

信用评级公告

联合〔2022〕946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及其拟发行的 2022 年度面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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 AAA，红塔证券股份有限公司 2022 年度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

评级总监：



二〇二二年二月二十日

红塔证券股份有限公司 2022 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 15.00 亿元（含）

本期债券发行期限：3 年期

偿还方式：单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本付息

募集资金用途：拟用于补充公司营运资金

评级时间：2022 年 2 月 25 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 (打分表)	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	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	3	
			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			
股东支持				+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。2018—2020 年，随着公司完成 A 股上市、资本实力逐步提升以及资本市场持续发展，公司收入及利润规模均持续增长，盈利水平持续提升，资产质量和资本充足性较好。

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。

本期债券发行规模一般，发行后公司杠杆水平将有所上升，主要财务指标对发行前、后公司全部债务覆盖程度有所下降，覆盖程度仍尚可。

未来随着资本市场的持续发展和各项业务的稳步推进，公司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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 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强的支持，有利于公司培育核心竞争力。
- 2. 资质齐全，业务发展全面，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，近年来，不断优化网点布局，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；各类牌照齐全，业务发展较为全面，具有较强的经营实力。
- 3. 资本充足性和资产质量较好，盈利能力指标表现很好；**近年来公司收入及利润规模均持续增长，资产质量和资本

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

充足性较好，盈利水平有所提升，盈利能力很强，此外，公司配股增资后资本实力进一步增强，有助于公司未来各项业务的开展。

关注

1. **公司经营易受经营环境变化影响。**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不利影响。
2. **公司盈利较为依赖证券投资业务，业务结构有待优化。**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，收入稳定性一般。
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高，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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
自有资产（亿元）	250.89	420.32	335.92	351.85
自有负债（亿元）	135.51	284.12	188.89	121.33
所有者权益（亿元）	115.38	136.20	147.03	230.52
优质流动性资产/总资产（%）	27.11	31.88	25.36	37.23
自有资产负债率（%）	54.01	67.60	56.23	34.48
营业收入（亿元）	12.01	20.66	55.85	54.86
利润总额（亿元）	5.15	11.25	18.55	14.06
营业利润率（%）	42.87	54.54	32.95	25.30
净资产收益率（%）	3.46	6.74	10.25	5.63
净资本（亿元）	124.40	150.24	139.64	207.20
风险覆盖率（%）	559.24	336.76	197.58	399.65
资本杠杆率（%）	36.38	25.24	32.24	54.86
短期债务（亿元）	79.14	195.53	70.14	42.88
全部债务（亿元）	130.40	277.52	183.31	114.35

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. 2021年1—9月财务数据未经审计，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	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编号；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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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：

张晨露

刘静

联合资信评估股份有限公司

红塔证券股份有限公司 2022 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

红塔证券成立于 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 2021 年 9 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 2021 年 9 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 1 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 42501.31 万股，占持有股份的 49.98%，占公司总股本的 9.01%。

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 2021 年 9 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 63 家，其中 2 家经纪业务分公司（含 1 家在筹）和 61 家营业部（含 2 家在筹）；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 2021 年 9 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 9 月末，公司合并口径职工人数 1090 人。

截至 2020 年末，公司合并口径资产总额 383.18 亿元，其中客户资金存款 27.97 亿元、客户备付金 8.80 亿元；负债合计 236.14 亿元，其中代理买卖证券款 38.81 亿元；所有者权益 147.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益 144.23 亿元；母公司口径净资产 139.64 亿元。2020 年，公司营业收入为 55.85 亿元，利润总额 18.55 亿元，净利润为 14.52 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 14.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 49.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.68 亿元。

截至 2021 年 9 月末，公司合并资产总额 400.64 亿元，其中客户资金存款 30.16 亿元、客户备付金 7.55 亿元；负债合计 170.12 亿元，其中代理买卖证券款 42.25 亿元；所有者权益 230.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益 227.70 亿元；母公司口径净资产 207.20 亿元。2021 年 1—9 月，公司营业收入为 54.86 亿元，利润总额 14.06 亿元，净利润为 10.63 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 74.01 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 14.40 亿元，现金及现金等价物净增加额 33.77 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。

二、本期债券发行概况

本期债券名称为“红塔证券股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”，本期债券发行金额为不超过 15.00 亿元（含 15.00 亿元）。本期债券期限为 3 年。本期债券为固定利率，债券票面利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商协商确定。本期债券采用单利按年计息，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。本期债券面向专业投资者公开发行，票面金额 100 元，按面值平价发行。

本期债券无担保。

本期债券的募集资金拟全部用于补充公司营运资金。

三、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

2020 年，新冠肺炎疫情的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。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长²5.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，**第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82%和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 2 2018—2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	9.80（5.15）
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	11.80（6.37）
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	7.30（3.80）
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	16.40（3.93）
出口增速（%）	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比（%）	2.10	2.90	2.50	0.60

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2 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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高速增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社融融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，

是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高速增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标的 95%；1—9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50%左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出

务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 左右。

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

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；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。

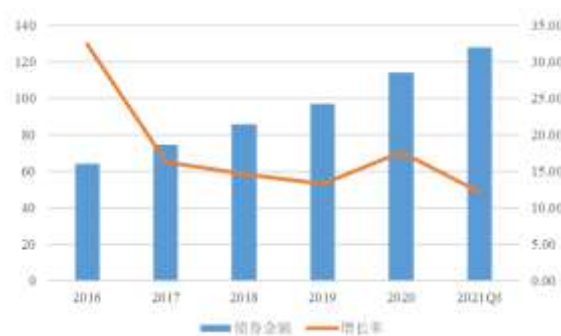
衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020 年全国期货市场累计成交额为 437.53 万亿元，同比增长 50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 115.44 万亿元，同比增长

65.80%，占全国市场份额的 26.38%。

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。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。

随着证券市场规模的逐步扩大，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；净利润呈现 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 3 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,《创业板首次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、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年全年行业证券投资收益（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。

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，该类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，实现跨区域的资源调配。

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4 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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9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9月末，公司在云南、上海、北京、重庆等地拥有65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、2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。整体来看，公司已具备较强经营实力。从行业排名来看，2018—2020年，公司净资产排名行业中上游水平；2018—2020年，公司证券投资收入排名快速增长，2020年处于行业上游水平；此外，证券经纪业务、投资银行业务和融资类业务整体处行业中游水平。

表5 公司主要指标排名（单位：位）

项目	2018年	2019年	2020年
净资产	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

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. 人员素质

公司管理层经营管理经验丰富，从业人员整体素质与公司业务结构较匹配，能够满足公司发展需要。

公司董事长李石山先生，1970年8月出生，经济学学士，会计师、技术分析师、营销师，中国国籍，无境外永久居留权。1992年7月至2015年1月期间，曾任职于红河卷烟厂、红烟宾馆和红云红河烟草（集团）有限责任公司等单位；2015年1月至2020年6月任云南合和财务管理部部长；现任云南合和党委委员、副总经理，并在多家公司兼任董事长等多个职位。2021年2月至今任红塔证券董事长。

公司总经理沈春晖先生，1976年3月出生，法学硕士，保荐代表人，中国国籍，无境外永久居留权。2001年8月至2003年3月任国泰君安证券股份有限公司企业融资总部业务经理；2003年4月至2014年7月历任红塔证券投资银行事业部业务董事、副总经理、总经理；2014年8月至2015年5月任华泰联合证券有限责任公司投资银行部董事总经理；2015年6月至2016年4月任红塔证券总裁助理；2016年5月至2021年6月

任红塔证券副总裁；2017年10月至今兼任投资银行事业部总经理；2021年6月至今任红塔证券总经理、董事。

截至2021年9月末，公司合并口径在职员工数量合计1090人。其中博士学历12人，占比1.10%；硕士学历393人，占比36.06%；本科学历543人，占比49.72%；大专及以下143人，占比13.12%。员工专业素质较高。

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（统一社会信用代码：91530000734309760N），截至2022年1月6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，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9月末，公司共获银行授信318亿元，尚未使用，间接融资渠道畅通。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了完善的法人治理架构，股东大会、董事会、监事会以及公司管理层运作规范。

公司严格按照《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》《证券公司治理准则》《上市公司治理准则》等相关法律法规及《公司章程》的规定，稳健经营，规范运作。公司按照建立现代企业制度的目标，健全和完善法人治理结构，形成了股东大会、董事会、监事会和经理层相互分离、相互制衡、各司其职、各负其责的运作机制。

股东大会是公司的权力机构，股东按照持股比例享有股东权利。公司股东大会的召开符合有关法律法规和《公司章程》的规定。

董事会是公司的决策机构。截至2021年9月末，公司董事会由10名董事组成，其中3名为独立董事。董事会下设发展战略委员会、提名及薪酬委员会、审计委员会和风险控制委员会四个专门委员会。四个专门委员会分别制定了议事

规则，均有独立董事作为成员，其中提名及薪酬委员会、审计委员会和风险控制委员会的召集人均由独立董事担任，且三个委员会中独立董事人数均超过二分之一。

监事会是公司的监督机构。截至2021年9月末，公司监事会由6名监事组成，其中1名为职工代表监事。监事会对公司财务以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法性、合规性进行监督，维护公司及全体股东的合法权益。

经理层是公司的执行机构，通过总裁办公会议和经理层下设的相关专业委员会行使职能。其中：总裁办公会议在总裁的领导下，负责拟订公司基本管理制度和制定各项具体规章，贯彻执行董事会决议，在公司章程和董事会授权范围内组织开展经营管理活动等。经理层下设专业委员会，包括证券自营业务投资决策委员会、资产管理业务投资决策委员会、信用业务决策委员会、风险管理委员会、投资银行业务内核委员会。五个专业委员会分别制定了工作规则，并依规作出相关决策。截至2021年9月末，公司经理层由5名高级管理人员组成（含总裁1名，副总裁4名），其中1名副总裁兼任财务总监，1名副总裁兼任首席风险官、合规总监，1名副总裁兼任首席信息官。高级管理人员均拥有较丰富的经营管理经验，有助于提升公司的决策效能。

2. 管理水平

公司内部控制体系较健全，但近年来公司曾被采取监管措施，内控合规管理水平仍需要进一步提升。2021年公司分类评价有所下滑，处于行业一般水平。

公司按照相关法律法规及公司章程建立了分工明确、相互制衡的内部控制体系。近年来公司不断建立健全内部控制体系，并根据业务发展需要逐步完善组织架构设置。公司根据相关规章制度的要求，逐步优化内部控制环境、完善内部控制制度、强化监督措施。公司建立了涵盖合规管理、合规守则、风险管理等方面的内控制度和较规范的法人治理结构，形成职责分明、相互制衡的内部控制体系。公司不断完善内部控制制度，控制措施涵盖了各项业务事前、事中和

事后等环节；形成了部门内部岗位之间、部门之间互相制衡，合规风控和稽核审计部门独立监督的全方位内部控制体系。

公司董事会下设的审计委员会和风险控制委员会分别负责监督公司的稽核审计及风险管理工作，审查公司的内控制度，审核公司的财务信息及披露工作，评价公司的风险状况和风险管理能力。稽核审计部对公司的内部控制情况进行审计检查，并将审计结果及时汇报公司董事会、监事会及高级管理层，责成被审计单位现场整改或制定整改计划，并持续跟进整改进度，督促被审计单位落实整改情况。

公司被采取行政及自律监管措施的情况方面，2018年6月，公司因推荐挂牌公司深圳市架桥资本管理股份有限公司在2018年一季报事前审查并披露时，擅自将披露日期更改，且未及时向全国中小企业股份转让系统公司（以下简称“股转公司”）报告，后被股转公司发现并纠正，被股转公司下发了《关于对红塔证券股份有限公司采取自律监管措施的决定》。2018年8月，公司因2018年7月24日集中交易等多个信息系统发生中断，被认定为较大信息安全事件，被云南证监局下发了《关于对红塔证券股份有限公司出具警示函措施的决定》。2020年6月，公司因开展债券交易业务中存在信息系统化监控不到位、债券投资交易人员薪酬递延制度不符合监管要求、债券交易询价活动留痕不到位等问题，被中国证监会下发了《关于对红塔证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》。2020年12月公司因廉洁从业内部控制相关制度不完善，未覆盖结算、交割业务种类、环节；公司董事会未制定廉洁从业管理目标；在员工离职办理流程中，未对其廉洁从业情况予以考察评估；公司未对股东方开展廉洁从业的辅导和宣传工作，被云南证监局下发了《关于对红塔证券股份有限公司采取责令改正措施的决定》。2020年9月公司因自营账户参与科创板“赛科希德”新股网下申购过程中，存在违反《科创板首次公开发行股票网下投资者管理细则》第十五条、十六条规定的情况，被中国证券业协会列入首次公开发行股票配售对象限制名单，自2020年9月8日至2021

年3月7日期间，公司自营账户不得参与首发股票网下询价。以上涉及整改事项，公司均已按照监管要求整改。

2018—2021年，公司的分类监管评级结果分别为A级、BBB级、BBB级和BB级，分类监管评级结果有所下滑。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，随着证券行业景气度回暖以及公司各项业务逐步发展，公司营业收入和利润规模保持较好增长态势；营业收入结构有所变化，2020年以来公司收入构成以期货业务和证券投资业务为主；联合资信也关注到，公司证券投资业务收入占比较大，其受市场波动影响较大，收入稳定性一般。

随着市场行情逐步回暖，2018—2020年，公司营业收入规模持续上升，年均复合增长36.16%，各主要业务整体发展良好。2020年，公司实现营业收入55.87亿元，同比增长170.37%，一方面主要系证券投资业务收入增长带动，另一方面主要系当年公司期货业务取得较好发展，现货贸易收入大幅增加所致。得益于收入规模增加，2018—2020年，公司净利润规模持续增长，年均复合增长54.71%。2020年，公司实现净利

润14.52亿元，同比增长71.28%。2020年，公司营业收入及净利润增幅分别高于行业平均水平的24.93%和39.20%。

随着各项业务的逐步发展，2018—2020年公司收入结构有所变化，2020年公司收入以期货业务和证券投资业务为主。具体来看，2018—2020年，证券投资业务始终为公司第一大收入来源（排除期货业务），收入规模持续增长；信用交易业务收入小幅波动，其对收入贡献度整体有所下降；证券经纪业务和基金管理收入持续增加，投资银行业务和资产管理业务收入波动增加，整体看前述四项业务对收入的贡献度仍较低。2020年，公司期货业务取得较好发展，收入大幅增至28.05亿元，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较低。

2021年1—9月，公司营业收入54.86亿元，同比增长62.74%，收入增幅超过行业平均水平（7.00%），主要系期货业务收入大幅增加，同时资产管理业务收入大幅增长所致，投行业务、基金管理业务同比有所增加，但占比不大，其余业务同比小幅下降；营业收入结构存在一定变化。同期，公司实现利润总额14.06亿元，同比增长14.23%，实现净利润10.63亿元，同比增长12.56%，高于行业平均增幅（+8.51%）。

表6 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

业务类型	2018年		2019年		2020年		2021年1—9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	1.23	10.28	1.61	7.81	2.19	3.92	1.67	3.05
证券投资业务	4.90	40.80	15.00	72.59	22.21	39.75	12.53	22.84
资产管理业务	0.08	0.69	0.28	1.35	0.14	0.25	1.92	3.51
投资银行业务	0.53	4.42	0.44	2.11	1.59	2.85	1.79	3.27
信用交易业务	4.36	36.27	4.28	20.72	4.61	8.25	2.71	4.95
期货业务	0.52	4.30	1.59	7.68	28.05	50.21	35.01	63.81
私募投资业务	0.13	1.07	0.45	2.19	0.26	0.47	0.53	0.96
基金管理业务	1.08	8.95	1.40	6.80	2.31	4.13	1.11	2.03
未分配收入	0.37	3.07	-3.77	-18.23	-3.79	-6.78	-0.15	-0.28
分部间抵消	-1.18	-9.85	-0.62	-3.03	-1.70	-3.04	-2.27	-4.13
证券研究业务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.00	-0.01
合计	12.01	100.00	20.66	100.00	55.87	100.00	54.86	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 业务运营

(1) 证券经纪业务

近年来，随着市场行情逐步回暖，公司证券经纪业务收入呈持续增加态势，公司佣金率持续下降，仍处于较高水平；同时，联合资信也关注到，证券经纪业务受市场行情影响较大，且佣金率仍存在一定下降压力。

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，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9月末，公司在云南、上海、北京、重庆等地拥有63家分支机构，包括2家经纪业务分公司（含1家在筹）和61家营业部（含2家在筹），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。

2018—2020年，公司证券经纪业务收入持续增加，年均复合增长33.43%；2020年，公司证券经纪业务实现收入2.19亿元，同比增长

36.02%，主要系当年证券市场阶段性回暖所致。2018—2020年，公司证券经纪业务收入行业排名分别为第68位、第67位和第69位，变化不大，处于行业中游水平。

证券经纪业务受证券市场行情的影响较大，代理买卖业务结构有所调整，但仍以股票和债券为主。2018—2020年，随着股票市场的回暖，公司股票交易量持续增加，年均复合增长42.87%；2020年，公司代理股票交易量为3225.85亿元，同比增长47.45%，主要系当年股票市场阶段性回暖所致。2018—2020年，公司债券交易量变化不大，2020年公司债券交易量为2212.54亿元。公司基金交易量相对较小，对代理买卖证券交易量贡献低。综合以上因素，2018—2020年，公司代理买卖证券交易量持续增加，年均复合增长21.50%；2020年，公司代理买卖证券交易量为5500.97亿元，同比增长26.07%。2018—2020年，公司平均佣金率分别为0.75%、0.70%和0.64%，呈持续下降态势，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。

2021年1—9月，公司证券经纪业务实现营业收入1.67亿元，同比下降3.08%。2021年1—9月，公司代理买卖证券交易量合计为4667.58亿原；公司平均佣金率为0.62%，较2020年略有下降。

表7 公司证券经纪业务情况表（单位：亿元、%）

项 目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—9 月	
	交易量	占比	交易量	占比	交易量	占比	交易量	占比
股票	1580.46	42.42	2187.79	50.14	3225.85	58.64	2605.28	55.82
基金	22.03	0.59	33.72	0.77	62.58	1.14	59.94	1.28
债券	2123.62	56.99	2141.81	49.09	2212.54	40.22	2002.36	42.90
合计	3726.11	100.00	4363.32	100.00	5500.97	100.00	4667.58	100.00
平均佣金率(%)	0.75		0.70		0.64		0.62	

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，但整体行业竞争力一般，近年来收入规模波动增加；投资银行业务受市场环境和政策监管的影响较大，

未来投资银行业务收入的增长仍存在不确定性。

公司投资银行业务由投资银行事业部负责开展，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%。2018—2020年，公司投资银行业务收入波动增加，年均复合增加73.21%；2020年，公司投资银行业务实现收入1.59亿元，同比增长261.36%。2018—2020年，公司投资银行业务收入行业排名分别为第80位、第83位和第66位，整体业务竞争力一般。

2018年，受资本市场持续低迷、外部监管政策趋严影响，公司投资银行业务发展较为缓慢，无落地的股权承销项目，完成债券主承销项目2单，全年实现营业收入0.53亿元。

2019年，公司坚持“精品投行”战略，在股权承销业务方面，完成1单科创板IPO主承销，募集资金总额为10.13亿元，并完成1单非公开发行境内优先股的联席主承销工作，募集资金总额为300.00亿元。同时，公司在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，并且拓展了一批项目储备，并积极以城投债业务为突破口，申报和储备了一批企业债项目。但由于新三板二级市场持续低迷，做市业务公允价值变动收益为负值，对投资银行业

务收入造成了较大的拖累，全年投资银行业务实现收入0.44亿元，同比减少17.94%。

2020年，公司投资银行业务积极扩充团队并加大项目储备力度，继续深入拓展“精品投行”战略，股、债承销额和项目储备数量均得到大幅提升。全年完成了1个主板IPO保荐项目、2个再融资主承销项目，同时完成了多个信用债和可交换债项目。做市业务投资收益及公允价值变动损益合计379.52万元，实现扭亏为盈。

2021年1—9月，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，并完成了多只债券项目发行。做市业务投资收益及公允价值变动损益合计1.14亿元。在做市业务收入增长带动下，2021年1—9月，公司投资银行业务收入1.79亿元，同比增长127.12%。

从项目储备来看，截至2021年9月末，公司在审项目2个（含1个IPO项目和1个公司债项目）；已拿批文未实施项目9个（含8个债券项目和1个再融资项目），已拿批文未完全实施项目2个（含债券项目2个），公司项目储备情况尚可。

表8 公司投资银行业务情况表（单位：个、亿元）

项目	2018年		2019年		2020年		2021年1—9月	
	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	主承销数量	主承销金额
IPO	0	0.00	1	5.06	1	9.66	1	1.52
再融资	0	0.00	1	42.86	2	28.77	0	0.00
债券承销	2	15.00	12	30.70	7	39.79	13	78.41
ABS/ABN	0	0.00	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、可交债等；2. 上表统计口径包含联合主承销，由于主承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间进行分配，因此上表主承销金额数据可能存在一定误差

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

2018—2020年，公司证券投资业务收入逐年增长，投资规模波动增长，以债券类投资为主；截至2021年9月末，公司投资规模有所下滑，投资品种更加多样化，但仍以债券为主。证券投资业务受市场环境影响较大，且近年来市场上信用风险事件频发，需关注债券投资存在的信用风险。

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。受证券行业景气度波动叠加公司着力发展证券投资业务影响，2018—2020年，公司证券投资业务收入持续增长，年均复合增长112.90%；2019年，公司证券投资业务实现收入15.00亿元，同比增长205.89%，主要系当年公司证券投资业务规模进一步增长，且权益类投资及固收类投资均取得

较好收益所致。2020年，市场行情较好，公司证券投资业务实现收入22.21亿元，同比增长48.07%。2018—2020年，公司证券投资收入行业排名分别为第42位、第21位和第17位，呈稳步提升态势。

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。

2018—2020年末，公司证券投资业务规模呈先增后降、总体增加趋势，年均复合增长13.19%。2019年末，受债券持仓规模快速增加影响，公司证券投资业务规模大幅增至250.24亿元。截至2020年末，公司积极把握市场机遇，减少债券持仓规模，导致公司证券投资业务规模较上年末下降23.39%至191.72亿元。从持仓结构来看，公司证券投资业务债券持仓占比持续下降，但仍是最主要的持仓品种，股票持仓占比持续上升，基金持仓占比波动下降，其他类投资

（主要为理财产品、资管产品等）占比波动上升。公司持仓债券以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。

2018—2020年末，公司自营非权益类证券及其衍生品/净资本指标分别为114.06%、158.99%和121.96%，自营权益类及证券衍生品/净资本指标分别为2.06%、7.38%和15.41%，均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

2021年1—9月，公司证券投资业务实现收入12.53亿元，同比下降17.40%。截至2021年9月末，公司证券投资业务规模合计179.89亿元，较上年末下降6.17%，投资结构较上年末变化不大，债券具体持仓种类有所变动。截至2021年9月末，公司债券持仓中，AAA级信用债持仓规模32.81亿元，较上年末下降36.82%，AA~AA+级信用债持仓规模48.61亿元，较上年末下降17.03%。截至2021年9月末，公司新增了部分可转换债券和地方政府债券投资，规模分别为11.15亿元和21.03亿元。截至2021年9月末，公司债券投资中有1只债券涉及展期，展期本金0.75亿元。

表9 公司证券投资情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	122.27	81.71	194.67	77.80	119.44	62.30	121.05	67.29
其中：AAA 级信用债	94.78	63.34	150.20	60.02	51.93	27.09	32.81	18.24
AA~AA+级信用债	27.49	18.37	44.05	17.60	58.59	30.56	48.61	27.02
BBB~AA-级信用债	--	--	0.24	0.10	--	--	0.40	0.00
BBB 级以下信用债	--	--	--	--	0.53	0.28	1.27	
政策性金融债、政府支持机构债券	--	--	0.18	0.07	--	--	5.66	3.00
可转换债券	--	--	--	--	8.39	4.38	11.15	6.20
地方政府债	--	--	--	--	--	--	21.03	11.69
股票	1.54	1.03	8.61	3.44	19.90	10.38	26.39	14.67
基金	20.44	13.66	39.81	15.91	15.96	8.33	8.43	4.68
其他	5.39	3.60	7.15	2.86	36.42	18.99	24.02	13.35
合计	149.64	100.00	250.24	100.00	191.72	100.00	179.89	100.00
自营权益类证券及衍生品/净资本	2.06		7.38		15.41		15.78	
自营非权益类证券及衍生品/净资本	114.06		158.99		121.96		71.25	

资料来源：公司提供，联合资信整理

(4) 资产管理业务

2018—2020年，受资管业务转型影响，公司资产管理业务业务规模波动下降，业务由主动管理业务构成；截至2021年9月末，业务规模小幅增加，以定向资产管理计划为主；但资产管理业务整体收入规模偏小，对收入贡献较低。

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。2018—2020年，公司资产管理业务收入规模较小，收入贡献度较低。2020年，公司资产管理业务实现收入0.14亿元。

从管理规模和业务结构来看，2018—2020年末，公司资产管理业务规模整体呈波动下降态势，其中2020年末公司资产管理规模较上年

末下降52.80%至594.31亿元，主要系压降通道类业务导致专项资产管理计划规模大幅降低所致。截至2020年末，公司资产管理业务类型以定向资产管理计划为主，占比97.70%。

2018—2020年末，公司证券资产管理业务持续压缩通道类业务规模，并向主动管理转型，主动管理类业务占比持续上升，占比分别为6.41%、31.50%和100.00%。

2021年1—9月，公司资产管理业务实现收入1.92亿元，同比增长444.88%，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。截至2021年9月末，公司资产管理业务规模为605.43亿元，较上年末小幅增加，业务结构较上年末变化不大。截至2021年9月末，公司资产管理业务涉及风险事件2起，涉及金额0.46亿元，涉及公司自有资金0.20亿元，已全额计提减值。

表 10 公司资产管理业务情况表（单位：亿元、%）

项目		2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
		规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
产品类型	集合	1.01	0.09	2.25	0.18	3.57	0.60	1.57	0.26
	定向	540.64	46.76	549.27	43.63	580.67	97.70	579.19	95.67
	专项	614.49	53.15	707.47	56.19	10.07	1.69	24.67	4.07
管理方式	主动管理	74.07	6.41	396.53	31.50	594.31	100.00	605.43	100.00
	被动管理	1082.07	93.59	862.46	68.50	0.00	0.00	0.00	0.00
合计		1156.15	100.00	1258.99	100.00	594.31	100.00	605.43	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。2018—2020年末，公司公募基金存续规模持续增加，三年末分别为16.73亿元、66.60亿元和92.87亿元。2018—2020年，公司基金管理业务收入持续增加，年均复合增长46.25%；2020年，公司基金管理业务实现收入2.31亿元，同比增长65.00%。

(5) 信用交易业务

2018—2020年，公司信用交易业务收入小幅波动，融资融券业务规模持续上升，股票质押业务规模波动下降；截至2021年9月末，公司

信用交易业务存在部分逾期项目，目前已大部分计提减值，仍需关注信用业务相关信用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。2018—2020年，公司信用交易业务收入小幅波动，分别为4.36亿元、4.28亿元、4.61亿元；其中2020年同比增长7.71%。2018—2020年，公

司融资类业务利息收入行业排名分别为第52位、第49位和第48位。2018—2020年，公司信用业务杠杆率分别为44.49%、45.69%和35.42%，呈波动下降态势，整体处于较低水平。

融资融券业务方面，2018—2020年末，公司融资融券业务规模整体呈持续上升态势，年均复合增长15.50%；截至2020年末，公司融资融券业务余额为13.18亿元，较上年末增长14.41%，主要得益于当年证券市场阶段性回暖。2018—2020年，公司融资融券业务收入波动下降，年均复合下降5.53%；2020年，公司融资融券业务实现收入0.83亿元，同比增长15.28%，主要系日均业务规模增加所致。2018—2020年，公司融资融券业务利息收入行业排名分别为第75位、第80位和第81位。

股票质押式回购业务方面，2018—2020年末，公司股票质押式回购业务规模波动下降，年均复合下降4.22%；股票质押式回购业务收入持续上升，年均复合增长4.99%。截至2020年末，

公司股票质押式回购业务规模为47.09亿元，较上年末下降24.33%。2020年，公司股票质押式回购业务实现收入3.77亿元，同比增长5.90%，主要系2020年月均业务规模小幅增长所致。2018—2020年，公司股票质押业务利息收入行业排名分别为第33位、第25位和第16位。

2021年1—9月，公司信用交易业务实现收入2.72亿元，同比下降25.82%。截至2021年9月末，公司融资融券业务规模为14.38亿元，较上年末增长9.10%，股票质押式回购业务规模为44.26亿元，较上年末下降6.01%。

截至2021年9月末，公司股票质押式回购业务存续违约业务2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1.90亿元，总计计提比例93.14%，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 11 公司信用交易类业务情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 9 月	
	余额	收入	余额	收入	余额	收入	余额	收入
融资融券	9.88	0.93	11.52	0.72	13.18	0.83	14.38	0.63
股票质押式回购	51.33	3.42	62.23	3.56	47.09	3.77	44.26	2.09
合计	61.20	4.36	73.75	4.28	60.27	4.61	58.64	2.72

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，但整体业务规模一般。

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2020年末，红塔期货注册资本及实收资本均为10.00亿元，总资产28.18亿元，净资产10.89亿元。2020年，红塔期货实现营业收入28.19亿元，实现净利润0.38亿元。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。2021年1—9月，红塔期货实现营业收入35.02亿元，红塔期货营业收入同比大幅增长143.10%，主要系公司现货贸易收入大幅增长

所致，实现净利润0.18亿元，同比增长43.10%。

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2020年末，红证利德注册资本及实收资本均为6.00亿元，总资产6.79亿元，净资产6.39亿元。2020年，红证利德实现营业收入0.26亿元，实现净利润0.05亿元。2021年1—9月，红证利德实现营业收入0.53亿元，实现净利润0.24亿元。

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2020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16.24亿元，净资产15.59亿元。2020年，红证均方实现营业收入2.42亿元，实现

净利润1.77亿元。2021年1—9月，红证均方实现营业收入0.96亿元，实现净利润0.70亿元。

表 12 截至 2021 年 9 月末公司其他一级子公司情况
(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	27.84	11.70
红证利德	6.00	100.00	7.10	6.62
红证均方	20.00	100.00	17.14	16.28

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和未来发展的需要，能够对业务开展形成良好的指导，但证券公司经营易受经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化和国企改革等因素影响，未来发展存在一定不确定性。

公司的长期战略目标是发展特色化的财富管理：高质量地为股东及客户提供资本市场服务，同时以特色化发展获得资本市场的认可，从而实现对股东的高价值回报。公司目前的优势在“重资本”，但公司的未来方向是“财富管理”，公司清醒地认识到，“财富管理”是星辰大海，是行业发展趋势所在，并且“轻资产”才能提升估值，“有特色”才能得到资本市场的认可。未来公司将利用重资本优势和“强协同”打造“轻重并举”的业务结构。

从战略的落实手段上，公司“内生、借力、外延”多措并举。近期公司的战略重点之一是提升资产负债管理效率，提升公司的杠杆率使之能够达到行业平均水平。为此，公司建立了资产负债管理委员会，形成了重资本业务高质量发展的机制保障。随着机制的推进和落实，未来公司重资本业务将形成有序精准的资源筹划和分配体系和业务考核体系，公司整体的资产风险收益面貌将持续改善、财务资源使用效率将持续优化。优化重资本业务的同时，公司也借此锤炼主动管理能力，为财富管理业务培养人才、积淀经验。轻资产业务面临更加激烈的竞争，未来公司将利用资金端优势、利用“强协同”带来的产品、利用聚焦核心行业及产品打造高质量资产，多措并举推进轻资产业务取得突破。

八、风险管理分析

公司建立了较为全面的风险管理制度，有效地支撑了各项业务稳步运行；但业务规模的增长及创新业务的开展对公司风险管理的水平有更高的要求。

公司一贯坚持和践行全面的风险管理和内部控制，在按照《证券公司全面风险管理规范》的要求，建立了与自身发展战略适应的全面风险管理体系各项要求的基础上，持续完善公司可操作的管理制度、健全的组织架构、可靠的信息技术系统、量化的风险指标体系、专业的人才队伍、有效的风险应对机制，强化风险应对机制，加强对子公司的垂直风险管理，确保公司各项业务开展过程中风险可测、可控、可承受。公司建立董事会和监事会-经理层-职能部门-业务及业务管理部门、分支机构和子公司四层级风险管理组织架构，明确职责分工，形成各层级相互衔接、有效制衡的运行机制。

市场风险管理

市场风险，指公司因市场价格因素(利率、汇率、股票价格和商品价格)的不利变动而使公司发生损失的风险，主要包含主动自营业务持仓、被动包销自营持仓、资产管理业务持仓、新三板做市持仓、参与资金拆借等业务开展所承担的市场风险。

公司市场风险主要集中在公司自营证券投资业务持仓证券的价格波动风险，包括权益类证券及其衍生品投资业务和非权益类证券及其衍生品投资业务。公司应对市场风险的主要措施如下：

限额管理：公司审批和下发至投资类业务决策机构二类风险限额，限额指标主要关注交易限额、规模限额、集中度限额、止损限额、标的证券折算率限额等各类市场风险管控要素维度。

监测报告：公司风险管理部门逐日对市场风险暴露业务的市场风险状况进行监测、分析、预警和报告，主要使用 VaR、久期、基点价值、未来现金流分析等风险计量指标对公司业务开

展所面临的市场风险状况进行描述和报告。

信用风险管理

公司信用风险包括两个维度，一是指公司针对因融资方、交易对手或发行人等违约导致自身发生损失的风险；二是根据相关法律法规规定，公司承担信用风险管理职责的行为，例如公司在资产管理计划中承担管理人职责、或在投资银行类业务中承担持续督导、存续期管理等信用风险管理职能。

公司信用风险主要集中在非权益类证券投资业务、融资类业务和投资银行债券存续期受托管理等方面。公司应对信用风险的主要措施如下：

限额管理：公司审批和下发至融资类决策机构二类风险限额，限额指标主要关注交易对手、信用等级、信用品种、融资集中度、融资期限等各类信用风险管控要素维度；同时，在风险管理体系之下，结合业务实际，设置严格的准入指标和遴选标准。

风控指引：公司按照外部监管规定和自律规则，由风险管理部门牵头对公司参与债券投资交易业务、参与股票质押式回购交易、私募资产管理业务、投资银行类业务项目后续管理制定统一的风险管理指引，确保前述主要信用风险在公司全面风险管理体系下集中统一管理，业务风险管理工作具备一致性和有效性。

内部评级：公司持续推进信用风险内部评级体系的建设，制定统一的内部评级应用场景和应用标准，目前已初步建成包含信用风险管理系统、内部评级模型和数据、内部评级管理制度和流程为核心的信用风险内部评级体系，逐步将各类信用风险暴露业务纳入内评体系进行统一管理。

预期信用风险损失计提：公司已按照新会计准则建立了金融工具预期信用损失计提模型，按照资产类型和资产信用风险状况划分减值阶段，进而计量预期信用风险损失并进行前瞻性调整，合理计提金融工具预期信用风险损失减值准备。

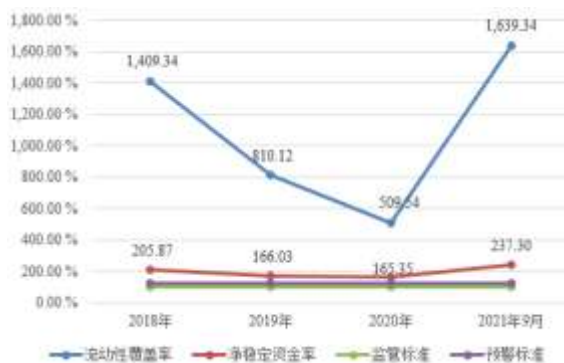
防止传导：公司对融资类业务，特别是股票质押式回购交易业务质押证券，持续做好研究和估值工作，对其价格走势的趋势和波动进行逐日盯市，降低市场风险向信用风险传导的可能性。

流动性风险管理

流动性风险，指公司无法以合理成本及时获得充足资金，以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。

为控制和防范流动性风险，公司在如下方面持续加强流动性风险管理：一是设定流动性最低现金备付限额，保障公司流动性的底线；二是制定操作性较强的流动性突发事件应急预案并通过演练的方式不断检验其实用性；三是建立与股东单位的流动性补足和救助机制；四是与银行签订不可撤销的法人透支协议；五是不断加强流动性风险的评估和计量能力，基于公司战略发展和经营计划，通过现金缺口、压力测试等方法，评估测算业务可能的流动性需求；六是持续加强日间流动性头寸的管理工作。2018—2021年9月末，公司流动性覆盖率和净稳定资金率指标有所波动，但均持续符合监管要求。

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

操作风险，指由于有缺陷或者失效的内部程序、人员、系统或外部事件所造成损失的风险。操作风险包含法律风险但不包含战略风险和声誉风险。操作风险管理范围包括公司所有业务、活动的操作流程、人员以及系统所涉及的操作风险。

公司所有业务均存在操作风险，公司主要通过重视合规管理、加强制度建设、梳理审批流程、强化内控制衡、严肃问责机制、挂钩绩效考核等操作风险管控要素来进行操作风险管理。公司风险管理部针对较为严重操作风险事件，快速启动操作风险事件调查机制，对相关事件原因和背景、对公司的影响分析、后续整改建议对操作风险事件进行总结和汇报，防止类似操作风险事件再次发生。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018—2019年的审计报告均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，公司2021年三季度财务报告未经审计。2018年，公司合并范围内减少3家子公司；2019年，公司合并范围内增加2家子公司；2020年—2021年9月末，公司合并范围无变化。此外，由于金融工具的确认和计量执行了《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号——金融资产转移》和《企业会计准则第24号——套期会计》(以下简称“金融工具新准则”)，公司2019年资产构成科目较2018年有所变动，部分会计科目不具有可比性；由于2020年公司开始执行《企业会计准则第14号——收入》(以下简称“新收入准则”)。整体看，公司2018年财务数据可比性一般，2019年及2020年财务数据可比性尚可。

截至2020年末，公司合并口径资产总额383.18亿元，其中客户资金存款27.97亿元、客户备付金8.80亿元；负债合计236.14亿元，其中代理买卖证券款38.81亿元；所有者权益147.03亿元，其中归属于母公司所有者权益

144.23亿元；母公司口径净资产139.64亿元。2020年，公司营业收入为55.85亿元，利润总额18.55亿元，净利润为14.52亿元，其中归属于母公司所有者净利润14.13亿元；经营活动产生的现金流量净额为49.59亿元，现金及现金等价物净增加额-7.68亿元。

截至2021年9月末，公司合并资产总额400.64亿元，其中客户资金存款30.16亿元、客户备付金7.55亿元；负债合计170.12亿元，其中代理买卖证券款42.25亿元；所有者权益230.52亿元，其中归属于母公司所有者权益227.70亿元；母公司口径净资产207.20亿元。2021年1—9月，公司营业收入为54.86亿元，利润总额14.06亿元，净利润为10.63亿元，其中归属于母公司所有者净利润74.01亿元；经营活动产生的现金流量净额为14.40亿元，现金及现金等价物净增加额33.77亿元。

2. 资金来源与流动性

2018—2020年，公司自有负债规模波动增加，杠杆水平波动上升；2021年9月末，公司负债规模有所下降，杠杆处于行业较低水平，但债务期限仍主要集中于2022年以前到期，需关注流动性管理情况。

2018—2020年末，公司负债总额呈波动上升的趋势，年均复合增长22.07%。截至2020年末，公司负债总额236.14亿元，较上年末下降25.84%，主要系应付短期融资款和卖出回购金融资产大幅降低所致。2018—2020年末，公司自有负债波动增长。截至2020年末，公司自有负债为188.89亿元，较上年末下降95.24%。公司自有负债的构成变化较大，2020年末自有负债主要由其他负债(占59.81%)和卖出回购金融资产款(占27.37%)构成，其余负债科目占比相对较小。

表13 公司负债情况表(单位:亿元、%)

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年9月末
负债总额	158.46	318.41	236.14	170.12
自有负债	135.51	284.12	188.89	121.33
其中:应付短期融资款	0.00	83.83	8.77	1.69

卖出回购金融资产	61.59	106.44	52.86	33.07
其他负债	52.08	83.76	115.49	72.82
其他	21.84	10.09	11.77	13.75
非自有负债	22.96	34.29	47.26	42.25
其中：代理买卖证券款	21.33	30.04	38.81	42.25
全部债务	130.40	277.52	183.31	114.35
其中：短期债务	79.14	195.53	70.14	42.88
长期债务	51.26	81.99	113.16	71.47
自有资产负债率	54.01	67.60	56.23	34.48
净资本/负债（母公司口径）	93.58	53.69	77.63	183.26
净资产/负债（母公司口径）	84.16	47.20	77.66	196.41

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：公司财务报告、风险控制指标监管报表，联合资信整理

2018—2020 年末，公司应付短期融资款波动较大。2019 年公司应付短期融资款大幅增长至 83.83 亿元，主要系当年公司发行收益凭证和短期融资券所致。截至 2020 年末，公司应付短期融资款 8.77 亿元，较上年末大幅下降，主要系公司发行的收益凭证和短期融资券到期兑付所致。

2018—2020 年末，公司卖出回购金融资产款规模波动较大。其中 2019 年公司卖出回购金融资产款大幅增长至 106.44 亿元，主要系证券投资业务增加杠杆所致。截至 2020 年末，公司卖出回购金融资产为 52.86 亿元，较上年末下降 50.34%，其中债券质押式回购占比 94.48%。

公司其他负债科目主要由次级债务和其他应付款组成。2018—2020 年末，公司其他负债逐年增长，年均复合增长 48.92%，主要系次级债务规模增加所致。截至 2020 年末，公司其他负债 115.49 亿元，较上年末增长 37.88%，主要系公司 2020 年次级债务增加所致，其中次级债务规模 113.16 亿元，主要系股东及关联方提供的次级借款。

从负债水平来看，2018—2020 年末，公司自有资产负债率分别为 54.01%、67.60%和 56.23%，有所波动，其中 2019 年大幅上升主要系公司证券投资业务杠杆较高所致，结合整体行业看，公司负债水平尚可。2018—2020 年末，公司净资本/负债和净资产/负债均呈先降后增态势；2020 年末分别为 77.63%和 77.66%。

从有息债务来看，2018—2020 年末，公司全部债务分别为 130.40 亿元、277.52 亿元和 183.31 亿元，受 2020 年长期债务规模大幅增加影响，公司债务结构变化较大，其中短期债务占比分别为 60.69%、70.46%和 38.27%；长期债务占比分别 39.31%、29.54%和 61.73%。

截至 2021 年 9 月末，公司负债总额 170.12 亿元，较上年末降低 27.96%，主要系公司收缩次级债务和自营杠杆所致，受此影响，公司自有负债亦较上年末下降 35.77%至 121.33 亿元。自有负债仍主要由其他负债（占 60.02%）和卖出回购金融资产款（占 27.25%）构成。受配股完成后资本实力增强及对外融资规模收缩的双重影响，截至 2021 年 9 月末，公司自有资产负债率为 34.48%，较上年末下降 21.75 个百分点，杠杆水平在业内相对较低。

截至 2021 年 9 月末，公司全部债务规模 114.35 亿元，较上年末下降 37.62%，债务负担有所下降。从债务结构来看，截至 2021 年 9 月末，公司短期债务占比 37.50%，长期债务占比 62.50%，短期债务占比下降 0.77 个百分点。截至 2021 年 9 月末，公司本部债务融资本金余额合计 103.95 亿元，从到期期限结构来看，主要集中在 2022 年及以前到期，需要公司进行较好的流动性管理。

表 14 截至 2021 年 9 月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
2021 年	32.48	31.25

2022 年	31.47	30.27
2023 年	30.00	28.86
2024 年及之后	10.00	9.62
合计	103.95	100.00

注：上表统计口径仅统计本金

数据来源：公司提供

2018—2020年，公司资产规模波动增长。2021年9月末，公司资产规模有所增加。公司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。

2018—2020 年末，公司资产总额波动增长，年均复合增长 18.29%。截至 2020 年末，公司资产总额为 383.18 亿元，较上年末下降 15.71%，主要系交易性金融资产和股票质押式回购规模下降所致；其中公司自有资产为 335.92 亿元，占资产总额的比重为 87.67%，公司资产以自有资产为主。截至 2020 年末，公司资产主要由交易性金融资产（占 57.06%）、买入返售金融资产（占 14.65%）、货币资金（占 7.28%）和其他资产（占 3.53%）构成。

2018—2020 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 29.93%。截至 2020 年末，公司货币资金 55.87 亿元，较上年末下降 3.71%。2018—2020 年末，公司自有货币资金分别为 18.99 亿元、36.65 亿元和 27.89 亿元，波动增长，年均复合增长 21.21%。截至 2020 年末，公司货币资金受限金额为 0.79 亿元，受限比例较低。

2019 年起，由于执行新金融工具准则，公

司不再使用以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和持有至到期投资等科目核算金融资产，金融资产以交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资等科目进行核算。2018—2020 年末，公司金融投资资产波动增长，年均复合增长 17.78%。截至 2020 年末，公司金融投资资产 223.05 亿元，较上年末下降 17.08%，主要系交易性金融资产规模下降所致，其中交易性金融资产 218.64 亿元，占比为 98.02%。截至 2020 年末，公司交易性金融资产主要由债券（占 57.57%）、股票（占 12.42%）和公募基金（占 10.17%）构成。截至 2020 年末，公司交易性金融资产受限金额为 60.21 亿元，占交易性金融资产的比重为 27.54%，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。2018—2020 年末，公司其他资产波动增长，年均复合增长 93.99%。截至 2020 年末，公司其他资产 13.53 亿元，较上年末下降 47.08%，主要系公司收回业务支付的定金导致其他应收款大幅下降所致。截至 2020 年末，公司其他资产中存货 6.02 亿元，均为库存商品，占其他资产的比重为 44.49%。

2018—2020 年末，公司优质流动资产占总资产的比重分别为 27.11%、31.88%和 25.36%，资产流动性较好；整体资产质量较高。

表 15 公司资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产总额	273.84	100.00	454.61	100.00	383.18	100.00	400.64	100.00
其中：自有货币资金	18.99	6.93	36.65	8.06	27.89	7.28	57.61	14.38
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	145.51	53.14	--	--	--	--	--	--
可供出售金融资产	14.77	5.39	--	--	--	--	--	--
买入返售金融资产	54.30	19.83	66.64	14.66	56.13	14.65	49.34	12.32
交易性金融资产	--	--	260.06	57.21	218.64	57.06	211.77	52.86
其他资产	3.60	1.31	25.57	5.63	13.53	3.53	5.08	1.27
自有资产	250.89	91.62	420.32	92.46	335.92	87.67	351.85	87.82
优质流动性资产	66.36	--	131.31	--	81.03	--	136.96	--
优质流动资产/总资产		27.11		31.88		25.36		37.23

资料来源：公司财务报告、风险控制指标监管报表，联合资信整理

随着 2021 年 8 月公司配股工作完成,截至 2021 年 9 月末,公司资产总额为 400.64 亿元,较年初增长 17.46%,自有资产为 351.85 亿元,较年初增长 15.93%。公司资产中,自有货币资金大幅增加,主要系配股到账,自有资金得到补充;买入返售金融资产、交易性金融资产和其他资产均有所减少。截至 2021 年 9 月末,优质流动资产占总资产的比重为 37.23%,较上年末增长 11.87 个百分点,资产流动性处于较好水平。

截至 2021 年 9 月末,公司所有权受到限制的资产合计 55.42 亿元,占资产总额的 13.83%,主要系开展质押式回购业务质押的各类证券。

3. 资本充足性

随着利润留存、上市和配股发行完成,公司所有者权益持续增长,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。

2018—2020 年末,公司所有者权益连续增长,年均复合增长 12.89%。截至 2020 年末,公司所有者权益为 147.03 亿元,较上年末增长 7.96%,主要系未分配利润增加所致;其中归属于母公司的所有者权益为 144.23 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 25.19%、38.36%、10.77%和 20.07%,公司所有者权益的稳定性较好。2018—2019 年,公司未向股东分配利润。2020 年,公司向全体股东分配利润 5.63 亿元,占前一年净利润的比重为 66.47%,公司分红力度较大。整体看,利

润留存对资本仍具有较好补充作用。

截至 2021 年 9 月末,公司所有者权益为 230.52 亿元,较上年末增长 56.78%,主要系增资配股完成后公司实收资本和资本公积增加,以及未分配利润增加所致;其中归属于母公司的所有者权益为 227.70 亿元。截至 2021 年 9 月末,公司所有者权益结构较上年末变化不大,稳定性仍较好。

2018—2020 年末,公司确保了各项风险控制指标符合监管标准。2018—2020 年末,公司净资本规模波动增长,年均复合增长 5.95%。截至 2020 年末,公司净资本规模为 139.64 亿元,较上年末下降 7.06%,主要系公司长期股权投资增加以及附属净资本随借入次级债规模下降所致;其中附属净资本规模为 36.00 亿元,较上年末下降 21.74%,主要系公司借入的次级债规模下降所致;长期股权投资规模为 32.58 亿元,较上年末增加 33.21%,主要系公司追加 8.00 亿元对子公司红正均方投资所致。从主要风控指标来看,截至 2020 年末,公司净资本/净资产指标为 99.96%,较上年末下降 13.81 个百分点;资本杠杆率指标由 25.24%增长至 32.24%;各项风险资本准备之和由 44.61 亿元增加至 70.67 亿元;风险覆盖率指标由 336.76%下降至 197.58%。

随着公司配股完成,截至 2021 年 9 月末,公司净资本规模为 207.20 亿元,较上年末增长 48.39%。从主要风控指标来看,截至 2021 年 9 月末,公司各项风险控制指标均符合监管标准。

表 16 公司风险控制指标监管报表(单位:亿元、%)

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末	监管标准	预警指标
核心净资本	89.40	104.24	103.64	185.92	--	--
附属净资本	35.00	46.00	36.00	22.00	--	--
净资本	124.40	150.24	139.64	207.20	--	--
净资产	111.87	132.06	139.69	222.06	--	--
各项风险资本准备之和	22.24	44.61	70.67	51.85	--	--
风险覆盖率	559.24	336.76	197.58	399.65	≥100	≥120
资本杠杆率	36.38	25.24	32.24	54.86	≥8	≥9.6
净资本/净资产	111.20	113.76	99.96	93.31	≥20	≥24

数据来源:公司风险控制指标监管报表

4. 盈利能力

近年来，公司收入及利润规模保持增长趋势，盈利水平有所提升，盈利能力很强；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。

2018—2020 年，公司营业收入逐年增加，年均复合增长 115.61%。2020 年，公司营业收入 55.85 亿元，同比增长 170.37%，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：公司财务报告、公开资料，联合资信整理

从营业支出来看，2018—2020 年，公司营业支出分别为 6.86 亿元、9.39 亿元、37.45 亿元，年均复合增长 133.58%，其中 2020 年营业支出大幅增加主要系期货业务风险子公司销售成本大幅增加所致。2020 年，公司营业支出主要由其他业务成本构成，占比 71.97%，其中其他业务成本主要由现货业务成本构成，占比 98.89%。2020 年，公司计提各项资产减值损失 1.71 亿元，主要系针对前期逾期信用业务计提。2018—2020 年，公司营业费用率和公司薪酬收入比持续下降，2020 年受期货业务营业收入大幅增加的影响，营业费用率和薪酬收入比大幅下降。

从盈利规模来看，2018—2020 年，公司净利润规模连续增长，年均复合增长 92.43%。2020 年，公司实现净利润 14.52 亿元，同比增长 71.28%。2018—2020 年，公司各项盈利指标均呈上升趋势，2020 年公司自有资产收益率和净资产收益率分别为 3.84% 和 10.25%。2020 年，公司净资产收益率排名行业第 10 位，盈利能力处于很强水平。

表 17 公司主要盈利能力指标（单位：%、名）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-9 月
营业费用率	48.65	37.80	15.21	12.90
薪酬收入比	34.36	21.30	8.27	/
营业利润率	42.87	54.54	32.95	25.30
自有资产收益率	2.13	2.53	3.84	3.09
净资产收益率	3.46	6.74	10.25	5.63
净资产收益率行业排名	22	28	10	/
盈利稳定性	10.47	41.56	47.00	--

注：2021 年 1-9 月相关财务指标未年化

资料来源：公司财务报告，证券业协会，联合资信整理

2021 年 1-9 月，公司营业收入为 54.86 亿元，同比增长 62.74%，主要来自期货业务增长；利润总额 14.06 亿元，同比增长 14.23%；净资产收益率和自有资产收益率分别为 5.63% 和 3.09%。

从同行业对标企业来看（如下表），2020 年公司杠杆水平与对标企业基本持平，盈利能力很好，盈利稳定性、盈利费用率好于样本企业平均水平。

表 18 2020 年证券公司行业财务指标比较（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
华西证券股份有限公司	9.26	3.54	44.48	30.21	62.22
西部证券股份有限公司	3.76	2.67	40.09	76.31	47.16

信达证券股份有限公司	3.74	2.79	64.37	93.59	61.77
上述样本企业平均值	5.59	3.00	49.65	66.70	57.05
红塔证券股份有限公司	10.25	3.84	15.21	47.00	56.77

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 9 月末，公司无对外担保事项。

截至 2021 年 9 月末，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。公司尚未了结的涉案金额超过人民币 1000 万元的诉讼、仲裁事项主要有 2 起；其中公司均作为原告，主要是资产管理业务下债券质押式协议回购交易纠纷，涉及或有赔偿金额共计 2.04 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资金支持。

十一、本期债券偿还能力分析

本期债券发行规模一般，发行后公司杠杆水平将进一步提升，主要财务指标对发行前、后公司全部债务覆盖程度有所下降，但仍属较好水平。同时考虑公司自身行业竞争力较强、资产质量较好、融资渠道畅通和股东实力强大等因素，公司对本期债券偿还能力极强。

1. 本期债券对现有债务的影响

截至2021年9月末，公司全部债务114.35亿元。本期债券拟发行规模不超过15.00亿元（含），发行规模一般。假设本期债券发行规模为15.00亿元，在其他因素不变的情况下，本期债券发行完毕后，公司全部债务将较发行前上升13.12%至129.35亿元，债务规模进一步增长。

2. 本期债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照本期债券发行规模为15.00亿元估算相关指标对发行后长期债务的保障倍数（见下表）。主要财务指标对发行前、后公司全部债务覆盖程度有所下降，公司所有者权益和经营活动现金流指标对发行后债务规模覆盖程度尚可，营业收入覆盖程度一般。

综上，考虑到公司经营实力、融资渠道、股东支持等因素，公司对本期债券的偿还能力属极强。

表 19 本期债券偿还能力测算（单位：倍）

项目	2020 年末/2020 年		2021 年 9 月末/2021 年 1—9 月	
	发行前	发行后	发行前	发行后
全部债务	183.31	198.31	114.35	129.35

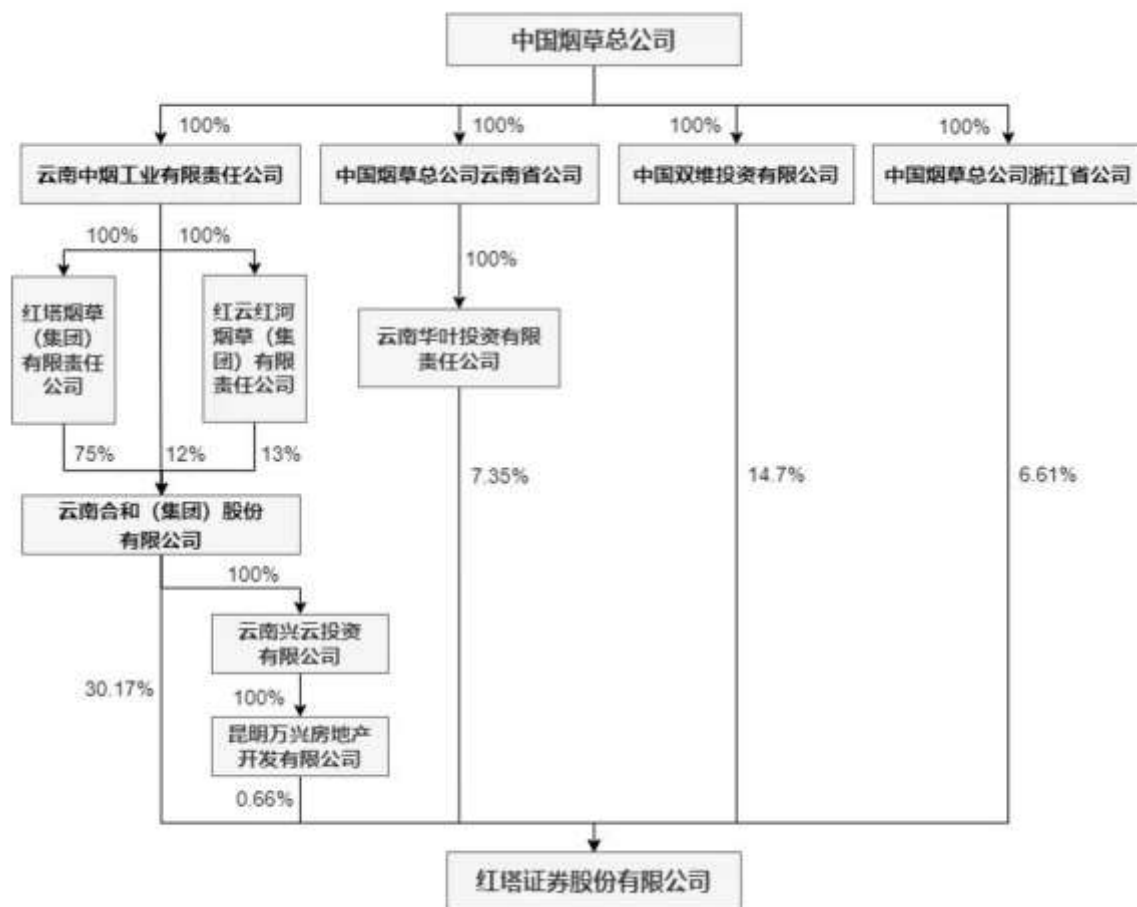
所有者权益/全部债务	0.80	0.74	2.02	1.78
营业收入/全部债务	0.30	0.28	0.48	0.42
经营活动现金流入额/全部债务	0.93	0.86	0.34	0.30

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十二、 结论

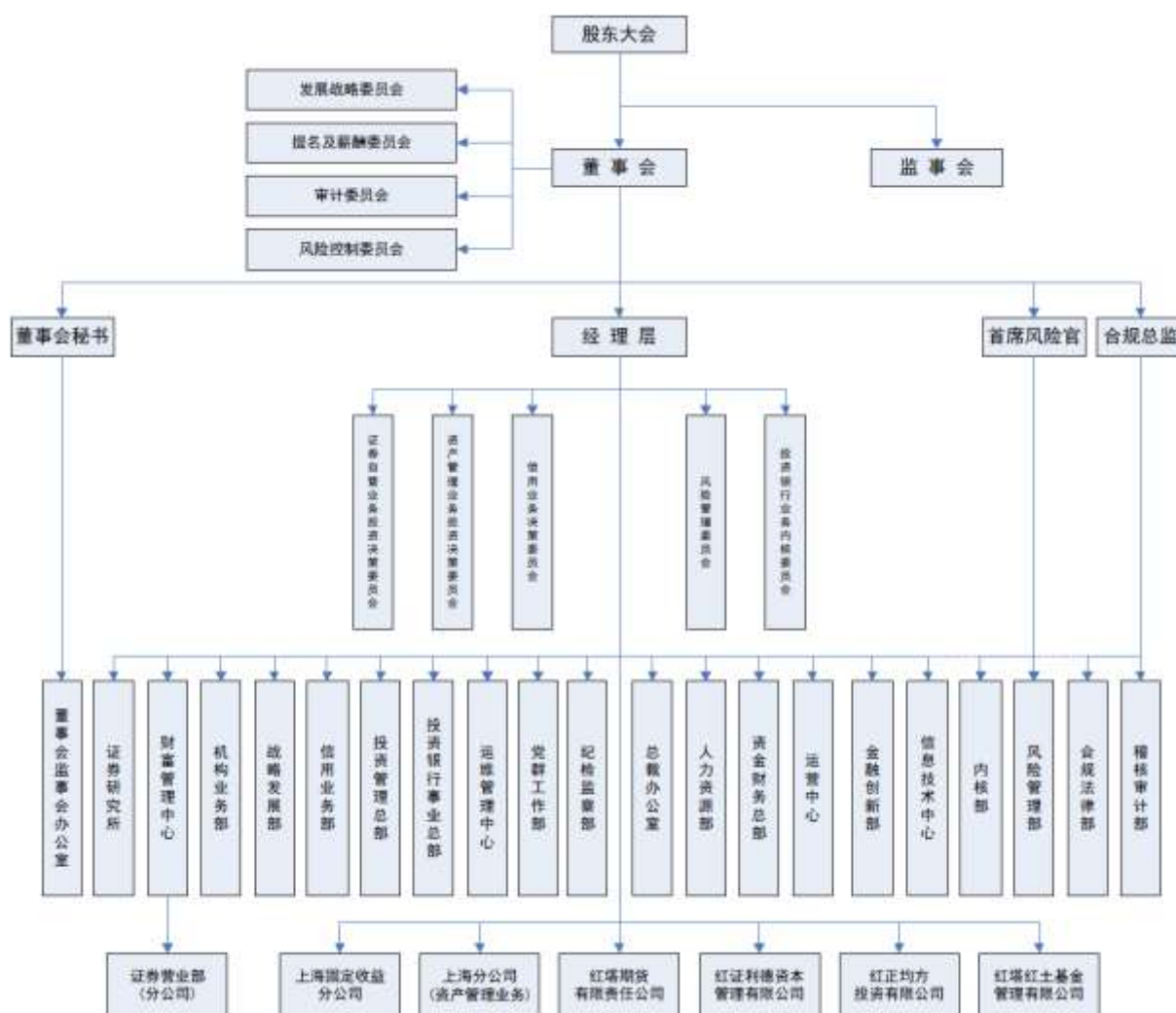
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底红塔证券股份有限公司股权结构



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月底红塔证券股份有限公司组织架构



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
自有资产（亿元）	250.89	420.32	335.92	351.85
自有负债（亿元）	135.51	284.12	188.89	121.33
所有者权益（亿元）	115.38	136.20	147.03	230.52
自有资产负债率（%）	54.01	67.60	56.23	34.48
优质流动资产/总资产（%）	27.11	31.88	25.36	37.23
营业收入（亿元）	12.01	20.66	55.85	54.86
利润总额（亿元）	5.15	11.25	18.55	14.06
营业利润率（%）	42.87	54.54	32.95	25.30
营业费用率（%）	48.65	37.80	15.21	12.90
薪酬收入比（%）	34.36	21.30	8.27	/
自有资产收益率（%）	2.13	2.53	3.84	3.09
净资产收益率（%）	3.46	6.74	10.25	5.63
盈利稳定性（%）	10.47	41.56	47.00	72.69
净资本（亿元）	124.40	150.24	139.64	207.20
风险覆盖率（%）	559.24	336.76	197.58	399.65
资本杠杆率（%）	36.38	25.24	32.24	54.86
流动性覆盖率（%）	1,409.34	810.12	509.54	1639.34
净稳定资金率（%）	205.87	166.03	165.35	237.30
信用业务杠杆率（%）	44.49	45.69	35.42	19.20
短期债务（亿元）	79.14	195.53	70.14	42.88
长期债务（亿元）	51.26	81.99	113.16	71.14
全部债务（亿元）	130.40	277.52	183.31	114.35

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. 2021 年 1—9 月财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标	计算公式
年均增长率或变动率	(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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。

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 评级展望设置及其含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估有限公司关于 红塔证券股份有限公司 2022 年度面向专业投资者 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，在每年红塔证券股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚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。

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，提供有关财务报告以及其他相关资料。红塔证券股份有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对红塔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，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、外部经营环境及本次（期）债项相关信息，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红塔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，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，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红塔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红塔证券股份有限公司、监管部门等。



中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	刘嘉	性别	女	
执业机构	联合资信评估股份有限公司	登记编号	R0040218110003	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2018-11-12			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0040218110003	2018-11-12	联合资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	



中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	张晨露	性别	女	
执业机构	联合资信评估股份有限公司	登记编号	R0040216120003	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2016-12-11			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0040216120003	2016-12-11	联合资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

联合资信评估股份有限公司

关于联合资信评估股份有限公司业务资质的说明

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”或“公司”）前身为成立于2000年的联合资信评估有限公司，经北京市朝阳区市场监督管理局核准，2020年9月17日变更为现名。营业执照见附件。

联合资信评级业务资质齐全，已经完成向中国人民银行信用评级机构备案和中国证券监督管理委员会从事证券评级服务的业务备案，取得了国家发展和改革委员会和中国银行保险监督管理委员会认可，是中国银行间市场交易商协会理事单位，具备在银行间市场和交易所市场同时开展评级业务的完备资质。

公司业务资质证明文件详见附件。





统一社会信用代码

91110000722610855P

营业执照

(副本) (2-1)



扫描二维码登录
“国家企业信用
信息公示系统”
了解更多登记、
备案、许可、监
管信息

名称 联合资信评估股份有限公司
类型 股份有限公司(外商投资、未上市)

法定代表人 王少波

经营范围 信用评级和评估、信用数据征集、信用评估咨询、信息咨询；提供上述方面的人员培训。(市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；该企业2007年8月20日前为内资企业，于2007年8月20日变更为外商投资企业；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。)

注册资本 人民币元42600万元

成立日期 2000年07月17日

营业期限 2000年07月17日至 长期

住所 北京市朝阳区建国门外大街2号院2号楼17层

此复印件与原件一致(再次复印无效)

仅供信用评级使用

联合资信评估股份有限公司

登记机关



2020 年 09 月 17 日



中国人民银行
THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

营业管理部(北京)
Operations Office (Bei Jing)

[首 页](#) [机构简介](#) [公告信息](#) [工作动态](#) [金融数据](#) [区域金融](#) [政务公开](#) [金融知识](#) [办事指南](#) [热点专题](#)

请输入搜索关键字

搜索

高级搜索

2020年9月21日 星期一 | 我的位置: 营业管理部 (北京) > 工作动态

联合资信评估有限公司完成信用评级机构备案

字号 大 中 小

文章来源: 营业管理部

2020-06-08 17:28:36

[打印本页](#) [关闭窗口](#)

按照2019年11月26日人民银行、发展改革委、财政部、证监会联合发布的《信用评级业管理暂行办法》规定,中国人民银行营业管理部对该办法实施前已经开展信用评级业务的联合资信评估有限公司(统一社会信用代码: 91110000722610855P, 全球法人机构识别编码: 3003000UM3I74I6SJ0J19)完成备案办理。

提示: 完成备案办理不视为对信用评级机构评级质量、技术方法、风险管理、内控合规等方面的认可和保证。

[打印本页](#) [关闭窗口](#)



中国证券监督管理委员会
CHINA SECURITIES REGULATORY COMMISSION

敬畏专业 敬畏风险

首页
HOME

政
务

信息公开 政策法规 新闻发布
信息披露 统计数据 人事招聘

服
务

办事指南 在线申报 监管对象
业务资格 人员资格 投资者保护

互
动

公众留言 信访专栏 举报专栏
在线访谈 征求意见 廉政评议



您的位置: 首页 > 公司债券监管部 > 资信评级机构备案

完成首次备案的证券评级机构名录

中国证监会 www.csrc.gov.cn 时间: 2020-10-21 来源: 信用中国

完成首次备案的证券评级机构名录 (按照系统报送时间排序)

序号	资信评级机构名称	备案类型	机构注册地	备案公示时间
1	东方金诚国际信用评估有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
2	浙江大普信用评级股份有限公司	首次备案	浙江省	2020-10-21
3	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	首次备案	上海市	2020-10-21
4	标普信用评级(中国)有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
5	联合资信评估股份有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
6	中证鹏元资信评估股份有限公司	首次备案	深圳市	2020-10-21
7	大公国际资信评估有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
8	安融信用评级有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
9	中诚信国际信用评级有限责任公司	首次备案	北京市	2020-10-21

关于我们 | 联系我们 | 法律声明

版权所有: 中国证券监督管理委员会 京ICP备 05035542号 京公网安备 11040102700080号

您现在的位置: 首页 > 工作动态 > 公告通知 > 公告

附件5

关于认可7家信用评级机构能力备案的公告

发布时间: 2013-10-17

分享到:      

【字体: 大 中 小】

保监公告(2013)9号

根据《中国保监会关于加强保险资金投资债券使用外部信用评级监管的通知》(保监发〔2013〕61号)的规定, 中国保监会对下列7家信用评级机构能力认可的备案材料进行了评估, 现予以公告。

具体名单如下(按公司名称字母顺序排列):

大公国际资信评估有限公司

东方金诚国际信用评估有限公司

联合信用评级有限公司

联合资信评估有限公司

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

中诚信国际信用评级有限责任公司

中诚信证券评估有限公司

上述信用评级机构承诺接受中国保监会的持续监管及行业协会的自律管理, 配合中国保监会对相关信用评级业务的询问和检查, 依规履行报告义务。

阅读排行 周排行 | 月排行

1. 《中国第二代偿付能力监管
2. 中国保监会发布第二代偿付
3. 《关于印发《保险公司业务
4. 中国保监会通报部分保险公
5. 首届保险业“优秀服务标兵
6. 《关于规范有限合伙制股权
7. 中央国家机关纪工委到保监
8. 中国保监会工作组现场指导
9. 保险业积极开展抗震救灾和
10. 保监会迅速启动地震应急三