

长城证券股份有限公司

# 信用评级报告

# 概述

编号:【新世纪企评(2019)020137】

**评级对象:** 长城证券股份有限公司

**主体信用等级:** AAA

**评级展望:** 稳定

**评级时间:** 2019年6月18日

## 主要数据与指标

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年 一季度
金额单位:人民币亿元				
总资产(亿元)	436.29	435.10	484.20	619.47
总资产*(亿元)	274.75	327.51	383.66	451.09
股东权益(亿元)	139.15	144.71	166.83	172.57
归属于母公司所有者 权益(亿元)	138.22	143.59	165.24	168.43
净资本(亿元)	111.96	110.86	127.54	-
总负债*(亿元)	135.59	182.81	216.83	278.52
营业收入(亿元)	34.84	29.58	27.53	10.20
净利润(亿元)	9.78	8.96	5.89	2.96
资产负债率*(%)	49.35	55.82	56.52	61.74
净资本/总负债*(%)	82.57	60.65	58.82	-
净资本/有息债务(%)	100.11	72.00	63.48	-
员工费用率(%)	48.60	44.21	41.57	-
资产管理业务净收入 与基金管理业务净收 入/营业收入(%)	8.91	7.57	6.78	3.58
营业利润率(%)	34.84	37.30	24.81	36.08
平均资产回报率(%)	3.46	2.97	1.66	0.71
平均资本回报率(%)	7.05	6.31	3.78	1.74

注1: 根据长城证券2016-2018年经审计的财务报表、2019年一季度未经审计的财务报表、2016-2018年末母公司净资本计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算,其中资产负债表数据及指标取自各期末数据;

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,长城证券能够在资金业务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,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

通过对长城证券股份有限公司主要信用风险要素的分析，新世纪评级认为公司具有极强的债务偿付能力，违约风险极低，并授予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定。

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

# 信用评级报告

### 一、公司概况

长城证券为全国综合性证券公司，是在原深圳长城证券公司营业部和海南汇通国际信托投资公司所属证券机构合并的基础上组建而成，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 2019 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 2019 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	3.38
5	四川长虹电子控股集团有限公司	2.21
6	广东宝丽华新能源股份有限公司	1.61
7	上海仪电（集团）有限公司	1.39
8	福建湄洲湾控股有限公司	1.28
9	新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司	0.97
10	福建九华发展股份有限公司	0.97

资料来源：长城证券（截至 2019 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
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

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
深圳市长城证券投资有限公司	长城投资	5.00	100.00	投资	2014.11	是

资料来源：长城证券（截至 2018 年末）

截至 2018 年末，长城证券经审计的合并会计报表口径资产总额为 484.20 亿元，所有者权益为 166.83 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 165.24 亿元）。2018 年公司实现营业收入 27.53 亿元，净利润 5.89 亿元（其中，归属于母公司所有者的净利润 5.86 亿元）。

截至 2019 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 619.47 亿元，所有者权益为 172.57 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 168.43 亿元）。2019 年一季度公司实现营业收入 10.20 亿元，净利润 2.96 亿元（其中，归属于母公司所有者的净利润 2.92 亿元）。

## 二、经营环境

### （一）宏观经济和政策环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回

升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经

济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，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。

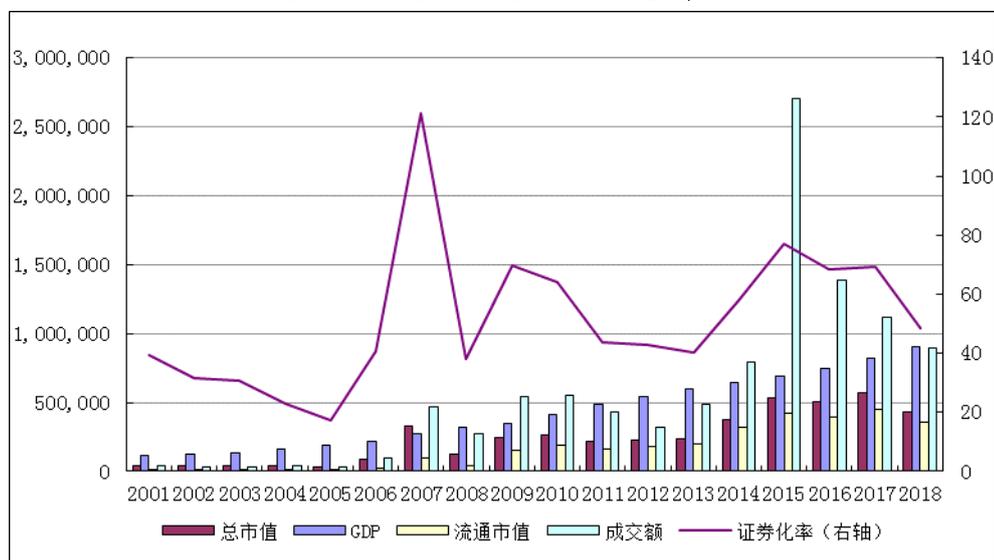
## （二） 证券行业运营状况与风险关注

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

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

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

图表 3. 中国股市发展情况及证券化率（单位：亿元，%）



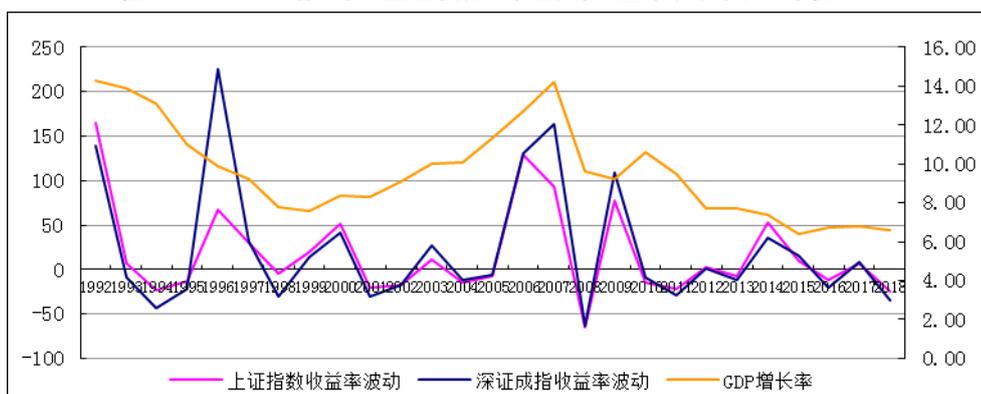
资料来源：Wind

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 4. GDP 增长率与上证指数及深证成指收益率波动情况（单位：%）

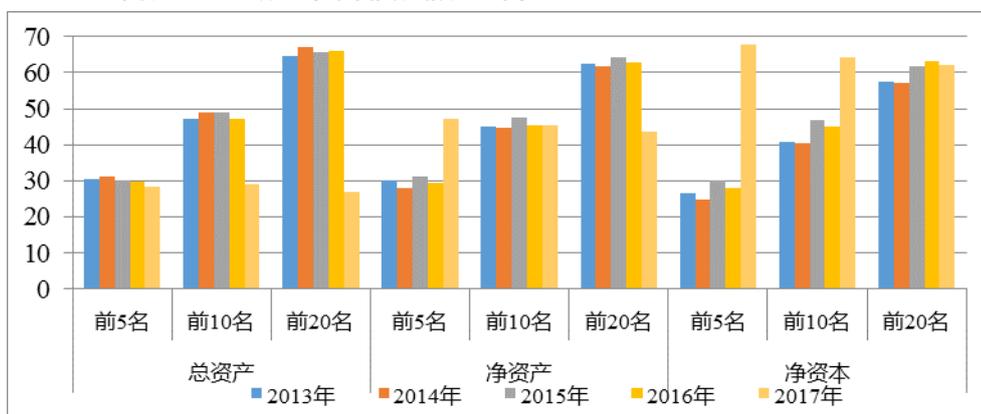


资料来源：Wind

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

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

图表 5. 证券业集中度变化情况（单位：%）



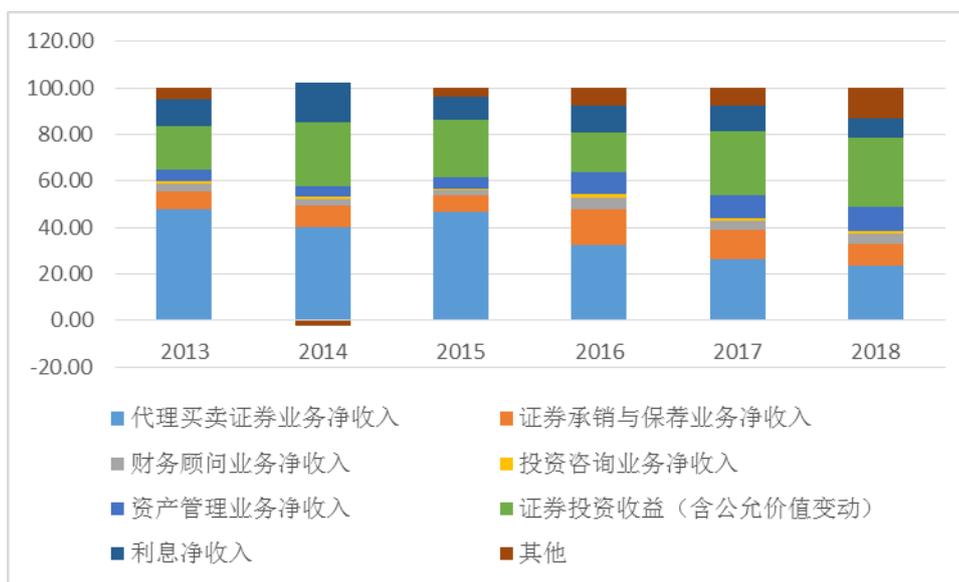
资料来源：中国证券业协会

目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。一方面，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销

等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险。而且，近年来，互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面临激烈的市场竞争压力。另一方面，随着我国金融市场的持续改革，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，杠杆经营程度上升后，证券公司在资本补充、融资能力和风险管理能力等方面有待同步提高。

受市场发展水平和监管环境影响，国内证券公司业务模式相对单一，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，盈利水平易受证券市场景气度影响，周期性波动明显。近年来，佣金率整体下滑促使证券公司推动转型，积极抢占融资融券市场份额。2016年，投行业务借助政策推动，业务收入确认加快，在证券公司收入结构中占比增速较快，项目储备充足和承销能力较强的证券公司将在业务结构转型和收入结构优化的过程中得到较强支撑。2017年，股票质押式业务规模迅速增长，为证券公司盈利稳定性提供了一定补充。同时，全年股票市场慢牛的走势以及市场投资风格的转变亦使得证券公司自营投资表现有所改善。但监管政策的持续收紧对证券公司合规风控能力提出了更高的要求。2018年以来，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策带来的全球性信用收缩，股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期有所减少，各证券公司均加快业务转型，推进非通道类业务的发展。

**图表 6. 证券公司营业收入结构情况（单位：%）**

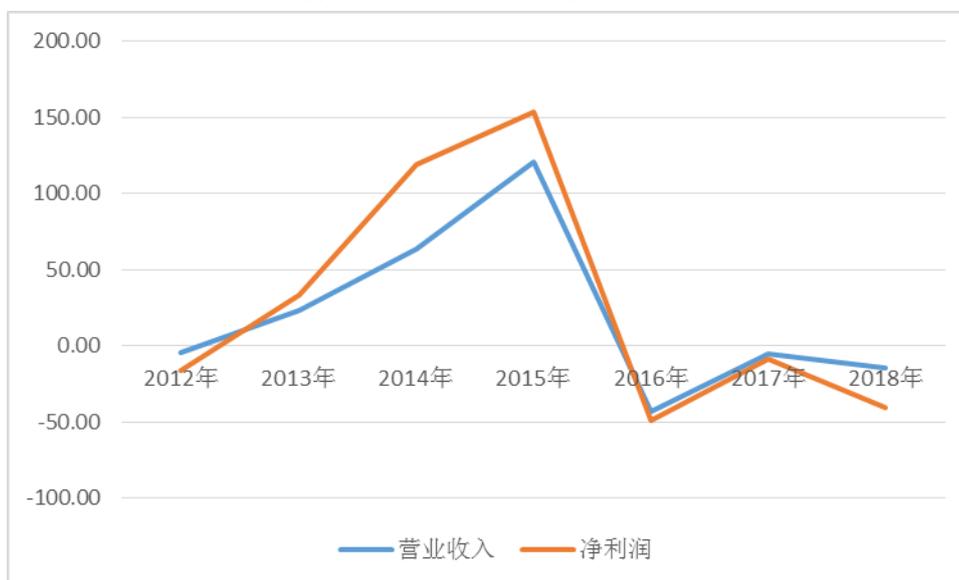


资料来源：中国证券业协会

2018年以来，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策带来的全球性信用收缩，我国股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。债券市场交投活跃，根据 Wind 资讯统计，截至 2018 年末，银行间和交易所债券合计成交 149.94 万亿元，总成交量较去年同期增长 50.89%。同期末，债券市场合计发行额为 43.85 万亿元，较去年同期发行额增长 7.38%。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期有所减

少。经纪业务及自营业务受市场波动影响较大；新股及再融资规模的下降亦导致投行业务收入的降低；市场两融规模维持稳定，但整体债务规模增长侵蚀了证券公司的利息收入；大资管新规对资产管理业务的监管影响逐步减小，业务盈利情况有一定回升。

**图表 7. 证券业历年营业收入与净利润增幅情况（单位：%）**



资料来源：中国证券业协会

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

### 三、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。

#### （一）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。公司经纪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经纪业务、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营业支出。近年来，在监管趋严趋紧和市场不断震荡的影响下，除证券投资及交易业务得益于债券牛市行情盈利情况有所好转，公司经纪业务、投资银行业务和资产管理业务盈利水平均有所波动。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 8. 长城证券营业收入结构（单位：亿元，%）**

营业收入	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪业务	18.05	51.83	17.22	58.20	15.86	57.61
投资银行业务	10.66	30.61	5.00	16.91	4.81	17.47
资产管理业务	3.03	8.69	2.24	7.57	1.87	6.78
证券投资及交易业务	5.25	15.08	3.74	12.64	7.07	25.68
其他	-2.16	-6.21	1.38	4.68	-2.08	-7.54
合计	34.84	100.00	29.58	100.00	27.53	100.00

营业利润	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪业务	10.98	90.48	9.22	83.56	5.63	82.43
投资银行业务	3.16	26.07	1.12	10.18	1.16	17.01
资产管理业务	1.75	14.43	1.39	12.56	1.20	17.56
证券投资及交易业务	4.26	35.06	3.03	27.45	5.33	78.07
其他	-8.01	-66.03	-3.72	-33.75	-6.50	-95.08
合计	12.14	100.00	11.03	100.00	6.83	100.00

资料来源：长城证券

## 1. 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 2018 年末，公司设有北京、杭州、广东、上海、前海等 13 家分公司，在全国主要城市如北京、上海、广州、杭州、南京、成都等共设有 108 家营业部。

在传统经纪业务方面，2016-2018 年，长城证券分别实现代理买卖证券业务净收入 6.61 亿元、5.09 亿元和 3.80 亿元；同期，公司佣金率分别为 0.0294%、

0.0274%和0.0272%。受互联网金融业务的冲击和同质化竞争的加剧，加之市场股基交易量的下滑，公司代理买卖证券业务净收入及佣金率均有所下降。各年末公司营业部数量分别为103家、109家和108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642.02万元/家、466.83万元/家和352.08万元/家，仍受股基交易量变化影响有所下滑。从股票和证券投资基金市场占有率情况来看，虽股票交易量持续下降，但公司经纪业务股票交易量市场占比维持较好，2016-2018年各年占比均维持在0.90%以上，证券投资基金市场占比则下滑较为严重。经纪业务排名方面，公司2016年及2017年代理买卖证券业务收入排名分别为37位和37位，整体经纪业务收入行业排名维持在中上游水平。

**图表 9. 长城证券股票、基金、权证和债券现货交易额**

	2016年(末)		2017年(末)		2018年(末)	
	交易量	占比	交易量	占比	交易量	占比
股票(万亿元)	2.36	0.93%	2.05	0.92%	1.64	0.91%
证券投资基金(万亿元)	0.15	0.62%	0.06	0.31%	0.04	0.20%
经纪业务佣金率(%)	0.0294		0.0274		0.0272	
部均代理买卖证券业务净收入(万元/家)	642.02		466.83		352.08	

资料来源：长城证券

注1：经纪业务佣金率=公司代理买卖证券业务净收入/公司股票基金交易额\*100%；

注2：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2018年末，融资融券余额为74.58亿元，受市场两融余额不断波动影响，2018年末余额较上年末同比下降15.60%。2016-2018年公司分别实现融资融券利息收入6.06亿元、6.23亿元和5.76亿元。两融业务资金来源和成本方面，2018年末公司通过转融通、两融资产证券化及收益权转让融入资金28.50亿元，转融通融资成本为5.10%-5.40%之间，收益权转让融资成本在4.65%-5.90%之间。

**图表 10. 长城证券融资融券业务情况(单位：亿元)**

	2016年(末)	2017年(末)	2018年(末)
融资融券余额	79.02	88.39	74.58
其中：融资	79.00	88.22	74.45
融券	0.02	0.17	0.13
融资融券利息收入	6.06	6.23	5.76

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，随着股票质押新股的实施，加之市场持续震荡下行股票质押业务风险的不断加大，公司主动且快速降低股票质押式回购业务规模，该年末公司股票质押贷购回金额降至2.13亿元，整体降幅

为 86.65%。2016-2018 年公司股票质押业务分别实现利息收入 0.65 亿元、1.48 亿元和 0.79 亿元。后续公司将持谨慎态度开展该类业务，整体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。

## 2. 证券自营业务

长城证券证券自营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，2016 年，在股指期货交易受限的情况下，长城证券证券投资部及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 672 万元，年化收益率在 69 家阳光私募业绩排名中位于前 1/3 分位。2017 年，在股指期货交易受限和异于往年、大小票严格分化的二八结构化行情的情况下，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，公司权益投资部和量化投资部有效控制市场风险，整体权益类证券投资业务表现优于市场指数表现。

固定收益类证券投资方面，2016 年，长城证券固定收益业务与同期纯债基金、券商自营和同类资管产品相比收益领先，固定收益业务中资本中介业务规模增长 400%。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。

从证券自营业务整体投资情况来看，2016-2018 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 128.52 亿元、164.41 亿元和 232.67 亿元，其中以债券类和其他类投资为主。2018 年末，公司其他类投资主要为资产管理计划 26.25 亿元、信托投资 16.58 亿元和权益工具投资 1.68 亿元。2016-2018 年，公司分别实现综合投资收益 3.32 亿元、7.46 亿元和 7.77 亿元，整体投资收益金额随证券自营业务规模增长而扩大，但因规模增长和各年行情变化，公司整体综合投资收益率有所波动。综合来看，公司证券自营投资业务中固定收益类投

资业务表现相对较优，规模占比亦较大。公司权益类投资业务波动较大，较易受股票市场波动影响。

**图表 11. 长城证券自营证券投资情况**

	2016 年末	2017 年末	2018 年末
证券自营业务规模 (亿元)	128.52	164.41	232.67
其中: 股票 (%)	6.15	12.06	3.69
基金 (%)	10.11	8.34	8.62
债券 (%)	50.94	60.75	68.56
其他 (%)	32.80	18.84	19.13
净资产/证券投资规模 (%)	87.12	67.43	54.81
	<b>2016 年</b>	<b>2017 年</b>	<b>2018 年</b>
综合投资收益 (亿元)	3.32	7.46	7.77
其中: 可供出售金融资产公允价值变动 (亿元)	-1.83	-0.75	-2.63
公允价值变动收益 (亿元)	-0.81	-0.61	0.44
综合投资收益率 (%)	2.58	5.09	3.91

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

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

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%

### 3. 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。2016-2018 年公司投资银行业务分部营业收入分别为 10.66 亿元、5.00 亿元和 4.81 亿元，营业利润分别为 3.16 亿元、1.12 亿元和 1.16 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，长城证券成功完成了秦安股份 (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。2016-2018 年，公司 IPO 主承销金额分别为 21.35 亿元、29.17 亿元和 8.06 亿元；股票增发承销金额分别为 127.63 亿元、29.52 亿元和 15.27 亿元。

债券承销业务方面，近年来，长城证券成功完成了 15 洲际 01 (125999.SH)、15 中南 01 (118345.SZ)、16 桂铁投 (118568.SZ) 等百余次次公司债发行 (含中小企业私募债发行)；完成了 15 陕西东岭债 (1580184.IB)、16 晋煤 01

(127434.SH)、16 吉市城建债 (1680059.IB) 等多次企业债发行；同时，完成了泰晶转债 (113503.SH)、蒙电转债 (110041.SH) 和天康转债 (128030.SZ) 可转债发行工作。2016-2018 年，公司债券承销金额分别为 551.73 亿元、277.10 亿元和 266.66 亿元，整体债券承销规模受债券市场发行规模影响有所下降。

从项目储备情况看，截至 2018 年末，长城证券共有 11 单公司债项目、3 单企业债、1 单重组及 1 单再融资项目处于待发行状态；6 个公司债、2 个企业债、1 个非公开、1 个 IPO 项目、1 个可转债处于在会审核状态。

**图表 12. 长城证券承销业务情况**

	2016 年	2017 年	2018 年
保荐代表人 (年末数)	50	54	58
IPO 主承销家数	5	6	2
IPO 主承销家数排名	16	20	16
IPO 主承销金额 (亿元)	21.35	29.17	8.06
IPO 主承销金额排名	19	22	24
IPO 主承销收入 (亿元)	1.08	1.34	0.41
债券主承销家数	66	35	38
债券主承销家数排名	18	30	26
债券主承销金额 (亿元)	544	271	267
债券主承销金额同业排名	22	34	28
债券主承销收入 (亿元)	6.12	2.13	1.75

资料来源：长城证券

#### 4. 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。2016-2018 年，公司资产管理业务净收入分别为 3.10 亿元、2.24 亿元和 1.87 亿元；2016-2018 年末，公司资产管理业务受托规模分别为 2859.23 亿元、2684.15 亿元和 2156.16 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 702.02 亿元、808.22 亿元和 875.23 亿元，单一资产管理计划中主动管理类受托规模分别为 478.68 亿元、554.32 亿元和 454.21 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，扩大主动管理规模，提升主动管理能力，公司主动管理总规模实现了连续两年的规模增长。

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；另一方面受公司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，2018 年公司集合资管业务费率及单一资管业务费率有所回升，专项资管业务因新设产品较多，整体费率尚未体现。截至 2018 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 0.474%、0.066% 和 0.004%。

**图表 13. 长城证券资产管理业务情况（单位：亿元，%）**

项目	2016 年	2017 年	2018 年
期末集合资产管理业务受托规模（亿元）	141.09	114.27	92.37
期末单一资产管理业务受托规模（亿元）	2645.65	2430.25	1735.15
期末专项资产管理业务受托规模（亿元）	72.49	139.63	328.64
集合资产管理业务净收入（亿元）	1.09	0.60	0.49
单一资产管理业务净收入（亿元）	1.69	1.61	1.37
专项资产管理业务净收入（亿元）	0.33	0.03	0.01
集合资产管理业务费率（%）	1.111	0.470	0.474
单一资产管理业务费率（%）	0.076	0.063	0.066
专项资产管理业务费率（%）	0.880	0.028	0.004
资产管理业务净收入合计（亿元）	3.10	2.24	1.87
资产管理业务收入行业排名（位）	26	-	-

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。

## 5. 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 年经营情况如下表所示。

**图表 14. 长城长富、长城投资及宝城期货经营情况（单位：亿元）**

	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

资料来源：长城证券

## （二）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新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，依托粤港澳大湾区，立足深圳、辐射全国、放眼全球，知难而进、奋发有为，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能力和客户服务水平，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，为股东创造更多的投资回报，力争在未来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。2014-2018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、B类BBB级和A类A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。公司根据历史数据计算 VaR 值（置信水平为 95%，观察期为 1 个交易日），2018 年末总体 VaR 值为 3014.27 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。2018 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 178.43% 和 12.74%，其中自营非权益类证券及其衍生品占净资本的比重两年来增加 88.23 个百分点。

**图表 15. 长城证券自营业务风控指标（单位：%）**

	2016 年末	2017 年末	2018 年末	预警标准	监管标准
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	90.20	120.20	178.43	≤400	≤500
自营权益类证券及其衍生品/净资本	17.60	13.39	12.74	≤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，2018 年末长城证券证券自营投资中债券类投资规模为 159.53 亿元，信用债持仓中信用评级为 AAA 级的信用债券占比为 27.87%，信用评级在 AAA 级以下 AA 级（含）以上的信用债券占比为 50.89%，信用评级在 AA 级以下 BBB 级（含）以上的信用债券占比为 1.03%。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%。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，2018 年末长城证券融出资金净值为 74.23 亿元，股票

质押业务待回购余额为 2.13 亿元，融出资金减值准备为 0.22 亿元，买入返售金融资产减值准备为 63.93 万元。同年末，公司应收款项账面余额为 6.11 亿元，其中违约债权 5.79 亿元，应收款项坏账准备为 1.95 亿元。应收款项中涉及股票质押业务金额为 3.64 亿元，分别为徐州丰利科技发展投资有限公司（以下简称“徐州丰利”）和深圳市鼎鹏投资有限公司，目前徐州丰利股票质押纠纷案审理法院已作出生效裁定，公司已依据生效裁定申请强制执行，法院已受理，正在执行中；深圳市鼎鹏投资有限公司应收款项进展未披露。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。2018 年末公司流动性风险监管指标流动性覆盖率为 667.55%，净稳定资金率为 142.17%。

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 2018 年末，公司自营投资占总资

产\*的比重已升至 60.64%，融出资金占总资产\*比重为 19.35%。同年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的所有权受限制的金融资产金额为 83.63 亿元，其中：为质押式回购业务而设定质押的金额为 65.14 亿元，为债券借贷业务受限的金额为 18.49 亿元，存在限售期股票的金额为 62.29 万元；公司可供出售所有权受限制的金融资产金额为 44.13 亿元，其中：为质押式回购业务而设定质押的金额为 3.13 亿元，为融资融券业务而转让过户的金额为 0.13 亿元，为债券借贷业务受限的金额为 2.84 亿元，为存在限售期或有承诺条件的金额为 38.04 亿元。

**图表 16. 长城证券各项资产占总资产的比重情况（单位：%）**

	2016 年末	2017 年末	2018 年末
货币资金*	1.49	3.25	1.66
自营投资	46.78	50.20	60.64
买入返售金融资产	11.86	6.48	5.35
其中：股票质押式回购	9.57	4.87	0.56
融出资金	28.67	26.86	19.35
小计	88.80	86.78	87.00
总资产*	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 2018 年末，公司卖出回购金融资产款为 104.35 亿元，其中包括融资融券业务收益权回购业务及两融资产证券化业务 23.50 亿元；应付债券余额为 69.95 亿元，主要为 15 长城债、17 长证 01、17 长证 02 和收益凭证，余额分别为 20.00 亿元、22.20 亿元、7.80 亿元和 19.95 亿元。近年来，随自营业务规模增长，公司整体债务规模持续增长，得益于中期限公司债的发行，公司债务期限结构得到一定优化，但整体货币资金\*对短期债务的覆盖率有所下降。

**图表 17. 长城证券债务结构和短期债务覆盖情况（单位：亿元，%）**

	2016 年末	2017 年末	2018 年末
卖出回购金融资产款	67.54	86.48	104.35
短期债务	82.20	104.52	131.10
有息债务	111.28	153.98	200.92
短期债务/有息债务	73.87	67.88	65.25
货币资金*/短期债务	4.99	10.18	4.86

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。2016-2018 年公司营业收入分别为 34.84 亿元、29.58 亿元和 27.53 亿元，净利润分别为 9.78 亿元、8.96 亿元和 5.89 亿元。

**图表 18. 长城证券收入与利润情况**

	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入（亿元）	34.84	29.58	27.53
同比变动（%）	-30.50	-15.09	-6.91
证券行业营业收入变动（%）	-42.97	-5.08	-14.47
净利润（亿元）	9.78	8.96	5.89
同比变动（%）	-46.62	-8.42	-34.21
证券行业净利润变动（%）	-49.57	-8.47	-41.04
合并口径营业收入行业排名	30	35	-
专项合并口径净利润行业排名	38	28	-

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，传统经纪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。受 IPO 发审趋严趋紧的影响，公司投行业务权益类承销业务规模有所下降，债券承销规模亦受债券市场发行规模影响，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 19. 长城证券成本费用变化情况**

	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入变动 (%)	-30.50	-15.09	-6.91
业务及管理费用变动 (%)	-1.70	-17.27	-8.38
职工薪酬变动 (%)	-0.77	-22.77	-12.46
业务及管理费/营业收入 (%)	61.59	60.01	59.06
职工薪酬/业务及管理费 (%)	78.92	73.67	70.39

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。2016-2018 年，公司平均资产回报率分别为 3.46%、2.97% 和 1.66%。

## 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。2018 年末公司净资产和净资本分别为 166.83 亿元和 127.54 亿元。

**图表 20. 长城证券资本实力（单位：亿元）**

	2016 年末	2017 年末	2018 年末
净资产	139.15	144.71	166.83
行业排名	31	30	-
净资本	111.96	110.86	127.54
行业排名	39	38	-

资料来源：长城证券，证券业协会

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 2018 年末，公司股东权益中股本和资本公积占比分别为 18.60% 和 55.27%。

**图表 21. 长城证券所有者权益构成情况（单位：%）**

	2016 年末	2017 年末	2018 年末
股本	20.07	19.30	18.60
资本公积	55.13	53.02	55.27
盈余公积	2.44	2.94	2.89
一般风险准备	10.19	10.99	10.22
未分配利润	11.47	13.46	14.16
综合收益	0.02	-0.49	-2.09
少数股东权益	0.67	0.77	0.95
股东权益合计	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 22. 长城证券资本与杠杆情况（单位：%）**

	2016 年末	2017 年末	2018 年末	预警标准	监管标准
资产负债率*	49.35	55.82	56.52	-	-
净资本/净资产	81.67	77.94	77.85	≥24%	≥20%
净资本/负债	83.09	61.19	59.09	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	101.75	78.51	75.90	≥12%	≥10%
净资本/各项风险资本准备之和	222.97	182.59	215.52	≥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，在本信用评级报告有效期（本信用评级报告出具之日起至 2020 年 6 月 16 日止）内，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素。

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。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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	2016年	2017年	2018年	2019年 一季度
总资产(亿元)	436.29	435.10	484.20	619.47
总资产*(亿元)	274.75	327.51	383.66	451.09
股东权益(亿元)	139.15	144.71	166.83	172.57
归属于母公司所有者权益(亿元)	138.22	143.59	165.24	168.43
营业收入(亿元)	34.84	29.58	27.53	10.20
营业利润(亿元)	12.14	11.03	6.83	3.68
净利润(亿元)	9.78	8.96	5.89	2.96
资产负债率*(%)	49.35	55.82	56.52	61.74
权益负债率(%)	97.44	126.33	129.97	166.23
净资本/总负债*(%)	82.57	60.65	58.82	-
净资本/有息债务(%)	100.61	72.00	63.48	-
货币资金*/总负债*	3.03	5.82	2.94	2.23
员工费用率(%)	48.60	44.21	41.57	-
手续费及佣金净收入/营业收入(%)	65.41	49.82	45.56	36.91
资产管理净收入与基金管理业务净收入/营业收入(%)	8.91	7.57	6.78	3.58
营业利润率(%)	34.84	37.30	24.81	36.08
平均资产回报率(%)	3.46	2.97	1.66	0.71
平均资本回报率(%)	7.05	6.31	3.78	1.74
监管口径数据与指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年 3月末
净资本(亿元)	111.96	110.86	127.54	未披露
净资本/各项风险资本准备之和(%)	222.97	182.59	215.52	未披露
净资本/净资产(%)	81.67	77.94	77.85	未披露
净资本/负债(%)	83.09	61.19	59.09	未披露
净资产/负债(%)	101.75	78.51	75.90	未披露
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	90.20	120.20	178.43	未披露
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	17.60	13.39	12.74	未披露

注：根据长城证券 2016-2018 年经审计的财务报表、2019 年一季度未经审计的财务报表、2016-2018 年末母公司净资本计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算，其中资产负债表数据及指标取自各期期末数。

附录二：

长城证券调整后资产负债简表

财务数据	2016 年末	2017 年末	2018 年末
<b>总资产*</b> (亿元)	274.75	327.51	383.66
其中：货币资金* (亿元)	4.11	10.64	6.37
结算备付金* (亿元)	2.00	2.22	4.40
以公允价值计量且其变动计入当期损益的 金融资产 (亿元)	64.90	105.69	153.70
买入返售金融资产 (亿元)	32.58	21.22	20.51
可供出售金融资产 (亿元)	63.62	58.71	78.98
融出资金 (亿元)	78.77	87.95	74.23
长期股权投资 (亿元)	10.21	11.87	13.36
<b>总负债*</b> (亿元)	135.59	182.81	216.83
其中：卖出回购金融资产款 (亿元)	67.54	86.48	104.35
应付短期融资券 (亿元)	3.15	6.30	1.76
应付债券 (亿元)	30.00	51.80	69.95
<b>股东权益 (亿元)</b>	139.15	144.71	166.83
其中：股本 (亿元)	27.93	27.93	31.03
<b>负债*和股东权益 (亿元)</b>	274.75	327.51	383.66

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

附录三：

各项数据与指标计算公式

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

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资本为母公司数据。

附录四：

## 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。

## 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有效期至2020年6月16日止。新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，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。