

跟踪评级公告

联合〔2019〕853号

长城证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

长城证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

长城证券股份有限公司公开发行的“19 长城 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

长城证券股份有限公司 公开发行公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	跟踪评级结果	评级时间
19 长城 01	10.0 亿元	AAA	AAA	2019.1.9

本次评级时间：2019 年 6 月 19 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
自有资产（亿元）	327.51	383.66	451.09
自有负债（亿元）	182.81	216.83	278.52
所有者权益（亿元）	144.71	166.83	172.57
优质流动资产/总资产（%）	14.41	28.51	--
自有资产负债率（%）	55.82	56.52	61.74
营业收入（亿元）	29.58	27.53	10.20
净利润（亿元）	8.96	5.89	2.96
营业利润率（%）	37.30	24.81	36.08
净资产收益率（%）	6.31	3.78	1.74
净资本（亿元）	110.86	127.54	--
风险覆盖率（%）	182.59	215.52	--
资本杠杆率（%）	31.60	32.80	--
短期债务（亿元）	102.18	130.97	146.67
全部债务（亿元）	153.98	200.92	239.80
EBITDA（亿元）	18.76	17.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.55	1.78	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.09	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.88	1.71	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中涉及净资产、净资产指标均为母公司口径；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对长城证券股份有限公司（以下简称“公司”或“长城证券”）的跟踪评级反映了公司作为国内综合性券商之一，具有很强的股东背景，公司营业网点布局国内主要地区。2018 年，公司投资银行业务保持较强的竞争优势，债券承销能力较强；2018 年 10 月，公司成功上市后资本实力进一步提升，资产质量良好，资本充足。

联合评级同时也关注到经济周期波动、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。受市场波动的影响，2018 年公司营业收入及净利润有所下滑；公司债务结构偏短期，有待优化。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望“稳定”；同时维持“19 长城 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 2018 年，公司投资银行业务保持较强的竞争优势，债券承销能力较强；公司固定收益类项目收入实现较好。

2. 公司作为国内综合性上市证券公司，股东背景强大且支持力度较大。

3. 公司上市后，各项业务有序进行，公司治理结构更加规范以及统一，分类评价保持较好水平、整体资产的流动性较好，资本得到进一步补充。

关注

1. 公司所处证券行业易受国内市场波动及政策等因素影响，公司以经纪为主的业务结构，决定未来公司收入存在一定的不确定性。2018 年，受证券市场行情和监管政策变化的影响，公司营业收入及净利润有所下滑。

2. 随着公司业务不断发展，内控管理水

平需进一步提高。公司债券承销私募债占比较高,随着债市风险的不不断凸显,在债券履约风险多发期,对公司所承销的债券未来违约风险保持关注。

分析师

刘 嘉

电话: 010-85172818

邮箱: liuj@unitedratings.com.cn

贾一晗

电话: 010-85172818

邮箱: jiayh@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

李一明

一、主体概况

长城证券股份有限公司（以下简称“长城证券”或“公司”）系经中国人民银行银复[1995]417号文批复，并经中国人民银行深圳经济特区分行深人银复[1995]339号文批准，在原深圳长城证券公司营业部和海南汇通国际信托投资公司所属证券机构合并的基础上组建而成，初始注册资金为1.57亿元。经多次增资扩股，截至2014年9月底，公司注册资本为20.67亿元。2014年11月，经公司股东会决议通过，长城证券有限责任公司整体变更为长城证券股份有限公司，此次整体变更后，公司注册资本仍为20.67亿元。2015年9月，华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”）、深圳能源集团股份有限公司（以下简称“深圳能源”）、深圳新江南投资有限公司（以下简称“深圳新江南”）等16家股东以6.5元/股的价格认购公司新增股本，公司股本由20.67亿元增加到27.93亿元。2018年10月26日，公司成功上市，股票简称“长城证券”，代码“002939.SZ”，募集资金19.58亿元，截至2019年3月末，公司注册资本增至31.03亿元，华能资本持有公司46.38%的股权（如下表），华能资本为中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）的子公司，华能集团为公司的实际控制人。

表 1 截至 2019 年 3 月末公司前十大股东情况（单位：%）

股东名称	持股比例
华能资本服务有限公司	46.38
深圳能源集团股份有限公司	12.69
深圳新江南投资有限公司	12.36
中核财务有限责任公司	3.38
四川长虹电子控股集团有限公司	2.21
广东宝丽华新能源股份有限公司	1.61
上海仪电（集团）有限公司	1.39
福建湄洲湾控股有限公司	1.28
新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司	0.97
福建九华发展股份有限公司	0.97
合计	83.24

资料来源：公司提供

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品。

截至2018年底，公司设有资产管理部、法律合规部、风险管理部、固定收益部、投资银行事业部等职能部门，并在北京、深圳、上海、杭州等城市拥有108家证券营业部。公司下设北京分公司、杭州分公司、广东分公司、江西分公司、前海分公司等13家分公司；控股3家子公司，分别为宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）、深圳市长城长富投资管理有限公司（以下简称“长城长富”）、深圳市长城证券投资有限公司（以下简称“长城投资”）；参股2家基金公司，分别为长城基金管理有限公司（以下简称“长城基金”）和景顺长城基金管理有限公司（以下简称“景顺长城基金”）。截至2018年底，公司在职工3,176人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 484.20 亿元，其中客户资金存款 83.08 亿元、客户备付金 15.48 亿元；负债总额 317.36 亿元，其中代理买卖证券款 100.53 亿元；所有者权益 166.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益 165.24 亿元；母公司口径下净资产 127.54 亿元。2018 年，公司实现营业收入 27.53 亿元，净利润 5.89 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 5.86 亿元；经营活动产生的

现金流量净额-41.84 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.94 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 619.47 亿元，其中客户资金存款 135.37 亿元、客户备付金 27.04 亿元；负债总额 446.90 亿元，其中代理买卖证券款 168.39 亿元；所有者权益 172.57 亿元，归属于母公司所有者权益 168.43 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.20 亿元，净利润 2.96 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.92 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 43.81 亿元，现金及现金等价物净增加额为 66.36 亿元。

公司注册地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦16、17层；法定代表人：曹宏。

二、存续债券概况

19 长城 01

2019 年 1 月 21 日，公司公开发行 10.00 亿元公司债，票面利率为 3.67%，期限为 3 年，每年付息一次，兑付日为 2022 年 01 月 21 日。本期公司债已于 2019 年 2 月 25 日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“19 长城 01”，证券代码“112847.SZ”，募集资金已按公司募集说明书使用。截至本报告出具日，尚未达到公司第一次付息日。

三、运营环境

证券行业严监管和证券市场低迷的环境下，2018 年证券公司收入水平延续下降趋势，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成；传统业务高度依赖市场行情，业绩承压；信用业务风险暴露但 11 月以来有所缓解，主动管理能力为资管业务核心竞争力；2019 年一季度，证券公司业绩有所好转。

2018 年，证券行业延续严监管趋势，行业监管积极出台政策引导证券公司规范经营和业务转型，防范和化解金融风险；证监会进一步强化了对证券公司的现场检查力度，证券公司罚单激增；截至 2018 年底，证监会及其派出机构已对 40 家券商开出 58 份行政监管措施或行政处罚书，较 2017 年全年 4 张罚单大幅增加；58 张罚单中，29 张罚单涉及合规风控问题，另有 9 张罚单涉及债券承销业务，8 张涉及并购重组类处罚且罚没款金额较大，投行业务为重点监管范畴。

2018 年以来，证券市场股债分化，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，而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%，债券投资收益减缓自营业务降幅；受市场行情和监管政策等多方面因素影响，证券公司业绩明显下滑；从收入结构来看，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，自营业务收入占比进一步增加至 30%以上，超过经纪业务成为第一大业务收入来源，投行和经纪业务收入占比下降，资管和信用业务占比变动不大。经纪、自营业务与证券市场关联度较高，收入水平有所下降且面临较高市场风险；信用业务规模收缩，股票质押业务风险暴露但 11 月以来随着纾困资金的逐步到位有所缓解，主动管理能力成为资管业务核心竞争力。根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，截至 2018 年底，131 家证券公司总资产为 6.26 万亿元，较 2017 年底增加 1.95%；净资产为 1.89 万亿元，较 2017 年底增加 2.16%，净资本为 1.57 万亿元，较 2017 年底变动不大，资本实力保持稳定。2018 年，131 家证券公司中，106 家公司实现盈利，全年实现营业收入 2,662.87 亿元，全年实现净利润 666.20 亿元，分别同比减少 14.47%和 41.04%，降幅较 2017 年分别扩大 9.39 和 32.57 个百分点，经营业绩大幅下滑。

截至 2019 年 3 月底，131 家证券公司总资产为 7.05 万亿元，较 2018 年底增加 12.62%；净资产为 1.94 万亿元，较 2018 年底增加 2.65%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年增加 3.18%。2019 年一

季度，131 家证券公司中，119 家公司实现盈利，实现营业收入 1,018.94 亿元，实现净利润 440.16 亿元，分别同比增长 54.47% 和 86.83%，经营业绩大幅改善。

2019 年，资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司业务转型加速行业集中度提升，证券行业“强者恒强”的局面凸显；资本市场利好政策有利于改善证券公司经营环境，但国际形势复杂化、证券市场震荡走势难以改善等不利因素依然存在，需对中小证券公司保持关注。

2018 年，证券公司经营业绩受市场和政策影响呈现较大下滑态势，资管新规的落地、佣金率的探底、业务同质化的加剧以及传统业务牌照红利的渐失将倒逼证券公司业务转型，预计 2019 年机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点，随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力、金融科技运用，将加速证券行业集中度的提升；而《证券公司分类监管规定》也进一步突出监管导向，加分指标方面有利于大型综合券商通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力以及跨境业务能力等获得加分优势；由此，证券公司行业格局会进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面将进一步凸显，中小证券公司面临竞争更加激烈。

自 2018 年 10 月国务院金融稳定发展改革委员会召开会议以来，资本市场改革持续释放积极信号，包括并购重组、再融资松绑、设立科创板试点注册制、中金所对股指期货交易安排进一步松绑等；2018 年 12 月，中央政治局会议强调稳中求进工作总基调，再次提出“六个稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）将成为 2019 年我国经济工作的主要方向，并首次提出“提振市场信心”；同时，随着纾困资金的落地，股票质押业务风险有所缓解，证券公司政策环境或有所改善。但是，中美贸易战引发的国际形势复杂化、我国经济下行压力较大以及资本市场振幅加剧、市场信心短期内难以恢复等不利因素依然存在，证券公司盈利仍具有较大不确定性。若市场或政策出现超预期的不利情况，需关注受市场影响较大、资本实力较弱且股东背景一般的中小证券公司信用风险将加大的情况。

总体看，资本市场改革和行业监管将推动证券公司加速转型，行业集中度将进一步提升；同时，中小券商经营压力加大，需对中小券商保持关注。

四、管理与内控分析

2018 年，公司以现场会和通讯会方式召开股东大会 4 次，审议包括年度报告、财务决算报告、董事会工作报告、利润分配预案、聘请会计事务所等重要事项共计 13 项，历次会议均严格按照法律法规和《公司章程》的规定召开、召集，确保股东特别是中小股东得以充分表达见解。2018 年，公司组织召开董事会 17 次，监事会 10 次，各项会议的召集、提案、通知、召开、表决和决议等各环节都能依法运作。截至公司 2019 年 4 月 23 日年报披露时间，因工作调整等原因，公司董事长丁益离任、董事严晓茂离任、总裁何伟离任、副总裁黄海洲离任，上述人员离职后，公司选聘曹宏担任董事长，李翔担任总裁，曾贇、韩飞担任副总裁（上述总裁、副总裁待征求监管机构无异议或取得相应高管资格后正式履职）。除上述人员变动外，公司董事、高管未发生变动。公司 2019 年 4 月 23 日披露的《内部控制鉴证报告》由大信会计师事务所（特殊普通合伙）出具，报告显示公司不存在财务报告有关的内部控制重大缺陷。2018 年，公司证监会分类评价为 A 级，较去年有所提高。

总体看，跟踪期内，公司管理层有所调整，公司各项会议等各个环节有序依法运作，内部控制未出现重大缺陷及重要缺陷。

五、经营概况

1. 业务概况

公司主要业务板块包括经纪业务（含信用交易业务）、投资银行业务、资产管理业务、证券投资及交易业务，其中经纪业务和投资银行业务为公司的主要收入来源。2018 年公司实现营业收入 27.53 亿元，同比下降 6.91%，降幅低于同业平均水平，主要系公司二级子公司华能宝城物华有限公司大宗商品交易业务规模扩大导致；公司净利润 5.89 亿元，同比减少 34.21%，净利润下降幅度高于收入规模，主要系公司营业支出增加所致。

从各业务板块收入来看，2018 年公司经纪业务实现收入 15.86 亿元，同比下降 7.90%，主要系整体代理买卖证券交易量下滑所致；公司投资银行业务实现收入 4.81 亿元，同比下降 3.80%；资产管理业务实现收入 1.87 亿元，同比下降 16.52%，主要系定向资产管理业务规模下降所致；证券投资及交易业务实现收入 7.07 亿元，同比增加 89.04%，主要系债券投资业务规模及收益增加所致；其他收入为-2.08 亿元，主要为公司业务自有资金利息净收入为负导致其他收入为负。

从收入构成上来看，2018 年经纪业务占比达 57.61%，较 2017 年小幅下降；公司投资银行业务收入占比 2018 年小幅增长至 17.47%；证券投资及交易业务占比 2018 年增加 13.04 个百分点至 25.68%；2018 年公司资产管理业务占比达 6.79%，较年初小幅下降 0.78 个百分点。

表 2 公司证券营业收入结构（单位：亿元，%）

板块	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
经纪业务	17.22	58.22	15.86	57.61
投资银行业务	5.00	16.90	4.81	17.47
资产管理业务	2.24	7.57	1.87	6.79
证券投资及交易业务	3.74	12.64	7.07	25.68
其他	1.38	4.67	-2.08	-7.56
合计	29.58	100.00	27.53	100.00

资料来源：公司提供

注：证券投资及交易业务包含所有投资业务，其他为含合并抵消项

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.20 亿元，同比增加 81.43%，净利润 2.96 亿元，同比增加 151.49%，主要系证券市场回暖，公司证券投资业务取得较好收入所致。

总体看，2018 年，受证券市场行情影响，公司营业收入和净利润整体处于下滑趋势，但降幅均低于行业平均水平；2019 年第一季度，证券市场回暖，公司同期营业收入与净利润同比大幅增长；公司经纪业务、证券投资及交易业务受证券市场行情影响较大，未来盈利增长存在一定的波动性风险。

2. 业务运营

经纪业务

公司证券经纪业务由经纪业务总部及分支机构开展。公司证券经纪业务主要由代理买卖证券、投资咨询、销售金融产品等业务组成。公司拥有证券经纪业务全牌照，可以开展证券经纪各项业务。截至 2018 年末，公司在深圳、北京、杭州、上海等全国各主要城市拥有 108 家证券营业部和 13 家分公司，公司原海口滨海大道证券营业部变为海南分公司，营业网点基本已覆盖全国。

公司经纪业务积极创新转型，已经形成了融资融券业务、创新信贷、产品销售、泛资管等新的创收格局，“投资顾问+资产管理”的财富管理运营模式全面展开。2018 年公司代理买卖证券业务净收入位列行业 36 名，较上年上升 3 位。公司代理买卖证券业务以股票为主，2018 年，受证券市场交易量大幅下降的影响，公司代理买卖各类证券的交易总额为 1.68 万亿元，同比下降 20.38%，市场份额由上年的 0.86% 下降至 0.84%，其中股票交易额 1.64 万亿元，同比下降 20.00%。2017~2018 年公司代理买卖证券业务平均佣金率分别为 0.0274% 和 0.0272%，处于下降趋势，与行业平均水平一致。

表 3 公司代理买卖证券业务情况表（单位：万亿元，%）

类型	2017 年		2018 年	
	交易金额	市场份额	交易金额	市场份额
股票	2.05	0.92	1.64	0.91
证券投资基金	0.06	0.31	0.04	0.20
合计	2.11	0.86	1.68	0.84

资料来源：公司提供

代销金融产品方面，2018 年公司代销基金、资产管理产品及保险产品的销售合计 778.03 亿元，同比增加 46.91%，实现代销收入 0.25 亿元。

总体看，2018 年，公司经纪业务代理买卖证券业务排位有所上升，仍以股票为主，市场份额保持稳定，但受市场环境震荡、佣金率持续下降的影响，经纪业务收入有所下滑。

信用交易业务

公司信用交易业务主要包括融资融券和股票质押式回购交易，由经纪业务总部进行统一管理。公司通过“零售+机构”的模式，将财富管理转型步骤有计划的推进，融资融券业务获“2018 年中国融资融券业务先锋”。公司融资融券等信用交易业务逐渐成为公司新的盈利增长点，截至 2018 年末，公司融资融券账户数目达 36,805 户，融资融券余额为 74.58 亿元，较上年末下降 15.60%。2018 年实现融资融券利息收入 5.76 亿元，同比下降 7.54%。

表 4 公司融资融券业务情况表（单位：户，亿元）

项目	2017 年	2018 年
融资融券账户数目	35,024	36,805
融资融券余额	88.37	74.58
融资融券利息收入	6.23	5.76

资料来源：公司提供

受市场信用违约风险爆发影响，公司主动压缩股票质押业务规模，2017~2018 年末，股票质押回购业务交易余额为 15.96 亿元、2.13 亿元，同比下降 86.65%；2018 年实现股票质押利息收入 0.79 亿元，同比下降 46.62%，主要系受股票质押业务规模下降所致。

公司通过股票质押回购业务向徐州丰利科技发展投资有限公司（以下简称“徐州丰利”）融出资金，因期后该融资人违约，公司于 2017 年将融资本金及利息共计 2.07 亿元转入应收款项，截至 2018 年末累计计提减值准备 0.62 亿元。为维护公司权益，公司已向深圳市福田区人民法院提起实现担保物权申请，福田区人民法院已受理，已开庭审理。该案已裁决生效，2018 年 7 月深圳市福田区人民法院作出《民事裁定书》，裁定准许拍卖、变卖徐州丰利名下科融环境 5,845 万股票，公司在融资本金、利息及违约金、律师费及财产保全费之范围内享有优先受偿权，截至 2019 年 3 月末，该案正在执行中。

从业务放大倍数来看，2017~2018 年末公司信用业务杠杆率分别 71.81%和 45.77%，处于较低水平，风险可控。

总体看，跟踪期内，公司信用交易业务仍以融资融券业务为主，受业务规模下降的影响公司信用交易业务收入呈下降趋势；同时，受市场环境不景气影响，需关注公司股票质押业务融资人违约风险对公司造成的损失等影响。

投资银行业务

公司投资银行业务以证券承销业务为主，主要由投资银行事业部开展，业务涵盖股票、债券、混合金融产品及其他衍生品、资产证券化及其他债务融资工具，并可在股权激励、收购兼并、资产重组、私募服务、股权直接投资、市值管理等各领域为企业提供全面财务顾问服务。在金融去杠杆和金融行业严监管的大背景下，公司巩固现有债券承销优势，2018 年公司投资银行业务实现收入 4.81 亿元，同比下降 3.80%，投资银行收入以债券承销业务为主，2018 年公司投资银行净收入排名 19 位，始终保持较好水平。2018 年度证券公司股票主承销家数排名 15 位，债券主承销家数排名 25 位。

2018 年公司企业债完成发行次数 4 次，承销金额 30.00 亿元，同比增加 20.00%；公司债券方面，2018 年完成公司债券承销 33 次，承销金额达 232.47 亿元，同比下降 0.76%；其中私募债承销金额占比达 62.57%，占比较高；2018 年，公司增加可转换债券发行 1 次，承销金额 4.19 亿元。随着债市风险的不不断凸显，在债券履约风险多发期，需对公司承销的债券未来违约风险保持关注。

表 5 公司债券承销业务情况（单位：亿元，次）

项目		2017 年	2018 年
企业债	次数	2	4
	承销金额	25.00	30.00
公司债	次数	30	33
	承销金额	234.24	232.47
可转债	次数	3	1
	承销金额	17.86	4.19
合计	次数	35	38
	承销金额	277.10	266.66

资料来源：公司提供

股票保荐与承销业务方面，2018 年承销金额 26.27 亿元，同比下降 55.24%。受政策监管及 IPO 项目周期长影响，2018 年 IPO 项目完成 2 次，承销金额 8.06 亿元，同比下降 72.37%，2018 年公司再融资完成项目 3 个，承销金额 15.27 亿元，同比下降 48.27%，受再融资新规影响较大；2017 年未发生配股项目，2018 年公司配股项目承销金额完成 2.94 亿元。新三板业务收入来源主要为新三板推荐挂牌收入、持续督导收入、财务顾问收入及做市业务收入。截至 2018 末，公司作为主办券商累计为 119 家公司完成新三板挂牌，同时累计为 58 家新三板挂牌公司完成定向增发融资，融资金额共计 42.00 亿元。

截至 2018 年底，公司股票、债券承销业务项目储备取得批文的 44 个，在申报项目 24 个。

表 6 公司股票承销业务情况（单位：亿元，次）

项目		2017 年	2018 年
IPO	次数	6	2
	承销金额	29.17	8.06
增发	次数	4	3
	承销金额	29.52	15.27

配股	次数	-	1
	承销金额	-	2.94
合计	次数	10	6
	承销金额	58.69	26.27

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司投资银行业务依然保持较强的市场竞争力，以债券承销为主，受市场行情影响，投资银行业务规模有所下降，使得公司投资银行业务收入有所下滑。随着债市风险的不不断凸显，在债券履约风险多发的期，对公司所承销的债券未来违约风险保持关注。

证券投资与交易业务

公司证券投资与交易业务主要由量化投资部、证券投资部和固定收益部开展。证券投资与交易业务主要指证券公司以自有资金买卖证券，并自行承担风险和收益的投资行为。公司证券投资与交易业务主要包括权益类投资与固定收益投资两大类业务。

权益投资方面，公司设证券投资部运用公司自有资金，深入挖掘股票市场中优质上市公司，主要业务领域涉及一、二级市场股票投资、基金投资和执行公司确定的资产配置决策及重大投资项目，在投资过程中综合运用基本面分析、侧重于个股集中投资，结合仓位控制以及投资品种流动性，合理控制风险，把握趋势性投资机会。从权益类证券业务规模来看，2017~2018 年，公司权益类证券的日均投资规模分别为 6.42 亿元和 15.45 亿元，同比增加 140.65%。从自营权益类收益率来看，2017~2018 年，权益类投资收益率分别为 11.53%和-16.05%，2018 年公司权益类投资受市场行情较大下跌的影响，收益率为负。

表 7 公司权益类证券投资业务情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年	2018 年
日均规模	6.42	15.45
收益总额	0.74	-2.48
收益率	11.53	-16.05

资料来源：公司提供

固定收益投资方面，公司建立了董事会、总裁办公会、投资决策委员会、固定收益投资决策小组四级决策与管理体系，决策与授权过程清晰，权责统一，权限设定、授权审核和交易控制能够得到合理控制。2017~2018 年，公司固定收益类证券投资业务情况来看，日均规模分别为 23.33 亿元和 37.04 亿元，同比增加 58.77%，收益总额处于上升趋势，2018 年固定收益类证券投资业务实现收益 5.71 亿元，同比增加 346.09%，公司固定收益类投资收益率处于上升趋势，2018 年为 15.42%，同比增加 9.92 个百分点，整体看受公司加大固收投资规模和收益率上升的影响，固定收益投资收入大幅增加。

表 8 公司固定收益类证券投资业务情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年	2018 年
日均规模	23.33	37.04
收益总额	1.28	5.71
收益率	5.50	15.42

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司自营权益类证券及其衍生品/净资本为 12.74%，较年初下降 0.65 个百分点；

自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 178.43%，较年初增加 58.23 个百分点，主要系公司固定收益类项目增加规模所致。

公司于 2014 年 9 月认购了重庆市福星门业（集团）有限公司发行的中小企业私募债券 3,000 万元，因重庆市福星门业（集团）有限公司违约，公司于 2015 年将私募债本金及利息转入应收款项并全额计提减值准备。2015 年 10 月，公司作为申请人向深圳国际仲裁院提起仲裁申请。华南国际经济贸易仲裁委员会（又称深圳国际仲裁院）于 2016 年 10 月 21 日作出裁决书，裁决发行方与各担保方承担偿付债券本息及其他费用。公司已向法院申请执行仲裁裁决，法院已立案，正在执行中。

总体看，跟踪期内，公司证券投资业务投资规模有所增长，收入亦处于上升趋势，构成以固定收益类投资为主，2018 年，权益类投资有所亏损，但固定收益类投资表现良好。联合评级关注到证券投资业务受市场影响较大，收入实现存在不确定性。

资产管理业务

公司资产管理业务由资产管理部负责开展，主要类型包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。2018 年，在证券时报主办的“2018 中国财富管理机构君鼎奖”评选活动中，长城证券半年红 3 号集合资产管理计划获“2018 中国绝对收益产品君鼎奖”；在 21 世纪经济报道主办的“2018·21 世纪财经金帆奖”评选活动中，公司获“2018 年度券商资产管理金帆新锐奖”。

2018 年，公司受托客户资产管理业务净收入为 1.87 亿元，同比下降 16.52%，主要系定向资产管理业务规模下降所致。从收入贡献度来看，定向资产管理业务收入贡献度最高，2018 年实现收入 1.37 亿元，占资产管理业务收入的 73.26%；集合资产管理业务收入占比达 26.20%。

受资管新规影响，截至 2018 年末，公司资产管理业务规模 2,156.16 亿元，较年初减少 19.67%，公司发行且在存续期内的资产管理计划 238 只，定向资产管理计划 157 只，集合资产管理计划 49 只，专项资产管理计划 32 只；公司资产管理业务主动管理总规模（含主动管理单一资产管理业务、集合资产管理业务、专项资产管理业务）875.23 亿元，较年初上升 8.29%，实现了连续两年的逆势增长；通道业务总规模为 1,280.93 亿元，较年初下降 31.72%。

截至 2018 年末，集合资产管理业务规模 92.38 亿元，较年初下降 19.16%，主要系公司部分产品到期所致，其中集合资产业务管理费年化率为 0.20%~2.00%之间；截至 2018 年末，公司专项资产管理计划规模为 328.64 亿元，较年初增加 135.36%，主要系资产证券化业务规模增长所致。

表 9 公司资产管理业务情况（单位：亿元，只）

项目	2017 年			2018 年		
	规模	只数	收入	规模	只数	收入
集合资产管理业务	114.27	68	0.60	92.38	49	0.49
定向资产管理业务	2,430.25	229	1.61	1,735.14	157	1.37
专项资产管理业务	139.63	12	0.03	328.64	32	0.01
合计	2,684.15	309	2.24	2,156.16	238	1.87

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司资产管理业务规模和收入有所下降，但主动管理规模有所增长。

其他业务

截至 2018 年末，公司联营及合营企业为长城基金和景顺长城基金，公司分别持股 47.059%和 49.00%，2017~2018 年，公司分别实现对联营及合营企业的投资收益 1.87 亿元和 1.88 亿元。

公司于 2001 年 12 月与东方证券股份有限公司、北方国际信托股份有限公司、中原信托有限公司共同发起设立长城基金管理有限公司，注册资本 1.50 亿元，其中公司占总资本的 47.06%，长城基

金管理的基金产品类别涵盖货币型、债券型、混合型以及指数型基金，形成覆盖低、中、高各类风险收益特征的较为完善的产品线。截至 2018 年末，长城基金总资产 15.14 亿元；2018 年长城基金营业收入 5.92 亿元，净利润为 1.31 亿元。

公司于 2003 年 6 月与景顺资产管理有限公司共同发起设立景顺长城基金，注册资本 1.30 亿元。景顺长城基金产品线完善，在股票型基金的管理上形成了独特的优势。截至 2018 年末，景顺长城基金总资产 18.71 亿元，2018 年景顺长城营业收入 10.22 亿元，净利润为 2.60 亿元。

2007 年 11 月，公司联合控股股东华能资本共同完成了对宝城期货有限责任公司（原浙江金达期货经纪有限公司）的收购和增资，宝城期货注册资本为 1.20 亿元（2018 年增资后注册资本 6.00 亿元），公司持有 80.00% 的股权，截至 2018 年末，宝城期货总资产 27.86 亿元，净资产 7.45 亿元，2018 年度净利润 0.15 亿元。

2012 年 5 月，经证监会批准，公司出资设立了深圳市长城长富投资管理有限公司，注册资本 3.00 亿元（2014 年增资后注册资本 6.00 亿元）。长城长富开展投资管理业务，截至 2018 年末，总资产 6.78 亿元，净资产 6.56 亿元，2018 年长城长富实现净利润 165 万元。

公司另类投资业务主要由子公司长城投资集中管理，截至 2018 年末，长城投资另类投资产品市值 5.11 亿元，2018 年实现净利润 246 万元。

总体看，公司其他业务中参股的基金公司业务对公司利润贡献度较好，其他子公司业务对公司利润贡献度较少。

3. 未来发展

在严格风险防范和规范公司治理的前提下，公司努力探索和创新发展新商业模式和市场机遇；以客户为导向，借力大数据、云技术，全力推进金融科技和服务升级；大力推进产融结合，不断加大服务实体经济力度；主动适应国家金融改革开放的新形势和新要求、积极参与国家“一带一路”建设和金融改革开放的新进程，充分利用国内国外两种资本、两个市场，逐步培养和组建公司自身的国际化人才队伍和跨境业务团队，加快开展和逐步拓展公司的国际业务；依托股东背景，整合股东资源，努力打造具有能源特色的综合性金融服务商。为此，公司将主动适应国家战略，依托粤港澳大湾区，立足深圳、辐射全国、放眼全球，知难而进、奋发有为，不断加强公司规范治理和内部管控能力，不断改进和完善适应公司发展和满足市场要求的体制机制，不断强化公司业务发展和客户服务水平，不断增强和提高公司核心竞争力和创新发展能力，不断提升公司可持续的赢利能力，为股东创造更多的投资回报，力争在未来 3 到 5 年内使公司的综合实力得到显著增长，促进公司实现治理上水平、规模上台阶、结构更优化、布局更合理的战略发展目标，努力把公司建设成为管理规范、业绩优良、具有自身特色和可持续发展、社会声誉良好的证券公司。

总体看，公司战略规划目标清晰，符合公司的业务发展状况，未来发展前景较好。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年的合并财务报表，经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留审计意见。同时，公司提供了 2018 年的监管报表，经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具无保留审计意见；2017 年无新增合并子公司，2018 年公司无新增子公司，公司合并范围变化对公司财务数据影响较小，财务报表可比性强。公司根据 2018 年 6 月 15 日财政部发布的《关于修

订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，2019 年 1 季度公司财务数据采用新金融工具会计准则，公司未进行同期科目重述，财务数据未经审计。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 484.20 亿元，其中客户资金存款 83.08 亿元、客户备付金 15.48 亿元；负债总额 317.36 亿元，其中代理买卖证券款 100.53 亿元；所有者权益 166.83 亿元，归属于母公司所有者权益 165.24 亿元；母公司口径下净资产 127.54 亿元。2018 年，公司实现营业收入 27.53 亿元，净利润 5.89 亿元，其中归属母公司所有者净利润 5.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额-41.84 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.94 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 619.47 亿元，其中客户资金存款 135.37 亿元、客户备付金 27.04 亿元；负债总额 446.90 亿元，其中代理买卖证券款 168.39 亿元；所有者权益 172.57 亿元，归属于母公司所有者权益 168.43 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.20 亿元，净利润 2.96 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.92 亿元，经营性活动产生的现金流量净额为 43.81 亿元，现金及现金等价物净增加额为 66.36 亿元。

2. 资产质量与流动性

截至 2018 年末，公司总资产规模为 484.20 亿元，较年初增加 11.28%，主要系 2018 年公司证券投资业务规模增加所致；公司资产主要由自有资产构成，截至 2018 年末自有资产占资产总额的比重分别为 79.24%，较年初增加 3.97 个百分点；公司自有资产 383.66 亿元，较年初增长 17.14%；公司优质流动资产 108.23 亿元，较年初增加 132.15%，主要系上市公司增加股本所致，优质流动资产/总资产比率分别为 28.51%，较年初增加 14.10 个百分点，处于较好水平。截至 2018 年末，公司自有资产中，自有货币资金占比 1.66%、自有备付金占比 1.15%、以公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产占比 40.06%、买入返售金融资产占比 5.35%、可供出售金融资产占比 20.58%和融出资金占比 19.35%，较 2017 年末变化不大。

表 10 公司资产结构（单位：亿元，%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
资产总额	435.10	484.20	619.47
其中：自有货币资金	10.64	6.37	10.66
自有结算备付金	2.22	4.40	2.62
以公允价值计量且其变动 计入当期损益的金融资产	105.69	153.70	--
买入返售金融资产	21.22	20.51	32.70
可供出售金融资产	58.71	78.98	--
融出资金	87.95	74.23	93.66
金融投资	--	--	279.43
自有资产	327.51	383.66	451.09
自有资产/资产总额	75.27	79.24	72.82
优质流动资产	46.62	108.23	--
优质流动资产/总资产（监管口径）	14.41	28.51	--

资料来源：公司审计报告和监管报表、2019 年第一季度财务数据未经审计，联合评级整理

截至 2018 年末，公司货币资金 89.44 亿元，较上年末下降 16.58%，主要系客户资金存款下降所致，其中自有货币资金 6.37 亿元，较 2017 年末下降 40.19%，主要系公司银行存款下降所致；公司自有货币资金中无使用受限资金。截至 2018 年末，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资

产账面价值 153.70 亿元，较上年末增长 45.42%，系债券、基金投资增加所致；投资标的以债券为主（占比 88.93%），其余为股票（占比 2.02%）和基金（占比 9.04%）。截至 2018 年末，公司买入返售金融资产账面价值 20.51 亿元，较上年末减少 3.36%；标的物以债券为主（占比 89.66%），公司对买入返售金融资产计提了减值准备，整体计提比例为 0.03%；从期限来看，股票质押式回购融出资金剩余期限在 3 个月内的占 4.79%，3~12 个月的占 59.81%，1 年以上的占 35.40%，与上年末相比 3~12 月期限占比有所降低。公司可供出售金融资产账面价值 78.98 亿元，较年初增加 34.51%，系计入此科目的债券投资规模增加所致；可供出售金融资产中，债券投资占比 28.92%，证券公司理财产品占比 56.35%，股票和基金占比为 6.92%和 7.81%；公司对可供出售金融资产计提了减值准备，整体计提比例为 1.39%。截至 2018 年末，公司融出资金账面价值为 74.23 亿元，较年初减少 15.60%，系融资融券业务规模有所下降所致；融出资金的期限以 6 个月以上为主，占比 46.45%，3~6 个月的占比 17.22%，3 个月以内的占比 36.33%，流动性较强；公司对融出资金按账龄计提减值准备，整体计提比例为 0.30%。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 619.47 亿元，较年初增加 27.94%，主要系客户资金及公司增加证券投资规模所致，其中自有资产占资产总额比重为 72.82%，较年初小幅下降。截至 2019 年 3 月末，公司在报表列示中增加金融投资项目，金额为 279.43 亿元，主要系金融工具新会计准则调整所致。

总体看，2018 年公司资产规模呈增长趋势，其中优质流动资产占比较高，流动性较好，资产质量较高。

3. 负债及杠杆水平

截至 2018 年末，公司负债规模 317.36 亿元，较年初增加 9.29%，其中，自有负债为 216.83 亿元，较年初增加 18.61%，占负债总额的比重 68.32%，较年初小幅增加。公司自有负债中，应付短期融资款、卖出回购金融资产款和应付债券占比分别为 0.81%、48.13%和 32.26%。

截至 2018 年末，公司应付短期融资款为 1.76 亿元，较年初下降 72.06%，主要系公司短期收益凭证发行规模降低所致；公司拆入资金合计 24.00 亿元，较年初增加 155.32%，主要系公司加大同业拆借所致；公司卖出回购金融资产款为 104.35 亿元，较上年末增加 20.67%，主要系买断式回购、质押式回购规模增加所致；公司应付债券 69.95 亿元，较上年末增长 35.03%，系长期收益凭证增加所致；存续公司债券 50.00 亿元（占比 71.48%），收益凭证 19.95 亿元（占比 28.52%）；截至 2018 年末，公司应付款项 3.14 亿元，较上年末大幅下降 69.39%，主要系应付待清算款项减少所致。

表 11 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
自有负债	182.81	216.83	278.52
其中：应付短期融资款	6.30	1.76	1.66
拆入资金	9.40	24.00	5.00
卖出回购金融资产款	86.48	104.35	139.91
应付债券	51.80	69.95	93.23
应付款项	10.25	3.14	8.30
交易性金融负债	--	--	17.34
非自有负债	107.58	100.53	168.38
其中：代理买卖证券款	107.58	100.53	168.38
全部债务	153.98	200.92	239.80

短期债务	102.18	130.97	146.57
长期债务	51.80	69.95	93.23
负债总额	290.39	317.36	446.90
自有资产负债率	55.82	56.52	61.74
净资本/负债	61.19	59.09	--
净资产/负债	78.51	75.90	--

资料来源：公司审计报告、净资本监管报表，联合评级整理

注：此处净资本/负债、净资产/负债指标采用监管报表口径。

从有息债务来看，截至 2018 年末，公司全部债务为 200.92 亿元，较年初增加 30.49%，其中短期债务占 65.19%，长期债务占 34.81%，公司债务以短期为主，需要公司进行较好的流动性管理。从负债水平来看，2018 年，随着公司债务规模的增加，公司杠杆有所上升，自有资产负债率由上年末的 55.82% 提高为 56.52%，公司净资本/负债指标 59.09%，较年初下降 2.10 个百分点，净资产/负债指标为 75.90%，较上年下降 2.60 个百分点，杠杆水平处于正常区间。

截至 2019 年 3 月末，公司负债规模为 446.90 亿元，较年初增加 40.82%，主要系证券市场回暖，代理买卖证券款增加所致，公司自有负债占负债总额比重为 62.32%，较年初变化不大；公司自有资产负债率为 61.74%，较年初小幅增加；全部债务为 239.80 亿元，较年初增加 19.35%，公司仍以短期债务为主。截至 2019 年 3 月末，公司在报表列示中新增交易性金融负债项目，金额为 17.34 亿元，主要系新会计准则调整所致。

总体看，2018 年公司自有负债规模保持增长趋势，债务负担有所增加，杠杆水平有所上升，但仍属适中；公司债务以短期为主，需要持续加强资金流动性管理。

4. 资本充足性

截至 2018 年末，公司所有者权益合计 166.83 亿元，较上年末增加 15.29%，主要系公司上市募集资金所致；其中，归属于母公司所有者权益 165.24 亿元，少数股东权益 1.59 亿元。截至 2018 年末，归属于母公司所有者权益中，股本占比 18.78%、资本公积占比 55.80%、盈余公积占比 2.92%、一般风险准备占比 10.31%、未分配利润占比 14.30%，股本和资本公积占比较大，公司股东权益的稳定性较好。2018 年公司现金分红 6.21 亿元，占上年净利润的 69.30%，公司分红力度大。

截至 2018 年末，公司母公司口径（下同）的净资本和净资产规模分别为 127.54 亿元和 163.82 亿元，较年初增加 15.04% 和 15.17%，主要系公司上市募集资金所致；公司的各项风险资本准备之和 59.18 亿元，较年初小幅下降。从主要风控指标来看，公司风险覆盖率为 215.52%，较年初增加 32.93 个百分点；资本杠杆率指标小幅增加至 32.80%；流动性覆盖率为 667.55%、净稳定资金率为 142.17%，较年初增加 398.01 个百分点和 7.69 个百分点，公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 12 公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2017 年末	2018 年末	监管标准	预警指标
核心净资本	110.86	127.54	--	--
附属净资本	--	--	--	--
净资本	110.86	127.54	--	--
净资产	142.24	163.82	--	--
各项风险资本准备之和	60.72	59.18	--	--
风险覆盖率	182.59	215.52	≥100	≥120
资本杠杆率	31.60	32.80	≥8	≥9.6

流动性覆盖率	269.54	667.55	≥100	≥120
净稳定资金率	134.48	142.17	≥100	≥120

资料来源：公司净资本监管报表，以上指标均为母公司口径

总体看，2018 年公司所有者权益稳步增长，各项风险控制指标均持续优于监管指标，整体资本充足性较好。

5. 现金流

从经营性现金流来看，2017~2018 年公司经营性现金流量净额表现为净流出状态，分别为-61.41 亿元和-41.84 亿元，净流出规模有所减少，主要系市场行情低迷导致经纪业务和融资融券业务规模下降所致。从投资性现金流来看，投资性现金净流量分别为 0.07 亿元和-0.45 亿元，2018 年有所下降主要系处置固定资产、无形资产收到的资金减少所致。从筹资性现金流来看，2018 年筹资性现金流为 29.32 亿元，同比增加 46.54%，主要系公司上市现金流入所致。

表 13 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
经营性现金流量净额	-61.41	-41.84	43.81
投资性现金流量净额	0.07	-0.45	-0.11
筹资性现金流量净额	20.01	29.32	22.67
现金及现金等价物净增加额	-41.37	-12.94	66.36
期末现金及现金等价物余额	122.27	109.33	175.69

资料来源：公司审计报告、2019 年第一季度财务数据未经审计，联合评级整理

2019 年 1~3 月，公司经营性现金流量净额为 43.81 亿元，同比增加 179.96%，主要系客户资金增加所致，投资性现金流量净额为-0.11 亿元，主要系购买固定资产等资本支出增加，筹资性现金流量净额为 22.67 亿元，同比增加 95.66%，主要系发行债券融入资金所致。

总体看，2018 年公司主要业务受市场行情影响较大，经营性现金流出规模波动变化；投资性现金流量净额表现为流出；公司存在一定的融资需求。

6. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 27.53 亿元，同比小幅下降 6.91%。2018 年营业收入中，手续费及佣金净收入和投资收益是公司主要收入来源，分别贡献了 45.55%和 42.99%的收入。2018 年公司手续费及佣金净收入中经纪业务、投资银行业务、资产管理业务占手续费佣金净收入的比重分别为 42.61%、38.30%和 14.88%。2018 年，公司投资收益 11.84 亿元，同比增加 10.42%，主要来自金融工具持有期间取得收益，占比达 84.12%。

从营业支出来看，2018 年公司营业支出 20.70 亿元，同比增加 11.63%。业务及管理费是营业支出的主要构成，2018 年业务及管理费占营业支出的 78.56%，占比较上年下降 17.18 个百分点，主要系公司资产减值损失及其他业务成本增加；业务及管理费中，人力成本占比 70.39%，占比较上年下降 3.28 个百分点。2018 年，公司营业费用率和薪酬收入比分别为 59.06%和 41.57%，同比小幅下降。2018 年公司资产减值损失 1.63 亿元，同比大幅增加 1.48 亿元，主要系公司增加可供出售金融资产计提减值准备；2018 年公司其他业务成本为 2.59 亿元，较 2017 年增加 2.18 亿元，主要系公司二级子公司华能宝城物华大宗商品交易规模扩大导致。

表 14 公司盈利情况表（单位：亿元，%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	29.58	27.53
其中：手续费及佣金净收入	14.74	12.54
利息净收入	3.85	-0.10
投资收益	10.72	11.84
营业支出	18.54	20.70
其中：业务及管理费	17.75	16.26
营业利润	11.03	6.83
净利润	8.96	5.89
营业费用率	60.01	59.06
薪酬收入比	44.21	41.57
营业利润率	37.30	24.81
自有资产收益率	2.97	1.66
净资产收益率	6.31	3.78

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从盈利指标来看，2018 年公司净利润较上年下降 34.21%至 5.89 亿元，主要系市场行情低迷及其他业务成本增加所致。2018 年公司营业利润率为 24.81%，同比下降呈波动下降趋势；受净利润规模下降影响，公司自有资产收益率和净资产收益率有所下降；2018 年公司自有资产收益率和净资产收益率分别为 1.66%和 3.78%，较去年下降 1.31 个百分点和 2.53 个百分点，公司盈利水平有所下降，但仍属行业中游水平。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.20 亿元，同比增加 81.43%，净利润 2.96 亿元，同比增加 151.49%，主要系证券市场回暖，公司证券投资业务取得较好收入所致，从盈利指标来看，公司自有资产收益率为 0.71%，净资产收益率为 1.74%（相关指标未年化）。

总体看，受市场行情低迷影响，2018 年，公司营业收入和利润呈下降趋势，盈利能力有所下降，费用控制能力有待加强；2019 年一季度受市场回暖影响，收入及利润同比大幅提升；公司盈利水平受证券市场和政策环境影响。

7. 偿债能力

2018 年，公司 EBITDA 为 17.09 亿元，较上年下降 8.90%。2018 年公司 EBITDA 由折旧和摊销（占 3.26%）、利息支出（占比 56.22%）和利润总额（占 39.92%）组成，利息支出和利润总额在 EBITDA 构成中占比较大。EBITDA 全部债务比和 EBITDA 利息倍数均呈下降趋势，2018 年分别为 0.09 倍和 1.78 倍，受证券市场行情影响，长城证券 EBITDA 获现能力减弱，同时其总债务规模随着业务扩张有所增长，导致 EBITDA 对债务本息的保障能力有所下滑 EBITDA 对全部债务保障程度较弱，但对利息支出能够形成较好保障。

表 15 公司偿债能力指标表（单位：亿元，倍）

项目	2017 年	2018 年
EBITDA	18.76	17.09
EBITDA 全部债务比	0.12	0.09
EBITDA 利息倍数	2.55	1.78

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2018 年末，公司共取得银行授信总额度合计为 403.00 亿元，其中已使用额度 40.00 亿元，未使用额度为 363.00 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保情况。

截至 2019 年 3 月末，公司存在 3 宗重大未决诉讼案件。主要为宝塔石化未能按约定筹措偿付资金，公司要求宝塔石化支付债券本息合计约 10,908 万元；原公司员工刘万才在与公司的劳动关系终结后申请了劳动仲裁，其不服仲裁裁决并提起诉讼，请求判决公司向其支付提成奖金、风险金及绩效奖金合计约 1,358 万元；公司向深圳市福田区人民法院提起诉讼程序，请求判决金龙机电向公司支付拖欠融资本金、固定收益、逾期支付固定收益违约金及逾期支付结算款违约金合计约 4,224 万元，金绍平、金龙控股集团有限公司各自承担相应的连带清偿责任。

根据公司提供的人民银行征信报告，截至 2019 年 5 月 22 日，公司无未结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司资产对负债的保护程度较好，盈利对负债的保障程度有所降低。考虑到公司 EBITDA 利息倍数等偿债能力指标良好，以及公司资本实力很强且为上市公司，其直接、间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

七、跟踪债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年末，公司优质流动资产为 108.23 亿元，为“19 长城 01”剩余本金（10.00 亿元）的 10.82 倍；净资产为 163.82 亿元，为剩余本金（10.00 亿元）的 16.38 倍，公司较大规模的优质流动资产和净资产能够对“19 长城 01”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 17.09 亿元，为剩余本金（10.00 亿元）的 1.71 倍，公司 EBITDA 对“19 长城 01”的覆盖程度较低。从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流净额为负，不能对公司债券待偿本金形成覆盖。

综合以上分析，同时考虑到公司股东背景强大，在资本实力、业务规模等方面具有竞争优势，公司优质流动资产和净资产对“19 长城 01”的覆盖程度极好。

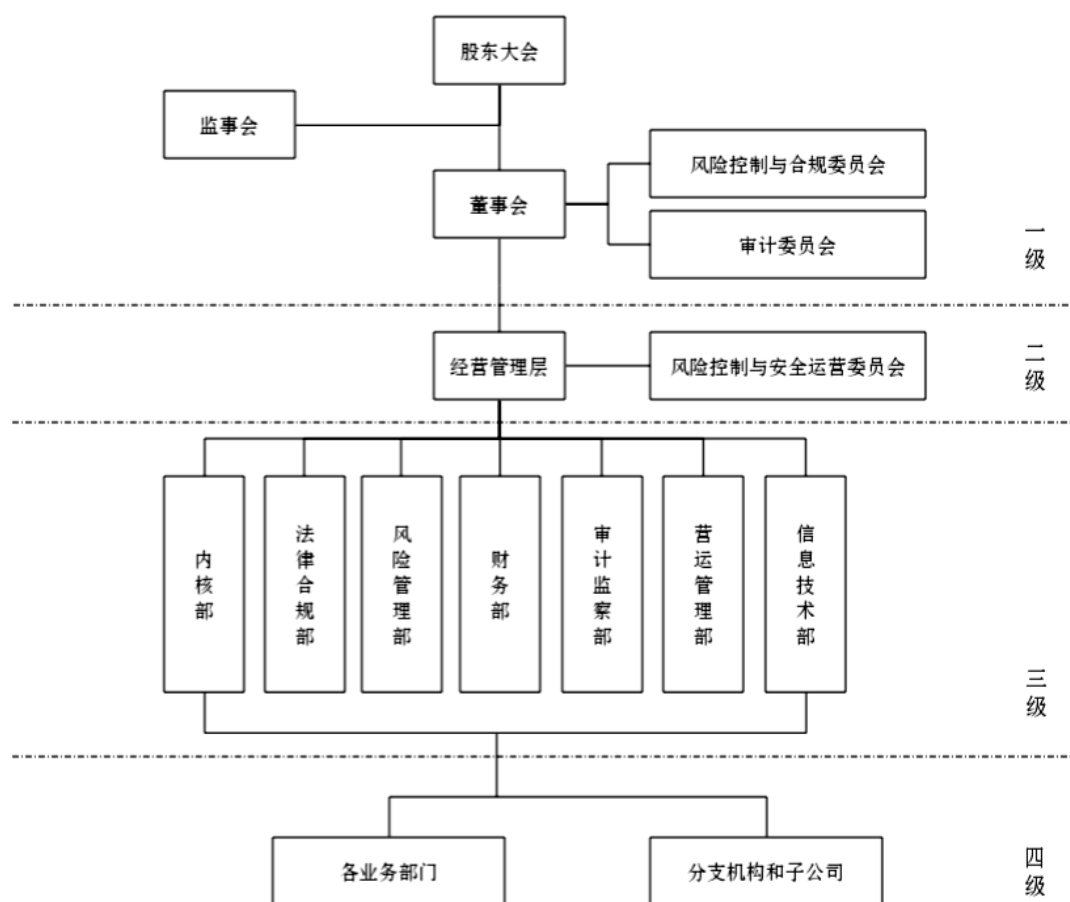
八、综合评价

公司作为国内综合性券商之一，具有很强的股东背景，公司业务网点覆盖面广至国内主要地区。2018 年，公司投资银行业务保持较强的竞争优势，债券承销能力较强；2018 年 10 月，公司成功上市后资本实力进一步提升，资产质量良好，资本充足。

联合评级同时也关注到经济周期波动、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。受市场波动的影响，2018 年公司营业收入及净利润有所下滑；公司债务结构偏短期，有待优化。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望“稳定”；同时维持“19 长城 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 截至 2018 年 12 月末长城证券股份有限公司组织结构图



附件 2 长城证券股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
自有资产（亿元）	327.51	383.66	451.09
所有者权益（亿元）	144.71	166.83	172.57
自有负债（亿元）	182.81	216.83	278.52
自有资产负债率（%）	55.82	56.52	61.74
优质流动资产/总资产（%）	14.41	28.51	--
营业收入（亿元）	29.58	27.53	10.20
净利润（亿元）	8.96	5.89	2.96
营业利润率（%）	37.30	24.81	36.08
营业费用率（%）	60.01	59.06	53.28
薪酬收入比（%）	44.21	41.57	--
自有资产收益率（%）	2.97	1.66	0.71
净资产收益率（%）	6.31	3.78	1.74
净资本（亿元）	110.86	127.54	--
风险覆盖率（%）	182.59	215.52	--
资本杠杆率（%）	31.60	32.80	--
流动性覆盖率（%）	269.54	667.55	--
净稳定资金率（%）	134.48	142.17	--
信用业务杠杆率（%）	71.81	45.77	--
短期债务（亿元）	102.18	130.97	
长期债务（亿元）	51.80	69.95	
全部债务（亿元）	153.98	200.92	
EBITDA（亿元）	18.76	17.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.55	1.78	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.09	--
EBITDA/待偿本金合计额度（倍）	1.88	1.71	--

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
复合增长率	(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%
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
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	优质流动资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债

长期债务=长期借款+应付债券

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。