

信用评级公告

联合〔2023〕272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 2023 年面向专业投资者公开发行人公司债券(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 2023 年面向专业投资者公开发行人公司债券(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:

二〇二三年一月十二日

红塔证券股份有限公司 2023 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 30.00 亿元（含），本期债券分为两个品种，设置品种间回拨选择权，回拨比例不受限制

本期债券发行期限：本期债券分两个品种，品种一为 3 年期，品种二为 5 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：拟用于偿还到期债务

评级时间：2023 年 1 月 12 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
证券公司主体信用评级方法	V4.0.202208
证券公司主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	1
			杠杆水平	1
		流动性	资金来源与流动性	1
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

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”）综合实力强大，能够在资本补充、资金支持、业务资源等方面为公司提供较强的支持。2019—2021 年，随着公司完成 A 股上市、资本实力逐步提升，公司收入及利润规模均持续增长，资产质量和资本充足性很好。

同时，联合资信也关注到自营投资业务对公司利润贡献较大，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 1—9 月，市场波动加剧，公司营业总收入与净利润出现大幅下滑。

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、各项业务的稳步推进，公司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

- 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综合实力强大，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。
- 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，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，具有较强的经营实力。
- 资本充足性和资产质量很好。**近年来，公司净资本规模

分析师：陈凝 梁兰琼

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

较大，资本充足性很好；优质流动性资产占比较大，资产流动性较高，资产质量很好。

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. 公司盈利较依赖证券投资业务，业务结构有待优化，2022年1—9月公司营业总收入与净利润出现大幅下滑。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。2022年1—9月，受市场波动影响，公司投资资产公允价值下跌，营业总收入出现大幅下滑，利润总额为负。
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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 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	231.51
优质流动性资产/总资产（%）	31.88	25.36	28.90	40.45
自有资产负债率（%）	67.60	56.23	39.86	/
营业总收入（亿元）	20.66	55.85	67.34	6.87
利润总额（亿元）	11.25	18.55	19.95	-1.24
营业利润率（%）	54.54	32.95	29.42	-21.99
净资产收益率（%）	6.74	10.25	8.35	0.07
净资本（亿元）	150.24	139.64	211.29	193.79
风险覆盖率（%）	336.76	197.58	359.62	482.65
资本杠杆率（%）	25.24	32.24	49.72	42.90
短期债务（亿元）	195.53	70.14	79.41	127.67
全部债务（亿元）	277.52	183.31	152.91	202.14

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1—9月财务数据未经审计，相关指标未年化；4.“/”代表未获取数据
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	2022/5/30	张晨露 刘嘉	证券公司主体信用评级方法 V3.2.202204 证券公司主体信用评级模型（打分表） V3.2.202204	阅读全文
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；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：

联合资信评估股份有限公司

红塔证券股份有限公司 2023 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

红塔证券股份有限公司（以下简称“公司”或“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 2022 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”），中国烟草总公司（以下简称“中国烟草”）持有云南合和 100.00% 的股份，并间接持有公司合计 51.56% 的股份，为公司实际控制人。

表 1 截至 2022 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	17.33
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	76.16

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质押情况来看，截至 2022 年 12 月 23 日，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，占其持有股份的 41.42%，占公司总股本的 7.18%。

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 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、稽核审计部等部门；公司经纪业务条线分支机构共 62 家，其中 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 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 2022 年 9 月末，公司合并口径职工人数 1380 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 9 月末，公司合并口径资产总额 477.34 亿元，其中客户资金存款 24.86 亿元、客户备付金 7.09 亿元；负债合计 245.83 亿元，其中代理买卖证券款 35.39 亿元；所有者权益 231.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益 228.76 亿元。2022 年 1—9 月，公司营业收入为 6.87 亿元，利润总额-1.24 亿元，净利润为 0.16 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 0.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 35.49 亿元，现金及现金等价物净增加额 46.10 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、本期债券概况

本期债券名称为“红塔证券股份有限公司 2023 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 30.00 亿元（含 30.00 亿元）。本期债券分两个品种，品种一为 3 年期；品种二为 5 年期。本期债券设置品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。本期债券为固定利率，票面年利率将根据网下询价结果，由公司股东大会授权董事会或董事会授权主体与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。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扣除发行费用后拟用于偿还到期债务。

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

2022 年上半年，我国经济下行压力持续加大，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来，对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施 19 项稳经济接续政策，同时多措并举稳外资、稳外贸，提振房地产市场信心。

经初步核算，2022 年前三季度国内生产总值 87.03 万亿元，按不变价计算，同比增长 3.00%，较上半年回升 0.50 个百分点。其中，受疫情冲击，二季度 GDP 当季同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）明显下滑；三季度稳经济政策效果显现，GDP 当季同比增速回升至 3.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业生产恢复快于服务业。2022 年前三季度，第一产业增加值同比增长 4.20%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.90%、2.30%，较上年同期两年平均增速¹（分别为 5.59%、4.80%）回落幅度较大，受二季度疫情拖累明显。三季度，工业生产快速回升，而第三产业增加值增速较上年同期两年平均水平仍有一定差距，呈现出工业恢复快于服务业的特点。

表 2 中国主要经济数据

项目	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度	2022 年 三季度
GDP 总额（万亿元）	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP 增速（%）	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40	3.90
规模以上工业增加值增速（%）	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40	3.90
固定资产投资增速（%）	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10	5.90

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。

房地产投资 (%)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40	-8.00
基建投资 (%)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10	8.60
制造业投资 (%)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40	10.10
社会消费品零售总额增速 (%)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70	0.70
出口增速 (%)	32.88	29.87	15.80	14.20	12.50
进口增速 (%)	32.52	30.04	9.60	5.70	4.10
CPI 涨幅 (%)	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI 涨幅 (%)	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
社融存量增速 (%)	10.00	10.30	10.60	10.80	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	16.30	10.70	8.60	-10.20	-6.60
一般公共预算支出增速 (%)	2.30	0.30	8.30	5.90	6.20
城镇调查失业率 (%)	5.03	5.10	5.80	5.50	5.40
全国居民人均可支配收入增速 (%)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00	3.20

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.社融存量增速为期末值；5.城镇调查失业率为季度均值；6.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；7.2021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，固定资产投资相对平稳，出口整体增长较快但出现边际回落迹象。消费方面，2022 年前三季度社会消费品零售总额 32.03 万亿元，同比增长 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 4.60%，受疫情影响较大。投资方面，2022 年前三季度全国固定资产投资（不含农户）42.14 万亿元，同比增长 5.90%，整体保持平稳增长。其中，房地产开发投资增速持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处于高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体增长较快，但 8 月和 9 月当月同比增速均出现大幅回落。2022 年前三季度中国货物进出口总额 4.75 万亿美元，同比增长 8.70%。其中，出口 2.70 万亿美元，同比增长 12.50%；进口 2.05 万亿美元，同比增长 4.10%；贸易顺差 6451.53 亿美元。

CPI 各月同比走势前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年前三季度，CPI 累计同比增长 2.00%，各月同比增速整体呈温和上行态势。分项看，食品价格同比有所上涨，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。前三季度，PPI 累计同比增长 5.90%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性价格传导压力有所减轻，三季度油气开采、燃料加工、有色金属、

化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回落。第三季度 PPI-CPI 剪刀差由正转负，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，盈利情况有望改善。

社融规模显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年前三季度，新增社融规模 27.77 万亿元，同比多增 3.01 万亿元；9 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较 6 月末低 0.20 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增 1.50 万亿元、1.06 万亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；表外融资方面，受益于金融监管政策边际松动，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票亦对新增社融规模形成一定支撑。

财政“减收增支”，稳经济、保民生效应愈加显现。2022 年前三季度，全国一般公共预算收入 15.32 万亿元，按自然口径计算同比下降 6.60%，扣除留抵退税因素后，增长 4.10%。支出方面，2022 年前三季度全国一般公共预算支出 19.04 万亿元，同比增长 6.20%。民生等重点领域支出得到有力保障，科学技术、社会保障和就业、卫生健康及交通运输等领域支出保持较快增长。

稳就业压力仍然较大,居民消费水平有所恢复。受疫情冲击,2022年二季度城镇调查失业率均值上升至5.83%,三季度失业率均值较二季度有所下降,但仍高于上年同期水平,稳就业压力较大。2022年前三季度,全国居民人均可支配收入2.77万元,实际同比增长3.20%;全国居民人均消费支出1.79万元,实际同比增长1.50%。上半年居民收入和消费支出受疫情影响较大,三季度以来居民收入增速回升,消费水平恢复较慢。

2. 宏观政策和经济前瞻

继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策,为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。2022年9月28日,稳经济大盘四季度工作推进会议召开,强调围绕重点工作狠抓政策落实,继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策,注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时,依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求,实施好“保交楼”政策。做好物流“保通保畅”。保障煤炭、电力等能源稳定供应。各地要结合实际加大政策落实和配套力度,确保项目工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。上述政策举措的全面落地、充分显效,可为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

四季度经济有望继续修复,但仍面临较大压力。2022年三季度,工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑,汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。在稳增长政策的推进下,基建和制造业投资仍有一定韧性,可为经济增长提供支撑,四季度经济有望继续修复。另一方面,当前疫情仍呈多发、散发态势,对居民出行活动以及消费意愿的抑制作用持续存在,服务业恢复基础仍需巩固,消费或将持续低位修复,叠加出口边际回落、房地产投资低迷,经济增长仍面临较大压力。

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

2021年,股票市场呈震荡走势,结构行情明显,市场交投持续活跃;债券市场运营平稳,市场规模保持增长态势,全年发行量同比小幅增长。2022年前三季度,股票市场指数整体有所回落,股市交投活跃程度同比有所下降;债券市场指数小幅上涨。

股票市场方面,2019年,市场预期回暖,股票市场先扬后抑,一季度贡献全年大部分涨幅;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;2021年,股票市场呈现震荡走势,板块分化加剧,结构性行情明显,市场交投活跃度持续提升。截至2021年末,上证指数收于3639.78点,较年初上涨4.80%;深证成指收于14857.25点,较年初上涨2.67%,涨幅均较2020年有所回落。根据交易所公布的数据,截至2021年末,我国上市公司总数4615家,较年初增加461家;上市公司总市值91.61万亿元,较年初增长14.91%。根据Wind统计数据,2021年全部A股成交额257.18万亿元,同比增长24.82%,市场交投持续活跃。截至2021年末,市场融资融券余额1.83万亿元,较上年末增长13.17%,其中融资余额占比93.44%,融券余额占比6.56%。2021年,全市场股权融资募集资金合计1.84万亿元,同比增长6.39%;完成IPO、增发和配股的企业分别有520家、507家和6家;完成可转债和可交债发行的企业分别有119家和34家。

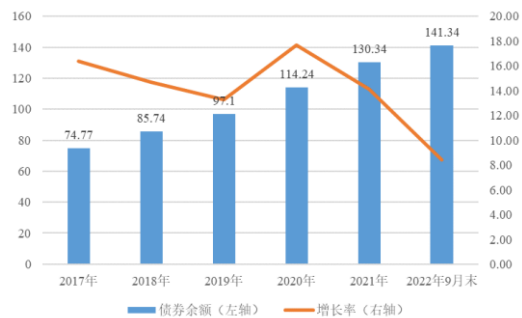
截至2022年9月末,上证指数收于3024.39点,较上年末下跌16.91%;深证成指收于10778.61点,较上年末下跌27.45%;2022年前三季度,国内股票市场持续低迷,上证综指和深证成指最低回撤至2886.43点和10206.64点,股票指数在5—6月有所回升,但整体仍呈震荡下行态势。2022年前三季度,沪深两市成交额

173.60 万亿元，同比下降 8.78%，沪深两市交投活跃程度同比有所下降。



债券市场方面，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；2021 年，债券市场整体运行平稳，全年债券发行量同比小幅增长。根据 Wind 统计数据，2021 年境内共发行各类债券 5.38 万只，发行额 61.76 万亿元，同比增长 8.55%。截至 2021 年末，我国存量债券余额 130.35 万亿元，较上年末增长 14.10%，较上年末增速放缓。2021 年境内债券交易总金额 1631.90 万亿元，同比增长 27.27%；其中现券交易成交金额 241.91 万亿元，回购交易成交金额 1161.23 万亿元，同业拆借成交金额 128.76 万亿元。截至 2021 年末，中债一综合净价（总值）指数收于 103.30 点，较年初小幅增长 1.44%。截至 2022 年 9 月末，我国存量债券余额 141.34 万亿元，较上年末增长 8.44%；中债一综合净价（总值）指数收于 104.09 点，较上年末上涨 0.76%。2022 年前三季度，债券市场指数小幅上涨。

图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



多层次资本市场已初步建立并不断完善，证券行业服务实体经济取得新成效。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的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。根据中国证券业协会统计，2021 年，证券公司服务 481 家企业完成境内首发上市，融资金额达 5351.46 亿元，分别同比增加 87 家、增长 12.87%，其中科创板、创业板两板上市企业数占全年 IPO 家数的 75.05%，融资金额占全年 IPO 融资总额的 65.28%，引导资本有效支持科技创新；服务 527 家境内外上市公司实现再融资，融资金额达 9575.93 亿元，分别同比增加 132 家、增长 8.10%。同期，证券公司承销债券 15.23 万亿元，同比增长 12.53%。

随着证券市场规模逐步扩大,证券公司规模逐年增长;2021年,证券行业业绩表现较好;证券公司收入实现对经纪业务和自营业务依赖程度较高,盈利水平受市场行情及行业政策影响较大。2022年前三季度,受疫情多发散发和国际形势紧张等多重不确定因素影响,证券市场大幅波动,证券公司证券投资收益同比大幅下滑,明显拖累证券公司业绩。

近年来,证券公司的数量呈稳步增长态势。2017—2021年,证券公司总资产和净资产规模逐年扩大;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—2021年,受市场行情和利好政策等因素影响,证券公司业绩持续增长。截至2021年底,140家证券公司总资产为10.59万亿元,较上年末增长18.99%;净资产为2.57万亿元,较上年末增长11.26%,净资本为2.00万亿元,较上年末增长9.89%。2021年,140家证券公司实现营业收入5024.10亿元,实现净利润1911.19亿元,分别同比增长12.03%和21.32%,经营业绩同比实现较好增长。

2022年前三季度,受疫情多发多散和国际形势紧张等多重不确定因素影响,证券市场大幅波动,证券公司业绩增长承压。截至2022年9月底,140家证券公司总资产为10.88万亿元,较上年末增长5.53%;净资产为2.76万亿元,较上年末增长10.84%;净资本为2.11万亿元,较

上年末增长8.76%。2022年1—9月,140家证券公司实现营业收入3042.42亿元,同比下降16.95%,实现净利润1167.63亿元,同比下降18.90%。

从收入结构来看,2021年,证券公司收入仍主要来源于经纪业务和自营业务。2021年,证券行业实现经纪业务收入1534.18亿元,同比增长33.08%,占比行业营业收入的30.54%,较上年有所提升,其中代理销售金融产品净收入206.90亿元,同比增长53.96%;实现投资银行净收入699.83亿元,同比增长4.12%;实现资产管理业务净收入317.86亿元,同比增长6.10%。截至2021年末,证券行业资产管理业务规模为10.88万亿元,较上年末增长3.53%,其中集合资产管理规模大幅增长112.52%至3.28万亿元,资产管理业务主动管理转型成效显著。

2022年前三季度,证券公司实现代理买卖证券业务净收入877.11亿元,同比下降12.36%;证券承销与保荐业务净收入446.03亿元,同比增长7.22%;财务顾问业务净收入46.22亿元,同比下降1.91%;投资咨询业务净收入42.25亿元,同比增长14.81%;资产管理业务净收入201.95亿元,同比下降8.05%;利息净收入473.35亿元,同比下降2.01%;证券投资收益(含公允价值变动)560.49亿元,同比下降47.32%,投资收益同比大幅下滑,明显拖累了证券公司的整体业绩。

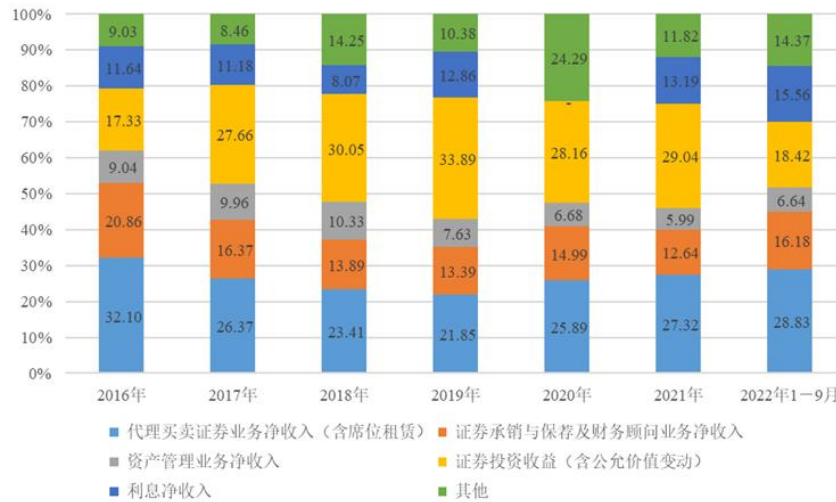
表3 证券行业概况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 1—9月
证券公司家数(家)	131	131	133	139	140	140
盈利家数(家)	120	106	120	127	/	/
盈利家数占比(%)	91.60	80.92	90.23	91.37	/	/
营业收入(亿元)	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79	5024.10	3042.42
净利润(亿元)	1129.95	666.20	1230.95	1575.34	1911.19	1167.63
总资产(万亿元)	6.14	6.26	7.26	8.90	10.59	10.88
净资产(万亿元)	1.85	1.89	2.02	2.31	2.57	2.76
净资本(万亿元)	1.58	1.57	1.62	1.82	2.00	2.11

注:证券业协会未披露2021年及2022年1—9月证券公司盈利家数情况

资料来源:中国证券业协会

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：1. 证券业协会未披露2020年全行业利息净收入数据，2020年其他包括利息净收入和其他收入；
2. 证券业协会未披露全行业2021年代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）、证券承销与保荐业务净收入、财务顾问业务净收入、证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入数据，仅披露了经纪业务收入、投资银行净收入等，因披露口径存在较大差异，故上表以2021年前三季度收入结构替代全年进行列示

资料来源：中国证券业协会

证券公司行业集中度较高。

证券公司行业集中度较高。按证券公司营业收入排序，2021年，前十大证券公司实现营业收入合计3847.83亿元，净利润1313.90亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为50.30%和56.53%。截至2021年底，前十大证券公司资产总额为6.98万亿元，净资产总额为1.29万亿

元，分别占全行业总资产和净资产比重的46.97%和54.80%；前十大证券公司上述财务指标较2020年有所下降，但行业集中度仍较高。未来，大型券商可以凭借规模、平台、品牌、政策倾斜等多方面优势将龙头优势进一步扩大，证券公司的行业集中度仍将维持在较高水平。

表4 截至2021年末/2021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	2138.08	12786.65	765.24	240.05
2	海通证券	1777.55	7449.25	432.05	137.48
3	国泰君安	1506.37	7912.73	428.17	153.03
4	华泰证券	1520.36	8066.51	379.05	136.01
5	中国银河	989.78	5601.35	359.84	105.17
6	广发证券	1108.01	5358.55	342.50	120.55
7	中金公司	847.31	6497.95	301.31	108.10
8	中信建投证券	800.06	4527.91	298.72	102.35
9	招商证券	1125.90	5972.21	294.29	116.58
10	申万宏源	1054.53	5617.34	246.66	94.58
合计		12867.95	69790.45	3847.83	1313.90

资料来源：公开数据，数据以营业收入由高到低排序

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；新《证券法》等纲领性文件出台，多项利好政策、业务规则和指引密集发布，有望

推动资本市场和证券行业健康有序发展。

在资本市场深化改革背景下，在加强金融监管、防范金融风险的监管要求下，“严监管、防风险”仍将是监管的主旋律。随着新《证券法》

等纲领性文件出台，资本市场基础设施建设的持续推进，证券行业多项业务规则、指引密集发布，引导证券公司规范执业，推动资本市场和证券行业有序发展。

表 5 2019 年以来部分行业政策及重大事项情况

时间	政策名称	主要内容
2019 年 3 月	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共 2+6+1 个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定
2019 年 7 月	证监会发布《证券公司股权管理规定》	进一步加强证券公司股权监管，规范证券公司股东行为，提升监管效能
2019 年 8 月	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	对高分类评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。于 2020 年 1 月发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，并于 2020 年 6 月 1 日正式施行
2019 年 12 月	修订《中华人民共和国证券法》	进一步完善了证券市场基础制度，为证券市场全面深化改革落实落地，有效防控市场风险，提高上市公司质量，切实维护投资者合法权益，促进证券市场服务实体经济功能发挥，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提供了坚强的法治保障
2020 年 5 月	发布《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》	为落实新《证券法》有关要求，支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，更好服务实体经济，允许证券公司公开发行次级债券以及为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间
2020 年 6 月	发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》、《证券发行上市保荐业务管理办法》	推动创业板改革并试点注册制
2020 年 7 月	证监会发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	明确适用范围，精简优化发行条件。明确发行上市审核和注册程序。强化信息披露要求，对发行承销作出特别规定，强化监督管理和法律责任，加大对上市公司、中介机构等市场主体违法违规行为的追责力度
2021 年 3 月	深交所《关于合并主板与中小板相关安排的通知》	顺应市场自然规律，对市场估值无实质影响
	《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》	进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求
	《上市公司信息披露管理办法》	大幅提高信息披露的违法违规成本，信息披露环节监管将更趋严格
2021 年 5 月	证监会公布首批证券公司“白名单”	简化优质券商工作流程，进一步提升监管有效性，推动行业高质量发展
2021 年 7 月	《关于依法从严打击证券违法活动的意见》	加强资本市场基础制度建设，健全依法从严打击证券违法活动体制机制，提高执法司法效能
	《证券期货违法行为行政处罚办法》	提升流动性覆盖率要求，延长最长发行期限，短期融资券发行更规范
2021 年 9 月	设立北京证券交易所	有助于完善多层次资本市场体系，更好发挥资本市场功能作用、促进科技与资本融合
2021 年 10 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，充分发挥派出机构属地监管优势，压实中介机构责任，从源头提高上市公司质量，积极为全市场稳步推进注册制改革创造条件
2022 年 5 月	证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	深入推进设立科创板并试点注册制改革，完善科创板交易制度，提升科创板股票流动性、增强市场韧性
	证监会发布《保荐人尽职调查工作准则》和《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》	持续完善制度规则体系，督促保荐机构不断提高执业质量，提高资本市场服务实体经济高质量发展能力
2022 年 6 月	证监会、司法部、财政部联合发布《关于加强注册制下中介机构廉洁从业监管的意见》	旨在全面完善相关制度机制，明确规范要求和相关责任，着力解决注册制下的廉洁从业突出风险点，督促中介机构勤勉尽责，廉洁自律，引导形成廉洁从业风险防控的内生动力和常态化机制
2022 年 11 月	证监会就《关于注册制下提高中介机构公司债券业务执业质量的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见	着眼于推进债券市场中介机构监管的制度化规范化透明化，明确了服务高质量发展、强化履职尽责、深化分类监管、严格监管执法等 4 方面原则；提出了强化证券公司债券业务执业规范、提升证券服务机构执业质量、强化质控、廉洁

		要求和投资者保护、依法加强监管、完善立体追责体系
2022 年 11 月	证监会就《关于深化公司债券注册制改革的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见	贯彻落实党的二十大有关健全资本市场功能、提高直接融资比重的重大部署，深化公司债券注册制改革，推动交易所债券市场高质量发展

资料来源：证监会网站，联合资信整理

3. 未来动向

行业分层竞争格局加剧，马太效应延续，中小券商需谋求特色化、差异化发展道路。

证券公司的发展过程中仍存在业务同质化严重、传统经纪业务收入结构单一、业绩和市场高度挂钩、盈利波动性大等特点，其中大型券商收入结构相对均衡，在业绩稳定性方面具备优势。大型券商在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面均较中小券商具备优势，随着政策的持续倾斜以及资源投入积累效应的持续显现，大型券商的综合实力将持续提升，行业分层竞争格局加剧，马太效应延续，中小券商仍需进一步结合市场环境、自身禀赋及其所在区域的特色化需求，在特定行业、区域内精耕细作，逐步转向差异化、特色化发展策略。

严监管基调持续，利于行业规范发展。

2023 年，证监会将继续统筹推进提高上市公司质量、健全退市机制、多层次市场建设、压实中介机构责任、投资端改革、完善证券执法司法体制机制等重点改革，持续完善资本市场基础制度。“严监管、防风险”仍将是监管的主旋律，以推动证券公司加强内部控制、扎实风险管理、提升执业水平，坚守底线练好内功，推动行业规范发展。证券公司预计将继续平稳经营，发生重大风险事件概率较小，行业出现信用违约的概率较小，但仍需关注投资银行、资产管理等业务内控制度的健全情况以及开展项目过程中的尽责情况，重大的涉及业务资质暂停的处罚仍是影响券商个体经营的重要风险之一。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022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51.56%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，证券投资业务行业竞争力较强，具备较强的经营实力。

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 2022 年 9 月末，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，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。从行业排名来看，2019—2021 年，公司净资本排名行业中上游水平，其中 2021 年受增资配股影响排名有所上升；2019—2021 年，公司证券投资收入排名快速增长，2021 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。整体来看，公司已具备较强经营实力。

表 6 公司主要指标排名（单位：位）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
净资本	28	36	25
营业收入	48	46	47
证券经纪业务收入	67	69	72
投资银行业务收入	83	66	75
融资类业务收入	49	48	59
证券投资收入	21	17	15

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。

公司董事长景峰先生，1968年2月出生，工商管理硕士，经济师，中国国籍，无境外永久居留权。1988年7月至2020年7月期间，曾任职于中国银行股份有限公司、广发银行股份有限公司、云南红塔银行股份有限公司等单位，担任总经理、分行行长、党委书记等职位；2020年7月至2022年5月任职于云南中烟工业有限责任公司（以下简称“云南中烟”）、红塔烟草（集团）有限责任公司（以下简称“红塔烟草”）和红云红河烟草（集团）有限责任公司等单位，担任副总经理、党委书记和董事等职位；现任云南中烟党组成员、副总经理，并在多家公司兼任董事。2022年8月至今任公司董事长。

公司总裁沈春晖先生，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月历任公司投资银行事业总部业务董事、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2021年6月历任公司总裁助理、副总裁、投资银行事业总部总经理等职位；2021年6月至今任公司总裁。

截至2022年9月末，公司合并口径在职员工数量合计1380人。其中博士学历15人，占比1.09%；硕士学历480人，占比34.78%；本科学历731人，占比52.97%；大专及以下154人，占比11.16%。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2023年1月4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。

截至本报告出具日，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2022年9月末，公司共获银行授信259.80亿元，尚未使用237.80亿元，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2022年9月末，公司董事会由9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2022年9月末，公司监事会由5名监事组成，其中2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2022年9月末，公司经理层由6名高级管理人员组成（含总裁1名，副总裁5名），其中1名副总裁兼任财务总监和董事会秘书，1名副总裁兼任首席风险官和合规总监，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，有助于公司保持较高的决策效能。

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，2021年公司分类评价有所下滑，处于行业一般水平，内控合规管理水平仍需要进一步提升。

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、监事会及经理层，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，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。

2020—2022年，公司的分类监管评级结果分别为BBB级、BB级和A级。

七、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，公司营业收入和利润规模实现较好增长，利润来源主要来自证券投资业务；2022年1—9月，公司营业收入大幅下降，利润总额小幅亏损。公司证券投资业务收入占比较大，其受市场波动影响较大，经营稳定性一般。

随着市场行情逐步回暖，2019—2021年，公司营业总收入规模持续上升，年均复合增长80.55%，各主要业务整体发展良好。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。得益于收入规模增加，2019—2021年，公司净利润规模持续增长，年均复合增长37.36%。2021年，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。

随着各项业务的逐步发展，2019—2021年公司收入结构有所变化，2021年公司收入以期货业务和证券投资业务为主。具体来看，2019—2021年，证券投资业务始终为公司主要收入来源（排除期货业务），收入规模波动增长，占比持续下降；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；证券经纪业务和投资银行收入持续增加，基金管理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

入的贡献度较低。2021年，公司期货业务取得较好发展，收入大幅增至39.30亿元且自2020年开始成为公司第一大收入来源，收入增长主要系现货贸易规模增加所致，但由于现货贸易成本较高，整体期货业务利润贡献度一般。

2022年1—9月，公司营业总收入6.87亿元，同比大幅下降80.55%，主要系市场行情波动公司自营投资业务下行，导致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。同期，公司实现利润总额-1.24亿元，同比下降108.82%；公司营业总收入和利润总额降幅均大于行业降幅（21.03%和31.02%）。

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：公司提供，联合资信整理

2. 业务运营

（1）证券经纪业务

2019—2021年，公司证券经纪业务收入持续增加，佣金率持续下降，但仍处于较高水平；2022年1—9月，公司经纪业务手续费收入有所下降。证券经纪业务受市场行情影响较大，且公司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营销工作。同时，公司积极开展战略部署，截至2022年9月末，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。

2019—2021年，公司证券经纪业务收入持续增加，年均复合增长16.90%。2019—2021年，公司证券经纪业务收入行业排名分别为第67位、第69位和第72位，有所下降，处于行业中下游水平。

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。2019—2021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26.08%；2021年，公司代理买卖股票交易量为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。2019—2021年，公司债券交易量持续增长，年均复合增长46.46%，2021年，

公司代理买卖债券交易量为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。综合以上因素，2019—2021年，公司代理买卖证券交易量持续增加，年均复合增长19.94%；2021年，公司代理买卖证券交易量为6276.79亿元，同比增长14.10%。2019—2021年，公司平均佣金率持续下降，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。

2022年1—9月，受交易量下行影响，公司证券经纪业务手续费净收入1.62亿元，同比下降17.35%。2022年1—9月，公司代理买卖证券交易量合计为4695.27亿元；公司平均佣金率为0.61%，与上年持平。

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		2022 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	2187.79	50.14	3225.85	58.64	3477.93	55.41	2499.99	53.24
基金	33.72	0.77	62.58	1.14	72.33	1.15	61.62	1.31
债券	2141.81	49.09	2212.54	40.22	2726.54	43.44	2133.66	45.45
合计	4363.32	100.00	5500.97	100.00	6276.79	100.00	4695.27	100.00
平均佣金率(%)	0.70		0.64		0.61		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，但整体行业竞争力一般；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%。2019—2021年，公司投资银行业务收入持续增加，年均复合增加124.11%；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。2019—2021年，公司投资银行业务收入行业排名分别为第83位、第66位和第75位，整体业务竞争力一般。

2019年，公司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。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。

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。

2022年1—9月，公司完成1单北交所IPO，并完成了多只债券项目发行。受再融资项目承销金额减少影响，2022年1—9月，公司投资银行业务手续费净收入0.52亿元，同比下降21.21%。

从项目储备来看，截至2022年9月末，公司在审项目6个（含1个IPO项目和5个公司债项目）；已拿批文未实施项目3个（均为债券项目），公司项目储备情况尚可。

表9 公司投资银行业务情况表（单位：个、亿元）

项目	2019年		2020年		2021年		2022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	1	5.06	1	9.66	1	1.52	1	1.75
再融资	1	42.86	2	28.77	3	75.52	1	4.20
债券承销	12	30.70	7	39.79	14	88.41	10	42.00
ABS/ABN	11	5.40	6	3.78	0	0.00	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

2019—2021年，公司证券投资业务收入波动增长，投资规模波动下降，投资结构以债券类投资为主；截至2022年9月末，公司投资规模有所增长，投资品种更加多样化，债券持仓占比进一步上升。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，需关注证券投资存在的市场与信用风险。

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，2019—2021年，公司证券投资业务收入波动增长，年均复合增长7.67%；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%。2019—2021年，公司证券投资收入行业排名分别为第21位、第17位和第15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。

2019—2021年末，公司证券投资业务规模波动下降，年均复合下降2.87%。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。2021年末，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，公司债券持仓占比波动增长，仍为主要的持仓品种，股票持仓占比上升，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）占比波动增长。公司持仓AAA级的债券占比持续下降，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。

2019—2021年末，公司自营非权益类证券及其衍生品/净资本指标波动增长；自营权益类及证券衍生品/净资本指标持续增长，但均远优于监管标准（ $\leq 500\%$ 和 $\leq 100\%$ ）。

截至2022年9月末，公司证券投资业务规模合计241.64亿元，较上年末增长2.35%，投资结构变化较大，债券持仓规模进一步提升，股票和基金持仓规模较年初大幅下降；债券具体持仓种类有所变动，AAA级信用债持仓规模较上年

末增长116.09%，AA~AA+级信用债持仓规模较上年末下降2.60%，新增国债、政策性金融债等持仓。截至2022年9月末，公司固收类投资不存在违约事件。2022年1—9月，受公司自营投资业务已实现收益减少影响，公司投资收益同比大幅下降71.57%至5.12亿元；受市场波动影响，公司交易性金融资产公允价值变动损益减少，公允价值变动收益大幅下降至-4.46亿元。

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		2022 年 9 月末	
	金额	占比	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	209.31	86.62
其中：AAA 级信用债	150.20	60.02	51.93	27.09	29.90	12.66	64.61	26.74
AA~AA+级信用债	44.05	17.60	58.59	30.56	76.52	32.41	74.53	30.84
BBB~AA-级信用债	0.24	0.10	--	--	--	--	1.36	0.56
BBB 级以下信用债	--	--	0.53	0.28	1.06	0.45	0.78	0.32
国债、政策性金融债、政府支持机构债券	0.18	0.07	--	--	--	--	8.55	3.54
可转换债券	--	--	8.39	4.38	12.83	5.43	10.04	4.15
地方政府债	--	--	--	--	37.13	15.73	49.43	20.46
股票	8.61	3.44	19.90	10.38	38.99	16.51	9.62	3.98
基金	39.81	15.91	15.96	8.33	28.21	11.95	4.13	1.71
其他	7.15	2.86	36.42	18.99	11.45	4.85	18.57	7.69
合计	250.24	100.00	191.72	100.00	236.10	100.00	241.64	100.00
自营权益类证券及衍生品/净资本	7.38		15.41		23.81		7.59	
自营非权益类证券及衍生品/净资本	158.99		121.96		88.38		117.62	

资料来源：公司提供，联合资信整理

（4）资产管理业务

2019—2021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2022年9月末，业务规模有所下降，仍以定向资产管理计划为主；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。2019—2021年，公司资产管

理业务收入规模较小，收入贡献度较低。2021年，公司资产管理业务实现收入2.13亿元，较上年增长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，2019—2021年末，公司资产管理业务规模整体呈波动下降态势。截至2021年末，公司资产管理规模较上年末下降25.54%至944.25亿元，主要系公司压降非标业务规模所致；公司资产管理业务类型以定向资产管理计划为主，占比95.63%。

2019—2021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，2020年起均为主动管理类业务。

2022年1—9月，公司资产管理业务手续费收入0.37亿元，同比下降61.05%，主要系公司管理规模下降所致。截至2022年9月末，公司资产

管理业务规模为804.12亿元，较上年末下降14.84%，业务结构较上年末变化不大。截至2022年9月末，公司资产管理业务涉及风险事件1起，涉及金额0.20亿元，涉及公司自有资金0.20亿元，已全额计提减值。

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		2022 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	2.25	0.18	27.48	2.17	19.13	2.03	16.34	2.03
	定向	549.27	43.63	1220.63	96.26	902.99	95.63	771.11	95.89
	专项	707.47	56.19	19.94	1.57	22.12	2.34	16.68	2.07
管理方式	主动管理	396.53	31.50	1268.05	100.00	944.25	100.00	804.12	100.00
	被动管理	862.46	68.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计		1258.99	100.00	1268.05	100.00	944.25	100.00	804.12	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。2019—2021 年末，公司公募基金存续规模持续增加，年均复合增长 135.61%。2019—2021 年，公司基金管理业务收入波动增加，年均复合增长 7.57%；2021 年，公司基金管理业务实现收入 1.62 亿元。截至 2022 年 9 月末，公司管理公募基金 18 只，管理规模 68.32 亿元，较年初有所下降，主要系公司持续调整业务结构，着力发展非货公募业务所致。

（5）信用交易业务

2019—2021 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增长，股票质押业务规模波动下降；截至 2022 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。2019—2021 年，公司信用交易业务收入波动下降，年均复合下降 8.67%，2021 年，公司信用交易业务收入同比下降 8.54% 至 3.57 亿元。2019—2021 年，公司融资类业务利息收入行业排名分别为第 49 位、第 48 位和第 59 位。2019—2021 年末，公司信用业务杠杆率分别为 45.69%、35.42% 和 27.07%，呈持续下降态势，整体处于较低水平。

融资融券业务方面，2019—2021 年末，公司融资融券业务规模持续上升，年均复合增长 10.63%；截至 2021 年末，公司融资融券业务余额为 14.24 亿元，较上年末增长 8.04%，主要得益于当年证券市场活跃度提升。2019—2021 年，公司融资融券业务收入持续增长，年均复合增长 9.29%；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。2019—2021 年，公司融资融券业务利息收入行业排名分别为第 80 位、第 81 位和第 84 位。

股票质押式回购业务方面，2019—2021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12.15%；股票质押式回购业务收入波动下降，年均复合下降12.59%。截至2021年末，公司股票质押式回购业务规模为48.24亿元，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。2019—2021年，公司股票质押业务利息收入行业排名分别为第25位、第16位和第16位。

2022年1—9月，公司信用交易业务实现收

入2.62亿元，同比下降3.68%。截至2022年9月末，公司融资融券业务规模为12.50亿元，较上年末下降12.22%，股票质押式回购业务规模为39.25亿元，较上年末下降18.64%。

截至2022年9月末，公司股票质押式回购业务存续违约业务4笔，涉及融资余额共1.44亿元，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1.37亿元，总计提比例95.14%，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 12 公司信用交易类业务情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1—9 月	
	余额	收入	余额	收入	余额	收入	余额	收入
融资融券	11.52	0.72	13.18	0.83	14.24	0.86	12.50	0.62
股票质押式回购	62.23	3.56	47.09	3.77	48.24	2.72	39.25	2.00
合计	73.75	4.28	60.27	4.61	62.48	3.58	51.75	2.62

注：上表为母公司口径且包含利息

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。2022年1—9月，红塔期货实现营业收入3.53亿元，红塔期货营业收入同比大幅下降89.93%，主要系公司现货贸易收入大幅下降所致，实现净利润0.17亿元，基本持平。

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。

2022年1—9月，红证利德实现营业收入-0.11亿元，实现净利润-0.20亿元。

红正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，红正均方注册资本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，红正均方实现营业收入1.22亿元，实现净利润0.92亿元。2022年1—9月，红正均方实现营业收入-0.04亿元，实现净利润-0.08亿元。

表 13 截至 2022 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	24.01	11.14
红证利德	6.00	100.00	7.29	7.04
红正均方	20.00	100.00	17.26	16.43

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，其未来发展存在一定不确定性。

公司的长期战略目标是成为一家轻重并举、特色鲜明的高质量发展券商：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”，但公司未来必须转向以客户为中心的综合金融服务模式转型升级，公司清醒地认识到，打造一体化、综合化服务能力，满足客户多元化需求，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。促进资产负债管理体系高质量发展是近期的战略重点之一，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。

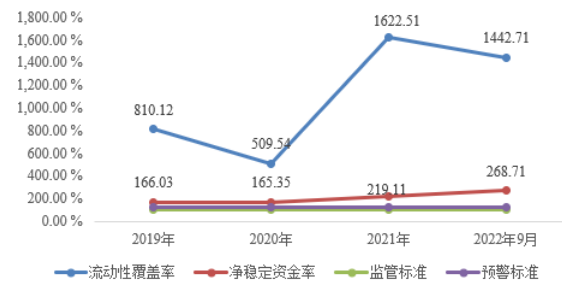
防止传导：公司对融资类业务，特别是股票质押式回购交易业务质押证券，持续做好研究和估值工作，对其价格走势的趋势和波动进行逐日盯市，降低市场风险向信用风险传导的可能性。

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。2019—2022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，但均处于较高水平，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2019年的财务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年的财务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,2022年1—9月财务报表未经审计。2019年,公司合并范围内增加2家子公司;2020—2022年1—9月,除结构化主体外公司合并范围无变化。此外,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,公司财务数据可比性尚可。

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9月末,公司合并口径资产总额477.34亿元,其中客户资金存款24.86亿元、

客户备付金7.09亿元;负债合计245.83亿元,其中代理买卖证券款35.39亿元;所有者权益231.51亿元,其中归属于母公司所有者权益228.76亿元。2022年1—9月,公司营业收入为6.87亿元,利润总额-1.24亿元,净利润为0.16亿元,其中归属于母公司所有者净利润0.25亿元;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46.10亿元。

2. 资金来源与流动性

2019—2021年末,公司自有负债规模持续下降,杠杆水平持续下降,处于较低水平;2022年9月末,公司负债规模有所增长,债务期限仍主要集中于2023年以前到期,需要关注流动性管理情况。

2019—2021年末,公司负债总额呈持续下降的趋势,年均复合下降19.50%。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。2019—2021年末,公司自有负债持续下降。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9月末
负债总额	318.41	236.14	206.33	245.83
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	19.52
卖出回购金融资产款	106.44	52.86	70.92	103.78
其他负债	83.76	115.49	73.28	51.83
应付债券	0.00	0.00	0.00	23.33
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	35.39
全部债务	277.52	183.31	152.91	202.14
其中:短期债务	195.53	70.14	79.41	127.67
长期债务	81.99	113.16	73.50	74.47
自有资产负债率	67.60	56.23	39.86	/
净资产/负债(母公司口径)	53.69	77.63	139.45	95.43
净资产/负债(母公司口径)	47.20	77.66	149.52	109.73

注:此处净资产/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

2019—2021 年末，公司应付短期融资款持续大幅下降。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。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。

2019—2021 年末，公司卖出回购金融资产款规模波动较大。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。2019—2021 年末，公司其他负债波动下降，年均复合下降 6.47%，主要系次级债务规模波动所致。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，2019—2021 年末，公司自有资产负债率持续下降，结合整体行业看，公司负债水平尚可。2019—2021 年末，公司净资本/负债和净资产/负债均持续增长；2021 年末分别为 139.45%和 149.52%。

从有息债务来看，2019—2021 年末，公司全部债务持续下降；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%。

截至 2022 年 9 月末，公司负债总额较上年末增长 19.15%，主要系公司增加自营杠杆和发行债券所致；公司全部债务规模 202.14 亿元，较上年末增长 49.23%，债务负担有所增长。从债务结构来看，截至 2022 年 9 月末，公司短期债务占比 63.16%，占比增长 11.23 个百分点。截至 2022 年 9 月末，公司合并口径债务融资本

金合计 195.09 亿元，从到期期限结构来看，主要集中在 2023 年及以前到期，需要公司进行较好的流动性管理。

表 15 截至 2022 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
2022 年	113.09	57.97
2023 年	47.00	24.09
2024 年	20.00	10.25
2025 年及之后	15.00	7.69
合计	195.09	100.00

注：上表统计口径且仅统计本金且不包括租赁负债
数据来源：公司提供

近年来，公司资产规模波动增长；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，整体资产质量很高。

2019—2021 年末，公司资产总额波动下降，年均复合下降 1.37%。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。

2019—2021 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 9.22%。截至 2021 年末，公司货币资金 69.23 亿元，较上年末增长 23.92%。2019—2021 年末，公司自有货币资金波动增长，年均复合增长 1.45%。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。

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。2019—2021 年末，公司金融投资资产波动增长，年均复合增长 0.95%。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。2019—2021 年末，公司其他资

产持续下降，年均复合下降 73.66%。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%。

2019—2021 年末，公司优质流动性资产占总资产的比重波动下降，但资产流动性仍属较好；整体资产质量很高。

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 9 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	477.34	100.00
其中：自有货币资金	36.65	8.06	27.89	7.28	37.72	8.53	85.29	19.29
买入返售金融资产	66.64	14.66	56.13	14.65	55.49	12.55	38.01	7.96
交易性金融资产	260.06	57.21	218.64	57.06	267.69	60.53	251.41	52.67
融出资金	11.50	2.53	13.06	3.41	14.24	3.22	12.49	2.62
其他债权投资	7.49	1.65	3.35	0.87	5.38	1.22	25.72	5.39
其他资产	25.57	5.63	13.53	3.53	1.77	0.40	0.99	0.21
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	--	193.10	--
优质流动性资产/总资产	31.88		25.36		28.90		40.45	

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

截至 2022 年 9 月末，公司资产总额较年初增长 7.94%。公司资产中，自有货币资金和其他债权投资大幅增加；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 2022 年 9 月末，优质流动性资产占总资产的比重较上年末增长 11.55 个百分点，资产流动性处于较好水平。

截至 2022 年 9 月末，公司所有权受到限制的资产合计 128.44 亿元，占资产总额的 26.91%，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

2019—2021 年末，随着利润留存、上市和配股发行完成，公司所有者权益持续较快增长；2022 年 9 月末，公司所有者权益略有下降，所有者权益稳定性较好。公司主要风险控制指标

均持续优于监管指标，整体资本充足性很好。

2019—2021 年末，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 31.61%。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。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%；2021 年，公司向全体股东分配利润 5.69 亿元，占前一年净利润的比重为 39.19%，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 2022 年 9 月末，公司所有者权益为 231.51 亿元，较上年末下降 1.87%，主要系未分配利润下降所致；其中归属于母公司的所有者权益为 228.76 亿元。截至 2022 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。

2019—2021 末，公司确保了各项风险控制指标符合监管标准。2019—2021 年末，公司净资本规模波动增长，年均复合增长 19.59%。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%。

截至 2022 年 9 月末，公司净资本规模较上年末下降 8.28%，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 2022 年 9 月末，公司各项风险控制指标均符合监管标准。

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	2022 年 9 月末	监管标准	预警指标
核心净资本	104.24	103.64	189.29	183.79	--	--
附属净资本	46.00	36.00	22.00	10.00	--	--
净资本	150.24	139.64	211.29	193.79	--	--
净资产	132.06	139.69	226.54	222.83	--	--
各项风险资本准备之和	44.61	70.67	58.75	40.15	--	--
风险覆盖率	336.76	197.58	359.62	482.65	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率	25.24	32.24	49.72	42.90	≥8.00	≥9.60
净资本/净资产	113.76	99.96	93.27	86.97	≥20.00	≥24.00

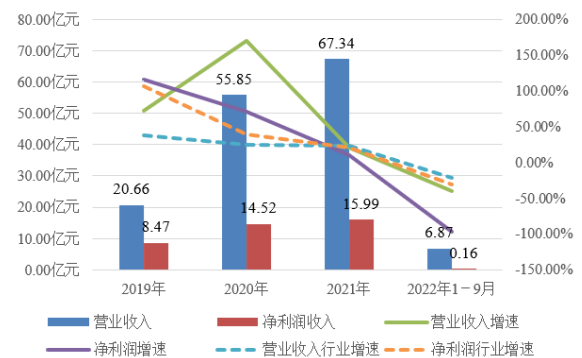
数据来源：公司风险控制指标监管报表

4. 盈利能力

2019—2021 年，公司收入及利润规模保持增长趋势，盈利水平有所下降，盈利能力很强；2022 年 1—9 月，公司营业总收入同比大幅下降，利润总额出现亏损，公司证券投资业务对利润的贡献度较高，需关注市场波动对其盈利能力的影响。

2019—2021 年，公司营业收入逐年增加，年均复合增长 80.55%。2021 年，公司实现营业收入 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：公司财务报告、公开资料，联合资信整理

从营业支出来看，2019—2021 年，公司营业支出持续增长，年均复合增长 124.97%，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。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，2019—2021 年，公司净利润规模连续增长，年均复合增长 37.36%。2021 年，公司实现净利润 15.99 亿元，同比增长 10.16%；2019—2021 年，公司各项盈利指标均呈下降趋势，2021 年公司自有资产收益率和净资产收益率分别为 4.39%和 8.35%，整体看，盈利能力处于很强水平。

表 18 公司主要盈利能力指标（单位：%、名）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
营业费用率	37.80	15.21	12.97	87.28
薪酬收入比	21.30	8.27	5.90	/
营业利润率	54.54	32.95	29.42	-21.99
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	0.07
净资产收益率行业排名	28	10	30	/
盈利稳定性	41.56	47.00	22.99	155.68

注：2022 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

2022 年 1—9 月，公司营业总收入同比大幅下降 87.47%，主要系市场行情波动公司自营投资业务下行，导致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；利

润总额-1.24 亿元，同比下降 108.82%；净资产收益率 0.07%。

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 2021 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
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 2022 年 9 月末，公司无对外担保事项。

截至 2022 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。

十、外部支持

公司股东及实际控制人综合实力强大，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、 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，但仍属尚可水平。同时考虑公司自身行业竞争力较强、资产质量很好、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2022年9月末，公司全部债务202.14亿元。本期债券拟发行规模不超过30.00亿元（含），发行规模一般。假设本期债券发行规模为30.00亿元，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14.84%至232.14亿元，债务规模进一步增长，但考虑到募集资金可用于偿还公司到期债务，实际影响低于测算值。

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30.00亿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。

表 20 本期债券偿还能力测算（单位：亿元、倍）

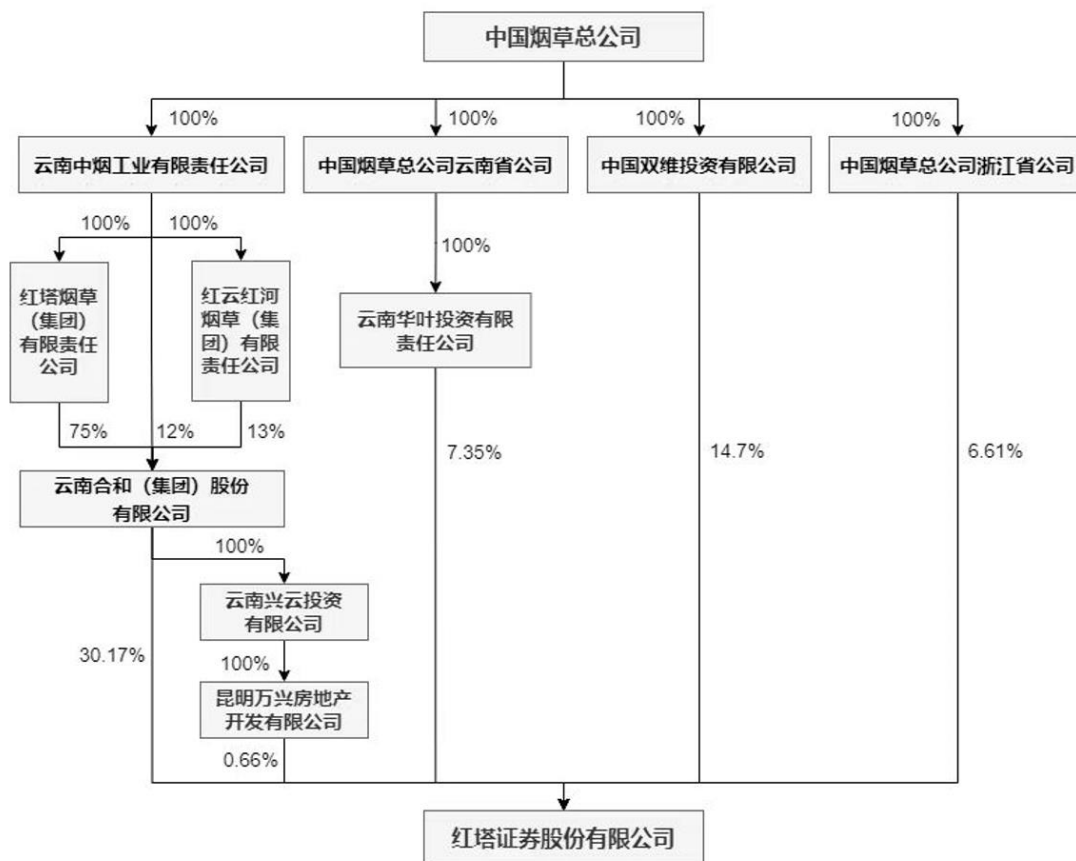
项目	2021 年末/2021 年		2022 年 9 月末/2022 年 1—9 月	
	发行前	发行后	发行前	发行后
全部债务	152.91	182.91	202.14	232.14
所有者权益/全部债务	1.54	1.29	1.15	1.00
营业收入/全部债务	0.44	0.37	0.03	0.03
经营活动现金流入额/全部债务	0.66	0.55	0.39	0.34

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十二、 结论

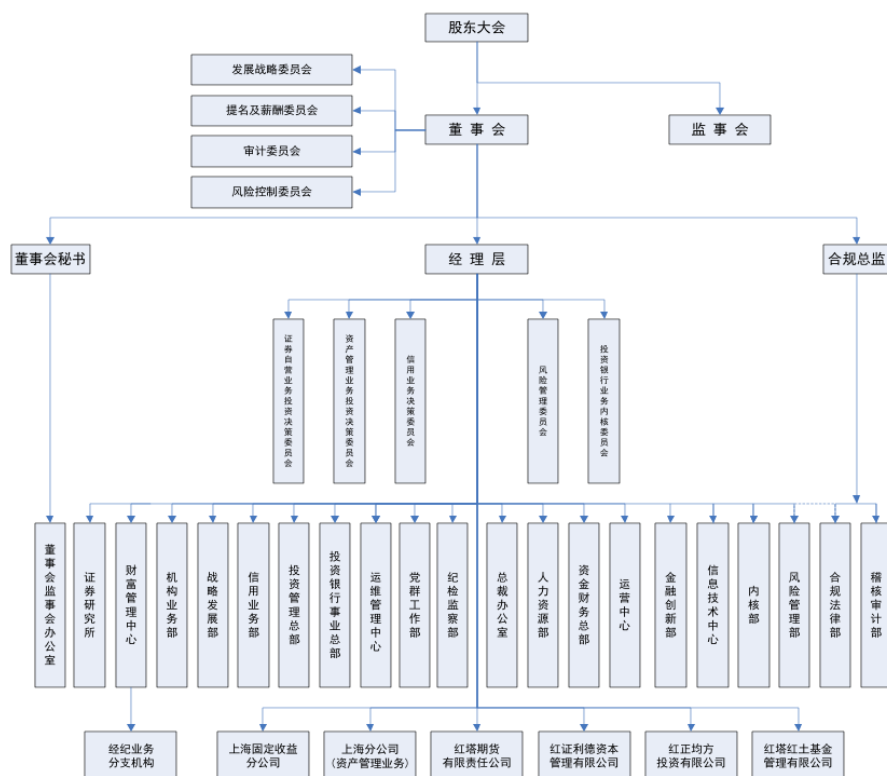
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月末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 2022 年 9 月末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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 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	231.51
优质流动性资产/总资产（%）	31.88	25.36	28.90	40.45
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	6.87
利润总额（亿元）	11.25	18.55	19.95	-1.24
营业利润率（%）	54.54	32.95	29.42	-21.99
营业费用率（%）	37.80	15.21	12.97	
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	0.07
盈利稳定性（%）	41.56	47.00	22.99	155.68
净资本（亿元）	150.24	139.64	211.29	193.79
风险覆盖率（%）	336.76	197.58	359.62	482.65
资本杠杆率（%）	25.24	32.24	49.72	42.90
流动性覆盖率（%）	810.12	509.54	1622.51	1442.71
净稳定资金率（%）	166.03	165.35	219.11	268.71
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	127.67
长期债务（亿元）	81.99	113.16	73.50	74.47
全部债务（亿元）	277.52	183.31	152.91	202.14

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 1—9 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. “/”代表未获取数据

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

指标名称	计算公式
复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
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。

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

联合资信评估股份有限公司关于 红塔证券股份有限公司 2023 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

红塔证券股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。