

# 信用评级公告

联合〔2023〕2865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(第三期)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(第三期)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:

二〇二三年五月十一日

# 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（第三期）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 18.00 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 2 年期，品种二为 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：拟用于偿还到期债务

评级时间：2023 年 5 月 11 日

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">证券公司主体信用评级方法</a>	V4.0.202208
<a href="#">证券公司主体信用评级模型（打分表）</a>	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
财务风险	F1	偿付能力	盈利能力	2
			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 <sup>+</sup>
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa <sup>+</sup>
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。截至 2022 年末，公司资本实力较强、资产质量较好，杠杆水平处于行业较低水平，资本充足性很好。

同时，联合资信也关注到，公司业务结构有待优化，主要业务易受宏观经济周期变化、国内证券市场波动、相关监管政策变化影响。2022 年，受证券市场波动加剧影响，公司证券投资业务公允价值变动及投资收益下滑明显，盈利水平大幅下滑。

本期债券发行后公司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、各项业务的推进及股东支持，公司整体竞争实力有望进一步增强。

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，股东综合实力强大，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，有利于公司培育核心竞争力。
- 2. 资质齐全，具有较强的经营实力。**公司是全国性综合类上市证券公司之一，各类牌照齐全，子公司业务覆盖较大，具有较强的经营实力。2020—2022 年，公司不断优化网点布局，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。
- 3. 资本充足性和资产质量很好。**2020—2022 年，公司净资本和净资产规模波动增长，资本实力较强，资本充足性很

分析师：杨晓丽 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

好；公司优质流动性资产占比较大，资产流动性很高，资产质量很好，杠杆水平处于行业较低水平。

#### 关注

1. **公司盈利较为依赖证券投资业务，业务结构有待优化。**公司收入较为依赖证券投资业务，同时其受市场波动影响较大，收入稳定性一般，2022年，受市场行情波动等因素影响，公司营业总收入大幅下滑，利润总额亏损，盈利指标显著下滑。
2. **业务规模增长、市场波动及监管政策的变化对公司风险管理水平提出更高的要求。**业务规模的增长、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对公司经营影响较大，需关注未来公司风险管理情况。
3. **关注资产信用风险。**公司自营业务债券投资规模较高，近年来信用风险事件频发背景下，需关注公司资产面临的相关风险。

#### 主要财务数据：

合并口径			
项目	2020年	2021年	2022年
自有资产（亿元）	335.92	392.26	415.21
自有负债（亿元）	188.89	156.34	183.81
所有者权益（亿元）	147.03	235.92	231.40
优质流动性资产/总资产（%）	25.36	28.90	45.30
自有资产负债率（%）	56.23	39.86	44.27
营业总收入（亿元）	55.85	67.34	8.36
利润总额（亿元）	18.55	19.95	-1.97
营业利润率（%）	32.95	29.42	-26.75
净资产收益率（%）	10.25	8.35	0.09
净资本（亿元）	139.64	211.29	194.78
风险覆盖率（%）	197.58	359.62	470.10
资本杠杆率（%）	32.24	49.72	45.43
短期债务（亿元）	70.14	79.41	110.20
全部债务（亿元）	183.31	152.91	185.25

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  
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	2023/1/12	陈凝 梁兰琼	<a href="#">证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">证券公司主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA	稳定	2020/10/30	董日新 刘嘉	<a href="#">（原联合信用评级有限公司）证券公司行业评级方法（2018年）</a>	--

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（第三期）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（后改名为“云南国际信托有限公司”）、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
<b>合 计</b>	<b>76.16</b>

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 2023 年 4 月末，公司股东云南省投资控股集团有限公司已质押公司股票 2.41 亿股，占其持有股份的 29.43%，占公司总股本的 5.10%。

根据公司 2023 年 4 月 7 日发布的公告，公司股东昆明产业开发投资有限责任公司（以下简称“昆明产投”）累计质押公司 1.45 亿股，占其持有公司股份比例的 49.03%，其中累计冻结、司法标记及轮候冻结股份合计 0.82 亿股，占其持有公司股份比例的 27.55%。

公司主要业务：证券经纪业务、投资银行业务、证券投资业务、资产管理业务、期货业务等；组织结构图详见附件 1—2。截至 2022 年末，公司共有经纪业务分支机构 62 家，分别为 1 家经纪业务分公司（东北分公司）和 61 家证券营业部，其中云南省内 30 家；此外，公司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，详见表 2。

表 2 截至 2022 年末公司主要子公司情况

子公司全称	简称	业务性质	注册资本 (亿元)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	持股比例 (%)
红塔期货有限责任公司	红塔期货	期货业务	10.00	21.27	11.03	100.00
红证利德资本管理有限公司	红证利德	私募投资业务	6.00	7.46	7.15	100.00
红正均方投资有限公司	红正均方	另类投资业务	20.00	6.29	15.73	100.00
红塔红土基金管理有限公司	红塔基金	基金管理业务	4.96	8.56	6.07	59.27

资料来源：公司提供，联合资信整理



公司注册地址：云南省昆明市北京路 155 号附 1 号；法定代表人：沈春晖。

于偿还到期债务。

## 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（第三期）”，本期债券发行金额为不超过 18.00 亿元（含 18.00 亿元）。本期债券分两个品种，品种一为 2 年期；品种二为 3 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

## 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，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度经济同比增速再次回落至 2.90%。

**生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。**2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速<sup>1</sup>（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受需求端拖累，工业、服务业活动放缓所致。

表 3 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额 (万亿元)	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速 (%)	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速 (%)	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速 (%)	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速 (%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10

<sup>1</sup> 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。

城镇调查失业率 (%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

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、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

**需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。**消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，消费需求特别是餐饮等聚集型服务消费需求回落明显。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

**消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。**2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

**社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。**2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 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，政府债券净融资和社

融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

**财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。**2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

**稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。**2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受经济下行影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。**2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，

产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

**2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。**2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

#### 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

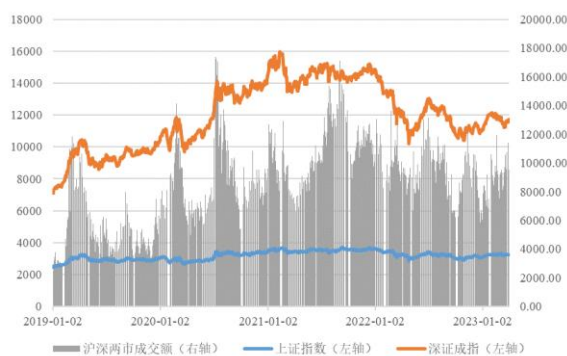
**2022 年，股票市场表现低迷，市场指数震荡下行，交投活跃程度同比下降；债券市场规模有所增长，在多重不确定性因素影响下，收益率宽幅震荡；期末债券市场指数较年初变化不大。2023 年一季度，股票市场随经济修复小幅回暖，债券市场表现平稳。**

股票市场方面，2022 年，股票市场表现低迷，市场指数震荡下行，交投活跃程度同比有所下降。截至 2022 年末，上证指数收于 3089.26 点，较年初下跌 15.13%；深证成指收于 11015.99 点，较年初下跌 25.85%。根据交易所公布的数据，截至 2022 年末，我国上市公司总数 5079 家，较年初增加 382 家；上市公司总市值 79.01 万亿元，较年初下降 14.01%。根据 Wind 统计数据，

2022 年全部 A 股成交额 224.64 万亿元，同比减少 12.92%。截至 2022 年末，市场融资融券余额 1.54 万亿元，较上年末下降 15.93%，其中融资余额占比 93.78%，融券余额占比 6.22%。2022 年，全市场股权融资募集资金合计 1.69 万亿元，同比减少 7.13%；完成 IPO、增发和配股的企业分别有 428 家、355 家和 9 家；完成可转债和可交债发行的企业分别有 153 家和 38 家。

截至 2023 年 3 月末，上证指数收于 3272.86 点，较上年末增长 5.94%；深证成指收于 11726.40 点，较上年末增长 6.45%。2023 年一季度，随着国内经济的逐步修复，股票市场指数有所回升；国内股基累计成交金额 58.51 万亿元，同比减少 7.62%，市场交投活跃程度同比有所下降。

图 1 股票市场指数及成交额情况（单位：点、亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

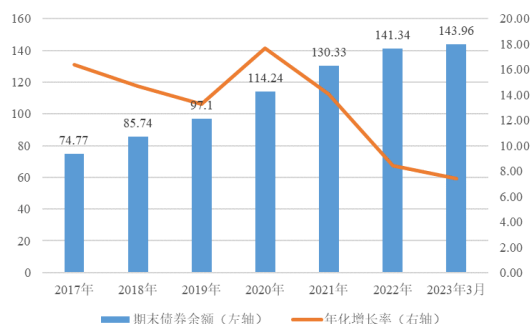
债券市场方面，2022 年，债券市场规模有所增长，受国际形势等多重不确定性因素影响，债市收益率宽幅震荡，波幅有所加大，并在四季度进入剧烈调整阶段，收益率快速上行，对各类理财、货币及债券基金的净值造成了较大影响，引发的赎回潮导致了收益率进一步踩踏上行，后续随着央行加大公开市场逆回购操作以及降准，收益率小幅企稳，信用债的调整幅度超过利率债。根据 Wind 统计数据，2022 年，境内共发行各类债券 4.75 万只，发行额 61.87 万亿元，同比增长 1.78%。截至 2022 年末，我国存量债券余额 141.34 万亿元，较上年末增长 8.45%，较上年末增速放缓。2022 年境内债券交易总金额 2177.70 万亿元，同比增长 25.82%；其中现券交易成交金额 306.73 万亿元，回购交易成交金额 1783.36



万亿元，同业拆借成交金额 87.61 万亿元。截至 2022 年末，中债一综合净价（总值）指数收于 103.20 点，较年初基本持平。

截至 2023 年 3 月末，我国存量债券余额 143.96 万亿元，较上年末增长 1.85%；中债一综合净价（总值）指数收于 103.35 点，较上年末小幅上涨。

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，证券行业服务实体经济效果良好。

《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。根据中国证券业协会统计，2022 年，证券公司服务实体经济实现直接融资 5.92 万亿元，其中，服务 428 家企业实现境内上市，融资金额 5868.86 亿元，同比增长 8.15%；服务上市公司再融资 7844.50 亿元，支持上市公司在稳定增长、促进创新、增加就业、改善民生等方面发挥重要作用；服务 357 家科技创新企业通过注册制登陆科创板、创业板、北交所，实现融资 4481.58 亿元证券公司通过跟投积极参与科创板、创业板 IPO 战略配售，助力高水平科技自立自强。此外，证券公司通过公司债、资产支持证券、REITs 等帮助企业实现融资 4.54 万亿元，引导金融资源流向绿色发展、民营经济等重点领域和薄弱环节。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长；2022 年，证券行业业绩表现一般；盈利水平受市场行情及行业政策影响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2022 年，受股票市场低迷影响，证券公司业绩表现同比明显下滑。截至 2022 年末，140 家证券公司总资产为 11.06 万亿元，较上年末增长 4.44%；净资产为 2.79 万亿元，较上年末增长 8.56%，净资本为 2.09 万亿元，较上年末增长 4.50%。2022 年，140 家证券公司实现营业收入 3949.73 亿元，实现净利润 1423.01 亿元，分别同比下降 21.38%和 25.54%。

表 4 证券行业概况

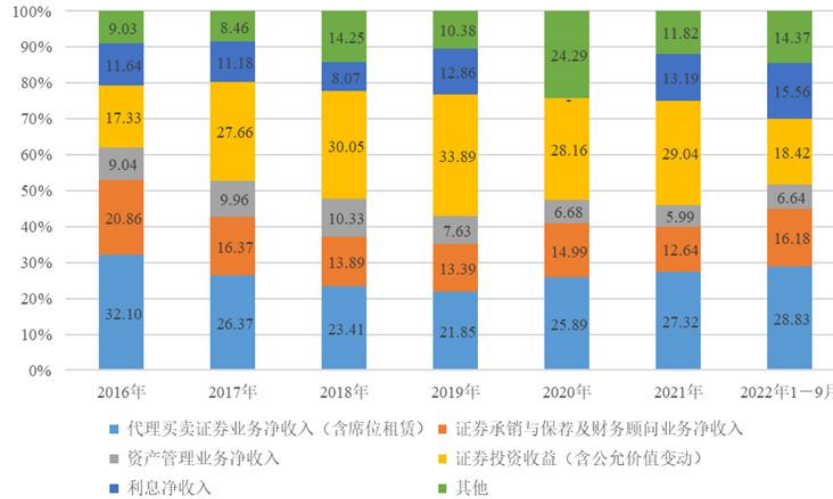
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
证券公司家数（家）	131	133	139	140	140
盈利家数（家）	106	120	127	/	/
盈利家数占比（%）	80.92	90.23	91.37	/	/
营业收入（亿元）	2662.87	3604.83	4484.79	5024.10	3949.73
净利润（亿元）	666.20	1230.95	1575.34	1911.19	1423.01

总资产（万亿元）	6.26	7.26	8.90	10.59	11.06
净资产（万亿元）	1.89	2.02	2.31	2.57	2.79
净资本（万亿元）	1.57	1.62	1.82	2.00	2.09

注：证券业协会未披露 2021 年及 2022 年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，头部效应显著。

证券公司行业集中度较高。按证券公司营业收入排序，2022 年，前十大证券公司实现营业收入合计 3089.34 亿元，净利润 932.11 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 78.22%和 65.50%。截至 2022 年末，前十大证券公司资产

总额为 7.15 万亿元，净资产总额为 1.36 万亿元，分别占全行业总资产和净资产比重的 48.76%和 64.65%，证券行业集中度进一步提升。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 5 截至 2022 年末/2022 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	2383.72	13082.89	651.09	221.69
2	国泰君安	1638.26	8606.89	354.71	116.21
3	中国银河	1026.13	6252.16	336.42	77.61
4	华泰证券	1678.49	8465.67	320.32	113.65
5	中信建投证券	932.89	5099.55	275.65	75.17
6	中金公司	994.75	6487.64	260.87	75.95
7	海通证券	1776.22	7536.08	259.48	51.96
8	广发证券	1247.73	6172.56	251.32	88.98
9	招商证券	1152.42	6116.62	192.19	80.79
10	东方证券	773.98	3680.67	187.29	30.10
合计		13604.59	71500.73	3089.34	932.11

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。2023年4月，证监会公布《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》，旨在完善证券公司监管基础制度，提升证券公司防范化解重大风险的能力，引导证券公司加强公司治理和内部管理，回归行业本源，这从长期来看有利于行业平稳发展、维持行业信用评级展望稳定。

表6 2021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
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》	
	《证券公司短期融资券管理办法》	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
2023年4月	证监会就《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》公开征求意见	旨在完善证券公司基础制度，提升防范化解重大风险的能力，明确合规审慎、归位尽责的监管导向，引导证券公司加强公司治理和内部管理，回归行业本源，提升专业能力，补齐功能短板，走规范化、专业化、集约化、差异化的高质量发展道路

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。大型证券公司在资本实力、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”仍将是证券行业监管的主旋律，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，证券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%的股权，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，网点分布较广泛，资本实力处于行业中上游水平，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。从行业排名来看，2019—2021年，公司净资产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。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，公司具备较强的经营实力。

表7 公司主要指标排名（单位：位）

项目	2019年	2020年	2021年
净资产	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. 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，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2023年4月末，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年末，公司共获银行授信291.80亿元，尚未使用254.80亿元，间接融资渠道畅通。

截至2023年4月末，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 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，主要管理层具有丰富的经营管理经验。**

公司依据相关法律法规要求，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。

监事会是公司的监督机构。截至2022年末，公司监事会由5名监事组成，其中2名为职工代表监事。

经营管理层面，截至2022年末，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。

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。

## 2. 内部控制水平

**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。**

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。根据公司披露的2022年度的经信永中和会计师事务所审计的《内部控制报告》，公司内部控制有效性较强。

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。

2020年—2022年末，公司合计受到责令整改的监管措施1次、警示函1次，主要涉及债券交易业务和内部控制制度；除此之外，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，相关业务资质已恢复。

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

2020—2021年，公司营业总收入和利润总额均实现较好增长；证券投资业务对收入及利润贡献较高，期货业务为公司主要收入来源之一，但其利润贡献度一般。2022年，受市场行情波动等因素影响，公司投资资产公允价值和投资收益下跌明显，证券投资收入大幅下降，利润总额出现亏损。公司业务受经济环境、证券市场及监管政策等因素影响较大，经营稳定性偏弱。

2020年和2021年，公司营业总收入和利润总额保持增长，期货业务占比进一步提升，仍为公司第一大收入来源，证券投资业务收入有所下降但对利润的贡献度仍旧较高，始终为公司第二大收入来源，其他业务收入结构变化不大。

2022年，公司营业总收入同比下降87.58%，降幅远大于行业平均水平(-21.38%)，主要系公司出于防范风险的考虑压降基差交易、仓单服务和合作套保等业务以及受市场波动影响投资资产公允价值和投资收益下跌所致。受收入波动影响，2020—2022年，公司净利润规模波动下降，年均复合下降88.10%。2022年，公司实现净利润0.21亿元，同比下降98.71%，下降幅度远大于行业平均水平(-25.54%)。

2020—2022年，公司收入结构有所变化，2022年公司收入以期货业务和信用交易业务为主，收入结构有待优化。具体来看，2020—2022年，期货业务始终为公司第一大收入来源，但收入占比波动下降，且期货业务利润贡献度一般；证券投资业务收入规模和占比持续下降；证券经纪业务收入规模先企稳后下降，占比波动增长；资产管理业务收入规模波动增长，占比逐年升高；投资银行业务收入波动下降，2022年为负。

表8 公司营业总收入结构(单位:亿元)

业务类型	2020年		2021年		2022年	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
证券经纪业务	2.19	3.92	2.20	3.27	1.63	19.46
证券投资业务	22.21	39.75	17.39	25.82	0.68	8.12
资产管理业务	0.14	0.25	2.13	3.16	0.40	4.81
投资银行业务	1.59	2.85	2.21	3.28	-0.10	-1.19
信用交易业务	4.61	8.25	3.57	5.30	3.38	40.37
期货业务	28.05	50.21	39.87	59.21	3.81	45.58
私募投资业务	0.26	0.47	1.02	1.51	0.07	0.83
基金管理业务	2.31	4.13	1.62	2.41	0.37	4.38
未分配支出	-3.79	-6.78	0.28	0.42	-1.24	0.08
分部间抵消	-1.70	-3.04	-2.95	-4.38	-0.64	-14.82
证券研究业务	0.00	0.00	-0.003	0.00	0.007	-7.63
合计	55.87	100.00	67.34	100.00	8.36	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

2020—2022年，公司证券经纪业务交易量波动增长，但收入波动下降，佣金率水平处于较高水平。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，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。截至2022年末，公司在云南、上海、北京、重庆等地拥有64家分支机构，包括1家经纪业务分公司、1家资管业务分公司、1家固定收益分公司和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，为业务开展提供了较好的客户资源保障。

2020—2022年，公司证券经纪业务收入波动下降，年均复合下降13.73%。2020和2021年，公司证券经纪业务收入行业排名分别为第69位和第72位，有所下降，处于行业中游水平。

2020—2022年，代理买卖业务结构有所调整，业务以股票为主但债券交易量占比逐年上升；随着股票市场的波动，公司股票交易量波动下降，年均复合下降0.56%；2022年，公司代理买卖股票交易量同比下降8.28%。2020—2022年，公司债券交易量持续增长，年均复合增长12.85%，2022年，公司代理买卖债券交易量较上年增长3.35%。公司基金交易量相对较小。综合以上因素，2020—2022年，公司代理买卖证券交易量波动增长，年均复合增长5.20%；2022年，公司代理买卖证券交易量同比下降3.00%。2020—2022年，公司平均佣金率先下降后企稳，因云南地区营业部佣金水平较高，因此公司佣金率显著高于行业平均水平，未来存在一定的下降压力。

表9 公司证券经纪业务情况表 (单位: 亿元)

项 目	2020 年		2021 年		2022 年	
	交易量	占比 (%)	交易量	占比 (%)	交易量	占比 (%)
股票	3225.85	58.64	3477.93	55.41	3189.90	52.39
基金	62.58	1.14	72.33	1.15	80.54	1.32
债券	2212.54	40.22	2726.54	43.44	2817.78	46.28
<b>合计</b>	<b>5500.97</b>	<b>100.00</b>	<b>6276.79</b>	<b>100.00</b>	<b>6088.22</b>	<b>100.00</b>
平均佣金率(‰)	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

**公司投资银行业务行业竞争力一般，业务收入波动较大。**

公司投资银行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资源。截至2022年末，投资银行事业总部在册人员114人，硕士及以上学历占比73.68%。2020—2022年，公司投资银行业务收入有所波动。2022年，公司投资银行业务实现收入-0.10亿元，同比大幅下降104.52%，主要系公司持有的做市业务股票公允价值变动收益和投资收益同比下降所致。2020—2021年，公司投资银行业务收入行

业排名分别为第66位和第75位，整体业务竞争力一般。

公司投行业务坚持走差异化、特色化、专业化发展道路，继续深耕西南等部分区域，聚焦新能源等部分行业，聚焦EB等产品，打造“精品特色投行”的战略。2022年公司完成1单北交所IPO保荐项目，1单再融资项目，16只债券主承销。

从项目储备来看，截至2022年末，公司在审项目4个（含1个IPO项目、2个公司债项目和1个再融资项目）；已拿批文未实施项目6个（均为债券项目），公司项目储备情况一般。

表 10 公司投资银行业务情况表

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	主承销数量 (个)	主承销金额 (亿元)	主承销数量 (个)	主承销金额 (亿元)	主承销数量 (个)	主承销金额 (亿元)
IPO	1	9.66	1	1.52	1	1.75
再融资	2	28.77	3	75.52	1	4.20
债券承销	7	39.79	14	88.41	16	63.00
ABS/ABN	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，上表主承销金额数据可能存在一定误差；3. 可交债/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

2020-2022年，公司证券投资业务收入持续下降，投资规模持续增长，投资结构以债券类投资为主但持仓种类占比有所变动。证券投资业务对公司收入贡献较大，且其受市场行情波动影响较大，需关注公司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持仓结构调整影响，2020—2022年，公司证券投资业务收入持续下降，年均复合下降82.50%；受证券市场波动影响，公司权益类和固收类业务收入均呈现出不同程度的下降，2022年，公司证券投资业务实现收入0.68亿元，同比大幅下降96.09%。

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。

2020—2022年末，公司证券投资业务规模持续增长，年均复合增长13.41%。2021年末，公司证券投资业务规模较上年末增加23.15%，其中对债券、股票、基金的投资规模均有所增长，高等级信用债持仓占比有所下降，地方政府债的持仓占比有所增加。2022年末，证券投资业务规模较上年末增长4.43%，主要是公司增加对债券的投资所致；公司持仓结构变化较大，AAA级信用债、可转债和地方政府债券持仓占比有所增长，AA+及以下等级信用债占比有所下降，股票和基金持仓规模分别同比大幅下降83.38%和91.00%，其他持仓规模同比大幅增长84.19%，主要为持仓的理财产品及货币基金。

截至2022年末，公司固收类投资不存在违约事件。

2020—2022年末，公司自营非权益类证券及其衍生品/净资产指标波动增长；自营权益类及证券衍生品/净资产指标波动下降，但均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

表 11 公司证券投资情况（单位：亿元）

项目	2020 年末		2021 年末		2022 年末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
债券	119.44	62.30	157.45	66.69	216.46	87.79
其中：AAA 级信用债	51.93	27.09	29.90	12.66	75.86	30.76
AA~AA+级信用债	58.59	30.56	76.52	32.41	54.69	22.18
BBB~AA-级信用债	--	--	--	--	0.22	0.09
BBB 级以下信用债	0.53	0.28	1.06	0.45	0.00	0.00



国债、政策性金融债、政府支持机构债券	--	--	--	--	0.51	0.21
可转换债券	8.39	4.38	12.83	5.43	27.05	10.97
地方政府债	--	--	37.13	15.73	58.14	23.58
股票	19.90	10.38	38.99	16.51	6.48	2.63
基金	15.96	8.33	28.21	11.95	2.54	1.03
其他	36.42	18.99	11.45	4.85	21.09	9.19
<b>合计</b>	<b>191.72</b>	<b>100.00</b>	<b>236.10</b>	<b>100.00</b>	<b>246.57</b>	<b>100.00</b>
自营权益类证券及衍生品/净资本		15.41		23.81		4.66
自营非权益类证券及衍生品/净资本		121.96		88.38		121.97

资料来源：公司提供，联合资信整理

#### (4) 资产管理业务

**2020-2022年，受资管业务转型影响，公司资产管理业务规模持续下降，全部为主动管理类业务；资产管理业务整体收入规模偏小，业务竞争力一般。**

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。2020-2022年，公司资产管理业务收入规模较小。其中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

净值增加所致。2022年，公司资产管理业务实现收入0.40亿元，较上年下降81.22%，主要系公司以自有资金设立并管理的纾困基金净值下降所致。

从管理规模和业务结构来看，2020-2022年末，公司资产管理业务规模持续下降，主要是定向业务下降较多；截至2022年末，公司资产管理规模较上年末下降18.99%。2020年以来，公司资产管理业务全部为主动管理类业务，类型以定向资产管理计划为主，占比始终超过95%。

截至2022年末，公司资产管理业务涉及风险事件1起，涉及公司自有资金0.20亿元，已全额计提减值。

表 12 公司资产管理业务情况表（单位：亿元）

项目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		
	规模	占比 (%)	规模	占比 (%)	规模	占比 (%)	
产品类型	集合	27.48	2.17	19.13	2.03	14.33	1.87
	定向	1220.63	96.26	902.99	95.63	734.08	95.97
	专项	19.94	1.57	22.12	2.34	16.54	2.16
管理方式	主动管理	1268.05	100.00	944.25	100.00	764.94	100.00
	被动管理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>1268.05</b>	<b>100.00</b>	<b>944.25</b>	<b>100.00</b>	<b>764.94</b>	<b>100.00</b>	

注：上表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  
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。2020-2022年

末，公司公募基金存续规模分别为 66.10 亿元、92.87 亿元和 58.58 亿元，年均复合下降 5.86%。2020-2022 年，公司基金管理业务收入波动下降，年均复合下降 77.16%；2022 年，公司基金

管理业务实现收入 0.37 亿元。截至 2022 年末，公司管理公募基金 18 只，管理规模较年初下降 36.92%，主要系公司产品策略调整和生命周期迭代影响所致。

#### (5) 信用交易业务

**2020—2022年，公司信用交易业务收入持续下降，融资融券业务规模波动下降，股票质押业务规模持续下降，业务杠杆水平较低。截至2022年末，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，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。2020—2022年，公司信用交易业务收入持续下降，年均复合下降14.37%，2022年，公司信用交易业务收入同比下降5.32%。2020—2022年末，公司信用业务杠杆率持续下降，分别为

35.42%、27.07%和22.13%，处于较低水平。

融资融券业务方面，2020—2022年末，公司融资融券业务规模波动下降，年均复合下降1.61%；截至2022年末，公司融资融券业务余额较上年末下降10.39%，主要系当年资本市场波动所致。2020—2022年，公司融资融券业务收入基本保持稳定。

股票质押式回购业务方面，2020—2022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10.09%；股票质押式回购业务收入持续下降，年均复合下降17.60%。截至2022年末，公司股票质押式回购业务规模较上年末下降21.08%。2022年，公司股票质押式回购业务收入同比下降5.88%。

截至2022年末，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1.03亿元，总计提比例71.53%，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 13 公司信用交易类业务情况（单位：亿元）

项目	2020年/2020年末		2021年/2021年末		2022年/2022年末	
	余额	收入	余额	收入	余额	收入
融资融券	13.18	0.83	14.24	0.86	12.76	0.82
股票质押式回购	47.09	3.77	48.24	2.72	38.07	2.56
合计	60.27	4.61	62.48	3.58	50.83	3.38

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，是公司业务的重要补充，但盈利贡献偏弱。**

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2022年末，红塔期货注册资本及实收资本均为10.00亿元，总资产21.27亿元，净资产11.03亿元。2022年，红塔期货实现营业收入0.37亿元，实现净利润-0.50亿元。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，截至2022年末，注册资本及实收资本均为6.00亿元。

红证利德负责公司私募投资业务运营，主要从事投资管理；资产管理。截至2022年末，红证利德注册资本及实收资本均为6.00亿元，总资产7.46亿元，净资产7.15亿元。2022年，红证利德实现营业收入0.07亿元，实现净利润-0.09亿元。

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2022年末，红正均方注册资本20.00亿元，实收资本20.00亿元，总资产16.29亿元，净资产15.73亿元。2022年，红正均方实现营业收入-1.00亿元，实现净利润-0.77亿元。

### 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。**

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

中短期内公司经营战略重点是实现“量的合理增长，质的有效提升”。“量的合理增长方面”包括：稳定发展重资本业务、重点拓展“明重实轻”类业务、高效率地发展轻资本业务。质的有效提升方面主要是全面夯实基础设施建设，包括人力资源、金融科技、品牌运营、异地集中办公等。

## 八、风险管理水平

**公司建立了较为全面的风险管理制度，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提出更高要求。**

公司坚持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。公司建立了董事会和监事会-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。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司2020—2022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。2020—2022年，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2022年末，公司合并口径资产总额461.44亿元，其中客户资金存款24.87亿元、客户备付金8.71亿元；负债合计230.05亿元，其中代理买卖证券款38.18亿元；所有者权益231.40亿元，其中归属于母公司所有者权益228.73亿元；母公司口径净资产194.78亿元。2022年，公司营业总收入为8.36亿元，利润总额-1.97亿元，净利润为0.21亿元，其中归属于母公司所有者净利润0.39亿元；经营活动产生的现金流量净额为18.47亿元，现金及现金等价物净增加额25.98亿元。

### 2. 资金来源与流动性

**2020—2022年末，公司自有负债规模波动下降，杠杆水平波动下降，处于行业较低水平，债务期限转变为以短期为主，需关注流动性管理情况。**

2020—2022年末，公司负债总额呈波动下降的趋势，年均复合下降1.30%。截至2022年末，公司负债总额较上年末增长11.50%，主要

系公司发行收益凭证以及债券质押式卖出回购规模增长所致。2020—2022 年末，公司自有负债波动下降；截至 2022 年末，公司自有负债较上年末增长 27.47%，主要由应付债券（占

12.25%）、其他负债（占 28.53%）和卖出回购金融资产款（占 47.53%）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	2020 年末	2021 年末	2022 年末
<b>负债总额</b>	<b>236.14</b>	<b>206.33</b>	<b>230.05</b>
<b>自有负债</b>	<b>188.89</b>	<b>156.34</b>	<b>183.81</b>
其中：应付短期融资款	8.77	1.95	14.65
卖出回购金融资产款	52.86	70.92	87.37
其他负债	115.49	73.28	52.44
应付债券	0.00	0.00	22.52
其他	11.77	10.19	6.83
<b>非自有负债</b>	<b>47.26</b>	<b>49.98</b>	<b>46.23</b>
其中：代理买卖证券款	38.81	43.45	38.18
<b>全部债务</b>	<b>183.31</b>	<b>152.91</b>	<b>185.25</b>
其中：短期债务	70.14	79.41	110.20
长期债务	113.16	73.50	75.05
<b>自有资产负债率（%）</b>	<b>56.23</b>	<b>39.86</b>	<b>44.27</b>
净资产/负债（母公司口径）（%）	77.63	139.45	107.24
净资产/负债（母公司口径）（%）	77.66	149.52	123.12

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

2020—2022 年末，公司应付短期融资款波动增长。2021 年末，公司应付短期融资款较上年末下降 77.77%，主要系公司发行的收益凭证和短期融资券到期兑付所致。截至 2022 年末，公司应付短期融资款较上年末增长 12.71%，主要系公司发行收益凭证规模增长所致。

2020—2022 年末，公司卖出回购金融资产款规模持续增长。截至 2022 年末，公司卖出回购金融资产款均为债券质押式卖出回购，较上年末增长 16.45%，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。2020—2022 年末，公司其他负债持续下降，年均复合下降 32.61%，主要系次级债务规模持续下降所致。截至 2022 年末，公司其他负债较上年末下降 20.84%，主要系公司 2022 年次级债务规模减少所致，其中次级债务规模 51.70 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，2020—2022 年末，公司自有资产负债率波动下降，结合整体行业看，公司负债水平较低。2020—2022 年末，公司净资产/负债和净资产/负债均波动增长。

从有息债务来看，2020—2022 年末，公司全部债务波动增长；截至 2022 年末，公司全部债务受长期债务中次级债务到期和期限变化影响，短期债务占比进一步提升，其中短期债务占比为 59.49%，长期债务占比为 40.51%。

表 15 截至 2022 年末公司债务到期期限结构情况  
（单位：亿元）

到期期限	金额	占比（%）
2023 年	138.76	79.86
2024 年	20.00	11.51
2025 年	15.00	8.63
2026 年及之后	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>176.76</b>	<b>100.00</b>

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



**公司流动性指标整体表现很好。**

截至2022年末，公司流动性覆盖率和净稳定资金率处于很高水平、优质流动性资产/总资产

处于很高水平，高流动性资产应对短期内资金流失的能力很强；长期稳定资金支持公司业务发展的能力很强。

表 16 公司流动性相关指标

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
优质流动性资产/总资产 (%)	25.36	28.90	45.30
流动性覆盖率 (%)	509.54	1622.51	1678.14
净稳定资金率 (%)	165.35	219.11	269.95

资料来源：公司提供，联合资信整理

**3. 资本充足性**

**2020—2022 年末，随着利润留存和配股发行完成，公司所有者权益波动增长，整体看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。**

2020—2022 年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 25.45%。公司于 2021 年 8 月完成配股发行，募集资金净额 78.54 亿元，资本实力明显提升。截至 2022 年末，公司所有者权益 231.40 亿元，较上年末略有下降 1.92%，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 228.73 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 20.62%、53.79%、8.24%和 13.06%，公司所有者权益的稳定性较好。

从分红情况来看，针对 2020—2021 年度利润，公司派发现金股利金额分别为 5.63 亿元和 5.69 亿元，分别占当年归属于母公司净利润

39.84%和 36.10%，2022 年度利润分配预案中拟派发现金股利占 2022 年度归属于母公司净利润的 612.17%，预案尚需股东大会审批，整体看利润留存对所有者权益补充效果一般。

2020—2022 末，公司确保了各项风险控制指标符合监管标准。2020—2022 末，公司净资本规模波动增长，年均复合增长 18.11%。截至 2022 年末，公司净资本较上年末下降 7.81%，主要系公司借入次级债规模下降增加所致；其中附属净资本规模为 10.00 亿元，较上年末下降 54.55%，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 年末，公司净资本/净资产指标较上年末下降 6.17 个百分点；资本杠杆率指标下降 4.29 个百分点；各项风险资本准备之和由 58.75 亿元下降至 41.43 亿元；风险覆盖率指标由 359.62%增加至 470.10%，处于很好水平。

表 17 公司风险控制指标监管报表（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	监管标准	预警指标
核心净资本	103.64	189.29	184.78	--	--
附属净资本	36.00	22.00	10.00	--	--
净资本	139.64	211.29	194.78	--	--
净资产	139.69	226.54	223.63	--	--
各项风险资本准备之和	70.67	58.75	41.43	--	--
风险覆盖率 (%)	197.58	359.62	470.10	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率 (%)	32.24	49.72	45.43	≥8.00	≥9.60
净资本/净资产 (%)	99.96	93.27	87.10	≥20.00	≥24.00

数据来源：公司风险控制指标监管报表

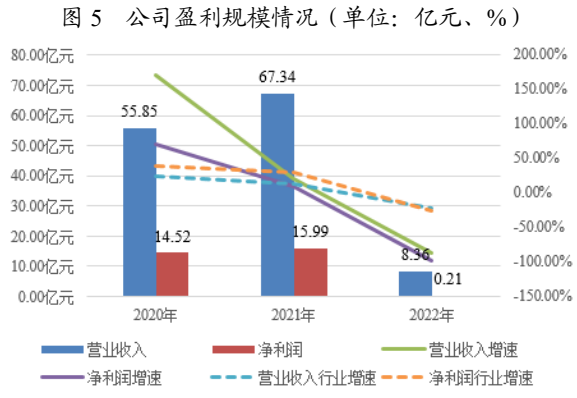
**4. 盈利能力**

**2020—2022 年，公司营业总收入及净利润波动较大，其中 2022 年盈利水平显著下降，盈利稳**

**定性弱，盈利能力一般。**

2020—2022 年，公司营业总收入波动下降，年均复合下降 61.31%。2022 年，公司实现营业

总收入同比下降 87.58%，具体收入结构变动请见上文经营概况。在营业总收入带动下，公司净利润亦波动增长，年均复合下降 88.10%，2022 年达 0.21 亿元，同比下降 98.71%。



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，2020—2022 年，公司营业支出波动下降，年均复合下降 46.80%，公司营业支出波动主要系期货业务风险子公司销售成本波动所致；2022 年，公司营业支出主要由业务及管理费（占 80.14%）和其他业务成本构成（占 26.51%），其中其他业务成本主要由现货业务成本构成，占比 98.93%。2022 年，公司转回各项资产减值损失 0.82 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。2020—2022 年，公司薪酬收入比和营业费用率波动增长；2022 年，受营业总收入大幅下降影响，公司营业费用率和公司薪酬收入比大幅增长。

表 18 公司营业支出构成（单位：亿元）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
业务及管理费	8.49	22.69	8.73	18.37	8.49	80.14
各类减值损失	1.71	4.57	-0.39	-0.82	-0.82	-7.70
其他业务成本	26.95	71.97	38.90	81.85	2.81	26.51
其他	0.29	0.78	0.28	0.59	0.11	1.05
<b>营业支出</b>	<b>37.45</b>	<b>100.00</b>	<b>47.53</b>	<b>100.00</b>	<b>10.60</b>	<b>100.00</b>

注：各类减值损失含资产减值损失、信用减值损失及其他资产减值损失  
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从盈利指标来看，2020—2022 年，公司主要盈利指标均呈下降趋势，其中 2022 年公司盈

利能力指标大幅下滑，整体看，盈利能力处于一般水平，盈利稳定性较差。

表 19 公司主要盈利能力指标（单位：%、名）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业费用率	15.21	12.97	101.57
薪酬收入比	8.27	5.90	69.66
营业利润率	32.95	29.42	-26.75
自有资产收益率	3.84	4.39	0.05
净资产收益率	10.25	8.35	0.09
净资产收益率行业排名	10	30	/
盈利稳定性	47.00	22.99	82.27

资料来源：公司财务报告，证券业协会，联合资信整理

从同行业对标企业来看（如下表），2022 年公司杠杆水平优于对标企业，盈利稳定性、盈利

水平及费用控制能力不及样本企业平均水平。

表 20 2022 年规模接近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
国海证券股份有限公司	1.95	0.66	60.23	35.06	65.91
东北证券股份有限公司	1.46	0.46	57.73	60.95	68.20
华安证券股份有限公司	5.78	2.14	48.51	10.82	63.27
上述样本企业平均值	3.06	1.09	55.49	35.61	65.79
红塔证券股份有限公司	0.09	0.05	101.57	82.27	44.27

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 年末, 公司无对外担保事项。

截至 2022 年末, 公司不存在涉案金额占公司最近一期经审计净资产绝对值 10% 以上的重大诉讼、仲裁事项。

## 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, 其对我国烟草行业进行集中统一管理。截至 2022 年末, 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) 450 家, 县级烟草专卖局 (分公司或营销部) 2393 家; 卷烟工业企业和烟机制造企业 96 个, 烟叶复烤企业 23 个; 在境外投资设立卷烟工厂和配套企业 38 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。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 年末, 公司全部债务 185.25 亿元。本期债券拟发行规模不超过 18.00 亿元 (含), 发行规模一般。假设本期债券发行规模为 18.00 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 9.72% 至 203.25 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 18.00 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, 营业总收入覆盖程度一般。

表 21 本期债券偿还能力测算 (单位: 亿元)

项目	2022 年末/2022 年	
	发行前	发行后
全部债务	185.25	203.25
所有者权益/全部债务 (倍)	1.25	1.14
营业总收入/全部债务 (倍)	0.05	0.04
经营活动现金流入额/全部债务 (倍)	0.78	0.71

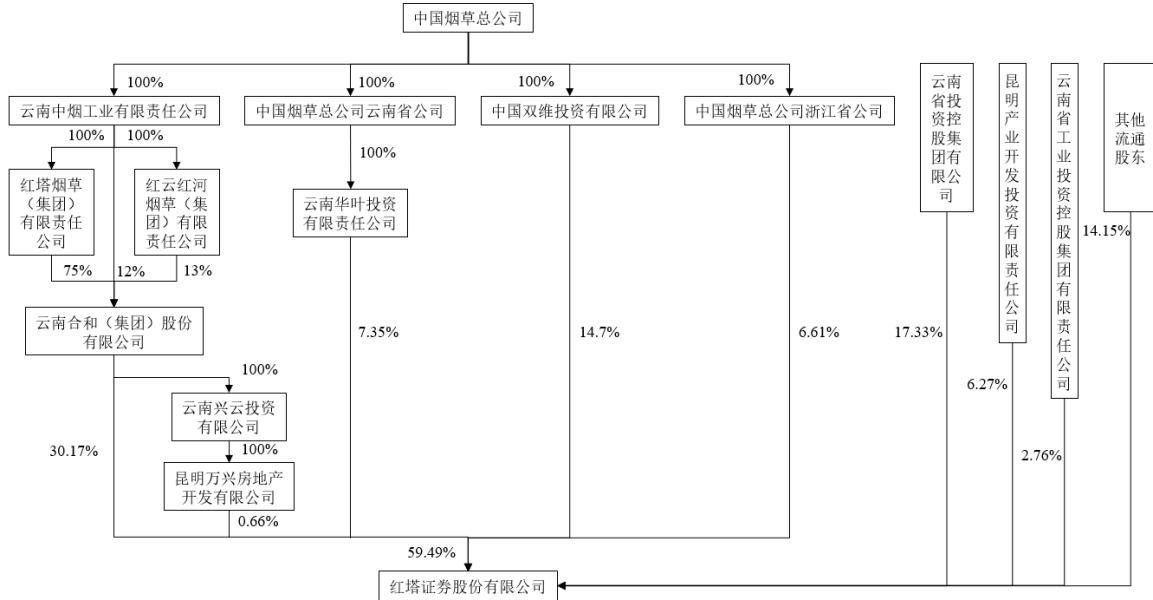
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

## 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。

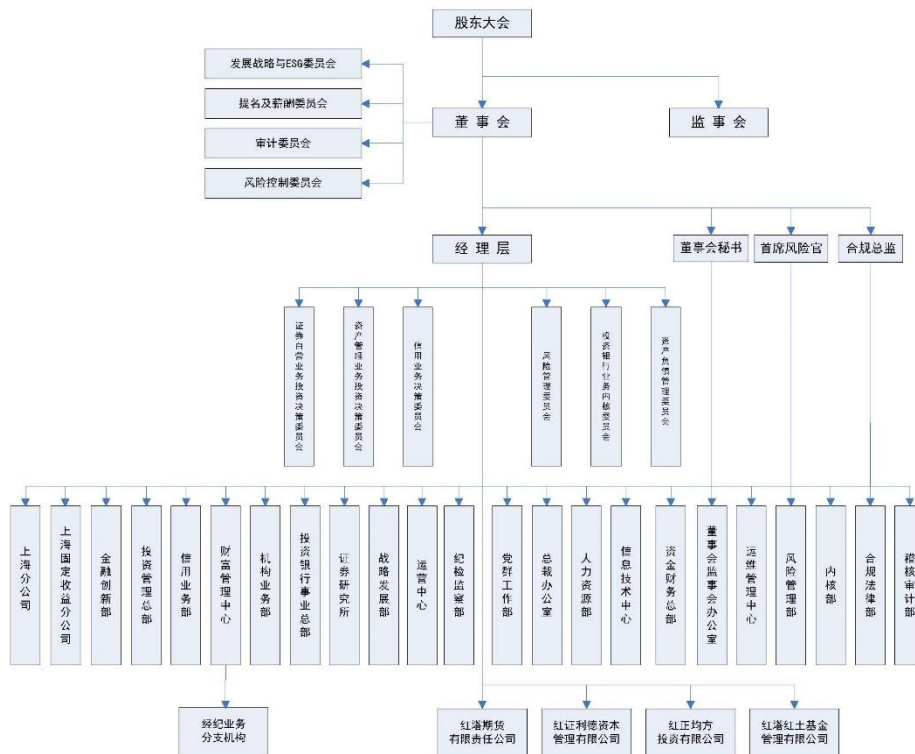


### 附件 1-1 截至 2022 年末红塔证券股份有限公司股权结构



资料来源：公司定期报告

附件 1-2 截至 2022 年末红塔证券股份有限公司组织架构



资料来源：公司定期报告

## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2020 年	2021 年	2022 年
自有资产（亿元）	335.92	392.26	415.21
自有负债（亿元）	188.89	156.34	183.81
所有者权益（亿元）	147.03	235.92	231.40
优质流动性资产/总资产（%）	25.36	28.90	45.30
自有资产负债率（%）	56.23	39.86	44.27
营业总收入（亿元）	55.85	67.34	8.36
利润总额（亿元）	18.55	19.95	-1.97
营业利润率（%）	32.95	29.42	-26.75
营业费用率（%）	15.21	12.97	101.57
薪酬收入比（%）	8.27	5.90	69.66
自有资产收益率（%）	3.82	4.39	0.05
净资产收益率（%）	10.25	8.35	0.09
盈利稳定性（%）	47.00	22.99	82.27
净资本（亿元）	139.64	211.29	194.78
风险覆盖率（%）	197.58	359.62	470.10
资本杠杆率（%）	32.24	49.72	45.43
流动性覆盖率（%）	509.54	1622.51	1678.14
净稳定资金率（%）	165.35	219.11	269.95
信用业务杠杆率（%）	35.42	27.07	22.13
短期债务（亿元）	70.14	79.41	110.20
长期债务（亿元）	113.16	73.50	75.05
全部债务（亿元）	183.31	152.91	185.25

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. 本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径

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
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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（第三期） 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。