

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《红塔证券股份有限公司2020年度第一期短期融资券信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年二月二十日



信用等级公告

联合〔2020〕318号

联合资信评估有限公司通过对红塔证券股份有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估，确定红塔证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，红塔证券股份有限公司 2020 年度第一期短期融资券（人民币 15 亿元）信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年二月二十日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

红塔证券股份有限公司

2020 年度第一期短期融资券信用评级报告

评级结果

发行人主体长期信用等级 AA⁺
评级展望 稳定
短期融资券信用等级 A-1

评级时间

2020 年 2 月 20 日

主要数据

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
资产总额(亿元)	154.09	143.27	273.84	371.87
自有资产(亿元)	117.95	117.56	252.51	337.68
自有负债(亿元)	5.21	6.08	137.13	206.99
总债务(亿元)	-	-	127.52	197.79
股东权益(亿元)	112.74	111.49	115.38	130.69
*净资产(亿元)	96.07	90.36	124.40	146.13
*净资产(亿元)	109.79	107.04	111.87	126.96
自有资产负债率(%)	4.42	5.17	54.31	61.30
*净资产/净资产(%)	87.50	84.42	111.20	115.10
*净资产/负债(%)	2603.72	2170.88	93.58	71.61
*净资产/负债(%)	2975.54	2571.62	84.16	62.21
*风险覆盖率(%)	808.96	787.21	559.24	518.64
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
营业收入(亿元)	9.76	11.14	12.01	7.53
净利润(亿元)	3.39	3.68	3.92	2.96
EBITDA(亿元)	4.87	5.28	7.63	-
营业费用率(%)	55.41	52.74	48.65	-
平均自有资产收益率(%)	2.70	3.12	2.12	-
平均净资产收益率(%)	2.97	3.28	3.46	-
总债务/EBITDA(倍)	-	-	16.70	-
EBITDA 利息倍数(倍)	12.07	48.80	3.54	-

注：标*数据为母公司口径，2019 年上半年财务数据未经审计
数据来源：公司“信会师报字〔2019〕第 ZB10036 号”审计报告（以下简称“公司审计报告”）及提供资料，联合资信整理

分析师 郎朗 余森 李铭飞

郎朗 余森 李铭飞

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

评级观点

基于对红塔证券股份有限公司（以下简称“红塔证券”或“公司”）的主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信评估有限公司确定红塔证券股份有限公司拟发行的 2020 年度第一期短期融资券（人民币 15 亿元）信用等级为 A-1，该评级结论表明本期短期融资券的违约风险极低，安全性最高。

优势

1. 公司在云南地区营业网点较多，具有较强的区域竞争优势。
2. 2018 年以来，公司调整自营业务投资策略，根据自身流动性水平，不断加大债券投资力度，投资收益显著提升。
3. 公司资本水平充足，为未来业务的发展提供了较为广阔的空间。
4. 公司 A 股成功上市，资本补充渠道进一步完善，有助于其建立长效资本补充机制。
5. 公司控股股东为云南合和（集团）股份有限公司，实际控制人为中国烟草总公司。中国烟草总公司资本实力强，能在业务发展、品牌、客户、渠道等方面给予公司较大支持。

关注

1. 公司经纪业务、投行业务和直接股权投资业务规模相对较小，业务结构有待优化，整体业务竞争力有待进一步提升。
2. 信用业务较快发展对公司内部控制、风险管理、资本补充等方面提出更高要求。
3. 宏观经济增速放缓、证券市场剧烈波动、行业竞争加剧以及监管政策趋严等因素对公司经纪业务、投资银行业务和资产管理业务等产生一定负面影响。

4. 2018 年以来，公司大幅增持信用债，财务杠杆及债务负担明显上升，为公司带来一定的信用风险及流动性压力；同时，资产风险水平上升，资产流动性下降，但相应的利息收入水平未见同步增长，盈利水平增幅较小，未来经营的持续性及经营策略的变化需持续关注。

声 明

一、本报告引用的资料主要由红塔证券股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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、评级人员与发行人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。

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、本期信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

红塔证券股份有限公司

2020 年度第一期短期融资券信用评级报告

一、主体概况

红塔证券股份有限公司（以下简称“红塔证券”或“公司”）成立于 2002 年 1 月，是在对云南省国际信托投资公司、云南金旅信托投资有限公司、昆明国际信托投资公司三家公司证券业务重组的基础上，经由红塔集团等 13 家企业共同发起设立，初始注册资本 13.87 亿元。成立以来，公司经过两次增资扩股，注册资本增至 32.69 亿元。2019 年 6 月 24 日，公司公开发行 3.64 亿股人民币普通股，发行价格每股 3.46 元，共募集资金 12.59 亿元；2019 年 7 月 5 日，公司股票于上海证券交易所（以下简称“上交所”）上市交易。截至 2019 年 6 月末，公司股本增资至 36.33 亿元。公司控股股东和实际控制人分别为云南合和（集团）股份有限公司和中国烟草总公司，前五大股东持股情况见表 1。

表 1 截至 2019 年 6 月末公司前五大股东持股情况

单位：%

股 东	持股比例
云南合和（集团）股份有限公司	30.13
云南省投资控股集团有限公司	18.00
中国双维投资有限公司	14.68
云南华叶投资有限责任公司	7.34
中国烟草总公司浙江省公司	6.61
合 计	76.76

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

公司经营范围：证券经纪、证券自营、证券承销与保荐；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；代销金融产品业务。

截至 2019 年 6 月末，公司在云南、上海、北京、重庆等地拥有 57 家证券营业部（含筹建

期 4 家营业部）及 2 家分公司（含筹建期 1 家分公司）；下属一级子公司包括 3 家全资子公司——红塔期货有限责任公司（以下简称“红塔期货”）、红证利德资本管理有限公司（以下简称“红证利德”）、红正均方投资有限公司（以下简称“红正均方”）和 1 家控股子公司——红塔红土基金管理有限公司（以下简称“红塔基金”）；母公司员工人数为 897 人。

截至 2018 年末，公司资产总额 273.84 亿元，其中客户资金存款 14.10 亿元；负债总额 158.46 亿元，其中代理买卖证券款 21.33 亿元；所有者权益 115.38 亿元，净资本 124.40 亿元。2018 年，公司实现营业收入 12.01 亿元，净利润 3.92 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司资产总额 371.87 亿元，其中客户资金存款 26.90 亿元；负债总额 241.18 亿元，其中代理买卖证券款 34.18 亿元；所有者权益 130.69 亿元，净资本 146.13 亿元。2019 年上半年，公司实现营业收入 7.53 亿元，净利润 2.96 亿元。

公司注册地址：云南省昆明市北京路 155 号附 1 号。

公司法定代表人：李素明。

二、本期债券概况

1. 本期债券条款

公司拟在不超过 54 亿元的注册额度内分期发行短期融资券，存续期内的短期融资券共两期，分别为 19 红塔证券 CP003 和 19 红塔证券 CP004，合计本金 32 亿元，本期拟发行金额为 15 亿元，债券期限不超过 91 天，具体发行条款以发行人与承销商共同确定并经主管部门审批通过的内容为准。

2. 本期债券募集资金用途

本期短期融资券募集资金将主要用于补充流动资金及相关法律法规未禁止的其他短期资金用途。

三、发行人长期信用分析

公司控股股东为云南合和（集团）股份有限公司（以下简称“合和集团”），截至 2019 年 6 月末，合和集团直接持有公司 30.13% 的股权。中国烟草总公司通过间接持股持有公司股东合和集团、昆明万兴房地产开发有限公司及云南华叶投资有限责任公司 100% 的股份，并直接持有公司股东中国双维投资有限公司及中国烟草总公司浙江省公司 100% 的股份，故中国烟草总公司间接持有公司合计 59.41% 的股份，为公司实际控制人。2019 年 7 月 5 日，公司于上交所上市交易，进一步提升公司治理水平。

中国烟草总公司成立于 1982 年，根据国家法律法规和相关政策对所属公司实行集中统一的经营管理。中国烟草总公司资金实力雄厚，在烟草系统内部具有较强的影响力，对公司业务拓展具有一定带动作用。

公司搭建了较为完整的公司治理架构，各治理主体能够有效履行各自职责，公司治理水平不断提高，有助于公司持续稳健发展；内部控制组织架构逐步健全，控制措施涵盖了各项业务事前、事中和事后等环节，对业务风险监控比较到位，能够较好地支撑各项业务的发展。

公司秉承“稳健、创新、多元”的经营理念，以客户为中心，以市场为导向，以创新发展为手段，不断向风险可控领域拓展并形成新的盈利模式，努力打造成为业务特色显著、综

合实力强劲的证券公司。

公司主要业务板块包括经纪业务、信用交易业务、投资银行业务、证券投资业务、资产管理及基金管理投资业务等几大板块。近年来，公司不断改善业务结构、拓展业务范围和业务规模；但另一方面，由于公司营业网点偏少且分布集中在云南省内，经纪业务发展受到一定程度制约；为此，公司积极开展创新业务，使得营业收入及净利润均呈增长趋势，受近年来证券市场低迷下行，红塔证券净利润行业排名增速较快，2018 年排名上升到行业中上水平（见表 2）。

表 2 主要指标市场排名

项目	2016 年	2017 年	2018 年
净资产	39/97	43/98	39/97
净资本	45/97	46/98	35/97
营业收入	72/97	63/98	56/98
净利润	63/97	54/98	28/98

资料来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

在业务开展方面，受证券市场波动及监管政策变动等因素影响，红塔证券收入结构呈现较大变化（见表 3）。近年来，公司重点开展证券经纪业务、证券投资业务和信用交易业务，上述三项业务收入是红塔证券营业收入的主要来源。2018 年，红塔证券实现营业收入 12.01 亿元，净利润 3.92 亿元。从收入结构变化来看，经纪业务收入是公司主要收入来源之一，但整体收入规模及占比均持续下降；证券投资业务 2018 年实现较好收入水平，占比明显提高；信用交易业务整体发展较好，占比所有提升；资产管理业务规模不大，占营业收入的比重保持在较低水平；投资银行业务收入下降明显，占营业收入的比重持续下降。

表 3 营业收入构成

单位：亿元、%

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	2.65	27.19	1.77	15.90	1.23	10.28
证券投资业务	0.19	1.99	0.77	6.90	4.90	40.80
资产管理业务	0.05	0.52	0.08	0.71	0.08	0.69

投资银行业务	1.16	11.87	0.86	7.75	0.53	4.42
信用交易业务	3.18	32.63	2.81	25.23	4.36	36.27
期货经纪业务	0.34	3.44	0.41	3.66	0.52	4.30
私募投资业务	0.23	2.32	0.17	1.53	0.13	1.07
基金管理业务	1.16	11.84	1.21	10.90	1.08	8.95
其他业务	0.80	8.20	3.06	27.42	-0.81	-6.78
营业收入	9.76	100.00	11.14	100.00	12.01	100.00
净利润	3.39	-	3.68	-	3.92	-

资料来源：红塔证券年报，联合资信整理

2019 年上半年，资本市场整体回暖，但证券经纪业务及投资银行业务市场竞争不断加剧，证券投资业务面临的市场风险不断加大，为应对市场环境变化，红塔证券考量行业发展趋势、结合自身资源优势，在各个条线推进相应的改革措施，且部分业务条线改革取得一定成效，红塔证券营业收入较上年同期增幅明显。同时，2019 年 7 月，红塔证券 A 股上市成功后，公司资本实力得到提升，为其业务发展提供了有力支持。2019 年 1—6 月，红塔证券实现营业收入 7.53 亿元，同比增长 79.40%，收入结构较上年基本稳定；实现净利润 2.96 亿元，同比增长 238.43%，均较上年同期实现较好增长，但由于公司主营业务受经济环境、证券市场及监管政策等因素影响较大，未来收入的持续增长情况需关注。

公司经纪业务资格齐全，能够为客户提供证券代理交易买卖、代销金融产品、期货中间介绍、沪港通和深港通以及期权经纪业务等多种服务。近年来，公司不断优化经纪业务管理组织架构，形成以经纪业务总部、直管营业部、中心营业部及非直管营业部的营业部管理模式，并设立互联网金融业务部，主要承担原经纪业务总部的线上渠道营销策划、产品销售及客户服务等职能。公司经纪业务总部重点负责零售与机构经纪业务条线的考核与规划、系统保障、经纪业务和信用交易业务推广等工作；机构经纪业务主要面向商业银行、基金、保险等机构投资者，通过提供研究及销售服务，获取分仓收入。

近年来，公司积极开展战略部署，截至

2018 年末，公司已设立并开业的证券营业部共计 53 家，其中云南省内 27 家，上海 5 家，北京、重庆和广东各 3 家，四川、贵州和浙江各 2 家，江苏、湖南、江西、福建、河南和山西各 1 家；在沪深两市证券开户总数 59.75 万户，股票交易金额为 1580.46 亿元。2018 年，公司证券经纪业务总交易量 3726.11 亿元，市场占有率为 1.10%；股票基金交易量 1602.49 亿元，市场占有率 1.60%。

公司经纪业务收入主要来自代理买卖证券业务，与证券市场活跃度有较强的正相关性。近年来，随着“一人多户”政策的放开以及互联网证券的发展，证券行业竞争进一步加剧，行业佣金率水平不断下滑，加之证券市场行情波动加剧，对公司经纪业务产生一定不利影响；2018 年以来，由于证券市场行情持续低迷，公司证券代理交易买卖业务受到较大负面影响，经纪业务收入持续下滑，但随着投顾业务体系的逐步搭建以及金融产品代销业务、期权等业务的发展，公司经纪客户基数保持上升趋势。2016—2018 年经纪业务分别实现手续费及佣金净收入 2.62 亿元、1.86 亿元和 1.33 亿元，分别占当年营业总收入的 26.82%、16.72% 和 11.07%。未来，随着证券公司新型营业部设立、互联网金融的渗透、行业佣金率的持续下滑，公司经纪业务面临的竞争压力将进一步加大。此外，股票二级市场的大幅波动对经纪业务的持续发展也将产生不利影响。2019 年上半年，公司经纪业务坚持以合规和风险管理为前提，推动业务转型升级，以提升经纪业务的综合竞争力；新设 5 家分支机构，进一步优化网点布

局，不断推进营业网点业务向多元化和平台化转变，推进以金融产品销售、资本中介服务为方向的财富管理转型。2019年上半年，公司经纪业务实现营业收入0.96亿元，同比增长30.52%。

近年来，信用交易业务逐步成为公司主要业务增长点，业务规模快速增加，业务品种主要包括融资融券业务、约定购回式证券交易业务和股票质押式回购交易业务。2016年，由于政策导向和市场环境的双重影响，业务规模呈现一定的收缩；2017年，公司以股票质押式回购交易为重点，加大了业务拓展力度，业务总规模逐月上升，呈现较好的业务发展态势；2018年以来，公司重点发展信用交易业务，但由于证券市场再度呈现连续下跌走势，且少数A股股票因股东股权质押爆仓出现流动性风险，公司相应加强了融资融券业务风险管理力度，以保障相关业务平稳发展。股票质押式回购业务方面，公司建立了融入方资质审查制度，对融入方按照个人客户和机构客户分类进行相应的尽职调查，并建立了完整的业务审批体系。截至2018年末，公司股票质押式回购业务余额51.14亿元。

公司于2012年获得融资融券业务资格，截至2018年末，融资融券业务信用账户数5661户；融资融券余额9.71亿元。公司注重融资融券业务风险管控，根据监管部门适当性管理新规要求不断提高融资融券业务风险管理水平，截至本报告出具日，公司融资融券业务未发生大面积平仓事件和重大投诉纠纷事件。

2016—2018年，公司信用交易业务分别实现利息净收入3.18亿元、2.81亿元和4.36亿元，分别占当年营业收入的32.63%、25.23%和36.27%，对营业收入的贡献度有所提升；其中融资融券业务分别实现利息收入1.46亿元、1.15亿元和0.93亿元，其余以股票质押回购利息收入为主，约定式回购利息收入较少。

2019年以来，公司信用交易业务在严格把控项目风险与合规的前提下有序开展。同时，

公司加强对存量客户服务，致力于提升客户体验，为客户提供多元的综合金融服务。截至2019年6月末，公司信用交易业务总规模为54.68亿元；其中，融资融券余额9.89亿元，股票质押余额44.79亿元。2019年1—6月，公司信用交易业务实现营业收入2.10亿元。

此外，2016年公司签订一笔股票质押式回购业务，融资期限至2018年4月，但合约到期后融资方未能如期归还融资款本金1.20亿元及利息，截至2019年6月末，公司针对上述合约计提减值准备余额为0.82亿元。公司于2018年对其提起诉讼，获得一审胜诉后，融资方提出上诉，但因未按期缴纳诉讼费用，裁定其自动撤诉，该案件结案，公司将着手推进执行程序。同时，2019年7月，该笔合约融资方公司发布股票存在被暂停上市或终止上市的风险提示性公告，若融资方被暂停或终止上市，公司该笔股票质押式回购的担保物公允价值可能进一步下跌，联合资信将持续关注该笔业务回收或损失情况及其对公司可能带来的影响。

公司投资银行业务由投资银行事业总部负责开展，业务重点围绕股权融资、债权融资、财务顾问、新三板等业务板块，并借助股东资源优势，积极拓展和储备客户项目。公司投资银行业务整体规模不大。2017年以来，由于股票二级市场行情低迷和监管层加强对IPO发行的审核，证券公司股票承销业务受到较大影响，同时债券承销业务也由于债券市场违约事件频发和行业竞争加剧面临一定压力，公司股权融资及债券发行数量和承销金额均明显下降，投资银行业务手续费收入明显下降；2018年以来，面对资本市场持续低迷、外部监管持续从严，公司不断增加股权融资和债券发行业务项目储备，着重探索综合金融业务，一定程度上缓解了投资银行业务发展压力，同时，公司及时根据对市场的预判进行项目撤回，投资银行业务发展较为缓慢。2016—2018年，公司完成1个首次公开发行项目的保荐及承销工作、1个普通股非公开发行项目的保荐及承销工作、1

个可转换公司债券项目的保荐及承销工作、3个普通股的联系主承销工作、8个债券发行项目的主承销工作和7个并购重组项目的财务顾问工作。截至2018年末，公司在全国中小企业股份转让系统推荐挂牌项目数量为8个。2016—2018年，公司投资银行业务分别实现手续费及佣金净收入1.03亿元、0.73亿元和0.50亿元，分别占当年营业收入的10.58%、6.55%和4.17%，收入贡献度处于较低水平。

2019年上半年，由于证券市场股权融资规模下降，且市场竞争加剧，公司投资银行业务发展面临一定竞争压力；为此，公司坚持“精品投行”战略，在ABS城市供热、含权债（可交换债、可转换债）业务方面成功发行了项目，并拓展一批储备项目；同时在主板和科创板新申报保荐和联合主承销IPO项目；但由于新三板二级市场持续低迷，公司做市业务公允价值变动收益为负，对投资银行业务收入形成一定负面影响。2019年1—6月，公司投资银行业务实现手续费及佣金净收入0.29亿元，同比增长8.48%。

公司证券投资业务主要包括权益类投资、固定收益类投资和衍生品投资。公司证券投资业务以追求风险可控下的合理收益为目标，以挖掘业务增长确定性高、估值有相对优势的投资品种为主要投资思路，采取均衡资产配置策略。公司制定了相应的分级授权体系和投资决策流程，设立投资决策委员会，并不断完善证券投资业务管理制度及规范细则，明确投资决策、操作流程、业务授权及相关风险控制措施，自营业务风险控制能力逐步增强。

由于企业会计准则变更，公司将其管理并投资的结构化主体纳入合并范围，相关负债计入交易性金融负债科目，相关资产主要计入可供出售金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产等科目；2019年新金融工具准则执行后主要为交易性金融资产科目。近年来，公司根据证券市场行情波动情况不断调整证券投资结构，合理控制投资仓位，并通

过股指期货等衍生金融工具对冲证券市场波动风险。在投资策略方面，2016年以来，伴随着股票市场延续低迷走势，公司坚持稳健的投资策略，逐步减少自营权益类证券规模，增加固定收益类证券和基金等投资规模；2018年以来，公司根据市场行情加大固定收益类投资，并在资管新规出台后逐步减少证券公司资管计划投资力度，适当压缩权益类投资规模，同时在衍生品投资方面，公司从三季度开始运作并取得较好年化收益率。截至2018年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为2.06%，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为114.06%，公司证券投资业务规模增长较快，投资结构以固收类业务为主。

从会计科目划分看，2016—2018年，公司投资资产主要分为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和可供出售金融资产。截至2018年末，公司投资资产余额160.78亿元，较上年末增幅显著，其中交易性金融资产占90.50%，可供出售金融资产占9.18%，另有少量持有至到期债券投资。公司投资标的以债券为主，全部为信用债，债券主体集中在国有企业，涉及能源类、地方政府平台等企业，目前无违约债券，按照余额计量的风险敞口集中于外部评级为AA⁺~AAA的债券，整体风险可控。

2016—2018年，公司投资资产分别实现投资收益0.58亿元、1.81亿元和4.16亿元，分别占当年营业收入的5.98%、16.21%和34.62%；实现公允价值变动收益分别为-0.13亿元、0.32亿元和1.04亿元，投资业务产生的收益对营业收入的贡献度显著提升。

2019年上半年，面对资本市场波动，公司证券投资业务保持稳健的投资策略，自由资金投资配置以优质固定收益类证券及其衍生品为主，以获取稳定的投资收益。具体投资策略方面，权益类证券及其衍生品投资方面，公司坚持“价值投资”理念，不断优化投资组合；固定收益类证券及其衍生品投资方面，公司严格

控制仓位和组合久期，以把控信用风险和流动性风险；另类投资方面，公司以股权类、公募及私募基金、金融衍生品为主要投资领域。截至 2019 年 6 月末，公司投资资产余额 243.53 亿元，较上年末增长 51.46%。从会计科目划分来看，2019 年，公司使用新金融工具准则，投资资产分别计入交易性金融资产、债权投资及其他债券投资会计科目项下。2019 年 1—6 月，红塔证券实现投资收益 5.33 亿元，公允价值变动收益 1.01 亿元，投资业务产生的收益对营业收入贡献度持续提升。

公司由上海分公司负责开展集合资产管理业务和单一资产管理计划，控股子公司红塔基金及其下属公司深圳市红塔资产管理有限公司（以下简称“红塔资管”）负责开展特定客户资产管理业务；同时，公司由控股子公司红塔基金负责开展基金管理业务。近年来，公司逐步探索专业化理财的资产管理业务运作模式，以主动管理型产品为主，在努力发展业务的同时，不断加强业务操作规范，在项目的前期开发、立项及审批进行严格的筛选把控，从风险收益的角度，对业务开展的各个环节进行综合评估。

近年来，公司深耕主动管理领域，不断提升主动投资管理能力，受托资产管理规模持续上升。2016 年以来，公司受托资金管理规模较之前年度大幅增长，主要是由于公司通过子公司红塔基金和红塔资管积极开展特定客户资产管理业务，业务规模迅速扩张；公司特定客户资产管理计划受托资金管理规模大幅增长主要是由于公司强化红塔基金和红塔资管内部管理，将中后台分离，明确各业务岗位职责并对部分流程予以简化，提高运营效率，并加大特定客户资产管理业务，拓展销售渠道，大力推动品牌建设等因素。2017 年以来，公司受托资金管理规模呈快速增长趋势，主要是由于 2017 年下半年，公司新设定向资产管理计划的大幅增长所致；2018 年以来，公司根据监管要求不断加强资管业务风险管控，引导资产管理业务回归本源，资产管理业务保持稳步发展。截至

2018 年末，公司资产管理计划资金余额 541.65 亿元，其中集合资产管理业务受托资产管理余额 1.01 亿元，定向资产管理业务受托资产管理余额 540.64 亿元，收入呈一定波动，但由于定向资产管理业务主要是手续费较低的通道业务，公司资产管理业务对营业收入的贡献度仍处于较低水平。2016—2018 年，公司资产管理业务分别实现手续费及佣金净收入 0.77 亿元、1.00 亿元和 0.77 亿元，占当年营业收入的比例分别为 7.90%、8.98%和 6.37%。

公司基金管理业务，由控股子公司红塔基金负责开展，近年来，公司相继开展了公募基金、基金专户、专项计划及合伙企业产品四类业务。公司基金管理业务以稳规模、调结构、控风险为主要目标开展工作。截至 2018 年末，公司公募基金存续 9 只，存续规模 16.73 亿元。2016—2018 年，公司基金管理业务分别实现手续费及佣金收入 0.22 亿元、0.11 亿元和 0.09 亿元，占当年营业收入的比例分别为 2.23%、0.96%和 0.75%，收入贡献度较低。

2019 年上半年，公司积极培养资产管理主动管理能力，持续丰富资产管理产品系列，加强投研体系建设。2019 年上半年，公司资产管理业务实现手续费及佣金净收入 0.41 亿元，主要为特定客户资产管理计划净收入；实现基金管理业务手续费及佣金净收入 0.06 亿元。

基于公司良好的公司治理机制与内控体系、良好的业务发展前景、控股股东实力以及股东在资金、品牌、客户、渠道等方面的支持因素，联合资信评估有限公司确定红塔证券股份有限公司的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定（详见主体评级报告）。该评级结论反映了公司偿还债务的能力很强。

四、发行人短期信用分析

公司债务融资方式包括卖出回购金融资产、交易性金融负债和次级债务等，随着自营业务不断开展，加杠杆力度明显上升，资金来

源渠道有所丰富。截至 2018 年末，公司自有负债余额 137.13 亿元，占负债总额的 86.54%，规模和占比均较之前年度显著提升。

近年来，伴随自营业务规模的不断扩大，公司持续加强主动负债规模并丰富债务融资结构，整体财务杠杆大幅提升。截至 2018 年末，公司风险覆盖率为 559.24%（见表 4），公司资本充足；净资产/负债为 93.58%，净资产/负债为 84.16%，较之前年度显著下降，主要由于 2018 年当年负债规模增长较快所致。

表 4 风险控制指标 单位：亿元、%

项 目	监管标准	2016 年末	2017 年末	2018 年末
净资产	-	96.07	90.36	124.40
净资产	-	109.79	107.04	111.87
风险覆盖率	≥100	808.96	787.21	559.24
净资产/净资产	≥20	87.50	84.42	111.20
净资产/负债	≥8	2603.72	2170.88	93.58
净资产/负债	≥10	2975.54	2571.62	84.16

注：数据为母公司口径

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2019 年上半年，公司重点利用发行短期融资券和短期收益凭证的方式加大融资力度，自有负债规模大幅上升，整体财务杠杆有所上升。截至 2019 年 6 月末，公司合并口径下自有负债余额 206.99 亿元；母公司口径下净资产/负债指标为 71.61%，净资产/负债指标为 62.21%。此外，公司成功于上交所上市，资本实力进一步得到增强，有利于各项业务的持续发展及提高自身的抗风险能力。截至 2019 年 6 月末，公司母公司口径下所有者权益 126.96 亿元，风险覆盖率指标为 518.64%。

近年来，公司负债随业务规模呈先下降后增长的趋势，有息债务余额于 2018 年大幅增长。截至 2018 年末，公司自有资产负债率 54.31%，财务杠杆水平明显提升；债务余额 127.52 亿元；EBITDA 利息倍数指标为 3.54 倍，公司盈利对

五、债券偿付能力分析

截至本报告出具日，公司存续期内的短期融资券本金 32 亿元。公司拟在不超过 54 亿元的注册额度内分期发行短期融资券，本期拟发行金额 15 亿元。假设本期短期融资券发行金额为 15 亿元，以 2018 年末的财务数据进行分析，本期短期融资券发行后，公司偿付能力指标见表 5。整体看，公司盈利对短期融资券的覆盖程度一般，但股东权益和可快速变现资产对短期融资债券本金的保障程度较好。

表 5 债券偿付能力指标 单位：倍

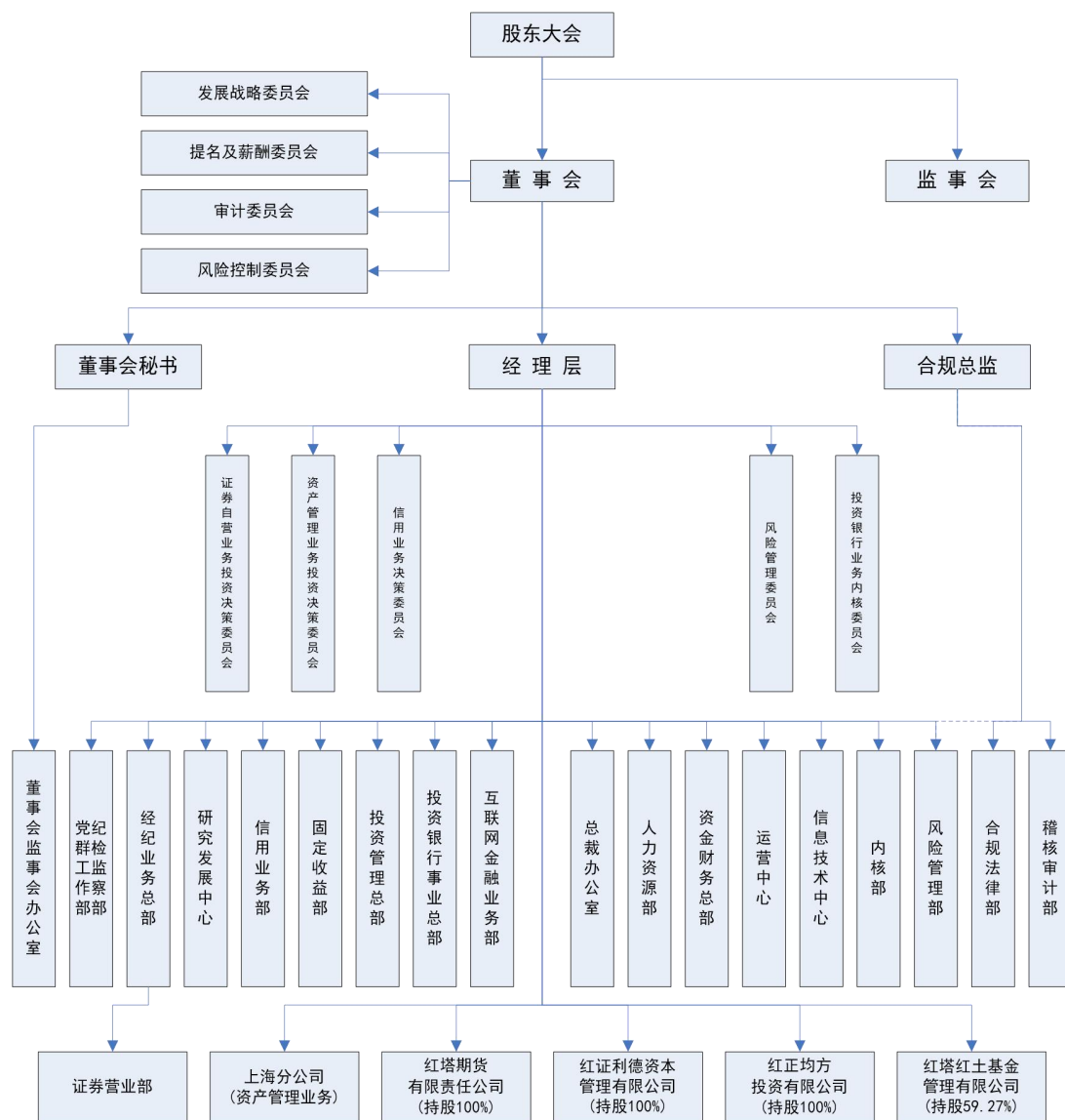
项 目	发行前	发行后
EBITDA/短期融资券本金	0.24	0.16
净利润/短期融资券本金	0.12	0.08
股东权益/短期融资券本金	3.61	2.45
可快速变现资产/短期融资券本金	7.49	5.10

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

六、结论

综上所述，联合资信评估有限公司评定红塔证券股份有限公司 2020 年度第一期短期融资券信用等级为 A-1。该评级结论表示本期债券违约风险极低，安全性最高。

附录 1 2019 年 6 月末组织架构图



附录 2 财务计算公式

指 标	计 算 公 式
自有资产	总资产-代理买卖证券款-信用交易代理买卖证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-信用交易代理买卖证券款
总债务	短期借款+卖出回购金融资产款+拆入资金+融入资金+长期借款+应付债券+次级债务
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
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%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产×100%
平均净资产收益率	净利润/平均净资产×100%
风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+融出资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产-不能快速变现的理财类投资-客户资金存款-客户备付金
净资本	净资产-金融资产的风险调整-其他资产的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目
风险资本准备	根据监管部门相关规定，对证券公司各项业务、设立分支机构等按一定比例计算的风险资本

附录 3-1 证券公司短期融资券信用等级设置及其含义

联合资信证券公司短期融资券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附录 3-2 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

联合资信评估有限公司关于 红塔证券股份有限公司 2020 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期短期融资券信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

红塔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及时提供相关资料。红塔证券股份有限公司或本期短期融资券如发生重大变化，或发生可能对本期短期融资券信用等级产生较大影响的重大事项，红塔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红塔证券股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期短期融资券相关信息，如发现红塔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。

如红塔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本期短期融资券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与红塔证券股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。