

长城证券股份有限公司
及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

概述

编号:【新世纪跟踪(2022)100045】

跟踪对象: 长城证券股份有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级	
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
20 长城 03	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 9 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 4 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 3 日			
20 长城 05	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 9 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 4 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 9 月 9 日			
20 长城 07	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 9 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 4 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 10 月 9 日			
21 长城 01	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 9 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 4 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 1 月 8 日			

主要数据与指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
金额单位: 人民币亿元			
总资产 (亿元)	590.96	722.13	926.97
总资产* (亿元)	444.36	534.42	689.35
股东权益 (亿元)	173.52	185.27	201.13
归属于母公司所有者权益 (亿元)	169.19	180.76	195.91
净资产 (亿元)	127.78	159.34	172.86
总负债* (亿元)	270.84	349.16	488.22
营业收入 (亿元)	38.99	68.69	77.57
净利润 (亿元)	10.15	15.31	18.46
资产负债率* (%)	60.95	65.33	70.82
净资产/总负债* (%)	47.18	45.63	35.41
净资产/有息债务 (%)	50.56	48.63	37.96
员工费用率 (%)	37.33	22.62	23.46
资产管理业务净收入与基金管理业务净收入/营业收入 (%)	4.14	1.54	1.81
营业利润率 (%)	30.81	26.67	28.38
平均资产回报率 (%)	2.45	3.13	3.02
平均资本回报率 (%)	5.96	8.53	9.55

注 1: 根据长城证券 2019-2021 年经审计的财务报表、2019-2021 年末母公司净资产计算表、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;

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

高飞 gaofei@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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对长城证券股份有限公司(简称长城证券或公司)及其发行的公开发行债券的跟踪评级反映了 2021 年以来长城证券在业务竞争力方面保持优势, 同时也反映了公司在证券自营业务信用风险等方面继续面临压力。

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。**作为 A 股上市公司, 长城证券资本实力持续增强, 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、信用业务和自营业务, 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上述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；认为上述公司债券还本付息安全性极强，并给予上述债券 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及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照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（第二期）（品种二）（以下简称“20 长城 03”）信用评级、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（第四期）（以下简称“20 长城 05”）信用评级、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）（品种二）（以下简称“20 长城 07”）信用评级和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（第一期）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据长城证券提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

长城证券于 2020 年 7 月、9 月和 10 月完成 2020 年公司债券（第二期）至公司债券（第五期）的发行；公司于 2021 年 1 月完成 2021 年公司债券（第一期）的发行，本次跟踪评级债券概况详细信息见图表 1。

图表 1. 本次跟踪评级债券概况

债券名称	发行规模	起息日	备注
20 长城 03（公司债）	10.00	2020-07-31	2022-07-31 到期
20 长城 05（公司债）	10.00	2020-09-25	2023-09-25 到期
20 长城 07（公司债）	10.00	2020-10-22	2022-10-22 到期
21 长城 01（公司债）	10.00	2021-01-20	2024-01-20 到期

资料来源：Wind

公司管理

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 2021 年末，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 2021 年末，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 2. 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	福建湄洲湾控股有限公司	1.28
5	香港中央结算有限公司	1.10
6	宁夏恒利通经贸有限公司	0.60
7	中国建设银行股份有限公司—国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.55
8	新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司	0.49
9	中铁二院工程集团有限责任公司	0.43
10	福建九华发展股份有限公司	0.41

资料来源：长城证券（截至 2021 年末）

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；代销金融产品；证券投资基金托管等。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 3. 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	1993.3	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咨询有限公司	长城投资	10.00	100.00	投资管理	2014.11	是

资料来源：长城证券（截至 2021 年末）

截至 2021 年末，长城证券经审计的合并会计报表口径资产总额为 926.97 亿元，所有者权益为 201.13 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 195.91 亿元）。2021 年公司实现营业收入 77.57 亿元，净利润 18.46 亿元（其中，归属于母公司所有者的净利润 17.66 亿元）。

业务运营

2021 年，新冠疫情常态化趋势下，我国经济修复进程前高后低，经济发展仍存在压力；同时，规模性政策逐步退出，宏观政策边际收紧，证券市场波动加剧，整体震荡分化。全年，上证综指微跌，深证成指仍保持同比上涨；股票一级市场融资额、二级市场日均股基交易量、两融规模等市场核心数据保持同比正增长，证券行业营业收入、净利润亦保持同比正增长。具体来看，与市场景气度关联最紧密的经纪业务及自营业务收入保持增长；由于 IPO 监管趋严，证券公司投行业务较去年同期有所下滑；市场两融规模持续回暖，证券公司的

利息净收入水平有所增长；受益于主动管理转型的持续推进，资产管理业务盈利有所改善，但定向资管业务规模的减少，仍在一定程度上影响了资管业务的盈利水平。从证券公司资产负债端配置来看，随股票市场指数的波动以及固定收益类投资规模的增加，证券公司资产端自营业务规模逐年增长，受益于两融规模上涨，资本中介业务融出资金规模有所回升；负债端为满足相应业务规模增长及流动性需求，各家债务规模均有不同程度上升，其中长期负债及卖出回购金融资产规模保持增长。

综合来看，证券公司经营业绩受市场周期影响较大，在市场交投活跃的情况下，整体盈利仍保持增长，且因监管环境转变及非通道业务的贡献，收入结构持续调整。疫情常态化和经济结构转型背景下，市场的结构性行情或成为常态，这将持续挑战证券公司的营收稳定性和风险管理。债务融资工具的多样化发行使得证券公司整体流动性风险可控，但在债市存在波动以及信用风险持续暴露的背景下，固定收益自营业务风格较激进的证券公司面临一定的市场风险和信用风险管理压力。

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均居行业中上游水平。公司财富管理业务以数字化推动平台化建设，以专业化提升产业化能力，全方位推进转型升级；投行业务股债并进，推进区域深耕和行业专业外；资产管理业务向主动管理方向发展，发布多种产品类型，完善资产管理产品序列；证券投资及交易业务中固定收益投资业务维持稳健，FICC 业务有序推进，量化投资与 OTC 业务围绕场内弱敞口策略、FOF/MOM 策略和场外衍生品开展业务。近年来，公司各项业务发展稳定，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和证券投资及交易业务，投资银行业务和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。跟踪期内，随着市场成交量和两融余额的稳步提升，公司财富管理业务盈利贡献稳定增长。受市场环境影响，公司证券投资及交易业务分部盈利水平略有波动。整体来看，公司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 4. 长城证券营业收入结构（单位：亿元，%）

营业收入	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财富管理业务	15.86	40.68	23.61	34.37	28.10	36.23
投资银行业务	5.97	15.32	4.51	6.57	5.75	7.41
资产管理业务	1.61	4.14	1.06	1.54	1.40	1.81
证券投资及交易业务	11.57	29.68	12.62	18.37	11.43	14.74
其他	3.98	10.20	26.89	39.15	30.88	39.81
合计	38.99	100.00	68.69	100.00	77.57	100.00
营业利润	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

财富管理业务	8.00	66.64	14.33	78.22	17.46	79.31
投资银行业务	1.54	12.85	0.84	4.56	1.73	7.87
资产管理业务	0.76	6.29	0.37	2.03	0.59	2.69
证券投资及交易业务	10.37	86.29	10.77	58.78	10.18	46.24
其他	-8.66	-72.06	-7.99	-43.59	-7.95	-36.11
合计	12.01	100.00	18.32	100.00	22.02	100.00

资料来源：长城证券

财富管理业务

长城证券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、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。2021年，公司进一步推进财富管理转型，坚持线上线下融合，在坚守风控合规底线之上推进各项业务发展。

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26个省的布局，截至2021年末，公司在深圳、北京、杭州、上海等全国各主要城市共设有14家分公司、118家证券营业部。

在传统经纪业务方面，2019-2021年，长城证券分别实现代理买卖证券业务净收入4.94亿元、7.23亿元和7.39亿元。2021年公司净佣金率为0.0172%，受互联网金融业务的冲击和同质化竞争的加剧，公司收取的佣金率较低，后续进一步压降空间有限。2019-2021年末公司营业部数量分别为112家、121家和118家，网点规划以优化完善整体布局为主。得益于证券市场股基交易额的增长，公司各年部均代理买卖证券业务净收入分别441.41万元/家、597.76万元/家和626.68万元/家。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份额维持较好，2021年股票及证券投资基金交易量占比均有所下降。经纪业务排名方面，2018-2020年公司代理买卖证券业务收入排名分别为34位、33位和35位，整体经纪业务收入行业排名仍维持在中上游水平。

图表5. 长城证券股票、基金、权证和债券现货交易额

	2019年(末)		2020年(末)		2021年(末)	
	交易量	占比	交易量	占比	交易量	占比
股票(万亿元)	2.34	0.92%	3.79	0.92%	4.30	0.83%
证券投资基金(万亿元)	0.13	0.69%	0.18	1.11%	0.19	0.92%
部均代理买卖证券业务净收入(万元/家)	441.41		597.76		626.68	

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2021年末，融资融券余额为232.38亿元，较上年末同比增长24.51%，市场份额为1.268%。

2019-2021 年公司分别实现融资融券利息收入 6.81 亿元、10.48 亿元和 13.34 亿元。

图表 6. 长城证券融资融券业务情况（单位：亿元）

	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）
融资融券余额	119.56	186.63	232.38
融资融券利息收入	6.81	10.48	13.34

资料来源：长城证券

长城证券的股票质押式回购业务在经过快速发展后，为控制业务风险，公司主动压降业务规模。2017-2019 年末公司自有资金出资的股票质押待购回金额分别为 15.96 亿元、2.13 亿元和 3.66 亿元。2020 年末及 2021 年末，公司买入返售金融资产中股票质押式回购业务余额分别为 0.20 亿元和 0.28 亿元。2019-2021 年公司股票质押业务分别实现利息收入 0.19 亿元、0.06 亿元和 0.01 亿元。后续公司将持谨慎态度开展该类业务。

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。

证券投资及交易业务

长城证券多元化投资业务主要通过量化投资与 OTC 业务部、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。

2021 年，长城证券固定收益投资业务投资组合规模和久期维持稳定；FICC 业务利率衍生品投资策略进一步丰富，探索被动策略，升级大宗商品研究框架。量化投资与 OTC 业务坚持“低波动、高协同、收益稳健”的业务定位，围绕场内弱敞口策略、FOF/MOM 策略和场外衍生品开展业务，提升量化类系列策略的投研实力，升级原有策略框架，研发迭代新策略，同时初步搭建场外期权结构的设计定价框架和对冲交易流程；权益投资业务在守住风险底限的前提下，调整资产结构，寻找投资机遇。新三板投资业务抓住北交所、新三板跨层转板机会，增厚优质中小企业权益资产。

从证券自营业务整体投资情况来看，2019-2021 年末，长城证券证券自营业务规模分别为 253.73 亿元、252.63 亿元和 345.37 亿元，以债券和基金类投资为主。2021 年末，公司证券自营业务规模较上年增加 92.74 亿元，主要系基金和债券类投资规模分别较上年末增加 42.00 亿元和 36.56 亿元。2019-2021 年，公司分别实现综合投资收益 12.28 亿元、14.91 亿元和 14.82 亿元。2021 年综合投资收益中持有期间取得的收益较上年同期减少 0.09 亿元，主要系处置金融工具

取得的收益较上年同期减少 1.68 亿元。综合来看，在投资规模快速增长的情况下，公司市场风险控制较好，公允价值收益波动较小，但盈利稳定性有待进一步提升。

图表 7. 长城证券自营证券投资情况

	2019 年末	2020 年末	2021 年末
证券自营业务规模（亿元）	253.73	252.63	345.37
其中：股票（%）	2.81	5.16	4.48
基金（%）	10.48	13.91	22.34
债券（%）	70.38	66.19	59.00
其他（%）	16.34	14.74	14.18
净资本/证券投资规模（%）	50.36	63.07	50.05
	2019 年	2020 年	2021 年
综合投资收益（亿元）	12.28	14.91	14.82
其中：投资收益（亿元）	10.34	19.03	20.61
公允价值变动收益（亿元）	4.40	0.64	1.86
综合投资收益率（%）	5.05	5.89	4.95

资料来源：长城证券

注 1： 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： 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。2019-2021 年公司投资银行业务分部营业收入分别为 5.97 亿元、4.51 亿元和 5.75 亿元，营业利润分别为 1.54 亿元、0.84 亿元和 1.73 亿元。

2021 年，长城证券投行业务结构持续优化，股债并进，推进区域深耕和行业专业化，探索内外部业务协同和投承联动。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，截至 2021 年末，公司投行 IPO 过会项目 5 家，涉及新材料、TMT、大健康、高端制造等行业。债券承销业务方面，公司在消费金融及租赁行业取得突破，发行多只符合国家战略和政策的绿色债。2019-2021 年，公司债券主承销金额分别为 401 亿元、332 亿元和 336 亿元。

图表 8. 长城证券承销业务情况

	2019 年	2020 年	2021 年
保荐代表人（年末数）	60	62	64
IPO 主承销家数	2	1	5
IPO 主承销金额（亿元）	7.78	3.04	29.76
IPO 主承销金额排名	33	-	-
IPO 主承销收入（亿元）	0.48	0.16	1.63
债券主承销家数	62	71	72
债券主承销金额（亿元）	401	332	336
债券主承销金额同业排名	17	-	-
债券主承销收入（亿元）	3.50	1.75	1.77

资料来源：长城证券、证券业协会

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。2019-2021 年，公司资产管理业务净收入分别为 1.61 亿元、1.06 亿元和 1.40 亿元；各年末，公司资产管理业务受托资金规模分别为 1731.62 亿元、1297.12 亿元和 817.63 亿元。2021 年，公司坚定向主动管理方向发展，发布覆盖固定收益、固收+、多策略、量化对冲等业务的系列产品，持续建设、完善资产管理产品序列。年内，公司完成大集合资管产品的改造并推出两只公募大集合产品，不符合资管新规的存量业务与资管产品均已完成整改或按照监管机构要求进行报备。

从各类资产管理业务表现看，随着存量业务的整改落地，公司主动管理业务占比持续提升，资管业务费率有所回升。截至 2021 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 0.726%、0.134% 和 0.011%。

图表 9. 长城证券资产管理业务情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）
期末集合资产管理业务受托资金规模	83.44	67.89	69.02
期末单一资产管理业务受托资金规模	1213.36	831.98	460.35
期末专项资产管理业务受托资金规模	434.82	397.25	288.26
集合资产管理业务净收入	0.28	0.24	0.50
单一资产管理业务净收入	1.29	0.76	0.87
专项资产管理业务净收入	0.05	0.05	0.04
集合资产管理业务费率	0.319	0.317	0.726
单一资产管理业务费率	0.088	0.074	0.134
专项资产管理业务费率	0.013	0.012	0.011
资产管理业务净收入合计	1.61	1.06	1.40

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，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 2019-2021 年经营情况如下表所示。

图表 10. 长城长富、长城投资及宝城期货经营情况（单位：亿元）

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
子公司	2020 年			
	总资产	净资产	营业收入	净利润
长城长富	6.34	6.28	0.15	0.04
长城投资	5.89	5.62	0.54	0.10
宝城期货	55.69	11.10	30.03	0.77
子公司	2021 年			
	总资产	净资产	营业收入	净利润
长城长富	6.37	6.30	0.17	0.03
长城投资	6.86	6.63	0.50	0.11
宝城期货	90.25	12.87	34.88	1.85

资料来源：长城证券

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举措。2017-2021 年，公司的分类监管评级结果分别为 B 类 BBB 级、A 类 A 级、B 类 BBB 级、B 类 B 级和 A 类 A 级。

1. 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），2021 年公司整体组合风险价值平均 VaR 值为 5334.95 万元，权益敏感性金融工具平均 VaR 值为 4762.27 万元，利率敏感性金融工具平均 VaR 值为 793.96 万元。

自营业务风控指标方面，跟踪期内，长城证券证券自营业务规模增长较快，业务风控指标快速提升。截至 2021 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 196.86% 和 17.10%。

图表 11. 长城证券自营业务风控指标（单位：%）

	2019 年末	2020 年末	2021 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	181.67	161.29	196.86	≤400	≤500
自营权益类证券及其衍生品/净资本	10.96	11.48	17.10	≤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，2021 年末长城证券证券自营投资中债券类投资规模为 203.78 亿元。同年末公司信用债持仓中信用评级为 AAA 级的信用债券占比为 40.88%，信用评级在 AA+ 级的信用债券占比为 35.13%，信用评级在 AA 级的信用债券占比为 22.15%，信用评级在 AA- 级及以下的信用债券占比为 1.85%。

公司固定收益类投资整体杠杆率在 3.44 倍左右（含本金），久期 1.36 年。

信用交易业务方面，2021 年末长城证券融出资金净值为 236.14 亿元，买入返售金融资产中股票质押业务余额为 0.28 亿元，融出资金减值准备为 0.50 亿元，买入返售金融资产减值准备为 0.35 亿元。同年末，公司应收款项账面余额为 3.60 亿元，其中应收违约债权款 1.07 亿元，应收款项坏账准备为 0.92 亿元。综合来看，通过主动压降股票质押业务规模，公司该项业务存量规模较少，风险可控。

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。

2. 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。2021 年末公司流动性风险监管指标流动性覆盖率为 312.07%，净稳定资金率为 143.29%。

近年来，长城证券融出资金规模则随市场两融余额的变化逐年增长。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。2021 年，公司自营投资规模快速增长，至年末，公司自营投资占总资产*的比重增至 50.10%，融出资金占总资产*比重为 34.26%。同年末，公司所有权受限制的交易性金融资产 152.00 亿元，其中：因为融资融券业务而转让过户受限或为限售股的股票规模为 1.19 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 1.24 亿元；因为质押式回购业务而设定质押或为债券借贷业务受限的债券规模为 147.59 亿元；因以管理人身份认购的资产管理计划份额或承诺不退出受限的证券公司资产管理计划规模为 1.43 亿元；因承诺不退出受限的信托产品规模为 0.04 亿元。

图表 12. 长城证券各项资产占总资产*的比重情况（单位：%）

	2019 年末	2020 年末	2021 年末
货币资金*	1.70	1.30	2.19
自营投资	57.10	47.27	50.10
买入返售金融资产	4.97	4.91	2.69
其中：股票质押式回购	0.82	0.04	0.04
融出资金	26.76	35.38	34.26
小计	90.53	88.85	89.24
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。公司亦通过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 2021 年末，公司卖出回购金融资产款为 142.04 亿元；应付债券余额为 236.89 亿元，主要为公司发行的债务融资工具和收益凭证。随融资融券业务融出资金规模和自营投资规模的增加，公司整体债务规模持续增长；期限结构方面，得益于中长期限公司债的发行，公司短期债务占比逐年下降。

图表 13. 长城证券债务结构和短期债务覆盖情况（单位：亿元，%）

	2019 年末	2020 年末	2021 年末
卖出回购金融资产款	103.15	96.84	142.04
短期债务	141.82	158.46	219.31
有息债务	252.76	327.67	455.35
短期债务/有息债务	56.11	48.36	48.16
货币资金*/短期债务	5.32	4.37	6.89

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。

3. 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。

财务质量

1. 公司盈利能力

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，证券市场活跃度持续提升，公司盈利水平稳定增长。随着市场竞争的加剧，2021年公司营业收入和净利润增速有所下滑，与证券行业增速持平。2019-2021年公司营业收入分别为38.99亿元、68.69亿元和77.57亿元，净利润分别为10.15亿元、15.31亿元和18.46亿元。

图表 14. 长城证券收入与利润情况

	2019年	2020年	2021年
营业收入（亿元）	38.99	68.69	77.57
同比变动（%）	41.62	76.16	12.93
证券行业营业收入变动（%）	35.37	24.41	12.03
净利润（亿元）	10.15	15.31	18.46
同比变动（%）	72.13	50.86	20.58
证券行业净利润变动（%）	-84.77	27.98	21.32
合并口径营业收入行业排名	27	28	-
专项合并口径净利润行业排名	28	26	-

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，财富管理业务是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，公司的经纪业务和资本中介将面临更为激烈的市场竞争环境，市场份额和佣金收入水平将承受较大压力。证券投资及交易业务是公司盈利的重要来源，但收益表现易受市场环境的影响，相对缺乏稳定性。公司投行业务发展稳定，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以及行业监管的加强，公司资管业务受托规模快速下降。

图表 15. 长城证券各业务分部营业利润率（单位：%）

	2019年	2020年	2021年
营业利润率	30.81	26.67	28.38
财富管理	50.47	60.69	62.14
投资银行	25.85	18.51	30.15
资产管理	46.85	35.21	42.13
证券投资及交易	89.58	85.33	89.03

资料来源：国泰君安证券年度报告

从成本及费用结构看，长城证券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的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 16. 长城证券成本费用变化情况

	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入变动 (%)	41.62	76.16	12.93
业务及管理费用变动 (%)	24.28	6.58	16.09
职工薪酬变动 (%)	27.17	6.73	17.12
业务及管理费/营业收入 (%)	51.83	31.36	32.24
职工薪酬/业务及管理费 (%)	72.02	72.12	72.76

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。2019-2021 年，公司平均资产回报率分别为 2.45%、3.13% 和 3.02%。

2. 资本与杠杆

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。自上市融资后，公司资本实力得到进一步增强，融资渠道亦得到拓宽。2021 年末公司母公司口径净资产和净资本分别为 192.52 亿元和 172.86 亿元。

图表 17. 长城证券资本实力（单位：亿元）

	2019 年末	2020 年末	2021 年末
净资产	167.56	178.55	192.52
行业排名	29	30	-
净资本	127.78	159.34	172.86
行业排名	35	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 2021 年末，公司股东权益中股本和资本公积占比分别为 15.43% 和 45.84%。

图表 18. 长城证券所有者权益构成情况（单位：%）

	2019 年末	2020 年末	2021 年末
股本	17.88	16.75	15.43
资本公积	53.13	49.77	45.84
盈余公积	3.18	3.76	4.27
一般风险准备	10.63	11.52	12.22
未分配利润	12.89	16.02	19.59
综合收益	-0.21	-0.25	0.06
少数股东权益	2.49	2.43	2.60
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，资产负债率持续上升，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 19. 长城证券资本与杠杆情况（单位：%）

	2019 年末	2020 年末	2021 年末	预警标准	监管标准
资产负债率*	60.95	65.33	70.82	-	-
净资本/净资产	76.26	89.24	89.79	≥24%	≥20%
净资本/负债	47.68	46.13	36.19	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	62.51	51.69	40.30	≥12%	≥10%
净资本/各项风险资本准备之和	185.63	195.17	208.65	≥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。

跟踪评级结论

综上所述，当前我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段，经济下行压力仍然较大，证券业运营风险较高。国内证券公司同质化竞争较严重，其他金融机构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，长城证券或将持续面临激烈的市场竞争压力。跟踪期内，得益于市场活跃度的持续提升，公司各项业务保持稳定发展。同期，随自营业务杠杆交易水平上升，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。但当下国内外金融市场不确定性因素仍然较多，宏、微观监管日趋严格，这将持续考验公司的风险管理能力。

同时，我们仍将持续关注（1）国内外经济形势及资本市场变化及其对证券行业的影响；（2）金融市场监管环境与政策导向变化，对证券行业竞争格局与业务模式构成的影响；（3）长城证券创新业务发展所带来的风险管理压力。

附录一：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2019 年	2020 年	2021 年
总资产（亿元）	590.96	722.13	926.97
总资产*（亿元）	444.36	534.42	689.35
股东权益（亿元）	173.52	185.27	201.13
归属于母公司所有者权益（亿元）	169.19	180.76	195.91
营业收入（亿元）	38.99	68.69	77.57
营业利润（亿元）	12.01	18.32	22.02
净利润（亿元）	10.15	15.31	18.46
资产负债率（%）	60.95	65.33	70.82
权益负债率（%）	156.08	188.46	242.74
净资本/总负债*（%）	47.18	45.63	35.41
净资本/有息债务 （%）	50.56	48.63	37.96
货币资金/总负债*	2.78	1.99	3.09
员工费用率（%）	37.33	22.62	23.46
手续费及佣金净收入/营业收入（%）	37.43	23.85	25.74
资产管理净收入与基金管理业务净收入/营业收入 （%）	4.14	1.54	1.81
营业利润率（%）	30.81	26.67	28.38
平均资产回报率（%）	2.45	3.13	3.02
平均资本回报率（%）	5.96	8.53	9.55
监管口径数据与指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末
净资本（亿元）	127.78	159.34	172.86
净资本/各项风险资本准备之和（%）	185.63	195.17	208.65
净资本/净资产（%）	76.26	89.24	89.79
净资本/负债（%）	47.68	46.13	36.19
净资产/负债（%）	62.51	51.69	40.30
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	181.67	161.29	196.86
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	10.96	11.48	17.10

注：根据长城证券 2019-2021 年经审计的财务报表、2019-2021 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。

附录二：

长城证券调整后资产负债简表

财务数据	2019 年末	2020 年末	2021 年末
总资产* (亿元)	444.36	534.42	689.35
其中：货币资金* (亿元)	7.54	6.93	15.11
结算备付金* (亿元)	9.15	9.95	15.25
交易性金融资产 (亿元)	234.12	239.04	336.11
买入返售金融资产 (亿元)	22.08	26.23	18.52
债权投资 (亿元)	4.45	0.99	0.29
其他债权投资 (亿元)	14.69	10.88	7.05
融出资金 (亿元)	118.92	189.06	236.14
长期股权投资 (亿元)	15.70	18.21	22.98
总负债* (亿元)	270.84	349.16	488.22
其中：卖出回购金融资产款 (亿元)	103.15	96.84	142.04
应付短期融资券 (亿元)	25.39	54.55	60.41
应付债券 (亿元)	111.16	169.68	236.89
股东权益 (亿元)	173.52	185.27	201.13
其中：股本 (亿元)	31.03	31.03	31.03
负债*和股东权益 (亿元)	444.36	534.42	689.35

注：根据长城证券 2019-2021 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。

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

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。