




内部编号: 2023060189

长城证券股份有限公司

及其发行的 20 长城 05 与 21 长城 01

跟踪评级报告

分析师: 高飞  gaofei@shxsj.com
郑吉春  zhengjichun@shxsj.com

评级总监: 熊荣萍 

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。

未经本评级机构书面同意，本报告、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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本次评级适用评级方法与模型

金融机构评级方法与模型（证券行业）FM-JR002（2022.12）

概述



编号：【新世纪跟踪（2023）100178】

跟踪对象： 长城证券股份有限公司及其发行的 20 长城 05 与 21 长城 01

	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
20 长城 05	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 16 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 9 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 9 月 9 日
21 长城 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 16 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 9 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 1 月 8 日

跟踪评级观点

主要优势：

- 外部支持。作为华能集团下属金融类核心子公司之一，长城证券能够在资本补充、业务支持和业务协同等方面获得股东的有力支持。
- 业务资质齐全。长城证券特许经营资质较齐全，具有较好的业务发展基础。
- 融资渠道拓宽。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。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
总资产（亿元）	722.13	926.97	1002.41
总资产*（亿元）	534.42	689.35	768.20
股东权益（亿元）	185.27	201.13	280.77
净资本（亿元）	159.34	172.86	230.08
营业收入（亿元）	68.69	77.57	31.27
净利润（亿元）	15.31	18.46	9.14
资产负债率*[%]	65.33	70.82	63.45
短期债务/有息债务[%]	48.36	48.16	56.23
净资本/总负债*[%]	45.63	35.41	47.20
净资本/自营证券[%]	63.07	50.05	53.27
货币资金*/短期债务[%]	4.37	6.89	5.13
流动性覆盖率[%]	230.58	312.07	456.10
风险覆盖率[%]	195.17	208.65	236.37
资产管理业务手续费净收入/营业收入[%]	1.54	1.81	2.99
综合投资收益/营业收入[%]	22.72	19.73	-2.57
业务及管理费/营业收入[%]	31.36	32.24	52.76
营收与利润波动性与行业倍数[倍]	1.92	0.89	1.87
平均资产回报率[%]	3.13	3.02	1.25
平均资本回报率[%]	8.53	9.55	3.79

注：根据长城证券 2020-2022 年经审计的财务报表、2020-2022 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。

同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年末主要经营及财务数据					
	股东权益（亿元）	净利润（亿元）	资产负债率*(%)	平均资产回报率(%)	风险覆盖率(%)	净稳定资金率(%)
东吴证券	385.78	17.39	62.26	1.61	273.68	174.76
国金证券	313.32	12.05	60.87	1.61	328.14	144.51
华安证券	202.12	11.51	64.47	2.03	195.59	178.18
长城证券	280.77	9.14	63.45	1.25	236.37	160.89

注：东吴证券全称为东吴证券股份有限公司，国金证券全称为国金证券股份有限公司，华安证券全称为华安证券股份有限公司。

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（第四期）（以下简称“20 长城 05”）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）（以下简称“21 长城 01”）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 2022 年财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况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 9 月完成 2020 年公司债券（第四期）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. 本次跟踪评级债券情况

债券名称	发行规模（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	起息日	本息兑付情况
20 长城 05	10.00	3	3.84	2020-09-25	无异常
21 长城 01	10.00	3	3.57	2021-01-20	无异常

资料来源：长城证券

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政

策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

2022年，经济增长乏力，居民消费意愿疲软；在前期政策收紧影响下，房地产产业链受挫；叠加外部地缘政治危机、美元升值、美股下跌，A股市场持续下跌。全年，上证综指和深证成指均有不同程度下跌，二级市场日均股基交易量、两融规模等市场核心数据亦有所下降，但股票一级市场融资额仍保持小幅增长，在此背景下，证券行业营业收入、净利润同比有不同程度下滑。具体来看，与市场景气度相关的经纪业务及自营业务收入有所下滑；资本市场改革持续推进过程中，IPO保持高效，证券公司投行业务收入较去年同期略有上升；市场两融规模有所下降，证券公司利息净收入水平同比下降；受定向资管业务规模减少及业绩报酬下滑拖累，证券公司资产管理业务净收入同比下滑。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与衍生品投资规模的增加，证券公司资产端自营及交易业务规模逐年增长，受股票质押业务规模的回落及两融业务规模波动影响，资本中介业务融出资金规模有所波动；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，其中卖出回购金融资产规模增长较快。

综合来看，证券公司经营业绩受市场周期影响较大，但随着监管环境的转变、资本中介业务相对稳定的盈利以及衍生品投资与交易业务对盈利波动的缓冲，其收入结构有所优化，证券公司信用质量较为稳定。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，但债市波动和信用风险事件持续暴露以及股票质押业务存量风险化解将使固定收益自营业务占比较大和股票质押业务规模较大的证券公司持续承压。

2. 业务运营

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，推进区域和行业深耕；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。

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。2022年，受市场震荡下行影响，公司证券投资及交易业务分部盈利水平波动加剧，财富管理业务营收和营利率亦较上年有所下降。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 2. 长城证券主营业务收入分业务结构（单位：亿元，%）

营业收入	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
财富管理业务	23.61	34.37	28.10	36.23	23.90	76.43
投资银行业务	4.51	6.57	5.75	7.41	4.99	15.95
资产管理业务	1.06	1.54	1.40	1.81	0.93	2.99
证券投资及交易业务	12.62	18.37	11.43	14.74	-4.48	-14.32
其他	26.89	39.15	30.88	39.81	5.93	18.96
合计	68.69	100.00	77.57	100.00	31.27	100.00
营业利润	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
财富管理业务	14.33	78.22	17.46	79.31	13.55	164.14
投资银行业务	0.84	4.56	1.73	7.87	2.03	24.64
资产管理业务	0.37	2.03	0.59	2.69	0.36	4.35
证券投资及交易业务	10.77	58.78	10.18	46.24	-4.96	-60.05
其他	-7.99	-43.59	-7.95	-36.11	-2.73	-33.07
合计	18.32	100.00	22.02	100.00	8.25	100.00

资料来源：长城证券

近年来，长城证券各业务条线行业排名均处于中上游。公司融资类业务收入和证券投资收入排名相对靠前；经纪业务、投资银行和资产管理业务排名稳定处于行业中上游水平。随着行业景气度提升及资本市场改革创新持续深化影响，公司作为证券行业中上游券商仍保持一定的竞争优势。

图表 3. 长城证券各项业务行业排名情况（单位：位）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
证券经纪业务收入排名	33	30	33
其中：代理买卖证券业务收入（含交易单元席位租赁）排名	33	33	34
代理销售金融产品收入排名	26	28	33
投资银行业务收入排名	25	36	31
资产管理业务收入排名	40	-	37
融资类业务利息收入排名	31	27	23
证券投资收入排名	28	25	25

资料来源：中国证券业协会

注：截至本报告出具日，2022 年证券公司经营业绩排名情况尚未公布，故上表仅展示 2019-2021 年排名情况。

（1）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、债券等有价值证券，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。2022 年，公司围绕“以客户为中心”继续推进财富管理业务转型升级。

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 2022 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、113 家证券营业部，公司网点规划以优化完善整体布局为主。

在传统经纪业务方面，2020-2022 年，长城证券分别实现代理买卖证券业务净收入 7.23 亿元、7.39 亿元和 5.73 亿元。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。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，2022 年公司净佣金率为 0.0152%。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，受市场震荡和竞争影响，2022 年公司股票交易量和市场份额有所下降。

图表 4. 长城证券股票、基金、权证和债券现货交易额

项目	2020 年（末）		2021 年（末）		2022 年（末）	
	交易量	占比	交易量	占比	交易量	占比
股票（万亿元）	3.79	0.92%	4.30	0.83%	3.30	0.73%
证券投资基金（万亿元）	0.18	1.11%	0.19	0.92%	0.46	1.76%
部均代理买卖证券业务净收入（万元/家）	597.76		626.68		506.67	

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，公司融资融券业务发展稳定，现已成为公司财富管理业务重要的利润贡献点之一。截至 2022 年末，融资融券余额为 216.83 亿元，较上年末同比下降 6.69%，市场份额为 1.408%，较上年末增加 0.14 个百分点。

图表 5. 长城证券融资融券业务情况（单位：亿元）

项目	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
融资融券余额	186.63	232.38	216.83
融资融券利息收入	10.48	13.34	11.93

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。2020-2022 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、0.28 亿元和 0.15 亿元。2020-2022 年公司股票质押业务分别实现利息收入 0.06 亿元、0.01 亿元和 0.02 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。公司审慎开展股票质押业务，该类业务余额较小。

（2） 证券投资与交易业务

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。

2022 年，长城证券固定收益业务挑选资质较好的债券进行配置，积极调整持仓结构，降低尾部风险；通过完善大类资产配置研究框架，引入量化系统，丰富利率衍生品投资策略。公司量化投资与 OTC 业务坚持“低波动、高协同、收益稳健”思路，围绕敞口策略、中性策略和场外衍生品开展业务；通过权益类场外业务发展公司机构业务，通过推进场外衍生品收益凭证、收益互换、场外期权业务，发展柜台对客业务；优化量化类系列策略，提升投资策略潜在管理规模，新增或迭代升级投资策略，通过外投私募量化策略的方式，补充自主策略，实现对各类策略和资产的组合配置。公司权益投资业务坚持风控至上，有效防止净值触碰风控防线；坚持投研，强调公司基本面，优化资产结构；强化对资产单元的模块化和数字化管理。

从证券自营业务整体投资情况来看，长城证券自营证券投资以债券和基金类投资为主。2022 年末，公司证券自营业务规模较上年增加 86.56 亿元，主要系基金和债券类投资规模分别较上年末增加 49.15 亿元和 61.70 亿元。受市场震荡下行的影响，2022 年公司综合投资收益波动较大，主要系公司交易性

金融资产公允价值变动损益较上年同期减少 11.10 亿元以及投资收益中处置交易性金融资产取得的收益较上年同期减少 11.19 亿元。综合来看，公司投资规模持续增长，投资收益波动亦持续放大，盈利稳定性有待进一步提升。

图表 6. 长城证券自营证券投资情况

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
证券投资业务规模（亿元）	252.63	345.37	431.93
其中：股票（%）	5.16	4.48	5.32
债券（%）	66.19	59.00	61.46
基金（%）	13.91	22.34	29.24
理财产品、信托计划（%）	12.93	12.55	1.20
其他（%）	1.81	1.63	2.77
当期综合投资收益（亿元）	15.61	15.31	-0.80
综合投资收益率（%）	6.16	5.12	-0.20

资料来源：长城证券

注 1：证券投资业务规模=交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资；

注 2：综合投资收益=投资收益应计入部分-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益+其他债权投资利息收入；

注 3：其他综合收益中应计入部分=其他权益工具投资公允价值变动净额应计入部分+其他债权投资公允价值变动净额+其他债权投资信用损失准备净额；

注 4：综合投资收益率=综合投资收益/（期初证券投资业务规模+期末证券投资业务规模）/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。

2022 年，长城证券股权和债权业务保持平稳发展，电力、能源领域业务取得重大进展，企业债券承销规模实现突破，区域和行业进一步深化。股权业务方面，公司完成 IPO 项目 2 个、再融资项目 4 个、北交所首次公开发行项目 1 个；债权业务方面，公司主承销债券金额 472.22 亿元。此外，公司在基金债、低碳转型挂钩债券等领域取得实质性突破，践行绿色金融、产业金融发展战略，与多家企业、科研院所达成长期合作，2022 年公司共承销 4 只绿色债，总规模 26.3 亿元。

图表 7. 长城证券承销业务情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
投资银行业务净收入（亿元）	4.51	5.75	4.99
IPO 主承销收入（亿元）	0.16	1.63	1.03
IPO 主承销收入排名（位）	59	29	-
债券主承销收入（亿元）	1.75	1.77	2.55
债券主承销收入排名（位）	39	33	29

资料来源：长城证券、证券业协会

（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。

2022 年，长城证券资产管理业务坚持提升主动管理能力的方向发展，推进产品发行，拓展和丰富资产管理产品序列，其中 FOF 产品成功发行多个系列产品，实现了搭建 FOF 产品序列的目标。资产证券化业务方面，公司成功发行酒店类 CMBS、供应链金融 ABS 等项目，在探索资产证券化业务转型的同时，保障存续项目稳健运行和有序兑付。截至 2022 年末，公司资产管理业务受托资产净值为 579.12 亿元，其中公募大集合受托资产净值为 10.68 亿元，集合资产管理计划（除公募大集合）受托资产净值

为 33.90 亿元，单一资产管理计划受托资产净值为 350.43 亿元，专项资产管理计划受托资产净值为 184.10 亿元。同年末，公司主动管理规模为 371.00 亿元，主动管理占比为 60.37%。从各类资产管理业务表现看，随着存量业务的整改落地，公司单一和专项资管业务费率有所回升。受市场环境的影响，公司集合资产管理业务收入有所波动。

图表 8. 长城证券资产管理业务情况（单位：亿元，%）

项目	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
期末集合资产管理业务受托资金规模	67.89	69.02	63.30
期末单一资产管理业务受托资金规模	831.98	460.35	368.83
期末专项资产管理业务受托资金规模	397.25	288.26	182.37
集合资产管理业务净收入	0.24	0.50	0.24
单一资产管理业务净收入	0.76	0.87	0.64
专项资产管理业务净收入	0.05	0.04	0.06
集合资产管理业务费率	0.317	0.726	0.363
单一资产管理业务费率	0.074	0.134	0.154
专项资产管理业务费率	0.012	0.011	0.025
资产管理业务净收入合计	1.06	1.40	0.93

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，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 2020-2022 年经营情况如下表所示。

图表 9. 长城长富、长城投资及宝城期货经营情况（单位：亿元）

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
子公司	2022 年			
	总资产	净资产	营业收入	净利润
长城长富	6.39	6.32	0.13	0.02
长城投资	6.88	6.68	0.16	0.05
宝城期货	102.36	13.28	8.92	0.65

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。

从各类资产占总资产的比重情况看，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。2022年，公司自营投资规模维持增长，至年末，公司自营投资占总资产*的比重增至 56.23%，融出资金占总资产*比重为 28.60%。同年末，公司所有权受限制的交易性金融资产 185.59 亿元，其中因为质押式回购业务而设定质押或为债券借贷业务等受限的债券规模为 175.05 亿元。

图表 10. 长城证券各类资产占总资产的比重情况（单位：%）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
货币资金*	1.30	2.19	1.75
自营投资	47.27	50.10	56.23
买入返售金融资产	4.91	2.69	4.27
其中：股票质押式回购	0.04	0.04	0.02
融出资金	35.38	34.26	28.60
小计	88.85	89.24	90.84
总资产*	100.00	100.00	100.00

资料来源：长城证券

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），2022 年公司整体组合风险价值平均 VaR 值为 3904.78 万元，权益敏感性金融工具平均 VaR 值为 3117.79 万元，利率敏感性金融工具平均 VaR 值为 2343.01 万元。

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，2022 年末长城证券证券自营投资中债券类投资规模为 265.49 亿元。同年末公司信用债持仓中信用评级为 AAA 级的债券占比为 52.98%，信用评级在 AA+级的信用债券占比为 31.88%，信用评级在 AA 级的信用债券占比为 14.53%，信用评级在 AA-级及以下的信用债券占比为 0.61%。公司固定收益类投资整体杠杆率在 1.99 倍左右（含本金），加权平均久期 1.84 年。

信用交易业务方面，2022 年末长城证券融出资金净值为 219.67 亿元，买入返售金融资产中股票质押业务余额为 0.15 亿元，融出资金减值准备为 0.55 亿元，买入返售金融资产减值准备为 0.02 亿元。同年末，公司应收款项账面余额为 3.11 亿元，其中应收违约债权款 0.85 亿元，应收款项坏账准备为 0.72 亿元。

图表 11. 长城证券市场与信用风控指标（单位：%）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
净资本/自营证券	63.07	50.05	53.27
风险覆盖率	195.17	208.65	236.37
融资融券维持担保比例	246.28	253.85	230.23
股票质押平均履约保障比例	153.83	625.20	765.92

资料来源：长城证券

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。2022 年末公司流动性风险监管指标流动性覆盖率为 456.10%，净稳定资金率为 160.89%。

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、发行债券、发行收益凭证、债权收益权转让、两融资产证券化等方式。公司亦可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 2022 年末，公司卖出回购金融资产款为 145.65 亿元；应付债券余额为 204.66 亿元，主要为公司发行的债务融资工具和长期收益凭证。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 2022 年 8 月非公开发行股票的发行，公司资本实力得到提升，长期资金得到补充，短期债务占比有所提升。

图表 12. 长城证券债务结构和短期债务覆盖情况（单位：亿元，%）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
卖出回购金融资产款	96.84	142.04	145.65
短期债务	158.46	219.31	261.31
有息债务	327.67	455.35	464.71
短期债务/有息债务	48.36	48.16	56.23

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
货币资金*/短期债务	4.37	6.89	5.13

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。

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。2022 年，受市场震荡下行影响，公司营业收入和净利润有所波动。

图表 13. 长城证券收入与利润情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入（亿元）	68.69	77.57	31.27
同比变动（%）	76.16	12.93	-59.69
行业同比变动（%）	24.41	12.03	-21.38
净利润（亿元）	15.31	18.46	9.14
同比变动（%）	50.86	20.58	-50.50
行业同比变动（%）	27.98	21.32	-25.54
平均资产回报率（%）	3.13	3.02	1.25
平均资本回报率（%）	8.53	9.55	3.79

资料来源：长城证券，证券业协会

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 14. 长城证券成本费用变化情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入变动（%）	76.16	12.93	-59.69
业务及管理费用变动（%）	6.58	16.09	-34.04
职工薪酬变动（%）	6.73	17.12	-42.95
业务及管理费/营业收入（%）	31.36	32.24	52.76
职工薪酬/业务及管理费（%）	72.12	72.76	62.93
信用减值损失（亿元）	0.98	-0.03	0.24

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。2020-2022年，公司平均资产回报率分别为3.13%、3.02%和1.25%。

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。2022年8月公司非公开发行股票931,021,605股，募集资金净额75.53亿元，资本实力得到进一步增强。2022年末公司母公司口径净资产和净资本分别为271.68亿元和230.08亿元。

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。得益于资本实力的提升，2022年末公司资产负债率有所下降，净资本对负债的覆盖度有所回升。

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2022年末，公司股东权益中股本和资本公积占比分别为14.37%和56.42%。

图表 15. 长城证券资本实力

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
股东权益（亿元）	185.27	201.13	280.77
净资本（亿元）	159.34	172.86	230.08
资产负债率*（%）	65.33	70.82	63.45
净资本/总负债*（%）	45.63	35.41	47.20

资料来源：长城证券，中国证券业协会

注：本表中净资本为母公司口径。

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。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开展。总体来看，公司能够获得股东方较大的信用支撑。

附录一：

主要数据及指标

主要财务数据与指标(合并口径)	2020年	2021年	2022年	
总资产 [亿元]	722.13	926.97	1002.41	-
总资产* [亿元]	534.42	689.35	768.20	-
总负债* [亿元]	349.16	488.22	487.44	-
股东权益 [亿元]	185.27	201.13	280.77	-
归属于母公司所有者权益 [亿元]	180.76	195.91	275.64	-
营业收入 [亿元]	68.69	77.57	31.27	-
营业利润 [亿元]	18.32	22.02	8.25	-
净利润 [亿元]	15.31	18.46	9.14	-
资产负债率[%]	65.33	70.82	63.45	-
净资本/总负债*[%]	45.63	35.41	47.20	-
净资本/有息债务[%]	48.63	37.96	56.23	-
短期债务/有息债务[%]	48.36	48.16	56.23	-
净资本/自营证券[%]	63.07	50.05	53.27	-
货币资金*/短期债务[%]	4.37	6.89	5.13	-
资产管理业务手续费净收入/营业收入[%]	1.54	1.81	2.99	-
综合投资收益/营业收入[%]	22.72	19.73	-2.57	-
业务及管理费/营业收入[%]	31.36	32.24	52.76	-
营收与利润波动性与行业倍数[倍]	1.92	0.89	1.87	-
营业利润率[%]	26.67	28.38	26.39	-
平均资产回报率[%]	3.13	3.02	1.25	-
平均资本回报率[%]	8.53	9.55	3.79	-
监管口径数据与指标	2020年末	2021年末	2022年末	监管标准值
净资本[亿元]	159.34	172.86	230.08	-
流动性覆盖率[%]	230.58	312.07	456.10	≥100%
风险覆盖率[%]	195.17	208.65	236.37	≥100%
净资本/净资产[%]	89.24	89.79	84.69	≥20%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本[%]	11.48	17.10	18.14	≤100%
自营固定收益类证券/净资本[%]	161.29	196.86	189.67	≤500%

注：根据长城证券 2020-2022 年经审计的财务报表、2020-2022 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；行业数据取自中国证券业协会官方网站。

指标计算公式

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 - 期末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 - 期末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

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 + 期末其他负债中应计入部分

有息债务 = 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 + 期末其他负债中应计入部分

综合投资收益 = 投资收益 - 长期股权投资收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益 + 公允价值变动收益 + 其他综合收益中应计入部分 + 其他债权投资利息收入

资产负债率* = 期末总负债* / 期末总资产* × 100%

净资本/总负债* = 期末净资本 / 期末总负债* × 100%

净资本/自营证券 = 期末净资本 / (期末交易性金融资产 + 期末债权投资 + 期末其他债权投资 + 期末其他权益工具投资) × 100%

短期债务/有息债务 = 期末短期债务 / 期末有息债务 × 100%

货币资金*/短期债务 = 期末货币资金* / 期末短期债务 × 100%

资产管理业务手续费净收入/营业收入 = 资产管理业务手续费净收入 / 营业收入 × 100%

综合投资收益/营业收入 = 综合投资收益 / 营业收入 × 100%

业务及管理费/营业收入 = 业务及管理费用 / 营业收入 × 100%

营收与利润波动性与行业倍数 = (近三年平均营收波动率*0.4 + 近三年平均净利润波动率*0.6) / (近三年行业平均营收波动率*0.4 + 近三年行业平均净利润波动率*0.6)

营业利润率 = 营业利润 / 营业收入 × 100%

平均资产回报率 = 净利润 / [(上期末总资产* + 本期末总资产*) / 2] × 100%

平均资本回报率 = 净利润 / [(上期末股东权益 + 本期末股东权益) / 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。

附录二：

长城证券调整后资产负债表

财务数据	2020 年末	2021 年末	2022 年末
总资产* [亿元]	534.42	689.35	768.20
其中：货币资金* [亿元]	6.93	15.11	13.41
结算备付金* [亿元]	9.95	15.25	11.20
买入返售金融资产 [亿元]	26.23	18.52	32.84
交易性金融资产 [亿元]	239.04	336.11	429.88
债权投资 [亿元]	0.99	0.29	0.20
其他债权投资 [亿元]	10.88	7.05	1.55
其他权益工具投资 [亿元]	1.72	1.92	0.30
融出资金 [亿元]	189.06	236.14	219.67
总负债* [亿元]	349.16	488.22	487.43
其中：卖出回购金融资产款 [亿元]	96.84	142.04	145.65
应付短期融资款 [亿元]	54.55	60.41	71.62
应付债券 [亿元]	169.68	236.89	204.66
股东权益 [亿元]	185.27	201.13	280.77
其中：股本 [亿元]	31.03	31.03	40.34
负债和股东权益 [亿元]	534.42	689.35	768.20

注：根据长城证券经审计的 2020 -2022 年财务报表整理、计算。其中，货币资金*和结算备付金*已分别剔除客户资金存款和客户备付金，总资产*和总负债*为剔除代理买卖证券款和代理承销证券款后的净额。

附录三：

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、CCC 及以下等级外，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、CCC 及以下等级外，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。