

信用评级公告

联合〔2022〕3325号

联合资信评估股份有限公司通过对红塔证券股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持红塔证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 红塔 01”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

评级总监：

二〇二二年五月三十日

红塔证券股份有限公司

公开发行债券2022年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
红塔证券股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
22 红塔 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
22 红塔 01	15 亿元	15 亿元	2025/03/11

评级时间：2022 年 5 月 30 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	V3.2.202204
证券公司主体信用评级模型 (打分表)	V3.2.202204

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	aa ⁺		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	B	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	2	
			未来发展	2	
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	1	
			资本充足性	2	
			杠杆水平	1	
		流动性因素		1	
调整因素和理由				调整子级	
公司股东及实际控制人实力强大，能够从资本补充、资金支持、业务资源等方面为公司提供较强的支持				+1	

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”）对红塔证券股份有限公司（以下简称“公司”或“红塔证券”）的评级反映了其作为全国性综合类上市证券公司之一，业务牌照齐全，下属子公司业务涵盖期货、基金、另类投资、私募投资等，具备较强的综合运营实力。公司实际控制人中国烟草总公司（以下简称“中国烟草”）实力强大，能够在资本补充、资金支持、业务资源等方面为公司提供较大的支持。2021 年，公司营业收入及利润总额保持增长，整体经营情况良好；截至 2021 年末，公司资产流动性较好，资本充足性良好。

同时，联合资信也关注到经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化，以及市场信用风险上升等因素可能对公司经营带来不利影响。2022 年一季度，市场波动加剧，公司出现较大亏损。

未来随着资本市场的持续发展、公司各项业务的稳步推进，公司整体竞争实力将进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 红塔 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 1. 股东背景强大，给予公司较大的支持。**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实力强大，能够从资本补充、资金支持、业务资源等方面为公司提供较大的支持，有利于公司培育核心竞争力。
- 2. 业务资质齐全，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，各类牌照齐全，业务发展较为全面，具有较强的经营实力；2021 年以来，公司持续优化网点布局，已基本涵盖全国大部分省市，经纪业务在云南省内具有一定区域竞争优势，2021 年，公司实现营业收入和净利润分别为 67.34 亿元和 15.99 亿元。
- 3. 资本充足性和资产质量较好。**2021 年，公司资产流动性较好，资本充足性良好，融资渠道畅通。

分析师：张晨露 刘嘉

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

关注

1. **公司经营易受环境影响。**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的不利影响。
2. **盈利较为依赖证券投资业务，业务结构有待优化，2022年一季度出现较大亏损。**公司证券投资业务收入对公司利润的贡献度较高，同时其受市场波动影响较大，收入稳定性较弱。2022年一季度，受市场波动影响，公司投资资产公允价值下跌，利润出现较大亏损。
3. **关注资产信用风险。**公司信用业务资产及债券投资规模较大，近年来市场上信用风险事件频发，需关注公司资产面临的信用风险，并对公司风险管控提出更高要求。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
自有资产（亿元）	420.32	335.92	392.26	/
自有负债（亿元）	284.12	188.89	156.34	/
所有者权益（亿元）	136.20	147.03	235.92	228.37
优质流动性资产/总资产（%）	31.88	25.36	28.90	/
自有资产负债率（%）	67.60	56.23	39.86	/
营业收入（亿元）	20.66	55.85	67.34	-6.73
利润总额（亿元）	11.25	18.55	19.95	-10.06
营业利润率（%）	54.54	32.95	29.42	/
净资产收益率（%）	6.74	10.25	8.35	-3.18
净资本（亿元）	150.24	139.64	211.29	/
风险覆盖率（%）	336.76	197.58	359.62	/
资本杠杆率（%）	25.24	32.24	49.72	/
短期债务（亿元）	195.53	70.14	79.41	/
全部债务（亿元）	277.52	183.31	152.91	/

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，财务数据均为合并口径；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径；3. 2022年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

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	2022/02/25	张晨露 刘嘉	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（打分表） V3.1.202011	阅读原文
AAA	稳定	2020/10/30	董日新 刘嘉	（原联合信用评级有限公司）证券公司行业评级方法（2018年）	--

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；未公开披露的评级报告无报告链接

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受红塔证券股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

红塔证券股份有限公司 公开发行债券2022年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于红塔证券股份有限公司(以下简称“红塔证券”或“公司”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

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,经由红塔烟草(集团)有限责任公司(以下简称“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。经过多次增资扩股,公司注册资本于2015年12月增至32.69亿元。2019年7月,公司股票于上海证券交易所(以下简称“上交所”)上市交易,股票简称“红塔证券”,股票代码“601236.SH”。2021年8月,公司完成配股发行工作,实际配售10.83亿股,募集资金总额合计79.41亿元,配股完成后公司总股本增至47.17亿股。截至2022年3月末,公司注册资本及实收资本均为47.17亿元,前五大股东持股情况见表1;公司控股股东为云南合和(集团)股份有限公司(以下简称“云南合和”),中国烟草持有云南合和100.00%的股份,并间接持有公司合计59.49%的股份,为公司实际控制人。

表1 截至2022年3月末公司前五大股东持股情况

股 东	持股比例(%)
云南合和(集团)股份有限公司	30.17
云南省投资控股集团有限公司	18.03
中国双维投资有限公司	14.70
云南华叶投资有限责任公司	7.35
中国烟草总公司浙江省公司	6.61
合 计	76.86

资料来源:公司提供,联合资信整理

从前五大股东持有公司股票的最新质押情况来看,截至2022年4月末,公司股东云南省投资控股集团有限公司已质押公司股票3.39亿股,占其持有公司股份的41.41%,占公司总股本的7.19%;公司股东昆明产业开发投资有限责任公司已质押公司1.45亿股,占其持有公司股份的49.03%,占公司总股本的3.07%,整体质押比例一般。

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2022年3月末,公司设有董事会监事会办公室、证券研究所、财富管理中心、机构业务部、战略发展部、信用业务部、投资管理总部、投资银行事业总部、运维管理中心、党群工作部、纪检监察部、总裁办公室、人力资源部、资金财务总部、运营中心、金融创新部、信息技术中心、内核部、风险管理部、合规法律部、稽核审计部等21个部门;公司经纪业务条线分支机构共62家,包括1家经纪业务分公司和61家营业部;此外,下设上海固定收益分公司以及上海分公司(资产管理业务)。截至2022年3月末,公司合并范围内一级子公司共4家,其中3家为全资子公司,包括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”),以及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”)。截至2021年末,公司合并口径职工人数1430人。

截至2021年末,公司合并口径资产总额442.25亿元,其中客户资金存款31.51亿元、客户备付金8.52亿元;负债合计206.33亿元,其中代理买卖证券款43.45亿元;所有者权益235.92亿元,其中归属于母公司所有者权益232.95亿元;母公司口径净资产211.29亿元。

2021 年，公司营业收入为 67.34 亿元，利润总额 19.95 亿元，净利润为 15.99 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 15.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-5.95 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.18 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并口径资产总额 491.14 亿元，其中客户资金存款 28.40 亿元、客户备付金 8.26 亿元；负债合计 262.76 亿元，其中代理买卖证券款 40.68 亿元；所有者权益 228.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益 225.62 亿元。2022 年 1—3 月，公司营业收入为 -6.73 亿元，利润总额-10.06 亿元，净利润为-7.27 亿元，其中归属于母公司所有者净利润-7.18 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-29.02 亿元，现金及现金等价物净增加额-14.95 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：沈春晖。

三、本次跟踪债券概况

本次跟踪债券“22 红塔 01”，发行金额 15.00 亿元，具体见下表，募集资金已按指定用途使用，暂未到首次付息日。

表 2 跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
22 红塔 01	15.00	15.00	2022/03/10	3 年

资料来源：联合资信整理

表 3 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60

1 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

算的几何平均增长率，下同。

CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和Wind数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结

构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、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

近年来股票市场波动较大，债券市场规模持续增长；2020年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动；债券违约向国企蔓延。

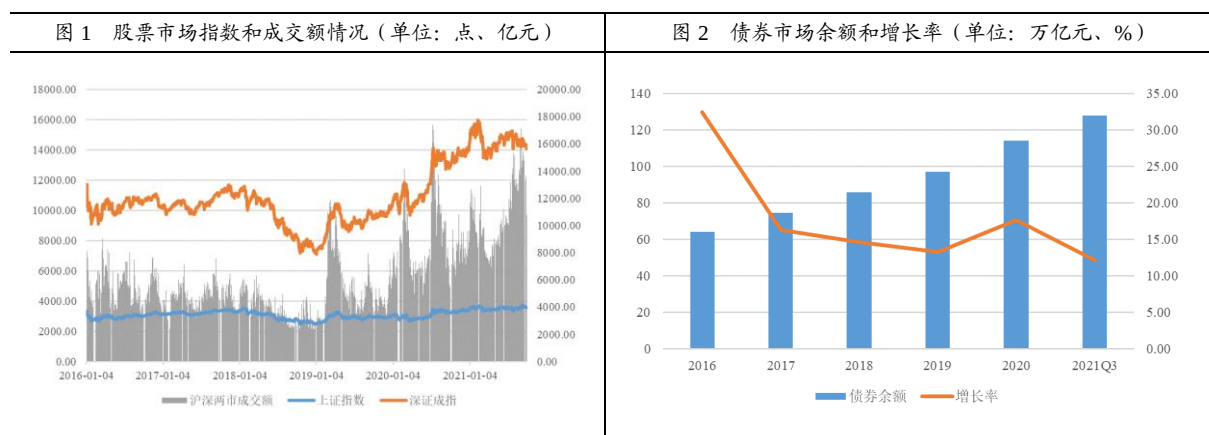
近年来，股票市场震荡加剧，2018年，经济环境下行叠加不利外部影响导致沪深指数出现较大幅度下跌，投资交易量进一步萎缩；2019年，市场预期回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增

长；2020年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据证券交易所公布的数据，截至2020年底，上交所和深交所上市的公司合计4154家；股票市场总市值为79.72万亿元，较2019年底增长34.46%；平均市盈率为25.64倍，较2019年增长5.29倍。2020年全部A股成交额为206.02万亿元，同比增长62.37%。截至2020年底，市场融资融券余额为1.62万亿元，较2019年底增长58.84%，其中融资余额占比为91.54%，融券余额占比为8.46%。2020年，上交所和深交所共实际募集资金1.67万亿元，同比增长8.20%；完成IPO、增发、配股和发行优先股的企业分别为396家、362家、18家和8家；完成可转债和可交债发行的企业分别为206家和41家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双重影响下，债券市场规模不断扩大，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券需求增长。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，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020年，债券市场规模持续增长，受疫情以及货币政策影响，市场利率出现大幅波动，5月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据Wind统计，截至2020年底，债券余额为114.30万亿元，较2019年底增长17.72%。债券发行方面，2020年境内共发行各类债券5.03万只，发行额56.89万亿元，同比增长25.90%。2020年境内债券交易总金额为1282.19万亿元。其中，现券交易成交金额为241.09万亿元，回购交易成交金额为893.97万亿元，同业拆借金额为147.13万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020年全国期货市场累计成交额为437.53万亿元，同比增长50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为115.44万亿元，同比增长

65.80%，占全国市场份额的 26.38%。



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。2020 年 6 月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。2021 年 9 月，定

位为“服务创新型中小企业的主阵地”的北京证券交易所注册成立，我国资本市场的层次布局不断完善。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020 年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020 年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019 年以来增幅较大；盈利能力呈现 U 型走势，2018 年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019 年和 2020 年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司收入来源以经纪业务、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 4 证券行业概况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139	140
盈利家数（家）	124	120	106	120	127	124
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37	88.57
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79	3663.57
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34	1439.79
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90	10.31

净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31	2.49
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82	1.94

资料来源：中国证券业协会

2020 年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020 年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020 年以来涉及证券公司的罚单超过 150 张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投资银行业务、资产管理业务和自营业务遭到重罚。从业务表现看，2020 年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投资银行仍是收入的主要构成，经纪和投资银行业务收入占比较 2019 年有所提升。截至 2020 年底，139 家证券公司总资产为 8.90 万亿元，较 2019 年底增长 22.50%；净资产为 2.31 万亿元，较 2019 年底增长 14.10%，净资本为 1.82 万亿元，较 2019 年底增长 12.35%。2020 年，139 家证券公司实现营业收入 4484.79 亿元，实现净利润 1575.34 亿元，分别同比增长 24.41% 和 27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有 127 家公司实现盈利。

2021 年前三季度，国民经济稳中向好，证券行业保持增长态势。截至 2021 年 9 月底，140 家证券公司总资产为 10.31 万亿元，较 2020 年底增长 15.84%；净资产为 2.49 万亿元，较 2020 年底增长 7.79%；净资本为 1.94 万亿元，较 2020 年底增长 6.59%。2021 年前三季度，140 家证券公司实现营业收入 3663.57 亿元，实现净利润 1439.79 亿元，分别同比增长 7.00% 和 8.51%，经营业绩保持增长态势，其中有 124 家证券公司实现盈利（中国证券业协会统计数据，下同）。

2. 行业政策

在资本市场深化改革背景下，证券公司严

监管态势将延续；2020 年以来多项利好政策密集出台，新《证券法》等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

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，《创业板公开发行股票注册管理办法（试行）》等文件发布，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，证券公司次级债公开发行的放开拓宽了证券公司融资渠道，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。

2021 年 3 月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善了证券公司股东准入和监管的相关要求。

2021 年 4 月，证监会修订《科创属性评价指引（试行）》，新增研发人员占比超过 10% 的常规指标，按照支持类、限制类、禁止类分类界定科创板行业领域，建立负面清单制度；在咨询委工作规则中，完善专家库和征求意见制度，形成

监管合力；交易所在发行上市审核中，按照实质重于形式的原则，重点关注发行人的自我评估是否客观，保荐机构对科创属性的核查把关是否充分，并做出综合判断。

2021年5月，证监会首批证券公司“白名单”公布，对纳入白名单的证券公司取消部分监管意见书要求，同时对确有必要保留的监管意见书，简化工作流程，从事前把关转为事中事后从严监督检查。后续，证监会将根据证券公司合规风控情况对“白名单”持续动态调整。

2021年7月，中国人民银行公布《证券公司短期融资券管理办法》，自2021年9月1日起开始正式实施。中国人民银行对证券公司发行短期融资券实施宏观管理，可根据货币市场流动性和金融市场运行情况，调整证券公司发行的短期融资券余额与净资本比例上限和最长期限。

2021年7月，证监会发布《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》，强化监管力度，督促证券公司认真履职尽责，更好发挥中介机构“看门人”作用。2021年9月，证监会发布《关于修改〈创业板首次公开发行股票发行与承销特别规定〉的决定》，取消新股发行定价与申购安排、投资风险特别公告次数挂钩的要求；删除累计投标询价发行价格区间的相关规定，由深圳证券交易所在其业务规则中予以明确。沪深证券交易所、中国证券业协会同步

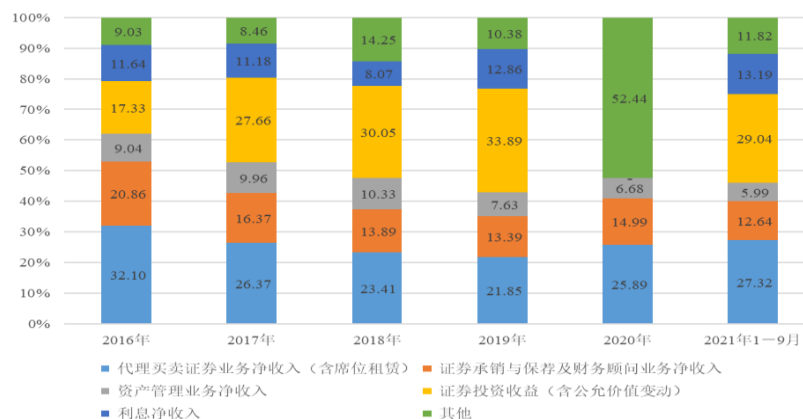
完善了科创板、创业板新股发行定价相关业务规则。同月，证监会发布《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》，进一步规范辅导相关工作，积极为稳步推进全市场注册制改革创造条件。

3. 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；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

经纪业务、自营业务和投资银行业务是我国证券公司主要的业务收入来源，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，经纪业务收入占比呈下降态势，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。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，自营业务收入占比升至30%以上，投资银行业务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。2020年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投资银行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露2020年全行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入
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，收入实现存在较大的波动性。

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在 2016—2019 年持续下降；同时，证券公司客户资金账户非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销的经纪业务模式形成挑战。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，重塑经纪业务条线组织架构、增加投顾人员、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。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，同比下降 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，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10 亿元，同比增长 47.42%。2021 年前三季度，沪深两市成交量 190.30 万亿元，同比增长 20.47%；证券公司实现代理买卖证券业务净收入 1000.79 亿元（含交易单元席位租赁），同比增长 11.19%，证券经纪业务仍具备较强的增长动力。

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。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，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10 亿元，同比增长 47.42%。2021 年上半年，沪深两市成交量 107.27 万亿元，同比增长 20.92%；证券公司代理买卖证券业务净收入 580.40 亿元（含交易单元席位租赁，中国证券业协会统计数据），同比增长 10.95%，证券经纪业务仍具备较强的增长动力。

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、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策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。2020 年以来，A 股 IPO 审核家数及过会率明显提升，2020 年，发审委审核 IPO 家数 634 家，其中 605 家通过审核，过会率达 95.43%，远高于 2019 年全年 277 家审核家数、247 家通过家数及 89.17% 的通过率。2020 年，IPO 发行规模合计 4699.63 亿元，发行家数 396 家，分别同比增长 85.57% 和 95.07%。受再融资新规利好政策影响，2020 年，再融资规模 8854.34 亿元，同比增长 26.10%，扭转下降趋势。科创板方面，2020 年共有 229 家科创类公司提交上交所上市委审核，218 家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模 2262.60 亿元。债券市场方面，2020 年，证券公司积极促

成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资，2020 年证券公司承销各类债券金额 10.05 万亿元，同比增长 32.09%。基于上述因素，2020 年，全行业实现投资银行业务净收入 672.11 亿元，同比增长 39.26%。2021 年前三季度，证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 416.00 亿元，同比下降 3.61%。

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，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2020 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 52.83%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 43.94%。

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 年证券公司业务范围和投资方式限制的放宽以及另类投资子公司设立政策的颁布，意味着证券公司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。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 年的 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。2020 年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨 36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。2021 年前三季度，证券公司实现投资收益（含公允价值变动）

1064.04 亿元，同比增长 4.97%。

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。证券公司资产管理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，资产业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2020 年末，证券公司资产管理业务规模为 10.51 万亿元，较 2019 年末下降 14.48%；2020 年，证券公司实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。2021 年前三季度，证券公司实现资产管理业务净收入 219.62 亿元，同比增长 3.28%。

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；2020 年融资融券业务大幅增长但风险可控，股票质押业务风险继续化解。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为自身业绩的提升作出一定贡献。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，截至 2020 年末，融资融券余额 1.62 万亿元，较 2019 年末增长 58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。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，股票质押业务风险有所缓解。截至 2020 年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为 5.42%，较年初下降 0.79 个百分点；控股股东持股质押比例超过 80% 的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。但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。截至 2021 年 9 月末，沪深两市两融余额为 18415.25 亿元，较年初增长 13.74%。随着两融余额的稳步增长，信用业务利息净收入亦呈增长态势。2021 年前三季度，证券公司实现利息净收入 483.07 亿元，同比增长 8.41%。

4. 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、差异化和专业化竞争演变。

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。2020 年 7 月，证监会提出，鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段。2020 年 3 月，中信证券股份有限公司完成对广州证券股份有限公司 100% 股权的并购，进一步稳固了其龙头券商的地位；4 月，天风证券已基本完成对恒泰证券 29.99% 股权的收购；10 月，国联证券和国金证券因合并过程中未就核心条款达成一致意见，宣布终止并购，成为继 6 月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此，证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业“马太效应”的凸显，市场化并购有助于龙头证券公司

稳固行业地位，弥补自身业务短板，实现跨区域资源调配。

近年来，证券公司持续补充净资本，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、财达证券已实现 A 股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券等证券公司已处于 IPO 辅导期或已过会阶段。2020 年，共计 16 家上市证券公司完成增发和配股，其中海通证券和国信证券分别增发募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，招商证券完成配股募资 126.83 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。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 4 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。截至 2020 年末，中国内地外资控股证券公司已达 8 家，其中四家为新设立合资证券公司，系野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司，另外 4 家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司，系瑞银证券有限责任公司、瑞信证券（中国）有限公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司。此外，证监会批准新设金圆统一证券有限公司和甬兴证券有限公司 2 家国内证券公司，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内证券公司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证券公司面临挑战，放宽证券公司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 2020 年末

证券公司所有者权益排序,2020 年前十大证券公司实现营业收入合计 2994.25 亿元,净利润 995.85 亿元,占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.76%和 63.21%。截至 2020 年底,前十大证券公司资产总额为 5.85 万亿元,占全行业总资产的 65.70%。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 5 截至 2020 年末/2020 年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	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37
4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

资料来源: Wind

5. 未来动向

随着监管力度的加强,证券行业严监管态势将延续;需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

2020 年 7 月,广发证券及 14 名高管因康美药业造假事件被处以“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。同时,中央经济工作会议针对 2021 年资本市场提到“要健全金融机构治理,促进资本市场健康发展,提高上市公司质量,打击各种逃废债行为”,“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为 2021 年的一个工作重点,因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点,对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

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,兼并收购及协

同发展有望成为行业战略发展的重要主题。

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,并希望借助金融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的先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外,证监会于 2019 年明确表态要打造“航母级证券公司”,于 2020 年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且行业内收购事件已有发生,这将有助于大型证券公司巩固市场地位,实现优势互补及自身快速发展,亦

加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，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，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月末，公司注册资本及实收资本均为47.17亿元，控股股东云南合和持股30.17%，中国烟草间接持有公司合计59.49%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司作为上市证券公司，业务牌照齐全，网点遍布全国主要地区，资本实力处于行业内中上游水平，具备较强的经营实力。

经过多年发展，公司各项业务牌照齐全，具备完整的证券业务板块，现已成为全国性综合类上市证券公司之一。公司业务网点遍布全国，截至2021年末，公司在云南、上海、北京、重庆等地拥有64家分支机构，其中包括1家资管业务分公司、1家固定收益分公司、1家经纪业务分公司和61家营业部，覆盖了中国主要的经济发达地区；其中，云南省内营业部30家，公司经纪业务在云南省内具有一定区域竞争优势。2019年7月，公司成功实现A股上市，公司资本实力和品牌影响力进一步提升。2021年8月，公司成功完成配股发行，资本实力再次增强，处于行业中上游水平。根据中国证券业协会排名，公司资本实力排名行业中上游水平，证券投资业务收入排名行业前列，其余各项业务均处于行业中游水平，整体业务竞争力较强。

表6 公司主要业绩排名 单位：名

项目	2018年	2019年	2020年
净资本	35	28	36
营业收入	56	48	46
证券经纪业务收入	68	67	69

投资银行业务收入	80	83	66
融资类业务收入	52	49	48
证券投资收入	42	21	17

注：2021年经营业绩排名暂未披露

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

3. 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（统一社会信用代码：91530000734309760N），截至2022年5月17日查询日，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，截至本报告出具日，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，公司过往履约情况良好。

截至2021年末，公司共获银行授信308亿元，间接融资渠道畅通。

七、管理分析

2021年以来，公司内部管理制度未发生重大变化，管理团队有所变更，但对公司经营管理影响不大；内控管理机制进一步完善，分类评价处于行业一般水平。

2021年以来，公司内部管理及主要制度未发生重大变化；2021年1月，公司原董事、董事长李剑波因工作调整原因离任，李石山自2021年2月起担任公司董事长；2021年6月，公司完成董事会和监事会的换届工作，分别涉及9名董事和5名监事的变更，2022年2月，翟旭和邓康担任公司董事，至此公司无空缺董事、监事；2021年6月，公司完成高级管理人员的聘任工作，涉及6名高级管理人员的变更，整体对公司经营管理影响不大。

公司按照《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》和《证券公司治理准则》等有关法律、法规的规定，不断完善法人治理结构，健全公司治理制度，增强决策能力，提高经营管理水平。公司不断深入推进党建入章工作，持续强化党组织在公司治理结构中的法定地位，严格执行前置研究程序，将党的领导融入公司治理各

个环节。

2021年以来，公司未收到证券监督管理部门出具的行政监管措施。2021年，公司的证监会分类评级结果为B类BB级，较上年末评级有所下降，内控管理水平一般，有待进一步提升。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，受期货业务收入增幅较大影响，公司收入构成有所变化，但仍主要来自期货和证券投资业务；营业收入及利润总额有所增长。2022年1—3月，受市场波动影响，公司投资资产公允价值下跌，使得营业收入和利润总额均呈现较大规模亏损。公司盈利较为依赖证券投资业务，经营易受市场环境的影响，收入波动性较大。

随着市场交投活跃度的提升，2021年，公司营业收入67.34亿元，同比增长20.53%，增幅高于行业平均水平，主要系公司期货风险管理子公司基差交易、仓单服务、合作套保等业务销售收入增加所致；受益于此，公司实现净利润15.99亿元，同比增长10.16%，增幅不及行业平均水平，主要系公司期货风险管理子公司销售成本

较上年大幅增长所致。

从收入构成来看，期货业务对收入贡献度很高。2021年，公司期货业务取得较好发展，收入大幅增至39.30亿元，主要系现货贸易规模增加所致，但同时现货贸易成本较高，整体期货业务利润贡献度一般。剔除期货业务来看，2021年，证券投资业务收入仍旧是公司重要收入来源，占比25.82%，收入规模较上年有所下降，主要系受证券市场波动影响所致；信用交易业务收入占比5.30%，收入规模较上年末有所下降，主要系月均股票质押业务规模下降所致；证券经纪业务收入较上年基本持平，资产管理业务和投资银行业务收入规模较上年有所增加，基金管理业务收入规模较去年有所减少，整体看上述四项业务对收入的贡献度仍较低。

2022年1—3月，受市场行情下跌影响，公司营业总收入-6.73亿元，较上年同期下降140.63%，主要系公司自营投资资产公允价值大幅下跌所致，公司公允价值变动损益为-12.03亿元；此外公司手续费及佣金净收入为0.79亿元，同比下滑26.53%，主要系资管业务手续费收入下滑所致。受收入规模大幅下降影响，公司净利润为-7.27亿元，亏损规模较大。

表 7 公司营业收入结构 单位：亿元、%

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	1.61	7.81	2.19	3.92	2.20	3.27
证券投资业务	15.00	72.59	22.21	39.75	17.39	25.82
资产管理业务	0.28	1.35	0.14	0.25	2.13	3.16
投资银行业务	0.44	2.11	1.59	2.85	2.21	3.28
信用交易业务	4.28	20.72	4.61	8.25	3.57	5.30
期货业务	1.59	7.68	28.05	50.21	39.87	59.21
私募投资业务	0.45	2.19	0.26	0.47	1.02	1.51
基金管理业务	1.40	6.80	2.31	4.13	1.62	2.41
未分配支出	-3.77	-18.23	-3.79	-6.78	0.28	0.42
分部间抵消	-0.62	-3.03	-1.70	-3.04	-2.95	-4.38
证券研究业务	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.003	0.00
合计	20.66	100.00	55.87	100.00	67.34	100.00

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2. 业务运营

(1) 证券经纪业务

2021年，证券市场交投较活跃，公司证券经纪业务收入略有增长，佣金率有所下降，仍处于较高水平。

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。2021年，公司不断优化经纪业务管理组织架构，将原零售与网络金融业务部更名为财富管理中心，下设渠道与分支机构管理、投教与客户服务、产品管理、集中运营、技术支持、合规风控6个二级部门，经纪业务的统筹管理职能由财富管理中心负责，各经纪业务分支机构负责落地的营销工作。同时，公司积极开展战略部署，截至2021年末，公司在云南、上海、北京、重庆等地拥有62家分支机构，包括1家经纪业务分公司和61家营业部，覆盖了中国主要的经济

发达地区；其中，云南省内营业部30家，公司经纪业务在云南省内具有一定区域竞争优势，为业务开展提供了充足的客户资源保障。

证券经纪业务受证券市场行情的影响，代理买卖业务结构有所波动，但仍以股票和债券为主。2021年，公司代理股票交易量为3477.93亿元，同比增长7.81%，主要系当年股票市场交易活跃所致。2021年，公司债券交易量为2726.54亿元，较上年增长23.23%；公司基金交易量相对较小，对代理买卖证券交易量贡献低。综上，2021年，公司代理买卖证券交易量为6276.79亿元，同比增长14.10%。

2021年，公司证券经纪业务实现收入2.20亿元，较上年略有增长。2021年，公司佣金率0.61%，较去年有所下降，因云南地区营业部佣金水平较高，因此公司佣金率显著高于行业平均水平，未来存在一定的下降压力。

表 8 公司证券经纪业务情况表 单位：亿元、%

项 目	2019 年		2020 年		2021 年	
	交易量	占比	交易量	占比	交易量	占比
股票	2187.79	50.14	3225.85	58.64	3477.93	55.41
基金	33.72	0.77	62.58	1.14	72.33	1.15
债券	2141.81	49.09	2212.54	40.22	2726.54	43.44
合计	4363.32	100.00	5500.97	100.00	6276.79	100.00
平均佣金率(%)	0.70		0.64		0.61	

资料来源：公司提供，联合资信整理

(2) 投资银行业务

公司投资银行业务资质齐全，随着前期储备债券项目落地，2021年业务收入规模有所增加，但整体业务竞争力一般。

公司投资银行业务由投资银行事业总部负责开展，业务重点围绕承销与保荐、债券承销、财务顾问、资产证券化等业务板块，并借助股东资源优势，积极拓展和储备客户项目。截至2021年末，投资银行事业总部在册人员128人，硕士及以上学历占比74%。2021年，公司投资银行业

务实现收入2.21亿元，同比增长38.99%，主要系前期储备债券项目落地所致。

2021年，公司积极储备保荐业务、努力拓展债券业务，重点加大在云南地区的投入；期间完成1单联合保荐科创板IPO，3单再融资业务，并完成了14只债券项目发行。

从项目储备来看，截至2021年末，公司在审项目10个（含2个IPO项目和8个公司债项目）；已拿批文未实施项目8个（含7个债券项目和1个IPO项目），公司项目储备情况尚可。

表 9 公司投行业务情况表 单位：个、亿元

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	主承销数量	主承销金额	主承销数量	主承销金额	主承销数量	主承销金额
IPO	1	5.06	1	9.66	1	1.52
再融资	1	42.86	2	28.77	3	75.52
债券承销	12	30.70	7	39.79	14	88.41
ABS/ABN	11	5.40	6	3.78	0	0.00

注：1. 公司再融资项目包括增发、配股、优先股及可转债；债券承销包括地方政府债、非政策性金融债、企业债、公司债、可转债等；2. 上表统计口径包含联合主承销，由于主承销金额分摊金额披露不充分，Wind 在无确切数据情况下按照算术平均法在各主承销间进行分配，上表主承销金额数据可能存在一定误差；3. 可转债/可转债按照上市口径统计

资料来源：Wind 投行业务排行榜，联合资信整理

（3）证券投资业务

2021年，受证券市场波动影响，公司证券投资业务收入有所下降，投资规模有所增长，投资仍以债券为主。

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。

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。受证券市场波动影响，2021年，公司证券投资业务实现收入17.39亿元，同比下降21.70%。

2021年，公司证券投资业务规模较上年末增加23.15%至236.10亿元，其中对债券、股票、

基金的投资规模均有所增长。从持仓结构来看，2021年，公司债券持仓占比有所上升，仍为主要的持仓品种，股票和基金持仓占比上升，其他类投资（主要为理财产品、资管产品等）占比下降。2021年，公司持仓AAA级的债券占比有所下降，增加了地方政府债券投资，债券持仓主要以AA级以上信用债为主。2021年以来公司配置上以优质债券作为主要方向，控制整体仓位和组合久期，丰富了投资品种，新增了对地方政府债、可转债等品种投资。截至2021年末，公司固收类投资不存在违约事件。

截至2021年末，公司自营非权益类证券及衍生品/净资本指标为88.38%，较上年末下降33.58个百分点，主要系非权益类证券及其衍生品规模增幅不及净资本增幅所致；自营权益类及证券衍生品/净资本指标为23.81%，较上年末增加8.40个百分点，均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

表 10 公司证券投资情况 单位：亿元、%

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	194.67	77.80	119.44	62.30	157.45	66.69
其中：AAA 级信用债	150.20	60.02	51.93	27.09	29.90	12.66
AA~AA+级信用债	44.05	17.60	58.59	30.56	76.52	32.41
BBB~AA-级信用债	0.24	0.10	--	--	--	--
BBB 级以下信用债	--	--	0.53	0.28	1.06	0.45
政策性金融债、政府支持机构债券	0.18	0.07	--	--	--	--
可转换债券	--	--	8.39	4.38	12.83	5.43
地方政府债	--	--	--	--	37.13	15.73
股票	8.61	3.44	19.90	10.38	38.99	16.51
基金	39.81	15.91	15.96	8.33	28.21	11.95

其他	7.15	2.86	36.42	18.99	11.45	4.85
合计	250.24	100.00	191.72	100.00	236.10	100.00
自营权益类证券及衍生品/净资本	7.38		15.41		23.81	
自营非权益类证券及衍生品/净资本	158.99		121.96		88.38	

注：上表为母公司口径

资料来源：公司提供，联合资信整理

（4）资产管理业务

2021年，公司资产管理规模小幅下降，业务全部为主动管理类；受公司纾困基金净值变化影响，资产管理业务收入实现较好增长。

公司由上海分公司负责开展集合资产管理业务和定向资产管理计划，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”）负责开展专项资产管理业务；同时，公司由控股子公司红塔基金负责开展基金管理业务。2021年，公司资产管理业务实现收入2.13亿元，较上年末增长142.14%，主

要系公司以自有资金设立并管理的纾困基金净值变化所致。

从管理规模和业务结构来看，截至2021年末，公司资产管理规模较上年末略有下降至585.90亿元；公司资产管理业务类型以定向资产管理计划为主，占比96.02%。截至2021年末，公司证券资产管理业务均为主动管理类业务。

截至2021年末，公司资产管理业务涉及风险事件2起，涉及金额3.89亿元，涉及公司自有资金0.97亿元，未计提减值损失，存在一定减值计提压力。

表 11 公司资产管理业务情况表 单位：亿元、%

项目		2019 年末		2020 年末		2021 年末	
		规模	占比	规模	占比	规模	占比
产品类型	集合	2.25	0.18	3.57	0.60	1.16	0.20
	定向	549.27	43.63	580.67	97.70	562.61	96.02
	专项	707.47	56.19	10.07	1.69	22.12	3.78
管理方式	主动管理	396.53	31.50	594.31	100.00	585.90	100.00
	被动管理	862.46	68.50	0.00	0.00	0.00	0.00
合计		1258.99	100.00	594.31	100.00	585.90	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

基金管理业务方面，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 2021 年末，公司管理公募基金 16 只，管理规模 92.87 亿元，较年初增长 40.50%，主要得益于公司非货币公募基金规模较快增长所致。2021 年，公司基金管理业务实现收入 1.62 亿元。

（5）信用交易业务

2021年，受股票质押业务月均规模下滑影响，公司信用交易业务收入下降，期末信用业务余额有所增长；公司信用交易业务存在部分逾期项目，需关注信用业务风险及后续违约处

置情况。

公司开展的信用交易业务包括融资融券和股票质押式回购。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。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。2021年，公司信用交易业务收入同比下降8.54%至3.57亿元。2021年，公司信用业务杠杆率为27.07%，较上年末有所下降，整体处于很低水平。

融资融券业务方面，截至2021年末，公司融资融券业务余额为14.10亿元，较上年末增长6.98%，主要得益于当年证券市场活跃度提升。2021年，公司融资融券业务实现收入0.86亿元，同比增长3.61%，主要系日均业务规模增加所致。

股票质押式回购业务方面，截至2021年末，公司股票质押式回购业务规模为48.03亿元，较上年末略有增长。2021年，公司股票质押式回购业务实现收入2.72亿元，同比下降27.85%，主要

系月均股票质押业务规模下降所致。

截至2021年末，公司股票质押式回购业务存续违约业务7笔，涉及融资余额共2.04亿元，涉及质押标的包括保力新(300116.SZ)和ST*柏龙(002776.SZ)，公司根据逾期信用损失模型对上述风险项目共计提减值准备1.68亿元，总计提比例82.35%，计提比例较高；公司融资融券业务存续违约客户5个，涉及违约金额合计0.04亿元，已全额计提减值准备。

表 12 公司信用交易类业务情况 单位：亿元

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	余额	收入	余额	收入	余额	收入
融资融券	11.52	0.72	13.18	0.83	14.10	0.86
股票质押式回购	62.23	3.56	47.09	3.77	48.03	2.72
合计	73.75	4.28	60.27	4.61	62.13	3.58

资料来源：公司提供，联合资信整理

(6) 子公司业务

子公司运营情况较好。

红塔期货负责公司期货业务运营，主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理。截至2021年末，红塔期货注册资本及实收资本均为10.00亿元，总资产24.72亿元，净资产10.96亿元。2021年，红塔期货实现营业收入39.89亿元，实现净利润0.07亿元。此外，2019年，红塔期货设立风险管理子公司上海红塔众鑫企业管理有限公司，注册资本及实收资本均为1.00亿元。

红证利德负责公司私募投资业务运营，主要从事投资管理；资产管理。截至2021年末，红证利德注册资本及实收资本均为6.00亿元，总资产7.52亿元，净资产7.24亿元。2021年，红证利德实现营业收入1.02亿元，实现净利润0.64亿元。

红证均方负责公司另类投资业务运营，主要从事金融产品的投资（除专项审批），投资咨询（除经纪），投资管理，实业投资。截至2021年末，红证均方注册资本20.00亿元，实收资本13.00亿元，总资产17.39亿元，净资产16.50亿元。2021年，红证均方实现营业收入1.22亿元，实现净利润0.92亿元。

表 13 截至 2021 年末公司主要一级子公司情况

单位：亿元、%

名称	注册资本	持股比例	总资产	净资产
红塔期货	10.00	100.00	24.72	10.96
红证利德	6.00	100.00	7.52	7.24
红证均方	20.00	100.00	17.39	16.50

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 未来发展

公司发展战略符合自身特点，能够对业务开展形成良好的指导，但公司经营易受经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化等因素影响，未来发展存在一定不确定性。

公司的发展愿景和目标是维护国家利益和金融投资者利益，成为一家融入国家产业和经济发展大局，轻重并举、特色鲜明的高质量发展券商。为此，公司将持续坚持以市场为导向，以客户为中心，多位一体完善与提升管理架构、运行机制和业务布局；稳固“重资本业务”传统优势，以“重资本业务”拉动“轻资本业务”，进一步提升主动管理能力，深入布局财富管理业务体系；通过融入烟草行业发展、聚焦核心行业及产品、寻找外延式扩张机会等举措，弥补业务短板，创造业务机会，打造公司在细分领域的影响力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2019年的审计报告经立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具无保留意见,公司2020—2021年的审计报告由信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具无保留意见。2019年,公司合并范围内增加2家子公司;2020年和2021年,公司合并范围无变化。整体来看,财务数据可比性尚可。2022年一季度财务报告未经审计。

截至2021年末,公司合并口径资产总额442.25亿元,其中客户资金存款31.51亿元、客户备付金8.52亿元;负债合计206.33亿元,其中代理买卖证券款43.45亿元;所有者权益235.92亿元,其中归属于母公司所有者权益232.95亿元;母公司口径净资本211.29亿元。2021年,公司营业收入为67.34亿元,利润总额19.95亿元,净利润为15.99亿元,其中归属于母公司所有者净利润15.76亿元;经营活动产生的现金流量净额为-5.95亿元,现金及现金等价物净增加额13.18亿元。

截至2022年3月末,公司合并口径资产总额491.14亿元,其中客户资金存款28.40亿元、

客户备付金8.26亿元;负债合计262.76亿元,其中代理买卖证券款40.68亿元;所有者权益228.37亿元,其中归属于母公司所有者权益225.62亿元。2022年1—3月,公司营业收入为-6.73亿元,利润总额-10.06亿元,净利润为-7.27亿元,其中归属于母公司所有者净利润-7.18亿元;经营活动产生的现金流量净额为-29.02亿元,现金及现金等价物净增加额-14.95亿元。

2. 资金来源与流动性

截至2021年末,公司自有负债规模有所下降,杠杆水平处于行业较低水平,但债务期限仍主要集中于2022年到期,需要关注流动性管理情况。截至2022年3月末,受发行债券和卖出回购金融资产款增加影响,公司负债总额有所增长。

截至2021年末,公司负债总额206.33亿元,较上年末下降12.62%,主要系次级债务大量到期赎回所致。截至2021年末,公司自有负债为156.34亿元,较上年末下降17.23%。公司自有负债的构成有所变化,2021年末自有负债主要由其他负债(占46.87%)和卖出回购金融资产款(占45.36%)构成,其余负债科目占比相对较小。

表14 公司负债情况表 单位:亿元、%

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
负债总额	318.41	236.14	206.33	262.76
自有负债	284.12	188.89	156.34	/
其中:应付短期融资款	83.83	8.77	1.95	3.00
卖出回购金融资产款	106.44	52.86	70.92	117.50
其他负债	83.76	115.49	73.28	72.43
应付债券	0.00	0.00	0.00	15.01
其他	10.09	11.77	10.19	/
非自有负债	34.29	47.26	49.98	/
其中:代理买卖证券款	30.04	38.81	43.45	40.68
全部债务	277.52	183.31	152.91	/
其中:短期债务	195.53	70.14	79.41	/
长期债务	81.99	113.16	73.50	/
自有资产负债率	67.60	56.23	39.86	/
净资本/负债(母公司口径)	53.69	77.63	139.45	/
净资产/负债(母公司口径)	47.20	77.66	149.52	/

注:此处净资本/负债、净资产/负债指标采用母公司口径监管报表指标

资料来源:公司审计报告、一季度财务报告、风险控制指标监管报表,联合资信整理

截至 2021 年末，公司应付短期融资款 1.95 亿元，较上年末下降 77.77%，主要系公司发行的收益凭证和短期融资券到期兑付所致。

截至 2021 年末，公司卖出回购金融资产款为 70.92 亿元，均为债券质押式卖出回购，较上年末增长 45.36%，主要系公司增加证券投资规模所致。

公司其他负债科目主要由次级债务和其他应付款组成。截至 2021 年末，公司其他负债 73.28 亿元，较上年末下降 36.55%，主要系公司 2021 年次级债务规模减少所致，其中次级债务规模 72.31 亿元，主要系股东及关联方提供的次级借款，其中到期期限在一年以内的占比 42.26%。

从负债水平来看，截至 2021 年末，公司自有资产负债率为 39.86%，较上年末下降 16.37 个百分点，结合整体行业看，公司负债水平较低；公司净资本/负债和净资产/负债分别为 139.45%和 149.52%。

从债务来看，截至 2021 年末，公司全部债务为 152.91 亿元，受长期债务中次级债务到期和期限变化影响，公司债务结构变为以短期债务为主，其中短期债务占比为 51.93%，长期债务占比为 48.07%。

从到期期限结构来看，截至 2021 年末，公司债务主要集中在 2022 年到期，需要公司进行较好的流动性管理。

表 15 截至 2021 年末公司债务到期期限结构情况

单位：亿元、%

到期期限	金额	占比
2022 年	104.27	72.27
2023 年	10.00	6.93
2024 年	30.00	20.79
2025 年及之后	--	--
合计	144.27	100.00

注：上表统计口径仅统计本金

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额 262.76 亿元，较上年末增加 27.35%，其中发行普通债券“22 红塔 01”15.00 亿元，卖出回购金融资

产款增加 65.68%至 117.50 亿元。

截至 2021 年末，公司资产规模有所增加，自有资产主要由货币资金、金融投资资产等构成，资产流动性较好，整体资产质量较高。截至 2022 年 3 月末，受投资规模增加影响，公司资产总额有所增长。

截至 2021 年末，公司资产总额为 442.25 亿元，较上年末增长 15.42%，主要系交易性金融资产中债券持仓规模增加所致；其中公司自有资产为 392.26 亿元，占资产总额的比重为 88.70%，公司资产以自有资产为主。截至 2021 年末，公司资产主要由交易性金融资产（占 60.53%）、买入返售金融资产（占 12.55%）、货币资金（占 15.65%）和融出资金（占 3.22%）构成。

截至 2021 年末，公司货币资金 69.23 亿元，较上年末增长 23.92%；公司自有货币资金增加至 37.72 亿元。截至 2021 年末，公司货币资金受限金额为 1.11 亿元，受限比例较低。

截至 2021 年末，公司买入返售金融资产 47.32 亿元，较上年末下降 1.14%；截至 2021 年末，公司买入返售金融资产中主要为股票质押式回购，占比 89.42%，计提减值准备 2.01 亿元。

截至 2021 年末，公司金融投资资产 274.13 亿元，较上年末增长 22.90%，主要系交易性金融资产规模增加所致，其中交易性金融资产 267.69 亿元，占比为 97.65%。截至 2021 年末，公司交易性金融资产主要由债券（占 59.79%）、股票（占 16.70%）和公募基金（占 13.06%）构成。截至 2021 年末，公司交易性金融资产受限金额为 99.08 亿元，占交易性金融资产的比重为 37.01%，主要为质押式回购交易设定质押，受限比例较高。

公司其他资产主要包括其他应收款、存货和预付款项等。截至 2021 年末，公司其他资产 1.77 亿元，较上年末下降 86.92%，主要系公司收回业务支付的保证金及押金导致其他应收款大幅下降以及存货和预付账款大幅下降所致。截至 2021 年末，公司其他资产中存货 0.83 亿

元,均为库存商品,占其他资产的比重为 46.89%。 产的比重为 28.90%,较上年末增加 3.54 个百分点,资产流动性较好;整体资产质量较高。

表 16 公司资产情况表 单位:亿元、%

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产总额	454.61	100.00	383.18	100.00	442.25	100.00	491.14	100.00
其中:自有货币资金	36.65	8.06	27.89	7.28	37.72	8.53	24.77	5.04
买入返售金融资产	66.64	14.66	56.13	14.65	55.49	12.55	47.32	9.63
交易性金融资产	260.06	57.21	218.64	57.06	267.69	60.53	295.65	60.20
融出资金	11.50	2.53	13.06	3.41	14.24	3.22	13.34	2.72
其他债权投资	7.49	1.65	3.35	0.87	5.38	1.22	44.24	9.01
其他资产	25.57	5.63	13.53	3.53	1.77	0.40	1.61	0.33
自有资产	420.32	92.46	335.92	87.67	392.26	88.70	/	/
优质流动性资产	131.31	--	81.03	--	109.26	--	/	/
优质流动资产/总资产	31.88		25.36		28.90		/	

资料来源:公司审计报告、一季度财务报告、风险控制指标监管报表,联合资信整理

截至 2022 年 3 月末,公司资产总额 491.14 亿元,较上年末增长 11.05%,主要系受公司投资规模增加影响,其中其他债权投资大幅增长

3. 资本充足性

随着利润留存和配股发行完成,2021 年,公司所有者权益进一步增加,所有者稳定性较好;公司主要风险控制指标均持续优于监管指标,整体资本充足性较好。截至 2022 年 3 月末,受发生较大亏损的影响,公司所有者权益规模有所下降。

截至 2021 年末,公司所有者权益为 235.92 亿元,较上年末增长 60.45%,主要系配股增资所致;其中归属于母公司的所有者权益为 232.95 亿元,其中实收资本、资本公积、一般风险准备、未分配利润分别占比 20.25%、52.81%、7.90%和 14.94%,公司所有者权益的稳定性较好。针对 2021 年产生的利润,公司预计分红 4.73 亿元,占 2021 年净利润的比重为 29.58%,公司

722.30%至 44.24 亿元,交易性金融资产增长 10.44%至 295.65 亿元。

分红力度一般。整体看,利润留存对资本仍具有较好补充作用。

截至 2021 年末,公司确保了各项风险控制指标符合监管标准。截至 2021 年末,公司净资本规模为 211.19 亿元,较上年末增长 51.31%,主要系公司配股增资致使核心净资本增加所致;其中附属净资本规模为 22.00 亿元,较上年末下降 38.89%,主要系公司借入的次级债规模下降所致。从主要风控指标来看,截至 2021 年末,公司净资本/净资产指标为 93.27%,较上年末下降 6.69 个百分点;资本杠杆率指标由 32.24%增长至 49.72%;各项风险资本准备之和由 70.67 亿元下降至 58.75 亿元;风险覆盖率指标由 197.58%增加至 359.62%。

表 17 公司风险控制指标监管报表 单位:亿元、%

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	监管标准	预警指标
核心净资本	104.24	103.64	189.29	--	--
附属净资本	46.00	36.00	22.00	--	--
净资本	150.24	139.64	211.29	--	--
净资产	132.06	139.69	226.54	--	--

各项风险资本准备之和	44.61	70.67	58.75	--	--
风险覆盖率	336.76	197.58	359.62	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率	25.24	32.24	49.72	≥8.00	≥9.60
净资本/净资产	113.76	99.96	93.27	≥20.00	≥24.00

数据来源：公司风险控制指标监管报表

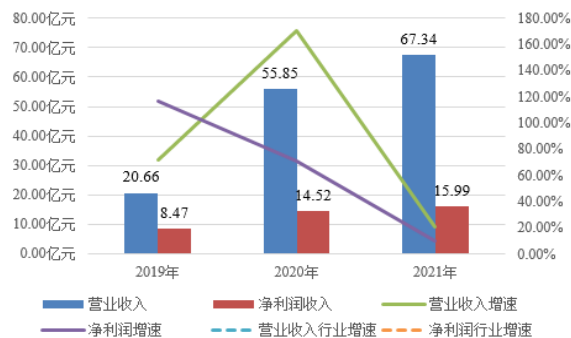
受2022年一季度公司发生较大亏损造成未分配利润减少的影响，截至2022年3月末，公司所有者权益下降3.20%至228.37亿元，所有者权益结构变化不大，稳定性较好。

4. 盈利能力

2021年，公司收入及利润规模保持增长趋势，盈利水平仍保持较高水平，盈利能力较强；但公司证券投资业务对利润的贡献度较高，易受市场波动影响。2022年1—3月，市场波动加剧等因素影响，公司发生较大规模亏损，整体盈利波动性较大。

2021年，公司营业收入67.34亿元，同比增长20.57%，主要系公司期货业务收入大幅增长所致。

图5 公司盈利规模情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

从营业支出来看，2021年，公司营业支出增加至47.53亿元，主要系期货业务风险子公司销售成本大幅增加所致；公司营业支出主要由其他业务成本构成，占比81.85%，其中其他业务成本主要由现货业务成本构成，占比99.95%。2021年，公司转出各项资产减值损失0.39亿元，主要系公司股票质押式回购业务部分风险项目得以全部清收，原计提的预期信用损失转回所致。2021年，公司营业费用率和公司薪酬收入比持续下降，主要受期货业务营业收入大幅增加的影响，导致营业费用率和薪酬收入比大幅下降。

从盈利规模来看，2021年，公司实现净利润15.99亿元，同比增长10.16%；公司自有资产收益率和净资产收益率分别为4.39%和8.35%，盈利能力较强。

表18 公司主要盈利能力指标 单位：%、名

项目	2019年	2020年	2021年
营业费用率	37.80	15.21	12.97
薪酬收入比	21.30	8.27	5.90
营业利润率	54.54	32.95	29.42
自有资产收益率	2.53	3.84	4.39
净资产收益率	6.74	10.25	8.35
净资产收益率行业排名	28	10	/
盈利稳定性	41.56	47.00	22.99

资料来源：公司审计报告，证券业协会，联合资信整理

2022 年一季度，市场波动加剧，叠加疫情反复，公司经营活动受到影响，业绩承压。2022 年 1—3 月，公司营业收入-6.73 亿元，较上年同期下降 140.63%，主要系公司交易性金融资产公允价值变动损益和投资收益同比减少，期货风险管理子公司开展的基差交易、仓单服务等

业务收缩，导致其他业务收入同比减少影响所致；受收入规模大幅下降影响，公司发生亏损 7.27 亿元。

从同行业对标企业来看（如下表），2021 年公司杠杆水平优于对标企业，盈利能力及费用控制能力优于样本企业平均水平。

表 19 证券公司行业 2021 年财务指标比较 单位：%

项目	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
国元证券股份有限公司	6.05	2.38	39.51	36.37	64.37
东北证券股份有限公司	9.45	3.02	42.32	24.05	68.94
华安证券股份有限公司	8.04	3.02	44.30	7.60	62.59
上述样本企业平均值	7.85	2.81	42.04	22.67	65.30
红塔证券股份有限公司	8.35	4.39	12.97	22.99	39.86

资料来源：公司财务报告、公开资料，联合资信整理

5. 或有事项

公司或有负债风险较低。

截至 2021 年末，公司无对外担保事项。

截至 2021 年末，公司不存在涉案金额占公司最近一期经审计净资产绝对值 10%以上的重大诉讼、仲裁事项。公司尚未了结、作为被告的涉案金额超过人民币 1000 万元的诉讼、仲裁事项主要有 1 起，主要系江苏中超控股股份有限公司申请财产保全错误造成的损失纠纷，涉及或有赔偿金额共计 0.62 亿元。

十、外部支持

公司股东及实际控制人实力强大，能够从资本补充、资金支持、业务资源等方面为公司提供较强的支持。

公司控股股东云南合和是云南中烟工业有限责任公司旗下的资产管理运营平台，业务领域涵盖金融产业、酒店地产、高速公路等行业，具有很强的综合竞争力。公司实际控制人系中国烟草，成立于 1982 年 1 月，其对中国烟草行业进行集中统一管理。目前，中国烟草设有省级烟草专卖局（公司）33 家，地市级烟草专卖局（公司）446 家，县级烟草专卖局（分公司或营销部）2283 家；卷烟工业企业和烟机制造企业 105 个，烟叶复烤企业 56 个；各其他单位和企

业 140 个；在境外投资设立卷烟工厂和配套企业 30 个；另有直属科研单位和烟机、醋纤等生产企业；产业资源丰富。2021 年 8 月，公司完成配股增资，公司控股股东云南合和、公司实际控制人中国烟草控制的其他股东中国双维投资有限公司、云南华叶投资有限责任公司、中国烟草总公司浙江省公司、昆明万兴房地产开发有限公司均履行了其全额认购的承诺，占本次可配股股份总数的 59.41%。此外，公司股东及股东下属单位向公司提供了次级借款，为公司业务开展提供了较大资金支持。

十一、债券偿还能力分析

公司各项指标对全部债务的覆盖程度较好；同时考虑到公司股东实力强大，自身资本实力较强，且资产质量较好等因素，公司对本次跟踪债券偿还能力极强。

1. 普通债券

截至本报告出具日，公司存续期内债券仅“22红塔01”，存续金额15.00亿元。

截至2021年末，公司全部债务为152.91亿元，除所有者权益外，营业收入和经营活动现金流入额未能对公司全部债务完全覆盖，整体看，公司各项指标对全部债务的覆盖程度较好。

表 20 公司债券偿还能力指标

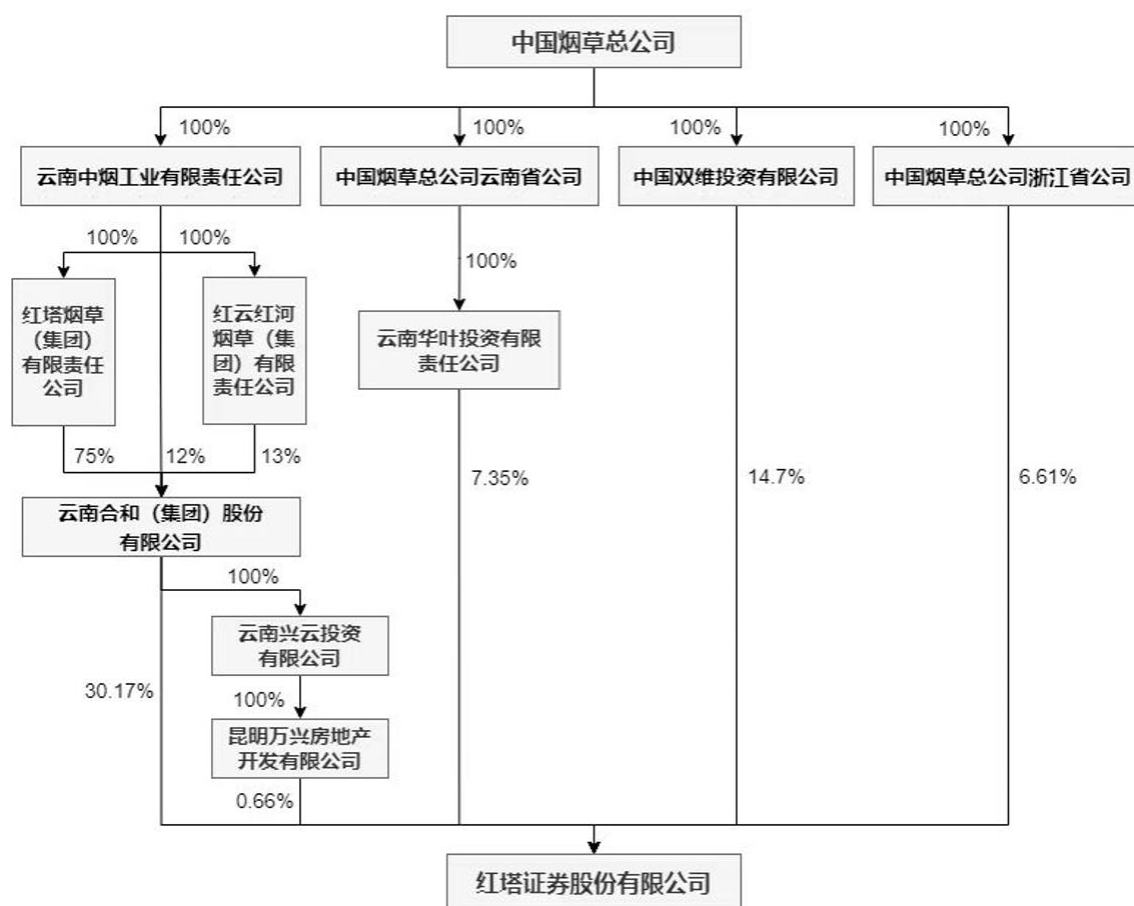
项目	2021 年
全部债务（亿元）	152.91
所有者权益/全部债务（倍）	1.54
营业收入/全部债务（倍）	0.44
经营活动现金流入额/全部债务（倍）	0.66

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十二、 结论

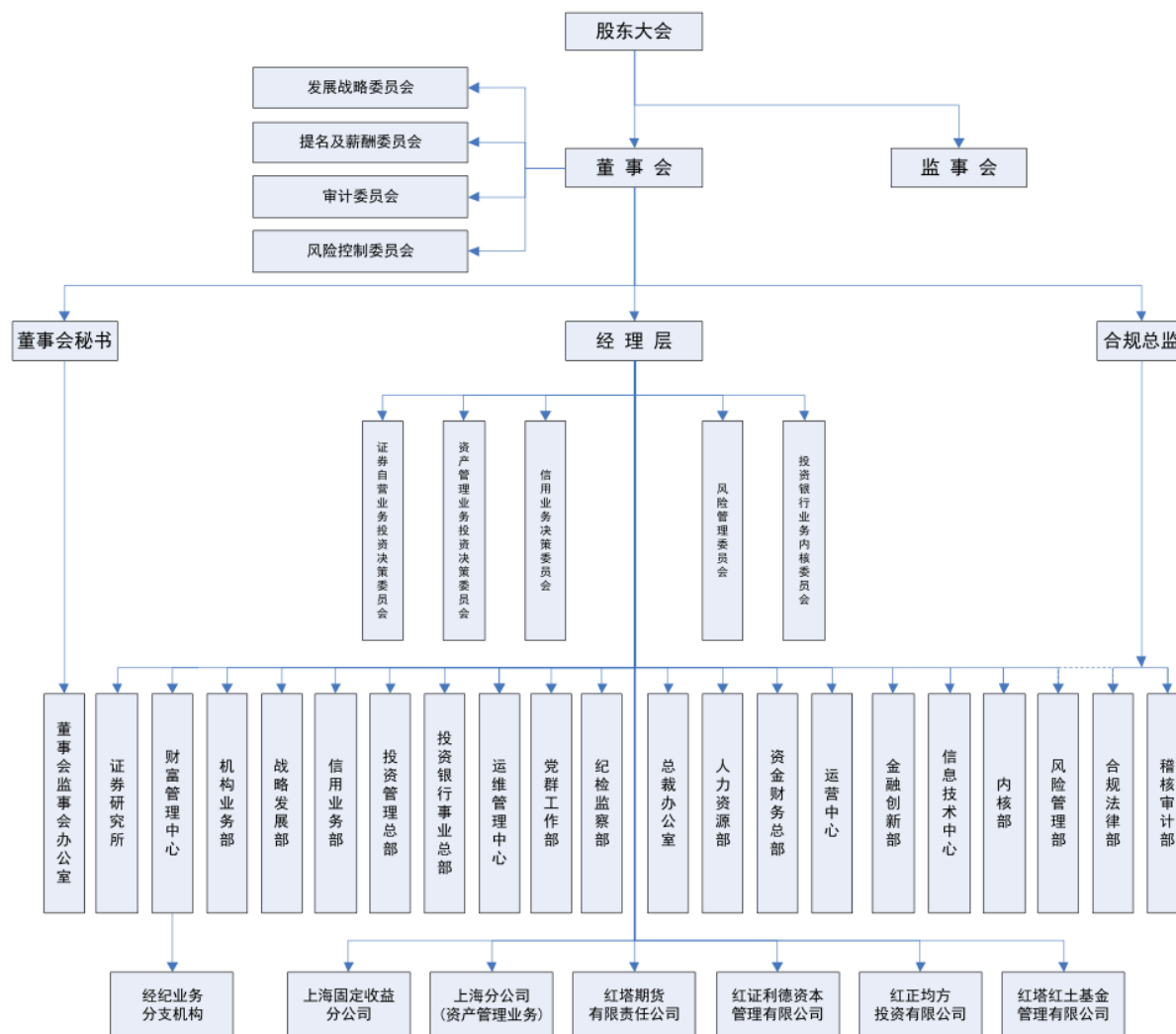
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“22红塔01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月末红塔证券股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月末红塔证券股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
自有资产（亿元）	420.32	335.92	392.26	/
自有负债（亿元）	284.12	188.89	156.34	/
所有者权益（亿元）	136.20	147.03	235.92	228.37
优质流动性资产/总资产（%）	31.88	25.36	28.90	/
自有资产负债率（%）	67.60	56.23	39.86	/
营业收入（亿元）	20.66	55.85	67.34	-6.73
利润总额（亿元）	11.25	18.55	19.95	-10.06
营业利润率（%）	54.54	32.95	29.42	/
营业费用率（%）	37.80	15.21	12.97	-29.87
薪酬收入比（%）	21.30	8.27	5.90	/
自有资产收益率（%）	2.53	3.84	4.39	/
净资产收益率（%）	6.74	10.25	8.35	-3.18
盈利稳定性（%）	41.56	47.00	22.99	/
净资本（亿元）	150.24	139.64	211.29	/
风险覆盖率（%）	336.76	197.58	359.62	/
资本杠杆率（%）	25.24	32.24	49.72	/
流动性覆盖率（%）	810.12	509.54	1622.51	/
净稳定资金率（%）	166.03	165.35	219.11	/
信用业务杠杆率（%）	45.69	35.42	27.07	/
短期债务（亿元）	195.53	70.14	79.41	/
长期债务（亿元）	81.99	113.16	73.50	/
全部债务（亿元）	277.52	183.31	152.91	/

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，财务数据均为合并口径；2. 本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径；3、2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	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/利润总额均值的绝对值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动性资产/总资产	优质流动性资产/总资产×100%; 优质流动性资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
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+融入资金+交易性金融负债+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+租赁负债+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

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信金融机构、非金融企业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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表：

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 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 4-3 评级展望及含义

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	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持