和全面核查；对融资融券、约定购回、股票质押式回购等业务，公司建立了从授信管理、担保品管理、监控报告，到追保平仓管理等涵盖业务全流程的管理体系。

针对信用风险长城证券制定了一整套较完整的内部控制制度，将各种相应的风险控制方式、手段、程序、机制等制度化，以制度来保障对各种风险的有效控制。主要防范措施包括：加强相关对手资质核查力度，做好尽职调查；加大对交易对手的评估机制建设；建立健全相应风控阈值体系，实行分级权限管理；定期召开自营投资决策会议，审批资产配置计划与重大投资方案等；强化品种选择的管理，按照标准和程序分级建立资产池。

固定收益类投资方面，2019 年末长城证券证券自营投资中债券类投资规模为 178.56 亿元。同期末公司信用债持仓中信用评级为 AAA 级的信用债券占比为 36%，信用评级在 AA+ 级的信用债券占比为 27%，信用评级在 AA 级的信用债券占比为 36%，信用评级在 AA- 级及以下的信用债券占比为 1%。在区域分布方面，公司持仓信用债以东部沿海区域为主，占比约为 50%；中西部地区占比约为 40%。截至 2019 年末，公司固定收益类投资整体杠杆率在 3 倍左右（含本金），久期偏短。

信用交易业务方面，2019 年末长城证券融出资金净值为 118.92 亿元，股票

质押业务待回购余额为 3.66 亿元，融出资金减值准备为 0.15 亿元，买入返售金融资产减值准备为 0.77 亿元。同期末，公司应收款项账面余额为 1.82 亿元，其中应收违约债权款 1.41 亿元，应收款项坏账准备为 1.32 亿元。综合来看，通过主动压降股票质押业务规模，公司该项业务履约保障比例回升至优良水平，但公司仍需严控项目风险并加快存量风险项目处置，后续依风险项目处置情况，公司或有进一步加大减值准备计提的可能进而影响当期盈利。

整体来看，长城证券建立了符合自身特点的市场与信用风险管理体系。公司固定收益自营业务投资规模持续增长，固定收益业务市场风险管理能力或将持续承压，同时，在债券市场信用事件频发的环境下，公司对固定收益投资信用风险的管理压力亦持续上升。随着公司信用交易业务规模的回落，尤其是股票质押业务规模的减少，公司信用交易业务信用风险有所缓释，但公司仍需谨慎开展股票质押式回购业务以控制信用风险敞口。

## （二） 流动性风险

长城证券制定了《流动性风险管理办法》，明确公司资金流动性风险管理的总体目标、管理模式、组织职责以及流动性风险识别、计量、监测和控制的方法和程序。主要的管理措施包括：实施流动性风险限额管理，根据业务规模、性质、复杂程度、流动性风险偏好和市场变化情况，设定流动性风险限额并进行监控；建立现金流测算和压力测试分析框架，考虑在当前资产负债项目的合同现金流、增量业务现金流和特定项目客户行为对现金流的影响，对融资渠道和运用情况进行动态的分析和评估，有效计量、监测、控制正常和压力情景下未来不同时间段的现金流缺口；建立并完善融资策略，提高融资来源的多元化和稳定程度；制定流动性突发事件的应急计划和处置方案，应急处理包括启动程序、流动性紧急补充方案、报告制度等，并定期对应急计划进行评估，不断更新和完善应急处置方案。

长城证券通过科学的财务预算、现金流量分析等方法，加强资金的流动性管理，严格控制投资规模，加强流动性覆盖率和净稳定资金率等流动性风险监管指标监控、压力测试，通过发行次级债、公司债等多种形式增加净稳定资金，防范资金的流动性风险。通过证券库、禁买池管理，行业投资比例限额管理，项目发行包销前的风险评估及压力测试等措施，防范资产转换的流动性风险。2019 年末公司流动性风险监管指标流动性覆盖率为 330.91%，净稳定资金率为 133.71%。

近年来，长城证券自营投资规模持续增长，融出资金规模则随市场两融余额的变化呈现一定波动。股票质押式回购业务方面，公司整体自有资金参与业务规模较小，目前以控制项目风险为主。截至 2019 年末，公司自营投资占总资产\*的比重为 57.10%，融出资金占总资产\*比重为 26.76%。同年末，公司所有权受限制的交易性金融资产 107.26 亿元，其中：因为融资融券业务而转让过户受限的股票规模为 0.28 亿元；因为融资融券业务而转让过户或承诺不退出受限的基金规模为 5.42 亿元；因为质押式回购业务而设定质押或为买断式回购业务而

转让过户或债券借贷业务受限的债券规模为 95.81 亿元；因以管理人身份认购的资产管理计划份额承诺不退出受限的证券公司资产管理计划规模为 3.31 亿元；因承诺不退出或维持份额比例受限的信托产品规模为 2.45 亿元。2020 年 3 月末，公司自营投资规模降至 55.95%，主要系自营投资规模较总资产增速有所放缓。

**图表 18. 长城证券各项资产占总资产\*的比重情况（单位：%）**

	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
货币资金*	3.25	1.66	1.70	3.61
自营投资	50.20	60.64	57.10	55.95
买入返售金融资产	6.48	5.35	4.97	4.32
其中：股票质押式回购	4.87	0.56	0.82	-
融出资金	26.86	19.35	26.76	26.75
小计	86.78	87.00	90.53	90.63
总资产*	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：长城证券

长城证券综合运用短期和中长期融资渠道筹措资金，包括开展同业拆借、债券卖出回购、转融通、债券借贷、债权收益权转让与回购、发行公司债券、发行收益凭证、两融资产证券化等方式。公司上市后，还可以公开或非公开发行股票、发行优先股、可转债等方式进行融资。截至 2020 年 3 月末，公司卖出回购金融资产款为 140.62 亿元；应付债券余额为 122.40 亿元，主要为公司发行的债务融资工具和收益凭证。近年来，随自营业务规模增加，公司整体债务规模持续增长；期限结构方面，得益于中长期公司债的发行，公司长短期债务占比较为均衡。

**图表 19. 长城证券债务结构和短期债务覆盖情况（单位：亿元，%）**

	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
卖出回购金融资产款	86.48	104.35	103.15	140.62
短期债务	104.52	131.10	141.82	192.86
有息债务	153.98	200.92	252.76	314.72
短期债务/有息债务	67.88	65.25	56.11	61.28
货币资金*/短期债务	10.18	4.86	5.32	9.67

资料来源：长城证券

总体来看，长城证券通过多种融资手段来满足业务资金需求，随业务规模的增长，公司债务规模有一定提升。鉴于融资融券等信用业务的波动以及固定收益业务将持续挑战公司的外部融资能力和风险管理能力，公司仍需持续加强流动性风险监控和流动性风险应急预案管理能力。

### （三） 操作风险

长城证券的操作风险是指由不完善或有问题的内部程序、员工和信息科技系统，以及外部事件所造成损失的风险。操作风险管理的措施包括：实行集中领导，分级管理的授权体制，各部门和分支机构在被授予的权限范围内行使权力和开展业务活动，明确制定各业务活动的管理制度办法、操作指引、流程及审批权限，严禁越权从事交易或业务活动；采取风险与控制自我评估、授权管

理等多项措施，对业务开展过程中所面临的各类操作风险进行识别和防控；建立操作风险事件监测、汇报和分析机制；进行日常操作风险监控，定期检查并分析各部门操作风险的管理情况，确保操作风险制度和措施得到贯彻落实。

综合而言，通过制度化管理和内部运营检查等措施，长城证券操作风险能够得到较有效控制。但随着创新业务的发展，公司操作风险管理将面临较大压力。

## 五、盈利能力

长城证券盈利能力在行业内居中上游水平，近年来得益于各项业务的均衡发展，其收入结构有所优化，未来公司的盈利结构和盈利稳定性有望进一步改善。

长城证券经营连续多年保持盈利，营业收入与净利润均处于行业中上游水平。近年来公司致力于各项业务均衡发展，通过推动传统经纪业务向财富管理转型、发展投行业务全产业链模式、维持投资业务稳健投资风格以及提升资管业务主动管理能力，公司在一定程度上优化了整体收入结构。2017-2019年及2020年一季度公司营业收入分别为29.58亿元、27.53亿元、38.99亿元和14.47亿元，净利润分别为9.78亿元、8.96亿元、10.15亿元和3.73亿元。

**图表 20. 长城证券收入与利润情况**

	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
营业收入（亿元）	29.58	27.53	38.99	14.47
同比变动（%）	-15.09	-6.91	41.62	41.84
证券行业营业收入变动（%）	-5.08	-14.47	35.37	-
净利润（亿元）	8.96	5.89	10.15	3.73
同比变动（%）	-8.42	-34.21	72.13	26.16
证券行业净利润变动（%）	-8.47	-41.04	75.50	-
合并口径营业收入行业排名	35	29	-	-
专项合并口径净利润行业排名	28	25	-	-

资料来源：长城证券，证券业协会

从各业务线的盈利能力来看，经纪业务及信用业务为长城证券盈利的主要来源，近年来证券行业经纪业务同质化竞争日趋激烈，公司的经纪业务将面临更为激烈的市场竞争环境，佣金收入水平将承受较大压力；但随着公司在全国范围的网点铺设和业务扩张，公司客户基础有望进一步加强，助推信用交易业务规模继续扩张。证券自营业务是公司盈利的重要来源，但收益表现易受市场环境影 响，相对缺乏稳定性。得益于债券市场融资规模的增加，公司投行业务债券承销规模亦有所提升，业务营业利润率逐年稳定增长，未来公司仍需进一步充实投行业务线，发展多元化、差异化投行业务。公司资产管理业务主动管理业务规模持续增长，但随着资管行业竞争的加剧，公司应继续加强主动资产管理能力，同时，仍需要关注单一资管业务的合规风险。

从成本及费用结构看，长城证券业务及管理费占营业收入的比重逐年略有

下降。近年来，公司营业成本结构已趋于稳定，业务管理费占比和职工薪酬占业务及管理费比重得到了较好的控制。未来受同业竞争加剧、创新业务需求等因素影响，公司人员成本仍将面临上升压力。

**图表 21. 长城证券成本费用变化情况**

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 一季度
营业收入变动 (%)	-15.09	-6.91	41.62	41.84
业务及管理费用变动 (%)	-17.27	-8.38	24.28	-4.98
职工薪酬变动 (%)	-22.77	-12.46	27.17	-
业务及管理费/营业收入 (%)	60.01	59.06	51.83	35.70
职工薪酬/业务及管理费 (%)	73.67	70.39	72.02	-

资料来源：长城证券

综合而言，长城证券盈利能力在行业内居中上游水平。2017-2019 年，公司平均资产回报率分别为 2.97%、1.66% 和 2.45%。

## 六、资本与杠杆

长城证券资本实力居行业中上游水平，权益以股本和资本公积为主，结构较为稳定。上市融资后，公司资本实力进一步增强，融资渠道得到拓宽，有助于后续业务的持续开展。

经过多次增资扩股，长城证券资本实力逐步增强。公司资本实力在行业中居中上游水平，公司的资本补充渠道主要为股东增资及自身利润留存积累。2018 年上市融资后，公司资本实力得到进一步增强，融资渠道亦得到拓宽。2019 年末公司母公司口径净资产和净资本分别为 167.56 亿元和 127.78 亿元。

**图表 22. 长城证券资本实力（单位：亿元）**

	2017 年末	2018 年末	2019 年末
净资产	142.24	163.82	167.56
行业排名	30	29	-
净资本	110.86	127.54	127.78
行业排名	38	32	-

资料来源：长城证券，证券业协会（母公司口径）

长城证券合并口径股东权益以股本和资本公积（主要为股本溢价）为主。截至 2020 年 3 月末，公司股东权益中股本和资本公积占比分别为 17.50% 和 52.00%。

**图表 23. 长城证券所有者权益构成情况（单位：%）**

	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
股本	19.30	18.60	17.88	17.50
资本公积	53.02	55.27	53.13	52.00
盈余公积	2.94	2.89	3.18	3.11
一般风险准备	10.99	10.22	10.63	10.40

	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
未分配利润	13.46	14.16	12.89	14.69
综合收益	-0.49	-2.09	-0.21	-0.16
少数股东权益	0.77	0.95	2.49	2.46
股东权益合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：长城证券

近年来，长城证券通过卖出回购、转融通及发行债券支持证券自营业务及融资融券业务发展，资产负债率\*有所上升，但仍处合理水平。公司净资本和净资产对负债的覆盖度有所下降。受监管分类评价等级变动的的影响，公司风险覆盖度有所波动，但整体指标仍远高于监管和预警标准。

**图表 24. 长城证券资本与杠杆情况（单位：%）**

	2017 年末	2018 年末	2019 年末	预警标准	监管标准
资产负债率*	55.82	56.52	60.95	-	-
净资本/净资产	77.94	77.85	76.26	≥24%	≥20%
净资本/负债	61.19	59.09	47.68	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	78.51	75.90	62.51	≥12%	≥10%
净资本/各项风险资本准备之和	182.59	215.52	185.63	≥120%	≥100%

资料来源：长城证券

注：本表监管口径指标取自风险控制指标监管报表。

## 七、外部支持

作为华能集团下属核心公司之一，长城证券授信纳入华能集团整体授信管理，能够在资本补充、业务支持和业务协同等方面获得股东的支持。总体来看，公司能够获得股东方较大的信用支撑。

长城证券的控股股东为华能资本，实际控制人为华能集团。华能集团是以电力产业为主的国家级特大型企业集团，已形成“电为核心、煤为基础、金融支持、科技引领、产业协同”的战略布局，电力装机容量规模优势显著。截至 2018 年末，华能集团在中国三十一个省、市、自治区以及六个海外国家拥有全资及控股电厂装机容量 17657 万千瓦，煤炭产能 7760 万吨/年；2018 年公司完成发电量 7026 亿千瓦时，占当年中国全口径发电量的 10.05%。华能资本是华能集团负责金融资产投资与管理及金融服务的控股子公司，旗下金融牌照包括证券、基金、保险、期货和信托等，其主要职责是制定金融产业发展规划，统一管理金融资产和股权，协调金融企业间业务合作，合理配置金融资源，为集团主业提供金融支持。

作为华能集团下属金融类核心子公司之一，长城证券授信纳入华能集团整体授信管理，能够在资本补充、业务支持和业务协同等方面获得股东的支持。资本补充方面，自成立以来，公司分别于 1999 年、2007 年和 2008 年获得股东增资 6.68 亿元、1.00 亿元和 5.00 亿元，于 2005 年获得股东次级债融资 6.42 亿元以应对财务危机，并于 2006 年转增股本。公司于 2013 年 9 月开始进行股份

制改革，至 2015 年 4 月股改完成。公司于 2015 年 10 月增资完成，由公司原 16 位股东出资增加注册资本人民币 7.26 亿元，注册资金（股本）从 20.67 亿元增加至 27.93 亿元，新增资本公积人民币 39.93 亿元，资本实力得到大幅提升。业务支持方面，华能集团拥有众多下属公司和关联公司，行业涉及较广泛，能够为公司投资银行和研究等业务提供支撑。业务协同方面，华能资本金融牌照较齐全，各金融类业务间的协同将有利于公司业务的开展。总体来看，公司能够获得股东方较大的信用支撑。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期债券存续期（本期债券发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 一季度
总资产 (亿元)	435.10	484.20	590.96	696.50
总资产* (亿元)	327.51	383.66	444.36	516.62
股东权益 (亿元)	144.71	166.83	173.52	177.32
归属于母公司所有者权益 (亿元)	143.59	165.24	169.19	172.96
营业收入 (亿元)	29.58	27.53	38.99	14.47
营业利润 (亿元)	11.03	6.83	12.01	4.60
净利润 (亿元)	8.96	5.89	10.15	3.73
资产负债率* (%)	55.82	56.52	60.95	65.68
权益负债率 (%)	126.33	129.97	156.08	191.35
净资本/总负债* (%)	60.65	58.82	47.18	-
净资本/有息债务 (%)	72.00	63.48	50.56	-
货币资金*/总负债*	5.82	2.94	2.78	5.49
员工费用率 (%)	44.21	41.57	37.33	-
手续费及佣金净收入/营业收入 (%)	49.82	45.56	37.43	25.89
资产管理净收入与基金管理业务净收入/营业收入 (%)	7.57	6.78	4.14	2.66
营业利润率 (%)	37.30	24.81	30.81	31.82
平均资产回报率 (%)	2.97	1.66	2.45	-
平均资本回报率 (%)	6.31	3.78	5.96	-
监管口径数据与指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
净资本 (亿元)	110.86	127.54	127.78	-
净资本/各项风险资本准备之和 (%)	182.59	215.52	185.63	-
净资本/净资产 (%)	77.94	77.85	76.26	-
净资本/负债 (%)	61.19	59.09	47.68	-
净资产/负债 (%)	78.51	75.90	62.51	-
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	120.20	178.43	181.67	-
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	13.39	12.74	10.96	-

注：根据长城证券 2017-2019 年经审计的财务报表、2020 年一季度未经审计的财务报表、2017-2019 年末母公司净资本计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算，其中资产负债表数据及指标取自各期期末数。

附录二：

长城证券调整后资产负债简表

财务数据	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
<b>总资产*</b> (亿元)	327.51	383.66	444.36	516.62
其中：货币资金* (亿元)	10.64	6.37	7.54	18.64
结算备付金* (亿元)	2.22	4.40	9.15	4.56
以公允价值计量且其变动计入 当期损益的金融资产 (亿元)	105.69	153.70	-	-
交易性金融资产 (亿元)	-	-	234.12	269.63
买入返售金融资产 (亿元)	21.22	20.51	22.08	22.32
可供出售金融资产 (亿元)	58.71	78.98	-	-
债权投资 (亿元)	-	-	4.45	4.70
其他债权投资 (亿元)	-	-	14.69	14.27
融出资金 (亿元)	87.95	74.23	118.92	138.22
长期股权投资 (亿元)	11.87	13.36	15.70	16.72
<b>总负债*</b> (亿元)	182.81	216.83	270.84	339.30
其中：卖出回购金融资产款 (亿元)	86.48	104.35	103.15	140.62
应付短期融资款 (亿元)	6.30	1.76	25.39	40.30
应付债券 (亿元)	51.80	69.95	111.16	122.40
<b>股东权益 (亿元)</b>	144.71	166.83	173.52	177.32
其中：股本 (亿元)	27.93	31.03	31.03	31.03
<b>负债*和股东权益 (亿元)</b>	327.51	383.66	444.36	516.62

注：根据长城证券 2017-2019 年经审计的财务报表及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理、计算，其中资产负债表数据及指标取自各期期末数。

附录三：

各项数据与指标计算公式

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

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资产为母公司数据。

#### 附录四：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《证券行业信用评级方法》（发布于 2018 年 3 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。