

信用评级公告

联合〔2020〕5096号

联合资信评估股份有限公司通过对长江证券股份有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的 2021 年公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定长江证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，长江证券股份有限公司 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



长江证券股份有限公司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41亿元（含）

本期债券期限：3年

偿还方式：利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

募集资金用途：用于补充营运资金

评级时间：2020年12月17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	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	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	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			业务经营分析	1
			未来发展	1
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	3
			资本充足性	1
			杠杆水平	2
		资金来源与流动性		2
			调整因素和理由	

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对长江证券股份有限公司（以下简称“公司”或“长江证券”）的评级反映了公司作为全国性综合类上市证券公司，经营规模处于行业前列，业务资质齐全，资本实力很强，研究能力较强，深耕湖北多年建立了很强的区域竞争优势，并形成了覆盖全国的多元化业务布局，公司整体经营实力很强。公司优质流动资产规模较大，资产流动性较好，资产质量较好。2020年，公司证监会分类评价回到A类A级，提升明显。联合资信也关注到，经济周期变化、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不利影响；2017—2019年，公司多次收到监管措施，涉及保荐业务、内部控制、分支机构管理等方面，2020年以来，截至报告出具日，公司被采取2次监管措施，内控和合规管理仍需不断加强。

未来随着资本市场的持续发展和公司战略的稳步推进，公司收入结构有望进一步优化，业务规模和盈利水平有望进一步提升，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状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司资本实力很强，具有很强的市场竞争优势。公司是全国性综合类上市券商，资本实力较为雄厚，多元化业务格局逐步形成，经营综合实力处于行业前列，立足湖北、辐射全国的业务布局初步完成，具有较强的市场竞争优势和区域竞争力。
2. 业务竞争力很强。公司业务领域覆盖面广，2017—2019年，公司投资银行业务发展较好，处于行业中上游水平；公司研究业务具有很强的竞争力和品牌影响力。
3. 公司优质流动资产规模较大，资产流动性较好。2017—2019年末，公司优质流动资产持续增长，占总资产的比重持续上升，优质流动资产规模较大，资产流动性较好。

关注

1. 经营环境波动对公司经营的影响大，公司盈利水平有所

分析师：卢芮欣

贾一晗

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

波动。公司主要业务与证券市场高度关联，经济周期波动、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素可能导致公司未来收入有较大的波动性。受市场行情影响，2018年公司权益类自营业务收入和信用业务收入明显下滑，营业收入和净利润有所下滑，2019年，公司营业收入和净利润明显回升，盈利稳定性偏弱。

2. **内控和合规管理仍需不断加强。**2017—2019年，公司多次被采取监管措施，涉及保荐业务、内部控制、分支机构管理等方面，2020年以来，截至报告出具日，公司被采取2次监管措施，内控和合规管理仍需不断加强。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—9月
自有资产（亿元）	905.39	781.78	813.86	1014.84
自有负债（亿元）	637.71	513.80	532.33	723.65
所有者权益（亿元）	267.68	267.99	281.52	291.18
优质流动性资产/总资产（%）	11.53	18.91	21.70	13.53
自有资产负债率（%）	70.44	65.72	65.41	71.31
营业收入（亿元）	56.64	43.69	70.33	59.01
利润总额（亿元）	19.61	2.48	23.40	26.02
营业利润率（%）	34.11	5.29	32.98	44.25
净资产收益率（%）	5.96	0.99	6.35	7.00
净资本（亿元）	234.77	221.07	218.67	217.51
风险覆盖率（%）	242.61	238.68	222.54	201.29
资本杠杆率（%）	24.08	27.48	24.75	20.27
短期债务（亿元）	405.82	281.61	214.32	432.92
全部债务（亿元）	575.38	483.35	495.62	686.41
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.15	0.74	1.12	1.03

注：1. 公司2020年1—9月财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径

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	2020/10/26	卢芮欣 张晨露	证券公司行业评级方法（2018年12月）	阅读全文
AAA	稳定	2014/5/13	赖金昌 葛成东 张慰	证券公司资信评级方法（2014年1月）	阅读全文
AA+	稳定	2013/4/26	杨杰 李鹏 聂逆	证券公司与财务公司(债券)资信评级（2003年3月）	阅读全文

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江证券股份有限公司（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

贾一岭

长江证券股份有限公司 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

长江证券股份有限公司（以下简称“公司”或“长江证券”）前身为成立于 1991 年的湖北证券有限责任公司，初始注册资本 0.17 亿元，后于 2000 年更名为长江证券有限责任公司。2004 年，公司以存续分立方式分立为两家公司，存续公司继续保留长江证券有限责任公司的名称，原注册资本及业务范围不变，同时新设湖北长欣投资发展有限责任公司，承继剥离的非证券资产。2005 年，公司受让大鹏证券有限责任公司的证券类资产。2007 年，石家庄炼化化工股份有限公司定向回购、重大资产出售暨以新增股份吸收合并长江证券有限责任公司，长江证券实现借壳上市并更为现名，同时在深圳证券交易所复牌交易，股票简称为“长江证券”，代码为“000783.SZ”。2009 年，公司向全体股东配售普通股募集资金净额 32.02 亿元。2011 年，公司通过公开增发方式募集资金净额 24.76 亿元。2014 年，公司以资本公积转增资本，注册资本增至 47.42 亿元。2016 年 7 月，公司通过非公开增发方式募集资金净额 82.69 亿元，其中增加注册资本 7.87 亿元，增加资本公积 74.84 亿元。2018 年 3 月，公司发行了 50.00 亿元的可转换公司债券（债券简称“长证转债”），2018 年 9 月，长证转债开始转股，截至 2020 年 9 月末，长证转债余额为 49.99 亿元，累计转股 12.04 万股，公司股本数增加至 55.30 亿股。截至 2020 年 9 月末，公司注册资本为 55.29 亿元，实收资本为 55.30 亿元，公司将按照相关规定办理注册资本的变更登记。新理益集团有限公司持股 14.89%，为公司第一大股东；公司股权结构较为分散，无控股股东及实际控制人，前五大股东合计持股 39.36%。截至 2020 年 9 月末，公司第一大股东新理益集团有限公司持有公司股权处于质押状态的占公司总股本的 8.37%，占新

理益集团有限公司持有公司股份数量的 56.19%。除此之外，持有公司 5%以上股份的其他股东不存在质押、冻结和其他权利限制情况。截至 2020 年 9 月末，公司前十大股东情况详见附件 2。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；证券（不含股票、上市公司发行的公司债券）承销；证券自营；融资融券业务；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；股票期权做市业务。

截至 2020 年 9 月末，公司共在全国各中心城市和地区设有证券分公司 32 家、证券营业部 250 家、期货分公司 5 家、期货营业部 16 家；公司拥有 4 家一级全资子公司—长江证券承销保荐有限公司（以下简称“长江保荐”）、长江证券（上海）资产管理有限公司（以下简称“长江资管”）、长江成长资本投资有限公司（以下简称“长江资本”）、长江证券创新投资（湖北）有限公司（以下简称“长江创新”）；公司拥有 2 家一级控股子公司—长江证券国际金融集团有限公司（以下简称“长证国际”）、长江期货股份有限公司（以下简称“长江期货”）。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1093.43 亿元，其中客户资金存款 225.21 亿元、客户备付金 34.93 亿元；负债总额 811.91 亿元，其中代理买卖证券款 272.57 亿元；所有者权益合计 281.52 亿元（含少数股东权益 1.88 亿元）；母公司口径净资产 218.67 亿元。2019 年，公司实现营业收入 70.33 亿元，利润总额 23.40 亿元，净利润 15.83 亿元（含少数股东损益 -0.83 亿元）；经营活动产生的现金流量净额 27.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 72.38 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司合并资产总额 1343.16 亿元，其中客户资金存款 253.73 亿元、客户备付金 59.17 亿元；负债总额 1051.97 亿元，其中代理买卖证券款 328.27 亿元；所有者权益

合计 291.18 亿元(含少数股东权益 1.78 亿元); 母公司口径净资产 217.51 亿元。2020 年 1—9 月, 公司实现营业收入 59.01 亿元, 利润总额 26.02 亿元, 净利润 19.32 亿元(含少数股东损益 0.07 亿元); 经营活动产生的现金流量净额-39.49 亿元, 现金及现金等价物净增加额 43.44 亿元。

公司注册地址: 湖北省武汉市新华路特 8 号; 法定代表人: 李新华。

二、本期债券概况

本期债券名称为“长江证券股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)”, 本期债券发行总规模不超过 41.00 亿元(含)。本期债券的期限为 3 年。本期债券票面金额为人民币 100 元, 按面值平价发行。本期债券为固定利率债券, 采用单利按年计息, 不计复利。每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券募集资金用于补充营运资金。

本期债券无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年上半年, 突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行, 对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象, 但是依然处于萎缩低迷中, 全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正, 超预期增长 3.2%, 但上半年同比依然下降 1.6%, 疫情的负面影响尚未消除, 经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散, 疫情对世界经济的冲击将继续发展演变, 外部风险挑战明显增多, 国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制, 经济活动受到严重冲击, 2020 年上半年中国经济出现负增长, GDP 累计同比下降 1.6%, 其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲, 对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计; 3. 增速及增幅均为累计同比增长数, GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率; 4. 城镇失业率统计中, 2017 年为城镇登记失业率, 2018 年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数

数据来源: 联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年, 社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%, 降幅较

一季度(-19.0%)有所收窄, 但仍处于深度萎缩状态; 全国网络零售额达 5.15 万亿元, 同比增长 7.3%, 为支撑消费的重要力量; 全国固定资

产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低13个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低2.7个百分点。2020年1—6月，货物进出口总额14.24万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额7.71万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额6.52万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差1.19万亿元，较一季度（993.0亿元）大幅增加，较上年同期（1.21万亿元）略有减少。2020年上半年，中国对欧盟累计进出口额为1.99万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为2.09万亿元（同比增长5.6%），对美国累计进出口额为1.64万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为1.03万亿元（同比增长0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020年二季度，资本形成总额拉动GDP增长5个百分点，最终消费支出向下拉动GDP 2.3个百分点，货物和服务净出口拉动GDP增长0.5个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降36.7%、二季度增长4.8%；尤其是5、6月份，利润总额分别增长6.0%和11.5%，增速逐月加快。1—5月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较1—3月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长0.9%、-1.9%和

-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期（分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降，收支缺口更趋扩大。2020年上半年，全国一般公共预算收入9.62万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入8.20万

亿元,同比增长-11.3%;非税收入 1.42 万亿元,同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元,同比增长-1.0%,较一季度(-12.0%)降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元,同比增长-5.8%,降幅比一季度(-5.7%)略有扩大。从支出结构看,社会保障与就业支出同比增长 1.7%,虽较上年同期(6.7%)相比增幅下滑较大,但为本期唯一正增长的支出(除债务利息支出之外),其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出(下降 30.0%)、节能环保支出(下降 15.4%)、交通运输支出(下降 13.3%)、科学技术支出(下降 12.2%)、教育支出(下降 7.6%)。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元,较一季度缺口(0.93 万亿元)大幅扩大,在疫情冲击的特殊时期,财政收支形势比较严峻。

就业压力较大,形势逐月改善。2020 年上半年,在疫情冲击下,服务业和制造业均呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%,较 3 月(5.9%)略有回落,但较上年同期(5.1%)仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转,但国内外环境复杂严峻,企业用工需求偏弱,失业率高位运行,总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务,财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施,重点支持帮助中小微企业复工复产,城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降,就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费,增加有效投资。为应对经济下行压力,帮助企业渡过难关,财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施;实施规模性财政政策,大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元(较上年增加 1.6 万亿元,增幅 74.4%),并加快发行使用进度和使用范围,支

持“两新一重”领域基建,增加有效投资,同时增加用作项目资本金的范围及比例,允许地方银行使用专项债补充资本金;发行抗疫特别国债 1 万亿元,增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元,赤字率 3.60%以上;同时建立特殊转移支付机制,新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行,加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合,实施三次降准,为市场注入了适度充裕的流动性;三次下调 LPR 报价利率,引导贷款利率下行;创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息(总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”),为小微企业信贷融资创造了良好环境,不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本,而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元,中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点,调整后,3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%,再贴现利率为 2%,进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。

为此,下半年财政政策要更加积极有为、注重实效,要保障重大项目建设资金,注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社融规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下,下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面,制造业投资上半年下降幅度较大(-11.7%),下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复;基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头;房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长,将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面,在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下,下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放,以及政府消费支出的适当增加,商品和服务消费或将较快恢复,消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面,未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策,对我国外需具有较大提振作用;同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长,有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高;但由于全球疫情形势的复杂性和反复性,以及中美关系的不确定性等因素影响,外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

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

股票市场规模和交易活跃度大幅回升,债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来,股票市场震荡加剧,2017 年出现结构性行情,权重股大幅上涨,沪深交易额小幅下降,降幅收窄;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。根据交易所公布的数据,截至 2019 年底,上交所和深交所上市的公司合计 3777 家;股票市场总市值为 59.29 万亿元,较 2018 年底增长 36.33%;平均市盈率为 20.35 倍,较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元,日均成交额为 0.52 万亿元,同比增长 44.81%。截至 2019 年底,市场融资融券余额为 1.02 万亿元,较 2018 年底增长 34.88%,其中融资余额占比为 98.65%,融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面,2019 年,上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元,同比增长 26.57%,共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家,可转债和可交债分别 106 家和 62 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。2016 年,受益于降准降息的政策,债市呈现牛市行情;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 年以来,债券市场违约常态化,利率延续下降趋势,债券市场规模逐年增长。根据 WIND 数据,截至 2019 年底,债券余额为 97.11 万亿元,较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面,2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只,发行额达 45.18 万亿元,同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1418.69 万亿元。其中,现券交易成交金额为 213.49 万亿元,回购交易成交金额为 1054.15 万亿元,同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国

金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

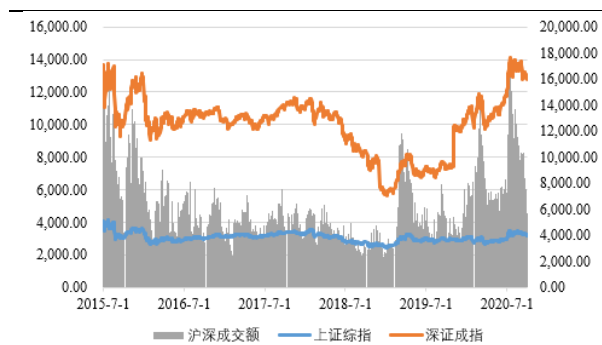
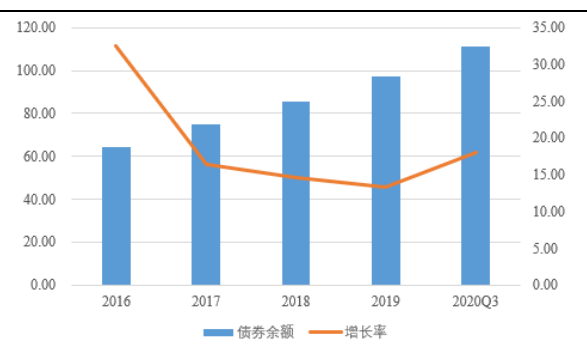


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



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。

随着资本市场建设力度的加大，证券市场规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影

响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2015—2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019 年增幅较大；盈利能力呈现倒 U 型走势，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年证券公司盈利水平小幅下降，2018 年盈利水平进一步大幅下降；2019 年，受市场行情和政策等因素影响，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 2 证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数（家）	125	129	131	131	133
盈利家数（家）	124	124	120	106	120
盈利家数占比（%）	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入（亿元）	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83
净利润（亿元）	2447.63	1234.45	1129.95	666.20	1230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有

所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，

债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3604.83 亿元和净利润 1230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

2020 年前三季度，随着国内疫情防控落实和复工复产推进，我国经济稳步增长，A 股指数逐步企稳，中小创指数和沪深交易额大幅增长；其中上证综指涨幅 4.31%，深成综指上涨 21.32%，沪深交易额同比增长 59.12%。截至 2020 年 9 月底，135 家证券公司总资产为 8.57 万亿元，较 2019 年底增加 18.04%；净资产为 2.24 万亿元，较 2019 年底增加 10.89%，净资本为 1.79 万亿元，较 2019 年底增加 10.49%。2020 年前三季度，135 家证券公司中，126 家公司实现盈利，实现营业收入 3423.81 亿元，实现

净利润 1326.82 亿元，分别同比增长 31.08%和 42.51%，经营业绩同比大幅增长。

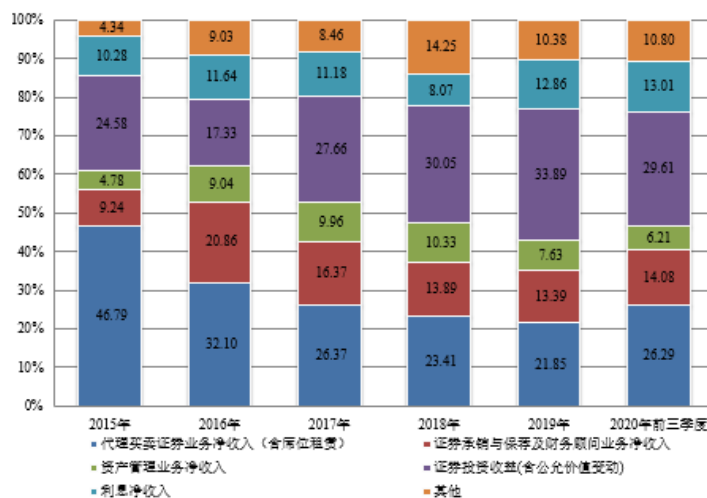
2. 业务分析

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；2019 年证券公司盈利水平显著上升，前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

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。2017 年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；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，自营业务收入占比增加至 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 年前三季度，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，自营投资收入占比有所下降，除此之外其他业务收入占比变动较小。

图3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



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。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。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年前三季度，证券公司代理买卖证券业务净收入900.08亿元，同比增长33.08%。

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。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下降10.58%，延续下降走势。科创板方面，自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委，109家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模1027.22亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019年证券公司承销各类债券金额

7.78 万亿元,同比增长 31.92%。基于上述因素,2019 年,全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 482.65 亿元,同比增长 30.46%。2020 年前三季度,投行业务收入 482.20 亿元,同比增长 40.19%。

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,几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目,显示该业务集中度较高。2019 年,股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 48.36%;债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 42.42%。

联合资信也关注到,在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时,科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力;其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资产且令其面临更大投资风险,或将减弱证券公司盈利稳定性;因此,此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

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。2017 年股票市场行情出现分化,优质蓝筹上涨趋势明显,“中小创”则呈现下跌行情,证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)同比增长 51.46%,成为第一大收入来源。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 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。

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》要求证券公司存量公募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 2019 年末,证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元,较 2018 年末下降 12.90%;2019 年,证券公司实现资产管理业务净收入 275.16 亿元,同比基本持平。2020 年前三季度,证券公司资管业务收入 212.64 亿元,同比增长 12.52%。

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；2019年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。

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2019年末，融资融券余额1.02万亿元，较2018年末增长34.88%，系股票市场回暖所致。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。根据深交所数据，截至2019年11月末，深沪两市股票质押回购融资余额9429亿元，较2018年末下降20.94%；股票质押回购质押股票总市值1.8万亿元，占A股总市值3.3%，较2018年末下降1.3个百分点，较2017年底峰值下降2.90个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过80%的上市公司为469家，较年初减少117家，降幅分别为13.80%和20.00%。截至2020年9月末，全市场质押股份市值占总市值比重为6.21%，较年初下降1.46个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，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。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%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2019年，已有至少5家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，联合资信也关注到，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。

3. 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、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。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。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、中金公司已实现A股上市。2020年以来已有6家上市券商完成定向增发募集货币资金，其中海通证券和国信证券分别募资200.00亿元和150.00亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、粤开证券等多家新三板挂牌证券公司未来将筹备A股上市，其中华龙证券和开源证券已于新三板退市。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1月1日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立5家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）、野村东方国际证券、大和证券（中国）和星展证券（中国）。同时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2019年末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计2354.94亿元，净利润780.77亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为66.89%和62.75%。截至2019年底，前十大证券公司资产总额为4.51万亿元，占全行业总资产的62.78%。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3 截至2019年末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	1654.50	7917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1460.94	5593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1411.19	6367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1256.55	5621.81	248.63	90.57
5	广发证券	941.37	3943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2246.44	140.93	49.14
合计		10200.34	45056.60	2354.94	780.77

数据来源：WIND

4. 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—2019年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，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。

5. 未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

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。

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,《创业板首次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。2020年8月,证监会发布了最新证券公司分类结果,参选的98家证券公司中,32家券商评级上调,25家券商评级下降,39家评级与2019年持平。从评价结果来看,2020年分类评级结果较上年有所提升,中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加,体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

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。

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。

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,并希望借助智能科

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,证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商,加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布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。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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月末,公司实收资本为55.30亿元,新理益集团有限公司持股14.89%,为公司第一大股东;公司股权结构较为分散,无控股股东及实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是全国性综合类上市证券公司,具有较强的经营实力。

公司是全国性综合类上市证券公司之一,可为投资者提供综合性的证券金融服务。截至2019年末,公司总资产、净资产、净资本同业排名分别为第19位、第19位和第18位。截至2019年末,公司专项合并总资产达1048.58亿元,专项合并净资本251.18亿元,整体规模排名行业中上游。公司业务网点覆盖全国,截至2020年9月末,公司共在全国各中心城市和地区设有证券分公司32家、证券营业部250家、期货分公司5家、期货营业部16家,营业网点数量属行业前列,全国性的经营网点为公司业务发展提供了很好的平台;其中在湖北省有证券和期货营业部共77家,经纪业务在湖北省内网点优势很强。此外,公司已逐步形成多元化经营的业务体系,保荐、资管、期货、海外业务、另类投资、私募股权投资等均成立了子公司进行专业化运营,多元化、专业化的业务格局有利于公司大投行、大资管、大投资业务体系的构建

和专业能力的形成，主要业务行业排名上游。

表 4 公司主要指标排名

项目	2017 年	2018 年	2019 年
净资本（母公司口径）	17	17	18
营业收入	20	21	18
证券经纪业务收入	16	17	17
客户资产管理业务收入	13	20	21
投资银行业务收入	20	21	17
融资类业务收入	12	15	16
证券投资收入	22	37	16

注：2019 年“客户资产管理业务收入”排名为“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总净值*万分之 3”

资料来源：证券业协会证券公司经营业绩排名情况，联合资信整理

公司具有很强的研究能力，为各项业务转型与发展提供了有力支持。

公司重视研究驱动策略，通过持续推进研究团队建设、加强研究投入，研究业务在市场竞争中保持上升势头，具备良好的品牌影响力和市场知名度。2017 年，公司获得“本土最佳研究团队”第 6 名、“进步最快研究机构”第 1 名和“最佳销售服务区域团队”第 3 名，公司 2017 年公募基金分仓收入第二。2018 年，公司研究业务在公募基金佣金份额市场排名中排名第一，在水晶球本土最佳研究团队评选中获得第二名。2019 年，公司研究业务与公募基金佣金份额行业领军地位稳固，在“十七届新财富”评选中获“本土最佳研究团队”第二名、“最具影响力研究机构”第三名和“最佳销售服务团队”第三名。此外，公司连续多年在汤森路透全球卖方分析师评选、金牛分析师评选、卖方分析师水晶球奖等诸多评选中取得荣誉。公司较强的研究能力获得业内认可，能够为公司的经纪、投行、资管等多项业务发展提供有力的支持。

公司证券投资基金托管资格已获核准。

公司近日收到中国证券监督管理委员会《关于核准长江证券股份有限公司证券投资基金托管资格的批复》（证监许可〔2020〕3366 号）。根据该批复，公司证券投资基金托管资格已获批复。

3. 人员素质

公司员工较为年轻化且董事、监事及高管人员大多拥有较高的专业素质及大型金融机构从业经验，能够较好满足公司业务开展需求。

公司董事长李新华先生，男，1963 年出生，中共党员，硕士。曾任共青团湖北省委青工部正科级干事，省团校（省青年政治学院）党委委员、办公室主任、党委副书记、校长，共青团湖北省委副书记、党组成员（其间：2001 年 3 月至 2001 年 12 月兼任省团校党委书记）、党组副书记、书记、党组书记，湖北省政府副秘书长、办公厅党组成员、办公厅党组副书记，襄樊市委副书记、代市长，襄阳（樊）市委副书记、市长，襄阳市委书记、市人大常委会主任，荆州市委书记、市人大常委会主任，湖北省委副秘书长，长江证券国际金融集团有限公司非执行董事。现任长江证券股份有限公司党委书记、董事长。

公司总经理刘元瑞，男，1982 年出生，中共党员，硕士。曾任长江证券股份有限公司研究所分析师、副总经理、总经理，长江证券股份有限公司副总裁，长江证券承销保荐有限公司、长江成长资本投资有限公司、长江证券创新投资（湖北）有限公司董事，全国金融系统青联委员；现任长江证券股份有限公司党委副书记、董事、总裁；兼任长信基金管理有限责任公司董事，中国青年企业家协会副会长，湖北省青年企业家协会会长，中国证券业协会第六届理事会理事，中国证券业协会证券分析师、投资顾问与首席经济学家委员会副主任委员，上海证券交易所第五届理事会政策咨询委员会委员，中华全国青年联合会委员。

人员队伍方面，截至 2019 年末，公司合并口径员工总数 5983 人；其中年龄结构上，35 岁以下占 64.28%，35~45 岁占 25.67%，45 岁以上占 10.65%；业务结构上，经纪业务人员占 63.85%，财务人员占比 2.29%，投资管理人员占 2.29%，资产管理人员占 2.32%，研究与机构销售人员占 4.16%，信息技术人员占 4.61%，其他岗位人员占 14.78%。

4. 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（机构信用代码：G1042010300194390C），截至2020年11月16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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2020年9月末，公司获得银行综合授信额度合计为751.40亿元，其中已使用额度302.90亿元。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构，员工整体素质较高、经验丰富，能够较好地满足公司业务开展需求。

公司股权结构稳定且相对分散，无控股股东及实际控制人；公司经营活动不受股东单位及其关联方的控制和影响，业务体系完整独立，能够保持充分的自主经营能力。公司依据相关法律法规要求，建立起了股东大会、董事会、监事会和经营管理层“三会一层”相互分离、互相制衡的法人治理结构。

股东大会是公司最高权力机构，行使各项法定职权，以及《公司章程》规定的其他职权，包括审议规定的对外担保事项，审议公司在一年内购买、出售重大资产超过最近一期经审计总资产30%的事项等。公司相对分散的股权结构确保了股东大会的有效运行，有利于提高股东大会决策的科学性。

董事会对股东大会负责，依《公司章程》行使各项职权。董事会由11名董事组成，其中独立董事4名，设董事长1名、副董事长2名。公司董事会下设发展战略委员会、风险管理委员会、审计委员会、薪酬与提名委员会等4个专门委员会，各专门委员会对董事会负责，在董事会授权下开展工作。

监事会是公司的监督机构，从维护公司、股

东和职工等多方权益出发，履行相关的监督职能。公司监事会由6名监事组成，其中职工监事3名、股东监事3名，设监事长1名。

公司实行董事会领导下的经营管理层负责制，经营管理层包括总裁1名、副总裁8名、董事会秘书、财务总监、合规总监和首席风险官等，能够按照相关授权开展公司日常经营管理工作。经营管理层下设预算与绩效管理委员会、经纪业务委员会、投行业务联席委员会、新兴业务联席委员会、交易投资委员会等5个专门委员会，为经营管理层提供专业性意见。

2. 管理水平

公司组织架构完备，内控与合规管理规范，市场化程度较高的体制机制有利于激发公司活力，但内控管理整体水平仍需进一步完善。

公司持续完善市场化体制机制，全面推进人才、资本、架构、业务等多维改革和发展战略。公司不断优化组织架构设置，目前设有零售客户总部、风险管理部等多个业务和中后台部门，各部门职责划分较为明确，内部机构设置完备。

公司将风险控制能力视为公司核心竞争力，按照相关法律法规及公司章程建立了相应的内控、合规管理制度体系，以及分工明确的合规与风险管理架构体系，并持续推进全面风险管理体系建设，通过完善制度体系、推进量化指标、丰富风险管理工具、建立完备的报告机制和强化人才建设等措施，推进风险管理全覆盖工作。一是公司建立了由董事会风险管理委员会、经营管理层专门委员会、内控合规管理部门、业务部门构成的多层次内部控制架构，并设有内部控制领导小组和工作小组，公司董事长担任领导小组组长，全面负责内部控制规范体系建设工作；二是公司构建了由合规总监，法律合规部、风险管理部和稽核监察部等专业部门，以及分支机构风控合规专员构成的一体化的内部控制和合规体系，公司稽核监察部由董事会直接管理，较好的确保独立性；三是形成了由公司内部风险管理部门以及独立董事和外部审计机构构成的内外监控机制，共同对公司各项业务进行

事前防范、事中监测和事后检查工作；四是公司建立了完善的风险控制指标体系和合规有效性评估机制，将风险管理工作渗透到公司业务的事前、事中和事后环节，确保公司经营的合法合规。

收到处罚方面，公司2017年共接到1次行政监管措施和1次自律监管措施，涉及内部合规检查、新三板业务、技术系统等方面；公司2018年共接到7次行政监管措施，涉及保荐业务、内部控制等方面；2019年，公司共接到4次行政监管措施，涉及保荐业务、子公司和营业部管理等方面；2020年以来，截至报告出具日，公司被采取2次监管措施，涉及营业部管理方面。针对以上问题，公司、相关子公司及营业部均已按要求进行了整改并完善了相关内控措施，其中，长江保荐召开董事会免去了孙玉龙首席风险官、合规总监职务，并重新选拔合格人选担任首席风险官、合规总监，同时成立整改小组，进行全面深入自查整改。以上监管措施暴露出公司内控及合规管理需要进一步完善。

2017—2019年，公司证监会分类评级分别为A类A级、B类BBB级和C类CCC级，证监会分类评级出现明显下降，主要系投行类合规事件多项叠加，扣分较多所致；2020年，公司证监会分类评级为A类A级，较2019年提升明显。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入以经纪及证券金融业务收入为主，2018年，受证券市场波动影响，经营业绩有所下降；2019年，证券市场回暖，营业收入明显回升；2020年1—9月，营业收入和净利润均同比有所上升，盈利水平有所提升。

公司所经营的主要业务板块包括经纪及证券金融业务、证券自营业务、投资银行业务、资产管理业务等业务。2017—2019年，公司分别实现营业收入56.64亿元、43.69亿元和70.33亿元，年均复合增长11.43%；同期分别实现净利润15.43亿元、2.27亿元和15.83亿元，年均复合增长1.27%。公司2018年营业收入和净利润同比大

幅下降，主要系证券市场震荡，各主要业务板块收入下降所致；2019年，公司营业收入同比增长60.96%，增幅优于行业平均水平（+35.37%），净利润同比大幅增长597.32%，增幅远高于行业平均水平（+84.77%），主要系证券市场回暖，主要业务板块收入（特别是证券自营收入）大幅增长所致。

从收入结构来看，公司营业收入以经纪及证券金融业务为主，2017—2019年，经纪及证券金融业务收入分别为33.62亿元、31.60亿元和35.87亿元，占营业收入的比重分别为59.36%、72.32%和51.00%，占比呈波动下降态势，但仍是公司最主要的收入来源。受市场震荡的影响，证券自营业务收入波动幅度较大，2018年，证券自营业务实现净收入-1.80亿元，自营业务收入由正转负，主要系受国内二级市场震荡下行和新三板市场流动性持续低迷影响，权益类自营业务收入受到较大程度冲击，收入同比大幅减少所致；2019年，证券自营业务收入17.30亿元，收入由负转正，主要系2019年证券市场回暖影响所致，占公司营业收入的比重为24.60%。2017—2019年，投资银行业务收入分别为6.98亿元、5.91亿元和9.02亿元，占公司营业收入的比重分别为12.33%、13.53%和12.83%，2018年受权益市场低迷影响，投行业务收入同比下降15.33%；2019年，公司IPO发行规模大幅增长，债券承销业务发展状况较好，投资银行业务收入同比增长52.62%。2017—2019年，资产管理业务收入分别为6.61亿元、4.97亿元和4.67亿元，占公司营业收入的比重分别为11.66%、11.37%和6.64%，呈持续下降态势，主要系受资管新规和行情下行影响所致。另类投资及私募股权投资管理业务稳健开展，2017—2019年实现收入分别为0.37亿元、0.72亿元和1.88亿元，占公司营业收入的比重分别为0.65%、1.65%和2.67%，总体占比较小。2017—2019年，公司海外业务收入分别为1.30亿元、0.90亿元和0.38亿元，占公司营业收入的比重分别为2.30%、2.06%和0.54%，呈持续下降态势，主要系市场影响所致。公司其他类收入主要是长期股权投资的投资收益、自有资金

存放同业利息等，2017—2019年，其他收入分别为0.22亿元、1.39亿元和1.21亿元，年均复合增长134.52%，但总体占营业收入的比重较低。

2020年1—9月，公司实现营业收入59.01亿元，同比增长13.09%，主要系经纪业务手续费

及佣金净收入有所增加所致，低于行业增幅（+31.08%）；2020年1—9月，公司实现净利润19.32亿元，同比增长36.24%，低于行业增幅（+42.51%）。

表5 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪及证券金融业务	33.62	59.36	31.60	72.32	35.87	51.00	37.18	63.00
证券自营业务	7.54	13.31	-1.80	-4.12	17.30	24.60	11.17	18.93
投资银行业务	6.98	12.33	5.91	13.53	9.02	12.83	5.90	10.00
资产管理业务	6.61	11.66	4.97	11.37	4.67	6.64	2.52	4.27
另类投资及私募股权投资管理业务	0.37	0.65	0.72	1.65	1.88	2.67	1.15	1.95
海外业务	1.30	2.30	0.90	2.06	0.38	0.54	0.23	0.39
其他	0.22	0.39	1.39	3.19	1.21	1.72	0.86	1.46
合计	56.64	100.00	43.69	100.00	70.33	100.00	59.01	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 业务运营

（1）经纪及证券金融业务

公司经纪及证券金融业务发展相对稳定，是公司第一大收入来源；经纪及证券金融业务易受市场行情波动影响，未来收入的增长面临一定的不确定性。

经纪及证券金融业务指公司向客户提供证券及期货经纪、财富管理服务、研究业务及向客户提供融资融券、股票质押式回购、转融通、约定购回式证券交易、上市公司股权激励行权融资等资本中介服务。公司零售经纪业务主要由零售客户总部负责管理，包括经纪业务战略规划执行和分支机构综合经营管理等；机构客户经纪业务主要由研究所负责管理，主要对基金公司、保险公司、商业银行等机构投资者进行开发和维护，通过提供研究及销售服务，获取分仓收入。截至2020年9月末，公司共在全国各中心城市和地区设有32家证券分公司、250家证券营业部、16家期货营业部，营业网点数量属行业前列，其中湖北省有证券和期货营业部共77家，经纪业务在湖北省内网点优势很强。2017—2019年，公司经纪及证券金融业务分别实现收入33.62亿元、31.60亿元和35.87亿元，年均复合增长3.29%。2020年1—9月，公司经纪及证券金融

业务实现收入37.18亿元，同比增长37.45%，主要系市场股基交易量同比大幅增长所致。

2017—2019年，公司代理买卖股票基金交易额分别为4.64万亿元、3.83万亿元和5.23万亿元，年均复合增长6.16%，所占市场份额分别为1.894%、1.906%和1.916%，呈持续上升态势。

2017—2019年，公司代理销售金融产品金额分别为3696.59亿元、2445.63万亿元和3006.98亿元，年均复合下降9.81%，主要系市场交易量萎缩，公司调整代销产品结构所致；其中，代销金融产品金额包含销售子公司长江资管发行的资产管理产品和基金；代销金融产品收入分别为0.44亿元、0.80亿元和1.08亿元，年均复合增长56.55%，主要系权益类产品销售增长所致。

2017—2019年末，公司融资融券业务规模分别为227.65亿元、143.40亿元和192.84亿元，年均复合下降7.96%，2018年和2019年公司融资融券业务规模波动较大，主要系证券市场波动所致。2017—2019年末，公司自有资金出资的股票质押业务规模分别为170.84亿元、70.09亿元和47.51亿元，年均复合下降47.27%，主要系公司主动压缩股票质押业务规模所致。公司股票质押式回购业务整体履约保障比例在220%~260%区间震荡，履约保障比例较高，整

体风险可控。截至2019年末，公司股票质押式回购业务规模为64.74亿元，均在买入返售金融资产科目附注中列示，截至2019年末，买入返售金融资产计提减值准备5.31亿元，主要为针对股票质押式回购业务计提的减值准备。2017—2019年末，公司信用业务杠杆率分别为148.20%、82.89%和92.54%，整体呈下降态势，杠杆水平适中。

(2) 证券自营业务

公司证券自营业务规模呈持续上升态势，投资结构以债券投资为主，且主要投资于较高等级债券；受股票市场震荡下行影响，2018年公司自营业务出现亏损；2019年受证券市场回暖影响，公司证券自营业务收入大幅增加；债券投资业务有违约情况出现。

证券自营业务是指公司开展证券投资，包括但不限于权益类、固定收益类及金融衍生品等自营交易和做市业务。公司自营业务划分了较为细致的业务条线，分别由证券投资一部、证券投资二部和固定收益总部、金融衍生产品部

负责。2017—2019年，公司证券自营业务分别取得收入7.54亿元、-1.80亿元和17.30亿元；2018年，证券自营业务收入由正转负，主要系受国内二级市场震荡下行和新三板市场流动性持续低迷影响，公司权益类自营业务收入受到较大程度冲击，收入同比大幅减少所致；2019年，证券自营业务收入由负转正，主要系国内二级市场行情回暖、沪深市场主要股指回升，公司优化投资策略和规模结构，取得较好投资收益所致。

投资管理方面，公司自营业务坚持稳健投资的理念，董事会根据相关法律法规及公司自身情况，确定自营业务规模、风险限额等规模性指标；经营管理层下设的交易投资委员会在董事会确定或授权决定的范围内，具体负责证券自营业务相关决策，其主要职责包括审议批准证券投资计划、确定阶段性投资规模、资产配置比例、风险控制指标等；证券自营业务部门在交易投资委员会的授权范围内，分别负责相关投资的日常运作。

表 6 公司自营业务投资结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	191.35	57.80	269.86	69.08	279.59	66.87	344.36	65.19
其中：国债、政策性金融债、地方政府债、同业存单	38.49	11.63	18.78	4.81	24.12	5.77	28.70	5.43
外部评级为 AA	71.99	21.74	82.29	21.07	75.90	18.15	69.28	13.12
外部评级为 AA+及以上	76.69	23.17	163.84	41.94	174.49	41.73	241.04	45.63
基金	34.72	10.49	46.93	12.01	59.22	14.16	35.89	6.79
股票及股权	40.80	12.32	27.60	7.06	32.23	7.71	45.94	8.70
银行理财产品	4.06	1.23	0.02	0.01	3.93	0.94	3.92	0.74
资产管理计划与信托计划	23.43	7.08	13.03	3.34	7.87	1.88	62.33	11.80
非交易性权益工具	25.56	8.02	23.48	6.01	24.66	5.90	24.76	4.69
长期股权投资	10.13	3.06	9.66	2.47	10.53	2.52	11.03	2.09
衍生金融资产	0.00	0.00	0.07	0.02	0.07	0.02	0.02	0.00
合计	331.05	100.00	390.65	100.00	418.10	100.00	528.25	100.00
自营权益类证券及衍生品/净资本	25.98		19.83		21.50		22.44	
自营非权益类证券及衍生品/净资本	116.29		139.53		160.27		204.92	

资料来源：公司提供

截至2020年9月末，公司证券自营持仓净值为528.25亿元，较2019年末增长26.35%，主要系

债券投资规模和资产管理计划与信托计划大幅增加所致；其中，债券投资净值344.36亿元，较

2019年末增长23.16%，在公司自营投资中占比为65.19%，较2019年末下降1.68个百分点；股票及股权投资净值为45.94亿元，较2019年末增长42.54%，在公司自营投资中占比为8.70%，较2019年末上升0.99个百分点。

截至2020年9月末，公司持有的债券投资中有两支债券违约，违约金额合计1.10亿元，计提减值1.05亿元，计提较充分。

2020年1—9月，公司证券自营业务实现收入11.77亿元，同比增长9.49%。

截至2020年9月末，母公司口径自营非权益类证券及其衍生品/净资产指标为204.92%，较年初上升44.65个百分点，主要系债券等非权益类证券投资规模增加所致，优于监管标准（≤500%）；自营权益类及证券衍生品/净资产指标为22.44%，较年初上升0.94个百分点，优于监管标准（≤100%）。

（3）投资银行业务

公司投资银行业务竞争力较强，其中近年来股票承销业务取得较好发展；投行项目储备较为充足。

投资银行业务指公司向客户提供包括承销与保荐、上市公司并购重组财务顾问、公司债券受托管理、非上市公众公司推荐、资产证券化等

具有投资银行特性的金融服务，由投行业务联席委员会统筹管理，具体运营由全资子公司长江保荐和公司债券业务一至三部、创新融资部、中小企业金融部、资本市场部、质量控制总部等分工负责；其中长江保荐负责股票、上市公司发行公司债券的承销业务以及财务顾问业务。

2017—2019年，公司分别实现投资银行业务收入6.98亿元、5.91亿元和9.02亿元，年均复合增长13.68%，2019年投行业务收入同比大幅增长52.62%，主要系公司IPO发行规模大幅增加，同时债券承销业务发展较好所致。2020年1—9月，公司投资银行业务实现收入5.90亿元，同比增长40.81%。

证券承销保荐方面，公司积极推进大投行业务发展，2017—2019年承销保荐（境内母子证券公司口径，下同）合计实现净收入分别为4.12亿元、3.30亿元和6.96亿元，年均复合增长29.97%。2019年，公司完成股票承销数量11只，金额343.29亿元，同比大幅增加293.46亿元，收入4.23亿元，同比增长176.47%；债券承销业务较2018年大幅上升，主承销项目93个、副主承销项目8个、分销项目753个，承销金额共计1106.87亿元，同比大幅增长90.86%，系企业债承销规模增加所致，债券承销仍以企业债为主。

表7 公司（境内母子证券公司口径）投行业务股票和债券承销情况（单位：个、亿元）

业务	项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—9月		
		数量	金额	净收入	数量	金额	净收入	数量	金额	净收入	数量	金额	净收入
股票承销	IPO	7	6.36	0.43	3	14.48	0.99	8	64.40	4.03	8	31.37	2.07
	增发	7	41.09	0.59	2	35.35	0.54	3	278.89	0.20	3	31.92	0.47
	小计	14	47.45	1.02	5	49.83	1.53	11	343.29	4.23	11	63.29	2.54
债券承销		97	504.50	3.10	494	579.94	1.63	854	1106.87	2.73	749	920.97	2.40
合计		111	551.95	4.12	499	629.77	3.30	865	1450.16	6.96	760	984.26	4.94

注：本表数据含主承销、副主承销和分销
资料来源：公司提供，联合资信整理

从投行项目储备来看，截至2020年9月末，公司在审项目56个（含IPO 25个、债券25个、再融资3个、精选层2个、财务顾问1个）；已拿批文未实施项目36个。公司项目储备较为丰富，有利于支撑其未来收入。

（4）资产管理业务

受资管新规和证券市场行情震荡影响，公司资管业务规模呈逐年下降趋势，业务结构以定向产品为主，主动管理业务占比明显提升。

公司资产管理业务根据客户需求开发资产管理产品并提供相关服务，包括集合、定向、专

项资产管理，以及公募基金等资产管理业务，由全资子公司长江资管负责运营。长江资管2016年1月获得公募基金业务资格；2017年公司完成向长江资管增资8.00亿元，截至2019年末，长江资管注册资本23.00亿元。2017—2019年，公司分别实现资管业务收入6.61亿元、4.97亿元和4.67亿元，年均复合下降15.95%，主要系受“资管新规”等政策影响，公司集合产品收入下降所致。2020年1—9月，公司资产管理业务实现收入2.52亿元，同比增长12.50%。

公司资管产品线较完备，产品风险级别齐全，期限从一天到无固定期限，实现了不同产品对应不同的渠道、不同的客户、不同的市场需求。2017—2019年末，公司（境内母子证券公司口径，下同）资产管理业务净值分别为1618.30亿元、1371.12亿元和1226.45亿元，年均复合下降

12.94%。截至2019年末，定向资管规模527.19亿元，同比下降20.69%，仍为公司规模最大的资管业务类型；定向资管以通道业务为主，随着监管加强去通道要求以及通道业务费率下滑，未来公司定向资管规模将呈继续下降趋势。截至2019年末，集合资管规模419.87亿元，同比下降14.62%；专项资管规模110.79亿元，同比大幅增长47.90%，但仍然占比较小；公募基金管理规模168.61亿元，同比增长20.67%。公司主动管理能力有所提升，主动管理规模占资产管理业务规模的比重由2018年的50%左右上升到2019年的70%左右，主动管理业务占比提升明显。

截至2020年9月末，公司资产管理业务规模1205.22亿元，较2019年末下降1.73%，其中，定向资管管理业务规模563.81亿元，较2019年末增长6.95%，为公司规模最大的资管业务类型。

表8 资产管理业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	规模	收入	规模	收入	规模	收入	规模	收入
定向资产管理业务	842.69	0.92	664.74	0.79	527.19	1.07	563.81	0.78
集合资产管理业务	612.63	4.74	491.75	2.82	419.87	2.33	410.69	1.19
专项资产管理业务	34.53	0.06	74.91	0.19	110.79	0.24	84.32	0.10
公募基金管理业务	128.46	0.26	139.73	0.40	168.61	0.48	146.40	0.40
合计	1618.30	5.97	1371.12	4.20	1226.45	4.12	1205.22	2.47

资料来源：公司提供，联合资信整理

2019年，长江资管新发公募基金2只，规模10.65亿元；专项产品17只，规模113.15亿元；集合产品22只，规模17.19亿元；定向产品13只，规模2.25亿元。此外，长江资管积极参与上市民企纾困的支持行动，先后设立了长江资管纾困1号集合资产管理计划等6只纾困产品，成立规模15.67亿元。

（5）子公司业务

公司通过全资子公司从事另类投资及私募股权投资管理业务，目前业务收入对公司营业收入的贡献较小。

另类投资及私募股权投资管理业务是指股权投资、项目投资及管理或受托管理股权类投资并从事相关咨询服务等业务。公司设立了长江资本和长江创新两家全资子公司从事该类业

务。长江资本主要从事管理或受托管理股权类投资及相关咨询服务业务，长江创新经营范围包括股权投资、项目投资。

2019年，长江资本进一步明确发展路径，调整募资策略，强调投资质量与优势项目储备，实施差异化投后管理策略，加强集团业务条线联动。2019年，长江资本在管理规模、项目投资、项目退出、已投项目IPO等方面均有较好提升，管理基金新增实缴2.2亿元，15个投资项目合计投资金额2.8亿余元，5个项目退出（含部分退出）合计回笼资金1.6亿余元，在投项目湖北和远气体股份有限公司成功通过A股中小板发审会，已于2020年1月13日正式上市，新增2个项目报辅。2019年，长江资本全年实现营业收入0.87亿元、净利润0.27亿元。

长江创新主要运用自有资金进行一级市场股权投资，以“产业聚焦、研究驱动”作为总揽性竞争策略，通过深度产业研究发掘投资机会，对被投项目进行紧密、持续地跟踪和投后管理，积极拓展退出渠道。截至2019年末，长江创新已经完成6个股权投资项目及1个科创板跟投项目，2019年已有2个项目IPO上市。

公司通过长证国际积极拓展海外业务，为客户提供经纪、投行、保险、资产管理及期货等境外金融服务。截至2020年9月末，公司持有长证国际85.90%的股权，长证国际的业务主要通过6家海外子公司开展，已经初步形成“1+6”的集团经营架构和业务布局。2019年，长证国际成功完成2轮增资，股本由6.70亿港元增至14.70亿港元，资本实力和综合竞争力有所提升。2019年，长证国际经纪业务在港交所645家交易商中排名第36位。截至2019年末，长证国际资产总额10.06亿元，净资产7.39亿元；2019年，长证国际实现营业总收入0.38亿元，净利润-4.48亿元，主要系财务借贷业务计提大额减值准备所致。

截至2020年9月末，公司持有长江期货93.56%的股权。2019年，长江期货持续入选新三板创新层，其中，子公司长江产业金融服务（武汉）有限公司获得2019年白银、20号白胶、不锈钢和棉纱品种期货做市商资格。长江期货获得上海期货交易所2018年度优秀会员银奖、社会责任贡献奖，大连商品交易所2018年度优秀会员奖，中国金融期货交易所2018年度综合奖金奖；在“2019年中国期货业研究发展创新论坛暨第十二届中国最佳期货分析师评选颁奖典礼”中，获“中国最佳期货公司”“最佳金融期货服务奖”“最佳商品期货产业服务奖”等十六项奖项；其子公司长江产业金融服务（武汉）有限公司获得上海期货交易所2019年度做市业务金奖。截至2019年末，长江期货资产总额44.91亿元，所有者权益9.12亿元；2019年，长江期货实现营业收入3.28亿元，净利润0.47亿元。

3. 未来发展

公司目标清晰，定位明确，战略规划符合

自身特点和未来发展的需要，但公司主要业务与证券市场高度关联，受证券市场波动和相关监管政策变化等因素影响较大，未来发展存在一定不确定性。

2020年是公司执行三年规划（2018—2020年）的攻坚之年，也是为下个发展规划开局打基础之年。公司将锚定主业，以客户为中心，以能力为核心，积极推进科技赋能与投研驱动两大战略，打造投资管理、企业服务与财富管理三大公司级平台，加强文化建设，成为以优势业务引领的综合化发展的证券公司。

公司以投资能力转化为重点，建设投资管理平台。整合投资团队，利用大数据、AI技术建立稳定的投研框架，提升证券投资和债券投资能力，不断发展智能投资；推进投研经验图谱化，搭建基金动态评价体系，服务机构客户。从产品研发到生产到销售，建设财富管理平台。产品端借力投资管理平台，打造全天候组合策略产品；客户端线上线下相结合，总部充分赋能，提升广大分支机构的客户服务能力。聚焦品牌形象，建设企业服务平台。完善收入分配和激励考核机制，强化合规风控体系水平。不断优化风险管理体系和制度，完善公司信用风险内部评级体系、大类资产配置体系、内部资本评估体系，为业务和管理提供决策参考；利用大数据分析，结合人工智能技术，提升风险管理智能化水平；严格落实合规穿透管理要求，建立明确、可操作、可兑现的合规要求；强化合规风险处置，做好合规检查、监督、考核、问责、报告；坚持全员合规，以教、管、干相结合推进合规工作有序开展，形成合规管理闭环。制定文化建设时间表和任务单，保证文化建设投入，将文化建设贯穿战略实施的始终。公司主要业务与证券市场高度关联，受证券市场波动和相关监管政策变化等因素影响较大，未来发展存在一定不确定性。

八、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理体系，较好地支持和保障了各项业务的发展，整体风险管理水平较高。但随着业务规模增长及创新业

务的推出,要求公司进一步提高风险管理水平。

公司以构建与自身战略目标及业务发展相适应的全面合规风控管理体系为要求,以构建合规风控长效机制为目标,构建起由董事会决策授权、经营管理层直接领导,以合规、风控部门为依托,各业务部、分支机构、子公司全覆盖的全面风险管理体系,推行“合规风控人人有责”的理念,对各类风险进行精细化管理,确保公司整体风险可测、可控、可承受。

市场风险管理

公司的市场风险主要来自以自有资金持有的股票、债券、基金及金融衍生品等因价格和利率变动而发生损失的市场风险。

公司遵循稳健投资的理念,采取多项措施防范市场风险:(1)结合国家政策动向、市场变化趋势制定并动态调整投资品种范围和投资规模的授权范围,严格执行风险限额机制;(2)落实风险管理前置化,在开展新业务前对风险进行全面评估,确保风险可控可承受;(3)执行多元化投资策略,灵活控制投资品种及比重,同时积极开展创新研究,适当运用股指期货、国债期货等金融衍生品对冲市场风险;(4)科学使用金融估值工具、内部风险计量模型,动态监控相关风险控制指标和业务状况,综合运用风险净敞口、VaR值、压力测试等计量手段,定期量化分析、评估市场风险。(5)完善定期及不定期风险报告机制,对于市场突发事件及时采取应对措施。

信用风险管理

公司面临的信用风险主要来自固定收益业务的交易对手履约风险、交易品种不能兑付本息的风险,以及信用交易类业务中的客户违约风险。

公司采取了多项措施管理信用风险:(1)持续健全信用风险管理制度和流程,保障管理工作的有效实施;(2)不断健全内部信用评级体系,结合敏感性分析等对交易对手或发行人的各项信用风险指标进行计量并评估信用级别,逐步将评级结果应用于风险监控、风险预警等

方面;(3)建立多层次的信用业务审批权限,根据各信用敞口的特点制定审批限额,严控投资债券的品质和规模,动态监控风险敞口和高评级债券的占比;(4)加强研究,通过信息系统对交易对手方、质押担保品、业务期限结构、行业情况等进行实时监控,适时调整业务发展策略;(5)及时采取追保平仓等风险处置手段,提升违约处置的专业性和实效性,将潜在损失控制在可承受范围内。

2017—2019年,公司股票质押式回购业务(资金融出方为证券公司)客户的平均履约保障比例在180%~240%区间震荡,自有资金出资的股票质押业务规模持续下降,集中度有所降低;公司持有的固定收益类证券以较高评级的信用债为主;公司整体信用风险可控。

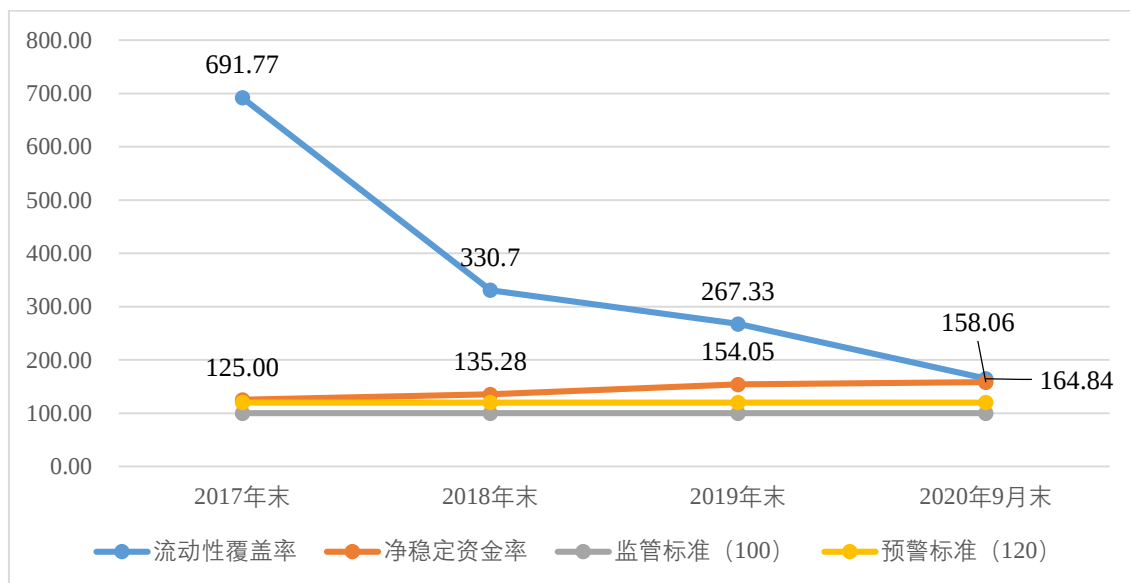
流动性风险管理

流动性风险是指公司无法以合理的成本及时获取充足资金,以偿付到期负债、履行其他支付义务、满足公司正常业务开展所需资金需求的风险。公司日常经营的融资渠道多样,在发生需要临时调动大额资金的事项时,仍可能面临流动性风险。

公司通过多项措施防范流动性风险:(1)及时启动资本补足计划,择期分批发行长期次级债增强公司净资本实力;(2)持续健全风险管理体系,坚持资金统一管理运作;(3)完善优质流动性资产储备制度,合理配置公司闲置资金;(4)拓宽公司融资渠道,创新融资方式、降低融资成本,改善公司负债结构;(5)持续完善流动性风险预警指标体系及内部风险评估模型,有效地量化分析及评估公司流动性风险;(6)定期开展流动性风险压力测试,预测资金缺口,评估公司风险承受能力,提前安排融资计划和调整业务用资节奏;(7)定期进行流动性风险应急演练,不断完善流动性风险管理应急机制,提高流动性风险应急处置能力。

2017—2019年末及2020年9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。

图 4 公司流动性指标情况



资料来源：公司风险控制指标报表，联合资信整理

操作风险管理和合规风险管理

操作风险主要是因内部人为操作失误、内部流程不完善、信息系统故障或不完善等原因，导致公司遭受损失的风险。合规风险是因公司或工作人员的经营管理或执业行为违反法律、法规或准则，从而使公司受到法律制裁、被采取监管措施、遭受财产或声誉损失的风险。操作风险广泛存在于公司经营活动中，且与各类风险特别是合规风险相互交叠，在严监管的行业趋势下，公司操作风险和合规风险压力加大。

公司以杜绝合规风险、控制操作风险为目标，主要采取以下措施进行管理：（1）以质量管理为核心，通过标准的闭环管理，强化对标准化业务的管理；（2）前、中、后台部门和岗位间建立相互制衡的监督机制，重要岗位实行双人、岗位分离制衡，实现分级权限授权管理；（3）建立岗位互控、部门自控、公司监控三道防线，实施事前建立业务管理制度，事中建立信息隔离制度，事后加强业务稽核力度的全过程管理；（4）持续完善风险事件数据库，根据风险事件发生频率和损失水平进行分类，选择适当的风险处置策略；（5）启动操作风险管理项目，以操作风险三大管理工具为基础，操作风险管理系统为载体，计划实现对全业务、全流程操作风险的管理。（6）加强内部合规文化宣传，强化一线业务

人员合规意识，强化重点业务和关键环节的合规管理。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—2019年的合并财务报表均经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司提供的2020年1—9月的财务报表未经审计。从合并范围来看，2018年，公司因合并事项减少4家子公司、处置子公司3家，纳入合并的结构化主体新增33个、减少2个；2019年，纳入合并的结构化主体新增8个、减少10个，总体合并范围变动对财务数据的影响不大。公司财务数据可比性较强。

截至2019年末，公司合并资产总额1093.43亿元，其中客户资金存款225.21亿元、客户备付金34.93亿元；负债总额811.91亿元，其中代理买卖证券款272.57亿元；所有者权益合计281.52亿元（含少数股东权益1.88亿元）；母公司口径净资产218.67亿元。2019年，公司实现营业收入70.33亿元，利润总额23.40亿元，净利润15.83亿元（含少数股东损益-0.83亿元）；经营活动产生的现金流量净额27.22亿元，现金及现金等价物净增加额72.38亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司合并资产总额 1343.16 亿元，其中客户资金存款 253.73 亿元、客户备付金 59.17 亿元；负债总额 1051.97 亿元，其中代理买卖证券款 328.27 亿元；所有者权益合计 291.18 亿元（含少数股东权益 1.78 亿元）；母公司口径净资产 217.51 亿元。2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 59.01 亿元，利润总额 26.02 亿元，净利润 19.32 亿元（含少数股东损益 0.07 亿元）；经营活动产生的现金流量净额-39.49 亿元，现金及现金等价物净增加额 43.44 亿元。

2. 资金来源与流动性

2017 年以来，公司负债规模波动增加，杠杆水平总体有所下降，处于合理区间；2017—2019 年，公司短期债务占比呈持续下降态势，2020 年 9 月末，短期债务占比有所回升，公司债

务结构有待优化。

2017—2019 年末，公司负债总额有所波动，年均复合减少 3.05%；截至 2018 年末，公司负债总额为 726.96 亿元，较上年末下降 15.85%，主要系应付短期融资券和卖出回购金融资产款的规模大幅减少所致；截至 2019 年末，公司负债总额为 811.91 亿元，较上年末增长 11.69%，主要系代理买卖证券款和应付债券大幅增长所致。2017—2019 年末，公司自有负债分别为 637.71 亿元、513.80 亿元和 532.33 亿元，年均复合减少 8.64%；自有负债占负债总额比重分别为 73.82%、70.68%和 65.57%，呈持续下降态势。截至 2019 年末，公司负债总额中占比较大的项目为应付短期融资款（占比 5.16%）、卖出回购金融资产款（占比 15.26%）、应付债券（占比 34.88%）、代理买卖证券款（占比 33.57%）和拆入资金（占比 5.74%）。

表 9 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
负债总额	863.85	726.96	811.91	1051.97
其中：应付短期融资款	159.10	83.14	41.88	61.62
卖出回购金融资产款	214.42	137.63	123.91	218.73
应付债券	169.56	173.74	283.20	366.70
代理买卖证券款	226.13	213.16	272.57	328.27
拆入资金	20.50	39.00	46.63	39.01
自有负债	637.71	513.80	532.33	723.65
全部债务	575.38	483.35	497.52	686.41
其中：短期债务	405.82	281.61	214.32	432.92
长期债务	169.56	201.74	283.20	253.49
自有资产负债率	70.44	65.72	65.41	71.31
净资产/负债（母公司口径）	40.02	47.28	42.12	30.65
净资产/负债（母公司口径）	42.69	53.79	52.31	39.61

资料来源：公司财务报表和监管报表，联合资信整理

2017—2019 年末，公司应付短期融资款年均复合下降 48.69%。截至 2018 年末，应付短期融资款 83.14 亿元，较年初减少 47.74%，主要系 2018 年一年以内期限的债券和收益凭证到期所致，未到期的收益凭证的利率约在 3.80%~5.30%；截至 2019 年末，应付短期融资券 41.88 亿元，较上年末下降 49.62%，主要系短期公司债券到期兑付所致，未到期的 12 期产

品的收益率为 3.10%~4.15%。

2017—2019 年末，公司卖出回购金融资产款年均复合下降 23.98%。截至 2018 年末，卖出回购金融资产款为 137.63 亿元，较年初下降 35.81%，主要系信用业务债权收益权转让及回购、买断式回购规模减少所致；截至 2019 年末，卖出回购金融资产款 123.91 亿元，较上年末下降 9.97%，主要系债权收益权转让及买断式回

购业务规模收缩所致。

2017—2019 年末，公司应付债券年均复合增长 29.24%。截至 2018 年末，应付债券 173.74 亿元，较年初增长 2.46%，期末应付债券的利率约在 4.60%~5.70%；截至 2019 年末，应付债券 283.20 亿元，较上年末增长 63.00%，主要系 2019 年公司发行公司债、次级债和长期受益凭证所致。

2017—2019 年末，公司代理买卖证券款年均复合增长 9.79%，截至 2018 年末，代理买卖证券款 213.16 亿元，较年初下降 5.74%，主要系客户交易结算资金规模减少所致；截至 2019 年末，代理买卖证券款 272.57 亿元，较上年末增长 27.87%，主要系证券市场回暖，交易活跃，客户交易结算资金规模增加所致。

2017—2019 年末，公司拆入资金年均复合增长 50.81%。截至 2018 年末，拆入资金 39.00 亿元，较上年末增长 90.24%，主要系公司银行间拆入资金规模增加所致；截至 2019 年末，拆入资金 46.63 亿元，较上年末增长 19.56%，主要系银行间市场拆入资金有所增长所致。

从全部债务来看，2017—2019 年末，公司全部债务有所波动，年均复合下降 7.01%，截至 2019 年末，公司全部债务为 497.52 亿元，较上年末增长 2.93%。

从负债杠杆指标来看，2017—2019 年末，公司自有资产负债率分别为 70.44%、65.72%和 65.41%，有所下降，处于合理区间。截至 2019 年末，母公司口径净资本/负债指标为 42.12%、

净资产/负债指标为 52.31%，均较年初有所下降，仍优于监管标准。

截至 2020 年 9 月末，公司负债总额 1051.97 亿元，较 2019 年末增长 29.57%，主要系应付短期融资券、卖出回购金融资产款和代理买卖证券款有所增长所致。截至 2020 年 9 月末，公司全部债务 686.41 亿元，较 2019 年末增长 37.97%，其中短期债务 432.92 亿元，较 2019 年末增长 102.00%，占全部债务的比重为 63.07%，较 2019 年末上升 19.99 个百分点，公司全部债务以短期债务为主。

2017—2019 年，公司资产总额波动下降，优质流动资产规模较大，资产流动性较好，资产质量较好；2020 年 9 月末，公司资产总额上升。

近年来公司资产规模波动下降，2017—2019 年末资产总额分别为 1131.52 亿元、994.95 亿元和 1093.43 亿元，年均复合下降 1.70%。公司资产以自有资产为主，占资产总额的比重分别为 77.36%、75.72%和 74.43%；截至 2019 年末，公司资产总额中占比较高的项目为货币资金（占比 30.20%）、融出资金（占比 17.91%）、买入返售金融资产（占比 6.72%）、交易性金融资产（占比 29.57%）和其他债权投资（占比 5.43%）。2017—2019 年末，公司优质流动资产分别为 130.50 亿元、188.19 亿元和 237.30 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 34.85%，优质流动资产/资产总额分别为 11.53%、18.91%和 21.70%，呈持续上升态势，资产流动性较好。

表 10 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
资产总额	1131.52	994.95	1093.43	1343.16
其中：货币资金	198.30	251.40	330.25	350.08
结算备付金	68.07	50.39	42.62	66.23
融出资金	235.77	148.26	195.79	283.64
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	211.64	295.05	--	--
买入返售金融资产	251.44	111.48	73.44	73.81
可供出售金融资产	108.99	85.87	--	--
交易性金融资产	--	--	323.29	364.59
其他债权投资	--	--	59.36	127.64

自有资产	905.39	781.78	813.86	1014.84
自有资产/资产总额	80.02	78.57	74.43	75.56
优质流动性资产	130.50	188.19	237.30	181.77
优质流动资产/总资产	11.53	18.91	21.70	13.53

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：公司财务报表，联合资信整理

2017—2019 年末，公司货币资金年均复合增长 29.05%。截至 2018 年末，公司货币资金 251.40 亿元，较年初增长 26.78%，主要系信用业务规模下降导致资金回流所致。截至 2018 年末，自有货币资金为 85.04 亿元，较年初大幅增长 152.12%，其中使用受限货币资金 1.50 亿元系申购证券存出的资金，此外因长江资管开展公募基金业务专户存放的基金风险准备金 0.10 亿元仅可在特定情况下使用。截至 2019 年末，公司货币资金 330.25 亿元，较上年末增长 31.36%，主要系证券市场回暖，客户资金存款增加所致。截至 2019 年末，因子公司长江资管开展公募基金和大集合资产管理业务，期末专户存放的风险准备金余额为 0.57 亿元，仅在特定情况下使用。

2017—2019 年末，公司融出资金年均复合下降 8.87%。截至 2018 年末，公司融出资金账面价值 148.26 亿元，较年初大幅下降 37.11%，主要系融资融券规模下降所致。截至 2019 年末，公司融出资金 195.79 亿元，较上年末增长 32.06%，主要系融资融券业务融出资金规模增加所致。

2017—2019 年末，公司买入返售金融资产年均复合下降 45.96%。截至 2018 年末，公司买入返售金融资产 111.48 亿元，较年初大幅减少 55.66%，主要系股票质押回购业务和债券回购规模下降所致；买入返售金融资产标的物以股票为主（占比 64.38%），其余为债券等。截至 2019 年末，公司买入返售金融资产 73.44 亿元，较上年末下降 34.13%，主要系债券回购和股票质押式回购规模减少所致；买入返售金融资产标的物以股票为主（占比 88.15%），其余为债券等。股票类业务中，剩余期限在 3 个月内的占比 36.52%，3~12 个月的占比 47.98%，1 年以上的占比 15.49%。截至 2019 年末，买入返售金融

资产共计提减值准备 5.31 亿元；抵押物公允价值是买入返售金融资产账面价值的 2.65 倍。

2017 年和 2018 年末公司无交易性金融资产。截至 2019 年末，公司交易性金融资产 323.29 亿元，其中，债券规模为 216.40 亿元，占交易性金融资产的比重为 69.27%，基金规模 59.22 亿元，占交易性金融资产的比重为 18.96%，股票/股权规模为 32.23 亿元，占交易性金融资产的比重为 10.32%；交易性金融资产以债券为主。

2017 年和 2018 年末，公司无其他债权投资。截至 2019 年末，公司其他债权投资 59.36 亿元，其中，国债规模 1.01 亿元，占其他债权投资的比重为 1.71%，金融债规模为 5.35 亿元，占其他债权投资比重为 9.01%，企业债规模为 52.99 亿元，占其他债权投资比重为 89.28%；其他债权投资以企业债投资为主。

截至 2020 年 9 月末，公司资产总额 1343.16 亿元，较年初增长 22.84%，主要系客户资金存款和公司融出资金规模增加所致；公司资产主要由货币资金（占比 26.06%）、融出资金（占比 21.12%）、买入返售金融资产（占比 5.50%）、交易性金融资产（占比 27.14%）和其他债权投资（占比 9.50%）组成。

3. 资本充足性

公司所有者权益规模稳步增长，各项风险控制指标优于监管标准，整体资本充足性较好。

2017—2019 年末，公司所有者权益呈持续增长态势，年均复合增长 2.55%。截至 2019 年末，公司所有者权益为 281.52 亿元，较上年末增长 5.05%，主要系未分配利润增长所致。截至 2019 年末，公司归属于母公司所有者权益 279.65 亿元，其中，股本占比 19.77%，资本公积占比 37.37%，盈余公积占比 6.52%，一般风险准备和交易风险准备合计占比 14.46%，未分

配利润占比 18.08%，其他综合收益占比 0.48%，公司所有者权益的稳定性较好。2017—2019 年，公司现金分红占合并报表中上一年归属于母公司净利润的比例分别为 37.59%、53.68% 和 43.00%，分红力度较大，但考虑到公司留存收益规模较大，利润留存对资本补充的作用尚可。

公司建立了动态的净资本补足机制，确保相关风险控制指标持续优于监管要求，并持有一定的资本储备作为缓冲。从主要风控指标来

看，截至 2019 年末，母公司口径（下同）净资本 218.67 亿元，较年初下降 1.09%，净资产 271.54 亿元，较年初增长 7.97%，综合导致净资本/净资产指标由 2018 年末的 87.90% 降至 80.53%；风险覆盖率指标下降至 222.54%，系净资本略有下降而各项风险资本准备之和有所增长所致；资本杠杆率指标降至 24.75%，系核心净资本增幅小于表内外资产总额的增幅所致；公司各项指标均优于监管预警指标。

表 11 公司（母公司口径）风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末	监管标准	预警指标
核心净资本	199.77	196.07	197.67	202.51	--	--
附属净资本	35.00	25.00	21.00	15.00	--	--
净资本	234.77	221.07	218.67	217.51	≥2	≥2.4
净资产	250.45	251.50	271.54	281.08	--	--
各项风险资本准备之和	96.77	92.62	98.26	108.06	--	--
风险覆盖率	242.61	238.68	222.54	201.29	≥100	≥120
资本杠杆率	24.08	27.48	24.75	20.27	≥8	≥9.6
净资本/净资产	93.74	87.90	80.53	77.38	≥20	≥24

资料来源：公司风险控制指标监管报表

截至 2020 年 9 月末，公司所有者权益合计 291.18 亿元，较年初小幅增长 3.43%，所有者权益结构变化不大；各项风控指标仍保持较好水平。

4. 盈利能力

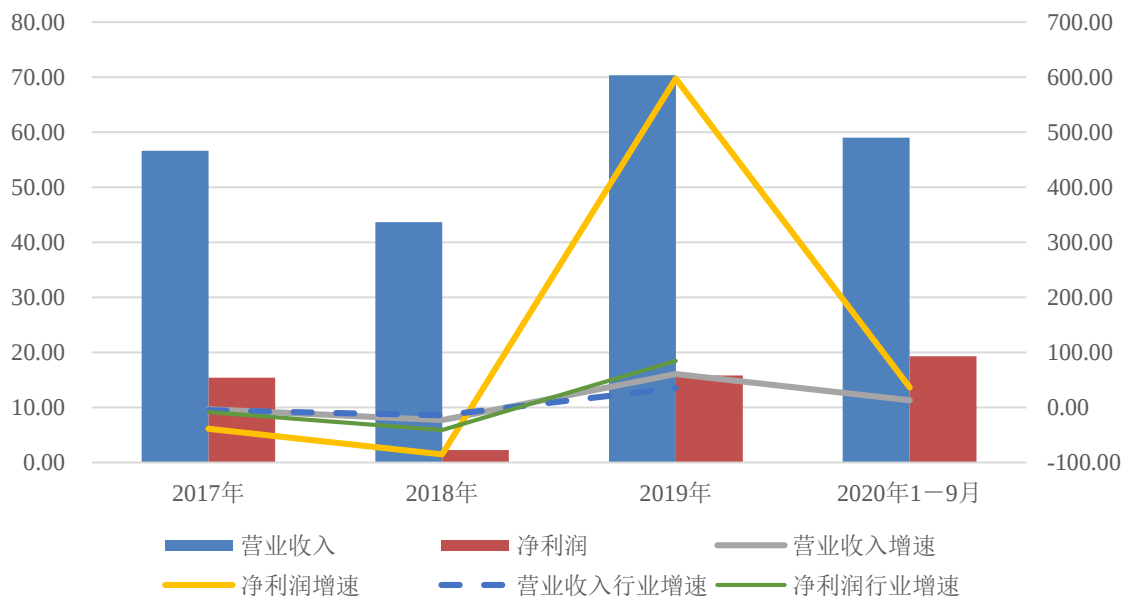
2017—2019 年，公司营业收入呈波动上升态势，利润总额呈波动上升态势；2020 年 1—9 月，公司营业收入和净利润均同比有所回升；公司整体盈利能力较强，但波动较大。

2017—2019 年，公司分别实现营业收入

56.64 亿元、43.69 亿元和 70.33 亿元，年均复合增长 11.43%，主要系投资收益逐年增长所致。营业收入中，手续费及佣金净收入是公司主要收入来源，2019 年贡献了 47.46% 的营业收入；利息净收入和投资收益 2019 年分别贡献 11.25% 和 28.72% 的营业收入；公允价值变动损益由负转正，2019 年占营业收入的比重为 10.41%。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 59.01 亿元，同比增长 13.09%，主要系经纪业务手续费及佣金净收入有所增加所致；2020 年 1—9 月，公司实现净利润 19.32 亿元，同比增长 36.24%。

图 5 公司营业收入和净利润情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019 年，公司营业支出呈持续增长态势，年均复合增长 12.38%。2018 年，公司营业支出 41.38 亿元，同比增长 10.88%，主要系受前期业务布局与改革成本投入影响，公司营业用房、折旧摊销等经营成本增加以及公司根据《企业会计准则》和公司会计政策相关规定计提的资产减值准备增加所致；2019 年，公司营业支出 47.14 亿元，同比增长 13.91%，主要系业务及管理费同比增加以及公司执行新金融工具会计准则和相关融资项目计提的减值准备有所增加所致。公司营业支出以业务及管理费为主，2019 年业务及管理费 40.44 亿元，同比增长 12.71%，占营业支出的 85.79%，业务及管理费同比增长主要系 2019 年公司营业收入有所增长，与收入相关的浮动职工薪酬、证券（期货）投资者保护（障）基金、信息费及会员年费等变

动成本同比增加所致；业务及管理费主要为人工成本费用，2019 年职工薪酬占业务及管理费的 71.91%，占比较上年有所上升。2019 年，公司营业费用率 57.50%，同比下降 24.62 个百分点。2019 年公司计提信用减值损失及其他资产减值损失合计 5.39 亿元，主要系执行新金融工具会计准则以及相关融资项目计提的减值准备增加所致。

从盈利情况来看，2017—2019 年，公司净利润年均复合增长 1.27%。2019 年实现营业利润 23.19 亿元、利润总额 23.40 亿元、净利润 15.83 亿元，同比分别大幅增加 20.88 亿元、20.91 亿元和 13.56 亿元；主要盈利指标随之上升，2019 年公司营业利润率 32.98%、净资产收益率 1.98%、净资产收益率 6.35%。2019 年，公司盈利能力大幅上升。

表 12 公司盈利指标（单位：%、名）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
营业费用率	61.80	82.12	57.50	50.83
营业利润率	34.11	5.29	32.98	44.25
净资产收益率	1.82	0.27	1.98	2.11
净资产收益率	5.96	0.99	6.35	7.00
净资产收益率排名	39	60	31	/

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2020年1—9月，公司实现营业收入59.01亿元，同比增长13.09%，主要系经纪业务手续费及佣金净收入有所增加所致；2020年1—9月，公司实现净利润19.32亿元，同比增长36.24%。

从同行业对比来看，根据下表所示，2019年，公司盈利水平较强，但盈利稳定性较差，杠杆水平适中。

表 13 截至 2019 年末证券公司行业财务指标比较（单位：%）

企业名称	净资产收益率	自有资产收益率	营业费用率	盈利稳定性	自有资产负债率
西部证券股份有限公司	3.50	1.59	47.13	46.77	50.01
平安证券股份有限公司	7.78	2.41	32.81	19.19	68.46
西南证券股份有限公司	3.70	1.27	52.19	29.17	67.03
上述样本企业平均值	4.99	1.76	44.04	31.71	61.83
长江证券	6.35	1.98	57.50	60.01	65.41

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 2020 年 9 月末，公司无对外担保情况，无重大未决诉讼或仲裁事项。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响一般，相关指标对本期债券本金的保障倍数形成良好覆盖；加之公司作为全国性综合类上市证券公司，经营规模处于行业前列，业务资质齐全，资本实力很强，整体经营实力很强，公司对本期债券的偿还能力极强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至2020年9月末，公司自有负债723.65亿

元，自有资产负债率71.31%，全部债务686.41亿元。本期债券拟发行规模不超过41.00亿元（含），相对于公司目前的债务规模，本期债务发债额度一般，公司债务负担将有所增加。

以2020年9月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为41.00亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率上升1.11个百分点，至72.42%，债务负担水平将有所上升。

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行41.00亿元估算相关指标对本期债券本金的保障倍数（见下表）。公司净资产（母公司口径）和EBITDA可对本期债券本金形成良好覆盖。

表 14 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
净资产（母公司口径）/本期债券本金	6.11	6.13	6.62	6.86
EBITDA/本期债券本金	1.15	0.74	1.12	1.03
净利润/本期债券本金	0.38	0.06	0.39	0.47
经营活动现金流量净额/本期债券本金	-4.30	2.82	0.66	-0.96

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十一、结论

公司作为全国性综合类上市证券公司，经营规模处于行业前列，业务资质齐全，资本实力很强，研究能力较强，深耕湖北多年建立了很强的区域竞争优势，并形成了覆盖全国的多元化

业务布局，公司整体经营实力很强。公司优质流动资产规模较大，资产流动性较好，资产质量较好。2020年，公司证监会分类评价回到A类A级，提升明显。联合资信也关注到，经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化

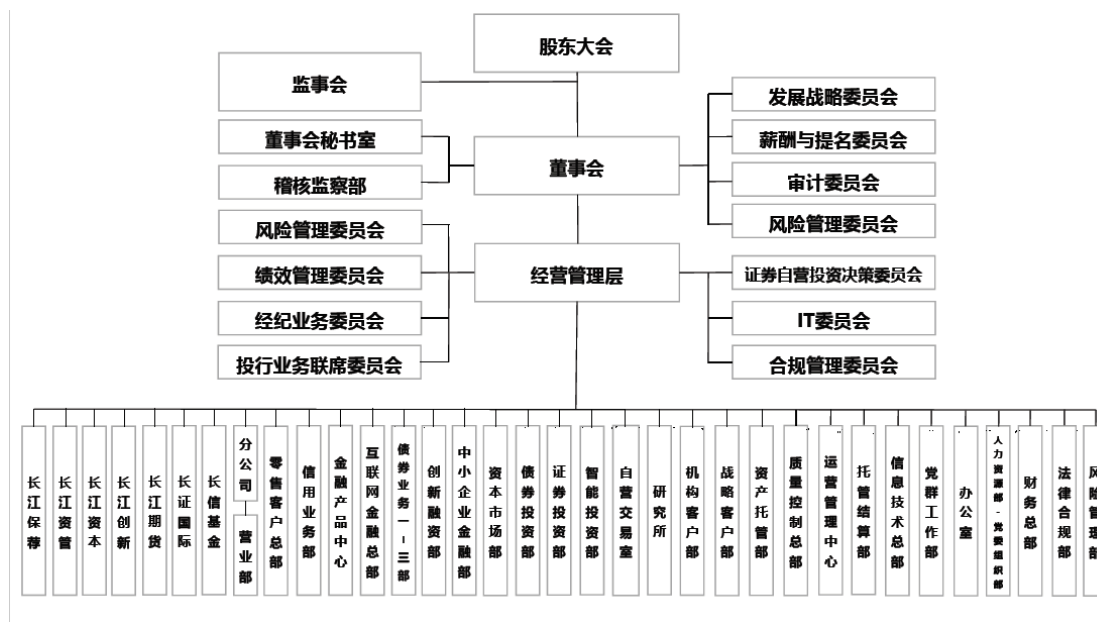
等因素可能对公司经营带来不利影响；2017—2019 年，公司多次收到监管措施，涉及保荐业务、内部控制、分支机构管理等方面，2020 年以来，截至报告出具日，公司被采取 2 次监管措施，内控和合规管理仍需不断加强。

未来随着资本市场的持续发展和公司战略的稳步推进，公司收入结构有望进一步优化，业

务规模和盈利水平有望进一步提升，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状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2020 年 9 月末长江证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2020 年 9 月末长江证券股份有限公司前十大股东情况

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	新理益集团有限公司	823,332,320	14.89
2	湖北能源集团股份有限公司	529,609,894	9.58
3	三峡资本控股有限责任公司	332,925,399	6.02
4	上海海欣集团股份有限公司	248,200,000	4.49
5	国华人寿保险股份有限公司-分红三号	242,173,322	4.38
6	武汉城市建设集团有限公司	200,000,000	3.62
7	湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司	178,026,501	3.22
8	中国证券金融股份有限公司	165,331,237	2.99
9	中国葛洲坝集团股份有限公司	135,879,152	2.46
10	湖北省长江产业投资集团有限公司	100,000,000	1.81
10	湖北省鄂旅投创业投资有限责任公司	100,000,000	1.81

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
自有资产（亿元）	905.39	781.78	813.86	1014.84
自有负债（亿元）	637.71	513.80	532.33	723.65
所有者权益（亿元）	267.68	267.99	281.52	291.18
优质流动性资产/总资产（%）	11.53	18.91	21.70	13.53
自有资产负债率（%）	70.44	65.72	65.41	71.31
营业收入（亿元）	56.64	43.69	70.33	52.18
利润总额（亿元）	19.61	2.48	23.40	26.02
营业利润率（%）	34.11	5.29	32.98	44.25
营业费用率（%）	61.80	82.12	57.50	50.83
自有资产收益率（%）	1.82	0.27	1.98	2.11
净资产收益率（%）	5.96	0.99	6.35	7.00
净资本（亿元）	234.77	221.07	218.67	217.51
风险覆盖率（%）	242.61	238.68	222.54	201.29
资本杠杆率（%）	24.08	27.48	24.75	20.27
流动性覆盖率（%）	691.77	330.70	267.33	164.84
净稳定资金率（%）	125.00	135.28	154.05	158.06
信用业务杠杆率（%）	148.20	82.89	92.54	/
短期债务（亿元）	405.82	281.61	214.32	432.92
长期债务（亿元）	169.56	201.74	283.20	253.49
全部债务（亿元）	575.38	483.35	497.52	686.41
EBITDA/本期债券金额（倍）	1.15	0.74	1.12	1.03

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
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/营业收入 ×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入 ×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入 ×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 5-1 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 5-2 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 5-3 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 长江证券股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 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，在每年长江证券股份有限公司年报公告后的两个月内，且不久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。

长江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。长江证券股份有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对长江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，长江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江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，如发现长江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江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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如长江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江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江证券股份有限公司、监管部门等。