

信用评级公告

联合〔2021〕8803号

联合资信评估股份有限公司通过对长城证券股份有限公司及其拟发行的 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第五期）的信用状况进行综合分析和评估，确定长城证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，长城证券股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第五期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年九月十三日

长城证券股份有限公司2021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

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 20 亿元（含）

本期债券期限：品种一发行期限为 3 年，品种二发行期限为 5 年，两个品种间可互拨。

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：募集资金净额用于补充公司营运资金

评级时间：2021 年 9 月 13 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司行业信用评级方法	V3.1.202011
证券公司主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对长城证券股份有限公司（以下简称“公司”或“长城证券”）的评级反映了其作为全国性综合类证券公司之一，具有很强的股东背景；公司业务资质齐全，营业网点遍布国内主要地区，各项主要业务处于行业中上游水平；近年来，公司盈利水平不断增强，资产质量较高，资本充足性较好。

同时，联合资信也关注到经济周期波动、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

本期拟发行债券规模相对于公司目前的债务规模，本期债券发债规模不大，本期债券的发行将有利于改善公司债务结构；以 2021 年 6 月末财务数据为基础，EBITDA 和母公司口径净资产对本期债券的覆盖程度良好。

未来随着资本市场的持续发展以及公司各项业务的协同发展，公司整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

- 1. 股东背景很强，能够对公司形成有力的支持。**公司作为国内综合性上市证券公司，股东背景很强。作为华能集团下属金融类核心子公司之一，公司能够在资本补充、业务协同方面获得股东的有力支持。
- 2. 公司业务资质较为齐全，各项主要业务处于行业中上游水平。**公司业务资质较为齐全，拥有证券、期货、直接投资、基金等各类证券业务资格；公司综合实力较强，各项主要业务处于行业中上游水平。
- 3. 盈利能力较强，资产质量较高。**近年来，公司营业总收入和净利润均持续增长，2020 年营业总收入和净利润增幅均高于行业平均水平，2021 年上半年公司营业总收入和净利润均同比增长，公司盈利能力较强。目前公司资产质量较高，资本充足性较好。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	1
			风险管理	2
			业务经营分析	1
未来发展	2			
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	1
			资本充足性	2
			杠杆水平	1
		流动性因素	1	
调整因素和理由				调整子级
股东背景很强，能够对公司形成有力的支持				+1

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：陈凝 姚雷

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

关注

1. 业务易受宏观经济、政策变化和市场波动影响。公司所处证券行业易受国内市场波动及政策等因素影响，公司未来收入存在一定的不确定性。
2. 公司债务结构偏短期，需关注其流动性管理。近年来，虽公司短期债务占比整体呈波动下降趋势，但占比仍较高，未来存在一定程度集中偿付压力，需关注其流动性管理。

主要财务数据：

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-6月
自有资产（亿元）	383.66	444.36	534.42	641.49
自有负债（亿元）	216.83	270.84	349.16	450.83
所有者权益（亿元）	166.83	173.52	185.27	190.66
优质流动性资产/总资产（%）	28.51	20.74	15.26	10.76
自有资产负债率（%）	56.52	60.95	65.33	70.28
营业总收入（亿元）	27.53	38.99	68.69	36.55
利润总额（亿元）	6.82	12.02	18.27	10.09
营业利润率（%）	24.81	30.81	26.67	28.32
净资产收益率（%）	3.78	5.96	8.53	4.55
净资本（亿元）	127.54	127.78	159.34	170.70
风险覆盖率（%）	215.52	185.63	195.17	180.19
资本杠杆率（%）	32.80	28.63	24.79	21.85
短期债务（亿元）	130.97	141.59	157.98	219.10
全部债务（亿元）	200.92	252.75	327.67	424.26
EBITDA/本期债券金额（倍）	0.85	1.11	1.54	0.88

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据除非特别说明均为合并口径；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径；3. 2021年半年报财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/8/19	陈凝、姚雷	证券公司行业信用评级方法 V3.1.202011 证券公司主体信用评级模型（打分表） V3.1.202011	阅读原文
AAA	稳定	2016/6/15	唐玉丽、陈凝	（原联合信用评级有限公司）证券公司资信评级方法（2014年1月）	--
AA ⁺	稳定	2014/11/19	钟月光、张祎	（原联合信用评级有限公司）证券公司资信评级方法（2014年1月）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声明

一、本报告引用的资料主要由长城证券股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（期）债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

长城证券股份有限公司2021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

一、主体概况

长城证券股份有限公司（以下简称“长城证券”或“公司”）系经中国人民银行银复（1995）417号文批复，并经中国人民银行深圳经济特区分行深人银复（1995）339号文批准，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，截至2014年9月底，公司注册资本为20.67亿元。2014年11月，经公司股东会决议通过，长城证券有限责任公司整体变更为长城证券股份有限公司，此次整体变更后，公司注册资本仍为20.67亿元。2015年9月，华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”）、深圳能源集团股份

有限公司（以下简称“深圳能源”）、深圳新江南投资有限公司（以下简称“深圳新江南”）等16家股东以6.5元/股的价格认购公司新增股本，公司股本由20.67亿元增加至27.93亿元。2018年10月26日，公司成功上市，股票简称“长城证券”，代码“002939.SZ”，募集资金19.58亿元。截至2021年6月末，公司注册资本和实收资本均为31.03亿元，华能资本持有公司46.38%的股权（如下表），为公司控股股东；华能资本为中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）的子公司，华能集团为公司的实际控制人。截至2021年6月末，公司前十大股东持有的无限售股份质押数量为2245.62万股，占有限售股份总量比为0.72%，质押比例很低。

表1 截至2021年6月末公司前十大股东持股情况

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	2.37%
5	福建湄洲湾控股有限公司	1.28%
6	广东宝丽华新能源股份有限公司	1.17%
7	香港中央结算有限公司（陆股通）	0.75%
8	宁夏恒利通经贸有限公司	0.61%
9	华凯投资集团有限公司	0.57%
10	华峰集团有限公司	0.49%
	合计	78.67%

资料来源：公司2021年半年报、联合资信整理

公司主要经营范围：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；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；代销金融产品；证券投资基金托管业务。

截至2021年4月29日，公司总部部门设有资产管理部、法律合规部、风险管理部、固定收益部、投资银行事业部等职能部门（总部部门

设置见附件1）。截至2021年6月末，公司在北京、深圳、上海、杭州等城市拥有121家证券营业部；公司下设北京分公司、杭州分公司、广东分公司、江西分公司等14家分公司；控股3家子公司，分别为宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）、深圳市长城长富投资管理有限公司（以下简称“长城长富”）、深圳市长城证券投资有限公司（以下简称“长城投资”）；参股2家基金公司，分别为长城基金管理有限公司

(以下简称“长城基金”)和景顺长城基金管理有限公司(以下简称“景顺长城基金”)。截至2020年末,公司在职员工3284人。

截至2020年底,公司合并资产总额722.13亿元,其中客户资金存款147.90亿元、客户备付金27.65亿元;负债总额536.86亿元,其中代理买卖证券款187.71亿元;所有者权益185.27亿元,归属于母公司所有者权益180.76亿元;母公司口径下净资产159.34亿元。2020年,公司实现营业收入68.69亿元,利润总额18.27亿元,净利润15.31亿元,其中归属母公司所有者的净利润15.02亿元;经营活动产生的现金流量净额-47.66亿元,现金及现金等价物净增加额39.95亿元。

截至2021年6月末,公司合并资产总额880.89亿元,其中客户资金存款187.79亿元;负债总额690.23亿元,其中代理买卖证券款239.40亿元;所有者权益190.66亿元,其中归属母公司的所有者权益185.93亿元,母公司口径净资产170.70亿元。2021年1-6月,公司实现营业收入36.55亿元,利润总额10.09亿元,净利润8.56亿元,归属于母公司的净利润8.33亿元;经营活动产生的现金流量净额-5.60亿元,现金及现金等价物净增加额为42.88亿元。

公司注册地址:广东省深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼10~19层;法定代表人:张巍。

二、本期债券概况

本期债券名称为“长城证券股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券(第五期)”,本期债券发行总额为不超过20.00亿元(含),本期债券面值为人民币100.00元,按面值平价发行;本期债券分为两个品种:品种一发行期限为3年;品种二发行期限为5年,两个品种间可互拨。本期债券为固定利率,具体利

率将由公司和主承销商根据市场询价情况和簿记建档结果确定;本期债券采用单利按年计息,每年付息一次,最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。本期债券募集资金在扣除发行费用后,将用于补充公司营运资金。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年,新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,推动经济逐季复苏,GDP全年累计增长2.30%,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家,GDP首次突破百万亿大关,投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年上半年,中国宏观政策保持连续性、稳定性,经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线,发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕,强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021年上半年,中国国内生产总值53.22万亿元,不变价累计同比增长12.70%,两年平均增长5.31%,较一季度加快0.31个百分点,低于2019年上半年水平。分产业看,第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看,上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为4.29%和6.12%,均已经高于疫情前2019年上半年的水平(2019年上半年分别为3.10%和5.00%),恢复情况良好;而第三产业上半年两年平均增速为4.89%,远未达到2019年上半年7.2%的水平,恢复空间仍然较大,主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 2 2018 - 2021 年上半年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	7.10	5.00	4.00	38.60
进口增速 (%)	12.90	1.70	-0.70	36.00
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计; 3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 其余指标增速均为名义增长率; 4. 城镇调查失业率指标值为期末数
资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看, 消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力, 但仍然弱于 2019 年水平, 是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年, 中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元, 同比增长 23.00%, 两年平均增长 4.39% (2019 年上半年为 8.40%), 与疫情前水平仍有一定差距, 但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年, 全国固定资产投资 (不含农户) 累计完成 25.59 万亿元, 同比增长 12.60%, 6 月份环比增长 0.35%; 两年平均增长 4.40%, 比一季度加快 1.50 个百分点, 低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年, 中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元, 进出口规模创历史同期最高水平。其中, 出口 1.52 万亿美元, 增长 38.60%; 进口 1.27 万亿美元, 增长 36.00%; 贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨, PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年, 全国居民消费价格 (CPI) 累计同比上涨 0.50%, 处于近年来较低的水平, 整体呈现逐月上升的态势; 全国工业生产者出厂价格 (PPI) 累计同比上涨 5.10%。分月看, 受国际大宗商品价格上涨与上年低基数

等因素影响, 1-5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%; 6 月涨幅小幅回落至 8.80%, 主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨, 加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年, 社融存量同比增速整体呈下行趋势; 截至 6 月末, 社融存量同比增速与上月末持平, 维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元, 虽同比少增 3.09 万亿元, 但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值, 反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看, 人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因, 企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面, 上半年 M1 同比增速持续回落, M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔, 主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外, 上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元, 财政支出力度不及上年同期, 拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快, 支出节奏放缓。上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元, 同比增长 21.80%, 同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快, 同时反映了中国经济恢复取得明显成效; 收入进

度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不

确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

四、行业分析

公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等，核心业务属证券行业。

1. 证券行业概况

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020 年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020 年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据，截至 2020 年底，上交所和深交所上市的公司合计 4154 家；股票市场总市值为 79.72 万亿元，较 2019 年底增长 34.46%；平均市盈率为 25.64 倍，较 2019 年增长 5.29 个

倍数。2020年全部A股成交额为206.02万亿元，日均成交额为0.85万亿元，同比增长63.05%。截至2020年底，市场融资融券余额为1.62万亿元，较2019年底增长58.84%，其中融资余额占比为91.54%，融券余额占比为8.46%。股票一级市场发行方面，2020年，上交所和深交所共实际募集资金1.67万亿元，同比增长8.20%，共完成IPO为396家、增发362家、配股18家、优先股8家，可转债和可交债分别为206家和41家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2017年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生；2019年，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋

势，国债收益率保持平稳；2020年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据Wind统计，截至2020年底，债券余额为114.30万亿元，较2019年底增长17.72%。债券发行方面，2020年境内共发行各类债券5.03万只，发行额达56.89万亿元，同比增长25.90%。2020年境内债券交易总金额为1282.19万亿元。其中，现券交易成交金额为241.09万亿元，回购交易成交金额为893.97万亿元，同业拆借147.13万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020年全国期货市场累计成交额为437.53万亿元，同比增长50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为115.44万亿元，同比增长65.80%，占全国市场份额26.38%。

图1 股票市场指数和成交额情况(单位:点、亿元)

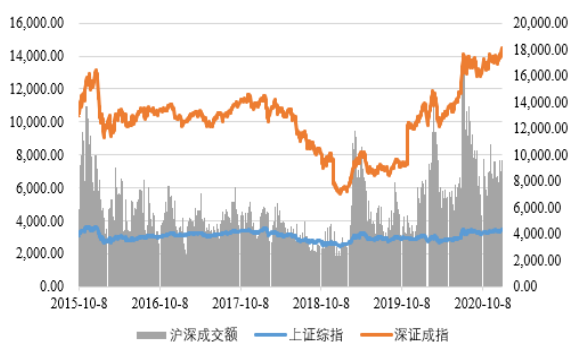
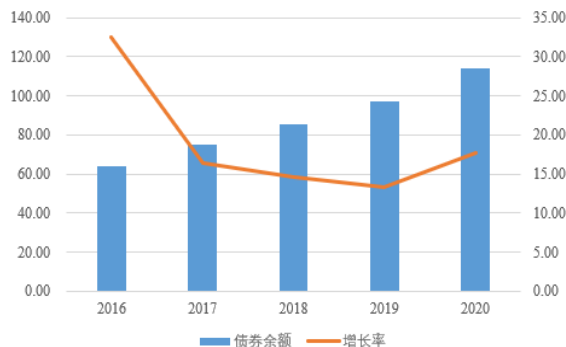


图2 债券市场余额和增长率(单位:万亿元、%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019年6月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7月22日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场

迎来了一个全新板块。2020年6月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019年以来增幅较大；盈利能力呈现U型走势，2018年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019

年和2020年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表3 证券行业概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

资料来源：中国证券业协会

2020年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020年以来涉及证券公司的罚单超过150张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较2019年有所提升。截至2020年底，139家证券公司总资产为8.90万亿元，较2019年底增长22.50%；净资产为2.31万亿元，较2019年底增长14.10%，净资本为1.82万亿元，较2019年底增长12.35%。2020年，139家证券公司实现营业收入4484.79亿元，实现净利润1575.34亿元，分别同比增长24.41%和27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有127家公司实现盈利。

2021年上半年，国民经济稳中加固稳中向好，证券行业保持增长态势。截至2021年6月底，139家证券公司总资产为9.72万亿元，较

2020年底增长9.21%；净资产为2.39万亿元，较2020年底增长3.46%，净资本为1.86万亿元，较2020年底增长2.20%。2021年上半年，139家证券公司实现营业收入2324.14亿元，实现净利润902.79亿元，分别同比增长8.91%和8.58%，经营业绩保持增长态势，其中有125家公司实现盈利。

2. 行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续；2020年多项利好政策密集出台，新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。

2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大

程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量公募资管业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020年1月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。

2020年2月，《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，国内经济全面修复。

2020年3月，新《证券法》正式实施，加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020年6月，《创业板公开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件发布，创业板试点注册制。

2020年5月，《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》发布，次级债公开发行放开，拓宽证券公司融资渠道，有助于证券公司降本增效。

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。

2021年3月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

2021年7月，证监会发布了2021年证券公司分类结果，参选的103家证券公司中，26家券商评级上调，25家券商评级下降；50家券商被评为A类，较上年增加3家，39家券商被评为B类券商，和上年持平。从评价结果来看，2021年监管延续分类评级新规的评价思路，进一步强化证券公司专业化、差异化、特色化经营导向。

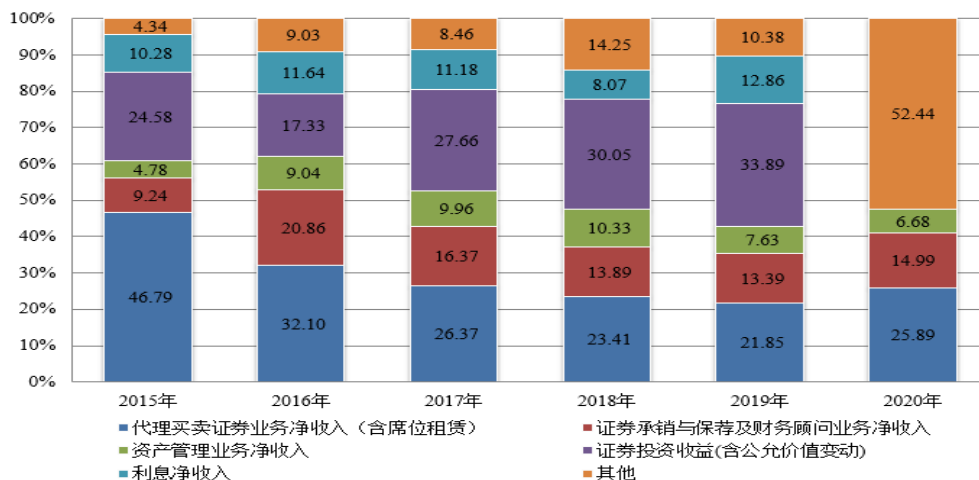
3. 业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2018年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比升至30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。2020年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投行业务占比小

幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场 成效。
投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露 2020 年全行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020 年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入
资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2018 年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018 年 131 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 623.42 亿元，同比减少 24.06%。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019 年，133 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63 亿元，同比增长 26.34%。2020 年，股票市场指数于二季度快速上涨，下半

年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10 亿元，同比增长 47.42%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019 年以来，受益于 IPO 审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为 2020 年投行业务增长蓄力。2020 年以来，A 股 IPO 审核家数及过会率明显提升，2020 年，发审委审核 IPO 家数 634 家，其中 605 家通过审核，过会率达 95.43%，远高于 2019 年全年 277 家审核家数、247 家通过家数及 89.17% 的通过率。2020 年，IPO 发行规模合计 4699.63

亿元，发行家数 396 家，分别同比增长 85.57% 和 95.07%。受再融资新规利好政策影响，2020 年，再融资规模 8854.34 亿元，同比增长 26.10%，扭转下降趋势。科创板方面，2020 年共有 229 家科创类公司提交上交所上市委审核，218 家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模 2262.60 亿元。债券市场方面，2020 年，证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资，2020 年证券公司承销各类债券金额 10.05 万亿元，同比增长 32.09%。基于上述因素，2020 年，全行业实现投资银行业务净收入 672.11 亿元，同比增长 39.26%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2020 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 52.83%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时，创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；新证券法等纲领性文件出台，强化中介机构“看门人”的责任，促使证券公司提升专业服务能力，投行业务快速发展的背景下，合规风控成为证券公司核心竞争力。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，该业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018 年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018 年债券市场新增 43 家违约主体，较

2017 年的 9 家大幅增加，违约金额达 1154.50 亿元，系 2017 年违约金额的 3.42 倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续 2018 年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长；同时，2019 年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2020 年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨 36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。2019 年，全行业实现证券投资收益(含公允价值变动)1221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020 年前三季度，证券公司投资收益(含公允价值变动)1013.63 亿元，同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2020 年末，证券公司资产管理业务规模为 10.51 万亿元，

较 2019 年末下降 14.48%；2020 年，证券公司实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快,但该类业务面临较高市场风险和信用风险;2020 年融资融券业务大幅增长且风险可控,股票质押业务规模继续压缩,风险继续化解。

近年来证券公司信用业务发展速度较快,为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来,在业务规模上呈数量级的攀升,融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示,截至 2020 年末,融资融券余额 1.62 万亿元,较 2019 年末增长 58.84%,融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。股票质押业务方面,2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露,证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险;同时,随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位,股质押业务风险有所缓解。截至 2020 年末,全市场质押股份市值占总市值的比重为 5.42%,较年初下降 0.79 个百分点;控股股东(按第一大口径统计,下同)持股质押比例超过 80% 的上市公司家数亦持续下降,高比例质押风险继续化解。但目前质押规模仍然较大,未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。2019 年,证券公司实现利息净收入 463.66 亿元,同比大幅增长 115.81%。2020 年前三季度,证券公司利息净收入 445.60 亿元,同比增长 31.72%。

4. 市场竞争

近年来,随着监管理念及市场环境的变化,证券行业竞争越来越激烈,并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展,净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。2019 年 11 月,证监会明确提出要推动打造航母级证券公司,推动证券行业做大做强。2020 年 7 月,证监会提出,鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场

化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段。2020 年 3 月,中信证券完成对广州证券股份有限公司 100% 股权的并购,进一步稳固了其龙头券商的地位;4 月,天风证券已基本完成对恒泰证券 29.99% 股权的收购;10 月,国联证券和国金证券因合并过程中为就核心条款未达成一致意见,宣布终止并购,成为继 6 月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此,证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显,市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位,弥补自身业务短板,实现跨区域的资源调配。

近年来,证券公司扎堆补充净资本,2019 年,国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市,2020 年以来,湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”,中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司、财达证券已实现 A 股上市,首创证券、信达证券、万联证券、国开证券等证券公司已处于 IPO 辅导期或已过会阶段。2020 年,共计 16 家上市证券公司完成增发和配股,其中海通证券和国信证券分别增发募资 200.00 亿元和 150.00 亿元,招商证券完成配股募资 126.83 亿元,资本金规模大幅提升,行业内头部效应有所加强。区域竞争方面,部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势,比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月,证监会宣布,自 2020 年 4 月 1 日起,取消证券公司外资股比限制。截至 2020 年 12 月末,中国内地外资控股证券公司已达 8 家,其中四家为新设立合资证券公司(野村东方国际证券有限公司、大和证券(中国)有限责任公司、星展证券(中国)有限公司、摩根大通证券(中国)有限公司),另外 4 家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司(瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司)。此外,证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券 2 家国内券商,行业竞争进一步加剧。短期来看,国内券商拥有网点布局和客户

资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

2019年11月，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等

方面明显优于弱股东证券公司，也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2020年末证券公司所有者权益排序，2020年前十大证券公司实现营业收入合计2994.25亿元，净利润995.85亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为66.76%和63.21%。截至2020年底，前十大证券公司资产总额为5.85万亿元，占全行业总资产的65.70%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过60%，行业集中度较高。

表4 截至2020年末/2020年主要证券公司财务数据 单位：亿元

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37
4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用VaR、DV01等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018年以来，债券市场违约常态化，2020年部分国企违约超预期，债券市场分化加剧，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

6. 未来动向

监管力度加强，证券行业严监管态势将延续；需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对2021年

资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助金融科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”，于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年6月末，公司注册资本和股本均

为31.03亿元，其中华能资本持股比例为46.38%，为公司控股股东，公司实际控制人为华能集团。

2. 企业规模和竞争力

公司是全国性综合类证券公司，主要业务行业排名中上游水平，具有较强的经营实力。

公司是全国性综合类证券公司之一，经营资质较为齐全，具备完整的证券业务板块；控股和参股期货公司和基金公司，具有综合化经营的发展模式。公司经营风格稳健，经纪业务、证

券自营业务、资本中介业务、投资银行业务及资产管理业务等各项业务稳步发展，业务规模及盈利能力居行业中上游水平。

公司业务网点遍布全国，截至2021年6月末，公司在深圳、北京、上海等地共有121家证券营业部，14家分公司。

依据中国证券业协会发布的证券公司经营业绩排名，2020年除资产管理业务收入外公司各项业务排名处于行业中上游水平。

表5 2018-2020年公司主要指标行业排名(单位:名)

项目	2018年	2019年	2020年
净资本	32	35	32
营业收入	29	27	28
证券经纪业务收入	33	33	30
资产管理业务收入	42	40	—
投资银行业务收入	24	25	36
融资类业务收入	39	31	27
证券投资收入	26	28	25

注：“资产管理业务收入”为“资产管理业务收入排名”，公式为“资产管理业务净收入-资产管理业务月均受托资产净值*万分之3”。中国证券业协会仅公布客户资产管理业务收入行业中位数以上排名。

资料来源：中国证券业协会，联合资信整理

3. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工岗位构成较为合理，员工整体素质较高，能够满足日常经营需求。

截至2021年8月末，公司高级管理人员9人，其中总裁兼任财务负责人，合规总监兼任首席风险官及风险管理部总经理。公司总裁主持经营管理工作，对董事会负责。公司高级管理人员学历背景较高，拥有丰富的金融行业经营管理经验。

公司董事长张巍，1970年12月出生，硕士。历任北京动力经济学院教务处干部，中国电力企业联合会教育培训部干部，华能集团市场营销部主管，华能国际电力股份有限公司营销部高级工程师，华能资本有限公司总经理工作部经理，中国华能财务有限责任公司副总经理，华能碳资产经营有限公司党组成员、副总经理，华能能源交通产业控股有限公司总经理、党委委员、副书记；2020年6月至今，任华能资本

党委委员、公司党委书记；2020年11月至今，任上海证券交易所理事会政策咨询委员会委员；2020年12月至今，任长城投资董事长；2020年10月至今，任公司董事长。

公司总裁李翔，1968年12月出生，硕士。历任北京石景山人民检察院办公室秘书，海南汇通国际信托投资公司证券总部办公室主任，公司人事监察部总经理、营销管理总部总经理、副总裁；2019年3月至今，任公司党委副书记；2019年4月至今，任公司总裁；2020年10月至今，任公司财务负责人。

截至2020年末，公司员工人数合计3284人，其中本科及以上学历员工占比为86.27%。从专业构成来看，证券经纪业务人员占比为61.15%，投资银行业务人员占比为9.32%，资产管理业务人员占比为2.90%，研究人员占比为2.34%，技术、财务、行政、管理和其他人员总计占比为24.28%，公司人员整体素质较高，专业构成合理。

4. 外部支持

公司股东结构较多元，控股股东及实际控制人实力很强，可以给予公司有力支持。

公司的股东既有国有成分，也有民营性质，体现了较多元的股东结构，有利于公司更好地建立规范的法人治理结构和良好的经营机制。公司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中央国有企业；截至 2020 年末，华能集团资产总额 11875.19 亿元，所有者权益 3608.52 亿元。2020 年，华能集团实现营业总收入 3141.93 亿元，归母净利润 21.56 亿元。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子公司，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、合理配置金融资源、协调金融企业间业务合作、为实体经济提供多元化金融服务，为集团主业提供金融支持。华能资本及其下属企业涉足保险、信托、期货、融资租赁等各类金融资产和业务，有利于与公司发挥协同效应，实现资源共享和优势互补，为公司提供了较大的业务发展空间。公司作为华能集团下属金融类核心子公司之一，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。

公司其他主要股东包括深圳能源及深圳新江南（招商局集团下属企业）等，主要股东及其关联企业实力较强，公司可满足股东及其关联企业全方位的综合金融需求，配合其资源整合工作，深化产融结合。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2021 年 9 月 1 日查询日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2020 年 6 月末，公司共获得银行授信额度人民币 436.00 亿元，已使用额度为 70.50 亿元，融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建了较为完善的公司治理架构，有助于公司实现持续稳健发展。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司治理准则》《上市公司治理准则》等有关法律法规及《公司章程》的规定，规范运作，建立了完善的法人治理结构（包括股东大会、董事会、监事会、公司管理层等），形成了权力机构、执行机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范、相互协调、相互制衡的机制。

股东大会是公司最高权力机构，主要负责决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会的报告，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案等议案。近年来，公司能够按照相关规定召开股东大会，确保了股东的知情权、决策权。

公司设立董事会，董事由股东大会选举产生，对股东大会负责。截至 2020 年末，公司董事会成员由 12 人组成，其中独立董事 4 人，董事任期 3 年，连选可以连任。董事会设董事长 1 人，副董事长 1 人。董事长为公司法定代表人。董事长和副董事长由董事会以全体董事过半数选举产生。董事长和副董事长已通过中国证监会资格审查。董事长主持召开股东大会和董事会，董事长不能履行职权时，由董事长指定的副董事长或者其他董事召集和主持。董事会行使“负责召集股东大会，向股东大会报告工作，执行股东大会的决议”等职权。

公司设监事会，监事会对股东大会负责。监事会由 5 名监事组成，其中 2 名监事由职工代表出任，监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生，监事会主席主持监事会工作。监事任期每届三年，可连选连任。

公司设总裁一名，由董事长提名，董事会决议聘任或解聘，公司设副总裁（5 名），总裁、副总裁任期三年，可连聘连任。公司高级管理人员由董事会聘任或者解聘，对董事会负责。公司总裁行使“主持公司的经营管理工作，组织实施董

事会的决议”等职权。

公司董事、监事及经营管理层人员大多拥有较高的专业素质及金融机构从业经验，这有助于公司“三会一层”专业职能的有效发挥。

2. 内部控制及合规管理

公司内部控制体系比较健全，管理机制较为完善，但随着公司业务不断发展，仍被采取了一些行政处罚和监管措施，内控管理水平需进一步提高。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》《证券公司治理准则》《证券公司内部控制指引》等相关法律法规、规范性文件及公司章程的规定，综合考虑内部环境、风险管理组织体系、控制活动、信息与沟通、内部监督等因素，制订并完善了各项内部控制制度，建立健全了内部控制机制。

董事会是公司合规管理的最高决策机构，确定公司合规管理的基本制度，对公司的合规管理负有最终责任。监事会依据法律、法规及章程，对公司董事会、经营管理层和首席合规官（合规总监）履行合规职责的情况进行监督。公司经营管理层对公司合规管理的有效性负责，保障公司经营管理的合规运作。

在建立和完善风险管理制度的基础上，公司通过日常嵌入式风险管理、风险管理部一票否决机制、各业务口的月度风险评估和内控监督检查等机制实现对业务风险点和风险环节的评估与管理。在识别和评估风险的基础上，通过风险报告、监督与检查实现风险处置与整改。

公司建立了净资本等风险控制指标体系及证券投资、量化投资、固定收益、经纪业务、资产管理、融资融券等业务的风险监控系统，并制定了相应的监控预警阈值。通过上述监控系统和模块，实时防范与管理各类风险。

公司制定了《压力测试管理办法》，定期根据市场及公司经营变化情况对流动性风险控制指标进行压力测试，分析其承受短期和中长期压力情景的能力，及时制定融资策略，提高融资来源的多元化和稳定程度。公司建立了符合监

管要求、并与其业务发展相适应的风控体系与实施举措。2019—2021年，公司的分类监管评级结果分别为B类BBB级、B类B级和A类A级，2021年监管评级较上年有所上升。

近年来，公司受到的金融监管机构重要监管措施及整改举措主要有：

2018年12月，公司收到《关于对长城证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（津证监措施〔2018〕10号），公司作为长江租赁公司债券的受托管理人，在债券存续期内，未持续监督并定期检查公司募集资金的使用情况是否与公司债券募集说明书约定一致，未能勤勉尽责地履行受托管理责任。公司按照监管要求，加强对公司募集资金使用情况的监督和检查，勤勉尽责履行受托管理义务。

2018年12月，公司收到《深圳证监局关于对长城证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（行政监管措施决定书〔2018〕94号），公司于2018年7月23日发生信息安全事件，导致集中交易系统部分中断10分钟。2019年3月7日，深圳证券交易所会员管理部印发了《口头警示通知单》，对公司采取了口头警示的自律监管措施。《口头警示通知单》指出了公司发生在2018年7月23日的集中交易系统信息安全事件问题。公司针对上述问题已从优化数据库、升级系统软硬件、完善监控系统、聘请专家进行全面安全检查、聘请事务所开展信息技术全面风险评估、加强培训、梳理信息技术安全事件应急流程等方面进行了整改。

2019年9月，深圳证监局向公司印发了《深圳证监局关于对长城证券股份有限公司采取出具警示函监督管理措施的决定》（行政监管措施决定书〔2019〕169号），指出公司开展资产证券化业务过程中存在一些问题。2019年10月，中国证监会向公司印发了《关于对长城证券股份有限公司采取监管谈话措施的决定》（行政监管措施决定书〔2019〕48号），指出公司在保荐某股份有限公司创业板首次公开发行股票申请过程中存在违规行为。2019年11月，上海证券交易所向公司印发了《关于对长城证券股份有限公司

予以书面警示的决定》(监管措施决定书(2019)6号),指出公司在开展资产证券化业务过程中存在一些问题。公司按照监管要求,加强对公司投资银行业务的监督和检查,勤勉尽责履行受托管义务。

2020年1月,中国证监会对长城证券采取监管谈话措施,指出公司在保荐南京越博动力系统股份有限公司创业板首次公开发行股票申请过程中,存在违规行为。公司按照监管要求,对内部控制存在的问题进行了整改,加强了内部合规管理措施,并向中国证监会报送了整改报告。

2021年8月26日,辽宁证监局向长城证券沈阳惠工街营业部出具警示函,指出该营业部存在以下问题:一是营业部员工利用职务便利损害客户合法权益;二是营业部未按规定及时向辽宁证监局报告重大事项;三是营业部落实投资者适当性管理规定不到位。公司及沈阳惠工街营业部正在对监管部门指出的以上问题进行整改。

七、重大事项

公司拟非公开发行A股股票以增强公司资本实力,需持续关注相关事件进展。

根据公司于2021年8月14日发布的公告,公司非公开发行A股股票预案已经公司董事会和股东大会审议通过,本次非公开发行股票数量不超过本次发行前公司总股本的30.00%,即不超过9.31亿股(含),募集资金不超过人民币100.00亿元(含),扣除发行费用后拟全部用于增加公司资本金、补充公司营运资金及偿还债务,以支持公司未来业务发展,提升公司的市场竞争力和抗风险能力,促进公司战略发展目标的实现。本次非公开发行股票尚需获得中国证监会的核准,仍存在不确定性。

八、经营分析

1. 经营概况

受益于证券市场行情回暖,近年来,公司

营业总收入和利润总额持续快速增长;财富管理业务始终为主要收入来源,投资银行业务占比整体有所下降。同时联合资信也关注到,公司业务受证券市场行情影响较大,未来收入增长存在一定的波动性风险。

2018—2020年,受证券市场环境回暖及公司积极进行业务布局的综合影响,公司营业总收入持续增长,年均复合增长57.95%;2020年,公司实现营业总收入68.69亿元,同比增长76.16%;2018—2020年,受证券市场行情回暖推动营业总收入的影响,公司利润总额持续上涨,年均复合增长63.65%;2020年公司利润总额为18.27亿元,较上年增长51.97%。

从收入结构上来看,2018—2020年,公司收入主要来源于财富管理业务、证券投资及交易业务、投资银行业务和其他业务中的期货业务。2018—2020年,公司财富管理业务始终为主要收入来源,收入占比一直保持在30%以上,但占比呈持续下降趋势;2020年财富管理业务实现收入23.61亿元,同比增长48.87%,主要系市场行情回暖,证券市场交易量及两融业务规模增加,带动公司经纪业务净收入及两融利息收入增加所致。2018—2020年,证券投资及交易业务收入逐年递增但占比波动下降,占比分别为25.68%、29.68%和18.37%。2018—2020年,投资银行业务收入占比分别为17.47%、15.32%和6.57%,整体呈下降趋势。2018—2020年,资产管理业务收入占比分别为6.78%、4.14%和1.54%,收入占比呈持续下降趋势;2020年,资产管理业务实现收入1.06亿元,同比下降34.51%,主要系公司布局资产管理业务转型,压缩通道业务规模导致资产管理业务收入有所收缩。公司其他业务包括公司提供的基金管理、投资研究、投资咨询、股权投资、期货业务等;2018—2020年,其他业务收入快速上涨;2020年,其他业务实现收入26.89亿元,较上年增长576.38%,对公司收入贡献度提升至39.15%,主要系子公司大宗商品交易业务规模扩大所致;其他业务对公司利润贡献度不高。

2021年1—6月,公司实现营业总收入36.55

亿元，同比增长 19.64%，高于行业平均增长水平；整体收入结构较上年变动不大。其中，财富管理业务收入同比增长 25.52%，主要系证券市

场回暖，交投活跃度提升所致；2021 年 1—6 月，公司实现利润总额 10.09 亿元，同比增长 21.03%，主要系营业总收入增长带动利润总额增长所致。

表6 公司营业总收入及占比情况（单位：亿元、%）

业务类别	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财富管理业务	13.27	48.19	15.86	40.68	23.61	34.37	13.02	35.63
投资银行业务	4.81	17.47	5.97	15.32	4.51	6.57	2.70	7.39
资产管理业务	1.87	6.78	1.61	4.14	1.06	1.54	0.55	1.50
证券投资及交易业务	7.07	25.68	11.57	29.68	12.62	18.37	5.73	15.67
其他业务	0.52	1.89	3.98	10.20	26.89	39.15	14.55	39.81
合计	27.53	100.00	38.99	100.00	68.69	100.00	36.55	100.00

资料来源：公司年报及2021年半年报、联合资信整理

2. 业务运营

（1）财富管理业务

近年来，公司代理买卖证券业务规模持续增长，且以股票为主；公司逐步压缩股票质押业务规模，信用业务以融资融券业务为主；随着融资业务规模的扩大，致使信用业务杠杆水平有所上升。2021年上半年代理买卖证券业务市场份额小幅回落，证券经纪业务净收入同比增长。同时，联合资信也关注到财富管理业务受市场行情影响较大，未来财富管理业务收入存在波动风险。

公司财富管理业务主要包括接受个人或机构客户委托代客买卖股票、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、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。公司拥有证券经纪业务全牌照，可以开展证券经纪各项业务。2020 年，公司财富管理业务坚持“以客户为中心”的经营理念，增强公司财富管理投研能力和金融科技建设的投放力度，优化代销金融产品品种，增加公募基金比例。截至 2021 年 6 月末，公司在深圳、北京、杭州、上海等全国各主要城市拥有 121 家证券营业部和 14 家分公司。

公司代理买卖证券业务以股票为主，2018

—2020 年，公司代理买卖证券业务交易金额呈持续增长趋势，年均复合增长率为 53.72%，主要系市场行情回暖、交易量上升所致。2020 年，公司代理买卖证券业务交易总额上升至 3.97 万亿元，同比增长 60.73%，市场份额由上年的 0.90% 上升至 0.92%；其中股票交易额 3.79 万亿元，同比增长 61.97%，增长幅度较大；证券投资基金市场份额由 2019 年的 0.69% 上升至 2020 年的 1.11%，占比上升较快。2018—2020 年，公司证券经纪业务净收入分别为 4.81 亿元、6.07 亿元和 9.18 亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长率为 38.15%。

代销金融产品方面，公司主要为代销基金产品业务，其销售收入增长较快。2018—2020 年，公司代销金融产品实现收入分别为 0.25 亿元、0.38 亿元和 0.92 亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长率为 91.83%。

2021 年 1—6 月，公司实现代理买卖证券业务交易额 1.90 万亿元，市场份额占比 0.82%，较上年末下降 0.10 个百分点；公司代理买卖证券业务结构仍以股票为主。2021 年 1—6 月，公司实现证券经纪业务净收入 4.57 亿元，同比增长 11.02%；实现代销金融产品收入 0.62 亿元，同比增长 66.87%，主要系公司代销的基金产品收入增长所致。

表7 公司代理买卖证券业务情况表（单位：万亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年		2021年1-6月	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	1.64	0.91	2.34	0.92	3.79	0.92	1.78	0.83
证券投资基金	0.04	0.20	0.13	0.69	0.18	1.11	0.12	0.71
合计	1.68	0.84	2.47	0.90	3.97	0.92	1.90	0.82

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司信用交易业务主要包括融资融券和股票质押式回购交易，由经纪业务总部进行统一管理。公司分别于2010年11月获得融资融券业务资格，2013年7月获得股票质押业务资格。信用交易业务风险控制方面，公司在融资融券、股票质押式回购业务客户准入上严格执行尽职调查、合规审查、征信评级和授信审批程序，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。

2019年，公司量化交易平台长城策略交易系统正式上线，为公司发展高净值客户打好稳定基础。2018—2020年末，公司融资融券账户数目呈持续增长趋势；融资融券余额持续增长，年均复合增长58.19%；截至2020年末，融资融券余额186.63亿元，较上年末增长56.10%，主要系证券市场行情回暖导致融资融券业务规模扩大所致。伴随公司融资融券业务的快速发展，2018—2020年末，融资融券利息收入亦持续增长，年均复合增长率34.05%；2020年，公司实现融资融券利息收入10.48亿元，同比增长53.89%。

2018—2020年末，公司股票质押回购业务交易余额为2.13亿元、3.66亿元和0.18亿元，整体呈波动下降趋势，年均复合下降70.93%，主要系公司为防控风险主动压缩股票质押业务规模所致；受此影响，2018—2020年，公司股票质押利息收入持续下降，年均复合下降72.44%，主要系日均业务规模下降所致。

2018—2020年末，公司信用业务杠杆率持续上升，分别为48.93%、75.97%和106.82%；2020年随着融资融券规模上升，信用杠杆率上升30.90个百分点，但公司整体杠杆水平适中且以融资融券业务为主，整体风险仍可控。

截至2021年6月末，公司融资融券账户数目较上年末增长5.09%，融资融券余额较上年末增长35.44%，主要系伴随行业融资融券业务规模的增长及公司积极拓展两融业务所致。2021年1—6月，公司实现两融业务利息收入6.24亿元，较上年同期增长39.96%。伴随公司为防控风险主动压缩股票质押业务规模的趋势，截至2021年6月末，公司股票质押待回购余额较上年末下降66.67%，余额很小。

表8 公司信用交易规模及收入情况（单位：户、亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年6月末
期末融资融券账户数目	36805	37343	44526	46793
期末融资融券余额	74.58	119.56	186.63	252.77
融资融券利息收入	5.76	6.81	10.48	6.24
期末股票质押待回购余额	2.13	3.66	0.18	0.06
股票质押回购利息收入	0.79	0.19	0.06	0.005

资料来源：公司年报及2021年半年报，公司提供，联合资信整理

（2）投资银行业务

2018—2020年，公司投资银行业务收入波动下降，公司债券承销能力具有较强的市场竞争力，股权承销业务规模逐年下降；2021年1—6月，公司股权融资业务取得较快的发展，目前投资银行项目储备情况良好。

公司投资银行业务以证券承销业务为主，主要包括股权融资、债务融资及资产证券化和财务顾问业务，为客户提供上市保荐、股票承销、债券承销、资产证券化、资产重组、收购兼并等多样化的服务。

2018—2020年，公司投资银行业务收入年

均复合下降 3.12%。2019 年，公司投资银行业务实现收入 5.97 亿元，同比上升 24.16%，主要系债券市场回暖发行规模扩大所致。2020 年，公司投资银行业务实现收入 4.51 亿元，同比下降 24.41%。

2018—2020 年，公司债券承销规模处于波动上升趋势，三年承销金额年均复合增长率

11.54%；2019 年，债券承销规模同比增长 50.72%，主要系债券市场回暖导致市场发行规模增加所致。2020 年，债券承销规模同比下降 17.46%。公司债券承销业务以公司债为主，2018—2020 年，公司债承销次数持续上升，承销金额波动上涨。

表9 公司债券承销业务情况（单位：亿元、次）

项目		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
企业债	次数	4	4	3	3
	承销金额	30.00	12.30	27.55	10.80
公司债	次数	33	57	66	29
	承销金额	232.47	386.63	296.08	139.33
可转债	次数	1	1	2	0
	承销金额	4.19	2.97	8.10	0
合计	次数	38	62	71	32
	承销金额	266.66	401.91	331.73	150.13

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司股票保荐与承销业务竞争力一般，2018—2020年，公司股票承销业务次数及金额均呈现持续下降趋势。2018—2020年，公司股票承销次数分别为6次、4次和2次，承销金额年均复合下降38.18%。2020年承销金额总计10.04亿元，同比下降40.52%。

2021 年 1—6 月，公司实现投资银行业务收入 2.70 亿元，同比增长 46.01%。2021 年 1—6 月，公司在巩固债券承销规模的基础上大力发展股权融资业务，承销 IPO 项目 2 个，增发项

目 2 个，实现股权承销金额 22.03 亿元，已超过去年的全年水平。2021 年 1—6 月，公司债券承销业务已实现承销次数总计 32 次，承销金融总计 150.13 亿元，公司债券承销仍以公司债为主。

从公司投资银行业务项目储备情况来看，截至2021年6月末，债券项目方面，公司已取得批文的项目75个，在申报项目18个；股权项目方面，公司已取得批文的项目5个，在申报项目10个。

表10 公司股权承销业务情况（单位：亿元、次）

项目		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
IPO	次数	2	2	1	2
	承销金额	8.06	7.78	3.04	8.85
增发	次数	3	2	1	2
	承销金额	15.27	9.10	7.00	13.18
配股	次数	1	0	0	0
	承销金额	2.94	0.00	0	0
合计	次数	6	4	2	4
	承销金额	26.27	16.88	10.04	22.03

资料来源：公司提供，联合资信整理

（3）证券投资及交易业务

近年来，公司证券投资规模整体呈波动增长趋势，投资结构以固定收益类投资为主，实

现了较好的投资收益。联合资信关注到近年来债券违约事件频发，需关注公司所投资债券未来可能产生的信用风险。

公司证券投资与交易业务主要由量化投资与OTC业务部、证券投资部和固定收益部开展。证券投资与交易业务主要指证券公司以自有资金买卖有价证券，并自行承担风险和收益的投资行为。公司证券投资与交易业务主要包括权益类投资与固定收益投资两大类业务。权益类投资业务是指在证券交易市场和场外市场对股票、基金、可转债、股指期货、股票期权等产品进行证券投资的业务，主要由量化投资与OTC业务部、证券投资部开展；固定收益投资业务是指在证券交易市场和银行间市场对国债、金融债、企业债、公司债、短期融资券等固定收益产品的证券投资业务，主要由固定收益部开展。公司证券投资及收益业务以固定收益类投资为主要投资品种。

从收入实现来看，2018—2020年，公司证券投资及交易业务收入呈持续增长趋势，分别为7.07亿元、11.57亿元和12.62亿元，年均复合增长率为33.60%；2019年，公司证券投资业务收入同比大幅增长63.66%，主要系债券投资业务投资收益率增长所致。2020年，公司证券投资业务收入同比增长9.06%，主要系资管产品投资收益增加所致。

从投资规模来看，2018—2020年，公司证券投资业务规模呈波动增长趋势，年均复合增长3.38%；其中，债券投资占比始终保持在65%以上；基金投资金额占比始终处于第二位，且投资规模整体呈波动上升趋势；股票投资占比呈波动上升趋势，2020年受股票市场行情影响，公司股票投资规模增加至13.02亿元，较年初增长82.35%。截至2020年末，公司证券投资业务总额252.63亿元，较年初小幅下降0.43%，其中债券投资品种占比最大，占比为66.19%；公司投资的债券品种，AA+的占比较大，AAA级占比在20—30%。基金投资金额35.15亿元，规模和占比较年初均有上升；其他投资品种有证券公司资产管理产品和信托产品等。

2021年以来，公司证券投资及收益业务仍以固定收益类投资为主要投资品种。截至2021年6月末，公司证券投资业务规模较上年末增长21.13%，主要系公司债券投资业务规模增长所致，证券投资业务结构较上年末变化不大。2021年1—6月，公司证券投资及交易业务实现收入5.73亿元，同比减少6.97%。截至2021年6月末，公司投资的债券存在违约项目，已按照公允价值计量和计提减值损失，且计提较充足。

表11 公司证券投资业务情况（单位：亿元、%）

项目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年6月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	160.95	68.08	178.55	70.37	167.22	66.19	199.50	65.19
股票	8.58	3.63	7.14	2.81	13.02	5.16	17.19	5.62
基金	27.04	11.44	26.58	10.48	35.15	13.91	41.25	13.48
证券公司资产管理产品	16.79	7.10	18.42	7.26	24.80	9.82	31.53	10.30
信托产品	16.56	7.01	19.72	7.77	7.87	3.12	9.22	3.01
其他	6.47	2.74	3.32	1.31	4.57	1.81	7.33	2.40
合计	236.40	100.00	253.73	100.00	252.63	100.00	306.02	100.00

注：投资资产=交易性金融资产+债权投资+其他债券投资+其他权益工具投资

资料来源：公司年报及2021年半年报，联合资信整理

（4）资产管理业务

近年来，受资管新规影响，公司资产管理业务规模和收入均逐年下降；公司逐步提升主动管理水平，专项管理业务规模波动增长。

公司资产管理业务由资产管理部负责开展，

主要类型包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。

2018—2020年末，公司母公司口径资产管理业务规模呈逐年下降趋势，年均复合下降23.74%，主要系受资管新规影响公司主动压缩

定向资管计划所致。2018—2020年，资产管理业务收入呈持续下降趋势，年均复合下降24.76%；2020年，资产管理业务收入为1.06亿元，同比下降34.51%，主要系定向资产管理业务规模下降所致。

2018—2020年末，公司定向资管业务规模在资管总规模中占比始终处于60.00%以上，但由于公司主动压降定向资管业务规模，整体占比呈持续下降趋势。专项资管产品主要为公司发行的ABS产品，2018—2020年末，公司专项资管规模波动上升，年均复合增长率9.71%；截至2020年末规模为399.49亿元，较年初下降8.23%，主要是由于部分存量项目结束但新项目

暂未发行所致。2018—2020年末，集合资管规模持续下降，年均复合下降26.29%；受2020年新冠病毒疫情影响，集合资产管理计划发行工作开展受阻，集合产品发行速度放缓，同时部分产品退出运作，截至2020年末公司集合资产管理计划规模49.66亿元，较上年末降幅为39.28%。

2021年1—6月，公司资产管理业务收入0.55亿元，同比减少10.77%，主要系定向资管业务收入下降所致。截至2021年6月末，母公司口径资产管理业务规模较上年末下降9.43%，主要系公司主动压降定向资管业务规模，定向资管业务规模下降所致。截至2021年6月末，公司专项资管业务规模较上年末增长4.57%。

表12 母公司口径资产管理业务情况表（单位：亿元，%）

项目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年6月末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
集合资管	91.41	4.32	81.79	4.83	49.66	4.04	41.15	3.69
定向资管	1692.97	80.00	1176.70	69.47	781.51	63.50	655.73	58.83
专项资管	331.92	15.68	435.31	25.70	399.49	32.46	417.76	37.48
合计	2116.30	100.00	1693.80	100.00	1230.66	100.00	1114.64	100.00

资料来源：公司年报及2021年半年报，联合资信整理

（5）其他业务

公司子公司发展良好，其中参股的基金公司、控股期货公司对公司利润贡献度较好，其他子公司业务对公司利润贡献度较小。

截至2021年6月末，公司控股企业分别为长城长富（持股100%）、长城投资（持股100%）和宝城期货（持股80.00%），公司联营及合营企业分别为长城基金（持股47.059%）和景顺长城基金（持股49.00%）。

2018—2020年，公司分别实现对联营及合营企业的投资收益1.88亿元、2.46亿元和4.76亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长率59.12%。2021年1—6月，公司实现对联营及合营企业的投资收益为3.90亿元，同比增长100.10%。

公司于2001年12月与东方证券股份有限公司、北方国际信托股份有限公司、中原信托有限公司共同发起设立长城基金管理有限公司，注册资本1.50亿元，其中公司持股比例为47.059%，

长城基金管理的基金产品类别涵盖货币型、债券型、混合型以及指数型基金，形成覆盖低、中、高各类风险收益特征的较为完善的产品线。截至2021年6月末，长城基金总资产20.34亿元；2021年1—6月长城基金实现营业收入5.04亿元，净利润为0.83亿元，营业收入和净利润同比分别增长55.00%、66.41%，主要系旗下基金产品整体业绩较好，基金净值持续增长，长城基金资产管理规模稳步提升，带动其营业收入同比增长。

公司于2003年6月与景顺资产管理有限公司共同发起设立景顺长城基金，注册资本1.30亿元。景顺长城基金产品线完善，在股票型基金的管理上形成了独特的优势。截至2021年6月末，景顺长城基金总资产38.07亿元；2021年1—6月，景顺长城实现营业收入21.27亿元，净利润7.20亿元，营业收入和净利润较上年分别增长99.30%、103.93%，主要系旗下基金业绩整体表现优异，整体管理规模提升，带动营业收入同比

增长。

2007年11月，公司联合控股股东华能资本共同完成了对宝城期货有限责任公司（原浙江金达期货经纪有限公司）的收购和增资，宝城期货注册资本为1.20亿元（2018年增资后注册资本6.00亿元），公司持有80.00%的股权。截至2021年6月末，宝城期货总资产74.34亿元，净资产11.69亿元。2021年1—6月，宝城期货实现营业收入16.17亿元，实现净利润0.59亿元，营业总收入同比增长25.66%，净利润同比增长74.57%，主要系经纪业务收入增加及子公司业务增长。

2012年5月，经证监会批准，公司出资设立了深圳市长城长富投资管理有限公司，注册资本3.00亿元（2014年增资后注册资本6.00亿元）。公司通过长城长富开展私募基金业务，截至2021年6月末，总资产6.37亿元，净资产6.31亿元。2021年1—6月，长城长富实现营业收入0.08亿元，与上年度基本持平，实现净利润0.04亿元，同比增长51.91%，主要系费用同比减少及企业所得税额变动影响所致。

公司另类投资业务主要由子公司长城投资集中管理，2021年1月，长城投资注册资本由5亿元变更为10亿元。2021年1—6月，长城投资营业收入同比增长140.29%，净利润同比增长160.70%，主要系投资业务整体向好，科创板战略跟投估值增长所致。

3. 未来发展

公司战略规划目标清晰，符合公司的自身特点和优势，未来发展前景较好。

“十四五”时期是我国全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后，乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年。2020年11月，党的十九届五中全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，2021年3月，十三届全国人大四次会议表决通过了关于国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要的决议。面对百年未有之大变

局，站在“两个一百年”的历史交汇点，公司深入贯彻和学习中央“十四五”规划精神，立足新起点、新形势、新格局，总结25年来发展经验，回顾“十三五”期间取得的发展成绩，集全公司之力高标准编制了公司《“十四五”战略规划》。

“十四五”期间，公司将以“安全”“领先”为战略指导思想，打造以“数字券商、智慧投资、科创金融”为目标的综合型现代投资银行，坚持转型（即优化增长模式和完善公司治理）和创新（即集聚战略客户群和建立科创金融港）双轨驱动，实现本质安全和高质量发展，奋力创建精于电力、能源领域的特色化一流证券公司。

九、风险管理分析

公司建立了较为完善的风险监控体系和全面的风险管理制度，可较好地支撑各项业务稳步运行；随着业务规模的逐渐增长，要求公司进一步提高风险管理水平。

公司在日常经营活动中面临的风险主要包括市场风险、流动性风险、信用风险和操作风险等。

公司成立以来严格按照《公司法》《证券法》及《证券公司治理准则》和《公司章程》等相关法律法规，制定了《风险管理制度》《市场风险管理办法》《信用风险管理办法》《操作风险管理办法》《流动性风险管理办法》《合规管理办法》《净资本管理办法》《压力测试管理办法》《重大突发事件应急预案》等一系列规章制度；并针对各部门、各业务分别制定了相应的风险管理办法。公司通过完善风险管理的规章制度体系，由上至下覆盖各类风险类型、各项业务，为公司日常风险管理工作提供明确的依据。

公司建立了四个层级的风险管理架构：第一层级是董事会及其下设的董事会风险控制与合规委员会，全面领导公司风险控制工作；第二层级是公司在经营管理层面成立的风险控制与安全运营委员会，对公司经营风险实行统筹管理，对风险管理重大事项进行审议与决策；第三层级是风险管理职能部门，包括法律合规部、风险管理部、财务部、审计部、营运管理部、信息

技术部等；第四层级是各业务部门、子公司及分支机构。上述四个层面形成自上而下垂直型风险管理机构，在董事会风险控制与合规委员会领导下，由风控委进行集体决策，风险管理部门与业务部门、分支机构密切配合，从审议、决策、执行和监督等方面管理风险。

1. 市场风险管理

市场风险是指由资产的市场价格（包括金融资产价格）变化或波动而引起未来损失的可能性。根据引发市场风险的不同因素，市场风险主要可以分为利率风险、汇率风险、金融资产价格风险等。

公司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，公司制定了一系列措施进行市场风险管理。公司制定了明确的投资决策授权体系，业务决策和风险监控相互独立，证券交易投资业务实行分级授权管理和严格的岗位分工及权限管理，研究、投资、交易、内控实行人员与岗位分离；针对权益投资、固定收益投资、资产管理、衍生品投资等业务，公司采用统一的组织架构、管理平台、管理流程和计量模型进行集中化管理，对市场风险总量进行计量、汇总、预警和监控，并根据不同业务类型和业务特点，设置了独立的风险监控岗；公司使用国际市场成熟的RiskMetrics市场风险管理系统，建立了以风险价值（VaR）模型为核心的量化指标体系，科学有效的计量投资组合市场风险，范围涵盖全资产全品种，包括股票、债券、期货、基金、大宗商品和场内外衍生品等；公司建立了包括公司、业务部门或业务线的分层风险限额指标体系，自上而下，由整体到局部、逐级细化，风险限额指标包括业务规模限额、投资比例限额、敏感性限额、风险敞口限额、VaR限额、杠杆率限额及止损限额等；公司通过自主开发方式整合投资管理系统和风险管理系统，风险管理部门每日收集汇总业务数据、头寸数据、行情数据，通过独立的风险计量模型计算、动态监控市场风险指标情况，判断和预测各类风险指标的变化，及时

预警超越各类、各级风险限额的情形。

2. 信用风险管理

信用风险是指因交易对手无法履约或其信用评级、履约能力等改变而给公司带来的损失可能性。公司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。

公司面临的信用风险主要集中在债券投资、融资融券、股票质押式回购、约定购回、衍生品交易及非标资管等业务领域。为加强公司信用风险管理工作，公司制订了《信用风险管理办法（试行）》，建立统一的信用风险管理政策，实行公司信用风险的统一管理。同时，在公司总体和各业务层面设置了信用风险限额指标，限额指标包括业务规模、行业限额、个券限额、损失率限额、单一融资人限额、集中度限额等，风险管理部门对信用类预期损失进行测算，评估和监测信用风险限额执行情况。根据市场经济环境的变化及业务开展的实际需要，公司在各业务日常监控的基础上增加了舆情监控工作，及时收集宏观经济、行业与地域信息、各主体及债项信息，向相关部门进行风险提示。目前，公司正在进行信用风险管理系统建设，并通过借鉴行业先进经验、与中介机构及软件供应商研讨分析等方式初步建立了内部评级模型和集中度分析模块，对信用风险敞口、预期损失等量化指标进行测算，为公司决策提供依据。

3. 流动性风险管理

流动性风险是指公司无法以合理成本及时获得充足资金，以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。

公司制订了《流动性风险管理办法（试行）》和《流动性风险应急处理实施细则》，建立了流动性风险管理和应急处置机制，明确了流动性风险应急情形、组织体系、应急措施等相关操作细节。流动性风险由公司风险管理部门与财务部联合管理，风险管理部门定期计算公司流动性指标，并进行持续监控，确保指标符合监管标准。定期根据市场及公司经营变化情况对流动性风

险控制指标进行压力测试，分析其承受短期和中长期压力情景的能力，及时制定融资策略，提高融资来源的多元化和稳定程度；建立现金流测算和分析框架，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；建立健全流动性风险压力测试机制，定期根

据市场及公司经营变化情况对流动性风险控制指标进行压力测试，分析其承受短期和中长期压力情景的能力，及时制定融资策略，提高融资来源的多元化和稳定程度；持有充足的优质流动性资产，确保在压力情景下能够及时满足流动性需求。

2018—2021年6月末，公司流动性覆盖率及净稳定资金率均处于预警标准以上，流动性指标表现较好。

表13 公司（母公司口径）流动性风险指标（单位：%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 6 月末	监管标准	预警标准
流动性覆盖率	667.55	330.91	230.58	231.10	≥100.00	≥120.00
净稳定资金率	142.17	133.71	169.63	146.35	≥100.00	≥120.00

资料来源：公司风险监控报告，联合资信整理

4. 操作风险管理

操作风险是指由于内部制度流程失效、员工行为不当、信息技术系统缺陷，以及外部事件影响所造成损失的可能性。为有效防控操作风险，公司制订了《操作风险管理办法（试行）》，各业务及管理部門建立健全部门内部控制机制，完善业务流程，建立健全内部控制制度体系。

公司实行集中领导，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。公司采取风险与控制自我评估（RCSA）、关键点控制、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，并建立操作风险事件监测、汇报和分析机制，持续收集内、外部风险事件，对损失事件影响、内控缺失进行归因分析，形成风险和损失事件库，以加强风险来源的识别工作。同时，风险管理部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。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年的合并财务报表和2021年半年度财务报表，2018年财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019—2020年财务报表经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留的审计意见，2021年半年度财务报表未经审计；公司根据2018年6月15日财政部发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》，2019年公司财务数据采用新金融工具会计准则，未进行同期科目重述。2018—2021年6月末，公司合并范围变动较小，财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额722.13亿元，其中客户资金存款147.90亿元、客户备付金27.65亿元；负债总额536.86亿元，其中代理买卖证券款187.71亿元；所有者权益185.27亿元，归属于母公司所有者权益180.76亿元；母公司口径下净资产159.34亿元。2020年，公司实现营业收入68.69亿元，利润总额18.27亿元，净利润15.31亿元，其中归属母公司所有者的净利润15.02亿元；经营活动产生的现金流量净额-47.66亿元，现金及现金等价物净增加额39.95亿元。

截至2021年6月末，公司合并资产总额880.89亿元，其中客户资金存款187.79亿元；负债总额690.23亿元，其中代理买卖证券款

239.40 亿元；所有者权益 190.66 亿元，其中归属母公司的所有者权益 185.93 亿元，母公司口径净资产 170.70 亿元。2021 年 1—6 月，公司实现营业总收入 36.55 亿元，利润总额 10.09 亿元，净利润 8.56 亿元，归属于母公司的净利润 8.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.60 亿元，现金及现金等价物净增加额为 42.88 亿元。

2. 资金来源与流动性

近年来，随着业务规模的扩大，公司自有负债规模持续增长，杠杆水平持续上升，但仍处于行业正常水平；公司短期债务占比整体呈波动下降趋势，但短期内到期债务仍属较大，需关注其流动性管理。

2018—2020 年末，随着公司业务的发展，负债规模不断增大，公司负债总额年均复合增长 30.06%。截至 2020 年末，公司负债总额 536.86 亿元，较年初增加 28.61%，主要系应付债券和代理买卖证券款规模增加所致；2018—2020 年末，公司自有负债年均复合增长率为 26.90%，占负债总额的比重分别为 68.32%、64.88%和 65.04%。截至 2020 年末，公司自有负债为 349.16 亿元，较上年末增长 28.92%，主要系应付债券和应付短期融资款的增加所致。截至 2020 年末，公司自有负债中，应付短期融资款、卖出回购金融资产款和应付债券占比分别为 15.62%、27.73%和 48.60%。

2018—2020 年末，公司应付短期融资券持续上升，年均复合增长率 456.64%。截至 2020 年末，应付短期融资款为 54.55 亿元，较上年末增长 114.87%，主要系收益凭证和应付短期融资券的增加所致。2018—2020 年末，公司卖出回购金融资产款持续下降，年均复合下降 3.67%。截至 2020 年末，公司卖出回购金融资产款较上

年末下降 6.12%。2018—2020 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长率为 55.75%。截至 2020 年末，公司应付债券 169.68 亿元，较上年末增长 52.66%，主要系 2020 年发行公司债券规模增加所致。

从有息债务来看，2018—2020 年末，公司全部债务持续增加，年均复合增长 27.63%。2018—2020 年末，公司短期债务占比呈持续下降趋势。截至 2020 年末，公司全部债务为 327.27 亿元，较上年末增长 29.48%，其中短期债务占 48.51%，债务结构较均衡。

从负债水平来看，2018—2020 年末，随着公司债务规模的增加，公司自有资产负债率持续上升，自有资产负债率分别为 56.52%、60.95%和 65.33%。截至 2020 年末，公司净资产/负债指标 46.13%，较上年末下降 1.55 个百分点，净资产/负债指标为 51.69%，较上年末下降 10.82 个百分点，杠杆水平有所提升，但仍处于行业适中水平。

截至 2021 年 6 月末，公司负债总额 690.23 亿元，较上年末增长 28.57%，主要系应付债券、代理买卖证券款和卖出回购金融资产款规模增加所致。其中，自有负债为 450.83 亿元，较上年末增长 29.12%，自有负债占比负债总额为 65.32%。从有息债务来看，截至 2021 年 6 月末，公司全部债务 424.26 亿元，较上年末增长 29.48%，其中短期债务占比为 51.64%，较上年末上升 3.43 个百分点。从负债水平来看，截至 2021 年 6 月末，公司自有资产负债率较上年末上升 4.95 个百分点。截至 2021 年 6 月末，公司净资产/负债指标 38.43%，较上年末下降 7.70 个百分点，净资产/负债指标为 41.22%，较上年末下降 10.47 个百分点，杠杆水平有所提升，但仍处于行业正常水平。

表14 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 6 月末
自有负债	216.83	270.84	349.16	450.83
其中：应付短期融资款	1.76	25.39	54.55	64.80
拆入资金	24.00	13.06	5.00	12.81
卖出回购金融资产款	104.35	103.15	96.84	137.37
应付债券	69.95	111.16	169.68	205.16

应付职工薪酬	7.45	9.97	12.69	12.05
非自有负债	100.53	146.59	187.71	239.40
其中：代理买卖证券款	100.53	146.59	187.71	239.40
负债总额	317.36	417.43	536.86	690.23
全部债务	200.92	252.75	327.27	424.26
其中：短期债务	130.97	141.59	157.58	219.10
长期债务	69.95	111.16	169.68	205.16
短期债务占比	65.19	56.02	48.15	51.64
净资本/负债（母公司口径）	59.09	47.68	46.13	38.43
净资产/负债（母公司口径）	75.90	62.51	51.69	41.22
自有资产负债率	56.52	60.95	65.33	70.28

资料来源：公司财务报告和 risk 监管报告，联合资信整理

从有息债务偿还期限结构来看，截至 2021 年 6 月末，2021 年 7—12 月到期债务占比 53.58%，2022 年到期债务占比 21.66%，存在一定集中偿付压力，需关注其流动性管理。

表 15 截至 2021 年 6 月末公司到期债务占比情况（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
2021 年 7—12 月	227.34	53.58
2022 年	91.89	21.66
2023 年	49.23	11.60
2024 年及以后	55.81	13.15
合计	424.26	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

近年来，公司资产规模呈持续增长趋势，资产结构以融出资金和金融投资中债券资产为主，资产质量较高。

2018—2020 年末，随着业务规模不断扩大，公司资产规模也呈较快增长趋势，年均复合增长率为 22.12%；截至 2020 年末，公司资产总额为 722.13 亿元，较上年末增长 22.20%，主要系客户资金和融资融券业务规模增长致使融出资金增加所致。2018—2020 年末，自有资产年均增长 18.02%；公司资产主要由自有资产构成，近三年占比均在 70% 以上；截至 2020 年末自有资产为 534.42 亿元，占资产总额的比重分别为 74.01%，较上年末小幅下降。2018—2020 年末，公司优质流动资产规模持续下降，年均复合下降 14.04%。2018—2020 年末，优质流动资产/总资产比率分别为 28.51%、20.74% 和 15.26%，虽持续下降但整体仍处于较好水平。

截至 2020 年末公司资产中自有货币资金占比 0.96%、自有备付金占比 1.38%、融出资金占比 26.18%、买入返售金融资产占比 3.63%、金

融投资占比 34.98%、长期股权投资占比 2.52%。

2018—2020 年末，公司货币资金规模持续增长，年均复合增长 31.57%。截至 2020 年末，公司货币资金 154.83 亿元，较上年末增长 14.33%，主要系客户资金存款增加所致，其中自有货币资金 6.93 亿元，公司自有货币资金中无使用受限资金。

2018—2020 年末，公司买入返售金融资产规模呈持续上涨趋势，年均复合上涨 13.09%。截至 2020 年末，公司买入返售金融资产账面价值 26.23 亿元，较上年末增长 18.83%，计提减值准备比例为 9.99%；从标的物种类来看，买入返售金融资产以债券为主（占比 99.24%）；从担保物情况来看，2020 年末买入返售金融资产担保物公允价值 28.22 亿元，是其账面价值的 1.08 倍。

2018—2020 年末，公司融出资金规模持续增长，年均复合增长率为 59.59%。截至 2020 年

末，公司融出资金 189.06 亿元，较上年末增长 58.98%，主要系公司融资融券业务快速发展所致；公司融资融券业务以个人客户为主；从期限来看，3~6 个月和 6 个月以上占比较大，分别为 29.87% 和 37.28%。

截至 2020 年末，公司金融投资合计 252.63 亿元，由交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资构成，其中交易性金融资产 239.04 亿元，占比达 94.62%，交易性金融资产中存在有承诺条件（主要为质押式回购

业务而设定质押）的资产占比达 43.17%。

截至 2021 年 6 月末，公司资产总额 880.89 亿元，较年初增加 21.99%，主要系融出资金及证券投资规模增加所致，其中自有资产占资产总额比重为 72.82%，较上年末小幅下降。截至 2021 年 6 月末，公司优质流动资产总计 67.49 亿元，较上年末下降 15.61%；优质流动资产占总资产比重为 10.76%，较上年末下降 4.50 个百分点。

表16 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 6 月末
自有资产	383.66	444.36	534.42	641.49
自有货币资金	6.37	7.54	6.93	8.61
自有结算备付金	4.4	9.15	9.95	9.96
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	153.70	--	--	--
可供出售金融资产	78.98	--	--	--
融出资金	74.23	118.92	189.06	254.42
买入返售金融资产	20.51	22.08	26.23	11.63
金融投资	--	253.73	252.63	306.02
自有资产/资产总额	79.24	75.19	74.01	72.82
资产总额	484.20	590.96	722.13	880.89
优质流动资产	108.23	90.35	79.97	67.49
优质流动资产/总资产	28.51	20.74	15.26	10.76

注：优质流动性资产/总资产中分子分母均取自风控指标监管报表；该表中资产科目未剔除第三方在结构化主体中权益部分

资料来源：公司财务报告及风控指标监管报表，联合资信整理

3. 资本充足性

近年来，公司所有者权益稳步增长且结构较稳定，各项风险控制指标均持续优于监管指标，整体资本充足性较好。

2018—2020 年末，公司所有者权益规模稳步增长，三年复合增加 5.38%。截至 2020 年末，公司所有者权益合计 185.27 亿元，较上年初增长 6.77%，主要系未分配利润增加所致；其中归属于母公司所有者权益 180.76 亿元（占比 97.57%），少数股东权益 4.51 亿元（占比 2.43%）。截至 2020 年末，归属于母公司所有者权益中主要由股本（占比 17.17%）、未分配利润（占比 16.42%）和资本公积（占比 51.01%）构成，所

有者权益结构稳定性较强。2018—2020 年，公司现金分红分别为 6.20 亿元、3.41 亿元和 3.10 亿元，占上一年度公司归属于上市公司普通股净利润 69.66%、57.80% 和 31.25%，整体分红力度尚可。

2018—2020 年末，公司确保了各项风险控制指标持续符合监管标准，吸收损失和抵御风险的能力稳步提升。2018—2020 年末，母公司口径（下同）的净资本规模呈持续增长趋势，年均复合增加 11.77%；截至 2020 年末，净资本为 159.32 亿元，较上年末增长 24.70%，主要系 2020 年公司发行次级债券，附属净资本增长所致；2018—2020 年末，公司的各项风险资本准备之

和持续增长，三年复合增长率为 17.45%。截至 2020 年末，公司的各项风险资本准备之和为 81.64 亿元，较上年末增长 18.59%。2021 年 3 月份，公司发行次级债券“21 长城 C1”，规模 10 亿元，对公司净资本起到了一定的补充作用。

从母公司口径风控指标来看，2018—2020 年末，公司风险覆盖率指标波动下降；资本杠杆率指标持续下降，主要系随公司业务规模扩大表内外资产总额上升所致；母公司口径的净资本/净资产指标波动上涨；各项指标均持续优于各项监管预警标准，吸收损失和抵御风险的能

力保持良好。

截至 2021 年 6 月末，公司所有者权益 190.66 亿元，较上年末增长 2.91%，所有者权益构成较上年末变化不大；公司各项风险控制指标持续优于监管标准，截至 2021 年 6 月末，母公司口径下的净资本和净资产规模较上年末分别增长 7.13% 和 2.55%。从母公司口径风控指标来看，截至 2021 年 6 月末，公司风险覆盖率为 180.19%，较上年末下降 14.98 个百分点；资本杠杆率为 21.85%，较上年末下降 2.94 个百分点。

表17 母公司口径风险控制指标表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 6 月末	监管标准	预警指标
核心净资本	127.54	127.78	135.34	141.70	--	--
附属净资本	0.00	0.00	24.00	29.00	--	--
净资本	127.54	127.78	159.34	170.70	--	--
净资产	163.82	167.56	178.55	183.10	--	--
各项风险资本准备之和	59.18	68.84	81.64	94.73	--	--
风险覆盖率	215.52	185.63	195.17	180.19	≥100	≥120
资本杠杆率	32.80	28.63	24.79	21.85	≥8	≥9.6
净资本/净资产	77.85	76.26	89.24	93.23	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报告，联合资信整理

4. 盈利能力

近年来，公司营业总收入和净利润均持续增长，盈利水平不断提升。2021 年 1—6 月，公司营业总收入和净利润均实现同比增长；整体盈利能力较强。

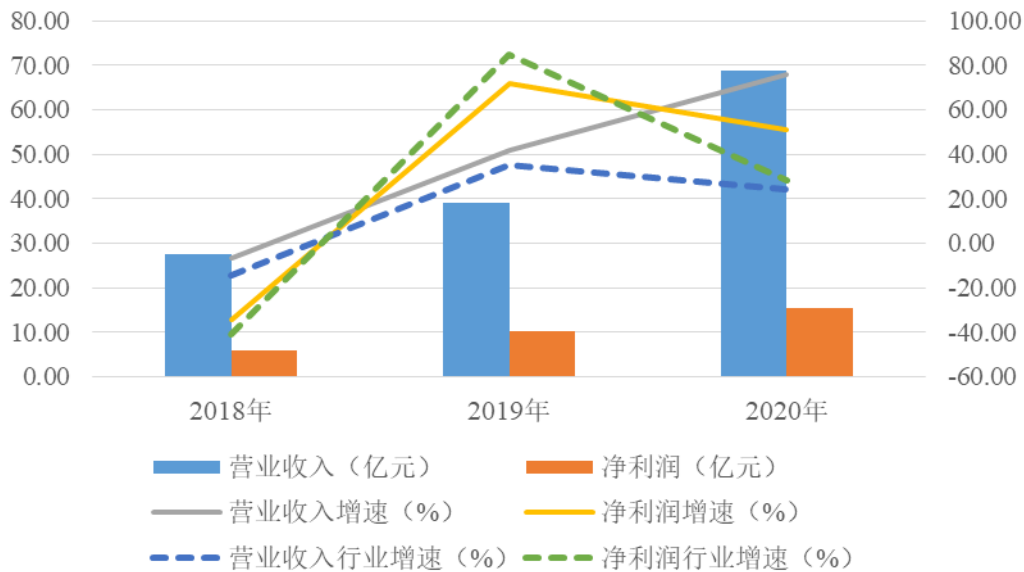
2018—2020 年，受证券市场行情回暖影响，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 57.95%；2020 年，公司实现营业总收入 68.69 亿元，同比增长 76.16%，远高于行业平均水平，主要系市场行情回暖及子公司大宗商品交易规模扩大所致；2018—2020 年，受市场行情回暖影响，公司净利润持续上涨，年均复合增长 61.15%。2020 年公司净利润为 15.31 亿元，较

上年增长 50.86%，高出行业平均水平，主要系公司投资收益增加较多致使营业总收入增加所致。

从营业支出来看，2018—2020 年，公司营业支出呈持续上升趋势，年均复合增长 55.98%；2020 年公司营业支出 50.37 亿元，同比增长 86.70%，主要系子公司大宗商品营业成本增加所致；公司营业支出主要由业务及管理费（占比 42.77%）和其他业务成本（占比 54.68%，主要为期货子公司现货贸易业务成本）构成。

2018—2020 年，公司营业费用率、薪酬收入比均呈持续下降趋势，公司费用控制能力逐渐增强。

图4 公司营业总收入和净利润情况



资料来源：公司财务报告，wind，联合资信整理

从盈利指标来看，2018—2020年，公司营业利润率呈波动上涨趋势；2018—2020年，受净利润持续上升的影响，公司自有资产收益率和净资产收益率均呈持续上涨趋势，盈利水平不断增强，整体处于行业中上游水平。

2021年1—6月，公司实现营业总收入36.55亿元，同比增长19.64%，主要系证券市场回暖，

交投活跃度提升，财富管理业务收入增长及股权承销业务收入增长所致；2021年1—6月，公司实现利润总额10.09亿元，同比增长21.03%，主要系营业总收入增长带动利润总额增长所致。从盈利指标来看，公司营业利润率、自有资产收益率和净资产收益率分别为28.32%、1.46%和4.55%（相关指标未年化）。

表18 公司盈利情况（单位：%、名）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年6月末
营业费用率	59.06	51.83	31.36	31.87
薪酬收入比	41.57	37.33	22.62	23.51
营业利润率	24.81	30.81	26.67	28.32
自有资产收益率	1.66	2.45	3.13	1.46
净资产收益率	3.78	5.96	8.53	4.55
净资产收益率行业排名	28	33	26	/

注：2021年半年报财务数据未经审计，相关指标未年化。

资料来源：公司财务报告，中国证券业协会，联合资信整理

从同行业对标企业来看，在可比证券公司中，公司成本控制能力较好，盈利稳定性一般及

盈利能力较强。

表19 2020年证券公司行业财务指标比较 单位：%

企业名称	净资产收益率	营业利润率	营业费用率	盈利稳定性
华西证券股份有限公司	9.26	51.90	45.48	30.21
浙商证券股份有限公司	9.51	20.43	26.66	17.88
东兴证券股份有限公司	7.42	34.31	40.54	20.45
上述样本企业平均值	8.73	35.55	37.56	22.85
长城证券	8.53	26.67	31.36	37.83

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2021 年 6 月末,公司无对外担保事项。

截至 2021 年 6 月末,公司不存在作为被告且金额超过 1000 万元的重大未决诉讼。

十一、 本期债券偿还能力分析

相对于公司目前的债务规模,本期债券发债规模不大,发行后公司债务负担将有所上升;本期债券的发行将有利于改善公司债务结构,相关指标对本期债券本金形成良好覆盖;考虑到公司作为全国性综合类上市证券公司,在资本实力、资产质量和融资渠道等方面具有优势,加之控股股东背景很强,联合资信认为公司对本期债券的偿还能力极强。

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至 2021 年 6 月末,公司全部债务规模 424.26 亿元,本期拟发行债券规模不超过 20.00

亿元(含),相对于公司目前的债务规模,本期债券发债规模不大,发行后公司债务负担将有所上升,长期债务占比将有所上升,有利于优化公司债务结构;假设本期债券募集资金净额为 20.00 亿元,本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,发行后公司自有资产负债率将上升 0.90 个百分点至 71.18%,杠杆水平有所提升,结合所处的证券行业来看,整体仍处于行业正常水平。

2. 本期债券偿还能力分析

按照本期债券募集资金 20.00 亿元估算相关指标对本期债券本金的保障倍数(见下表),除现金流指标保障程度不稳定外,公司净资产(母公司口径)、净利润、EBITDA 指标可对本期债券本金形成良好覆盖。同时,公司作为上市公司拥有通畅的直接和间接融资渠道,能够为本期债券提供较强的现金流保障。

表 20 本期债券偿还能力指标(单位:倍)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-6 月
净资产(母公司口径)/本期债券本金	8.19	8.38	8.93	9.16
净利润/本期债券本金	0.29	0.51	0.77	0.43
EBITDA/本期债券本金	0.85	1.11	1.54	0.88
经营活动现金流量净额/本期债券本金	-2.09	-1.34	-2.38	-0.28

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

十二、 结论

长城证券作为全国性综合类证券公司之一,具有很强的股东背景;公司业务资质齐全,营业网点遍布国内主要地区,各项主要业务处于行业中上游水平;近年来,公司盈利水平不断增强,资产质量较高,资本充足性较好。

同时,联合资信也关注到经济周期波动、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

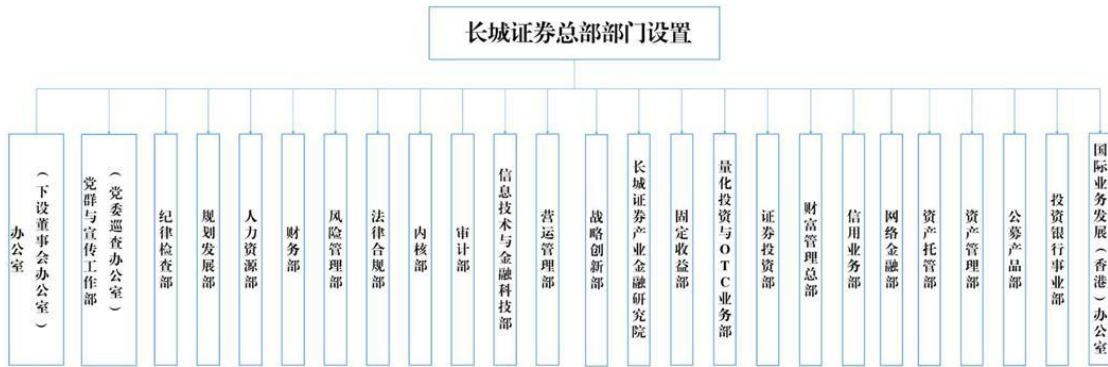
本期拟发行债券规模相对于公司目前的债务规模,本期债券发债规模不大,本期债券的发行将有利于改善公司债务结构;以 2021 年 6 月

末财务数据为基础,EBITDA 和母公司口径净资产对本期债券的覆盖程度良好。

未来随着资本市场的持续发展以及公司各项业务的协同发展,公司整体竞争实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体偿债能力极强,本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 长城证券股份有限公司 总部部门设置（截至 2021 年 4 月 29 日）



资料来源：公司公告

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月末
自有资产（亿元）	383.66	444.36	534.42	641.49
所有者权益（亿元）	166.83	173.52	185.27	190.66
自有负债（亿元）	216.83	270.84	349.16	450.83
自有资产负债率（%）	56.52	60.95	65.33	70.28
优质流动资产/总资产（%）	28.51	20.74	15.26	10.76
营业总收入（亿元）	27.53	38.99	68.69	36.55
利润总额（亿元）	6.82	12.02	18.27	10.09
营业利润率（%）	24.81	30.81	26.67	28.32
营业费用率（%）	59.06	51.83	31.36	31.87
薪酬收入比（%）	41.57	37.33	22.62	23.51
自有资产收益率（%）	1.66	2.45	3.13	1.46
净资产收益率（%）	3.78	5.96	8.53	4.55
净资本（亿元）	127.54	127.78	159.34	170.70
风险覆盖率（%）	215.52	185.63	195.17	180.19
资本杠杆率（%）	32.80	28.63	24.79	21.85
流动性覆盖率（%）	667.55	330.91	230.58	231.10
净稳定资金率（%）	142.17	133.71	169.93	146.35
信用业务杠杆率（%）	48.93	75.97	106.82	133.87
盈利稳定性（%）	21.49	22.44	37.83	25.93
短期债务（亿元）	130.97	141.60	157.98	219.10
长期债务（亿元）	69.95	111.16	169.68	205.16
全部债务（亿元）	200.92	252.76	327.67	424.26
EBITDA/本期债券金额（倍）	1.14	1.48	2.05	0.88

注：2021 年半年报财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财报，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业总收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业总收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业总收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动资产/总资产	优质流动资产/总资产×100%; 优质流动资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债(均取自监管报表)
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

注: 短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+融入资金+交易性金融负债+卖出回购金融资产+其他负债科目中的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他负债科目中的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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
BB	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 长城证券股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年长城证券股份有限公司年报公告后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

长城证券股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。长城证券股份有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对长城证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，长城证券股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注长城证券股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债项相关信息，如发现长城证券股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对长城证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如长城证券股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对长城证券股份有限公司或本次（期）债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送长城证券股份有限公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。