

红塔证券股份有限公司 2025 年 面向专业投资者公开发行科技创新 公司债券（第一期）信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕8376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2025年拟面向专业投资者公开发行的科技创新公司债券（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2025年面向专业投资者公开发行的科技创新公司债券（第一期）信用等级为AAA_{sti}，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：

二〇二五年九月八日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真 (Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email) : lianhe@lhratings.com

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

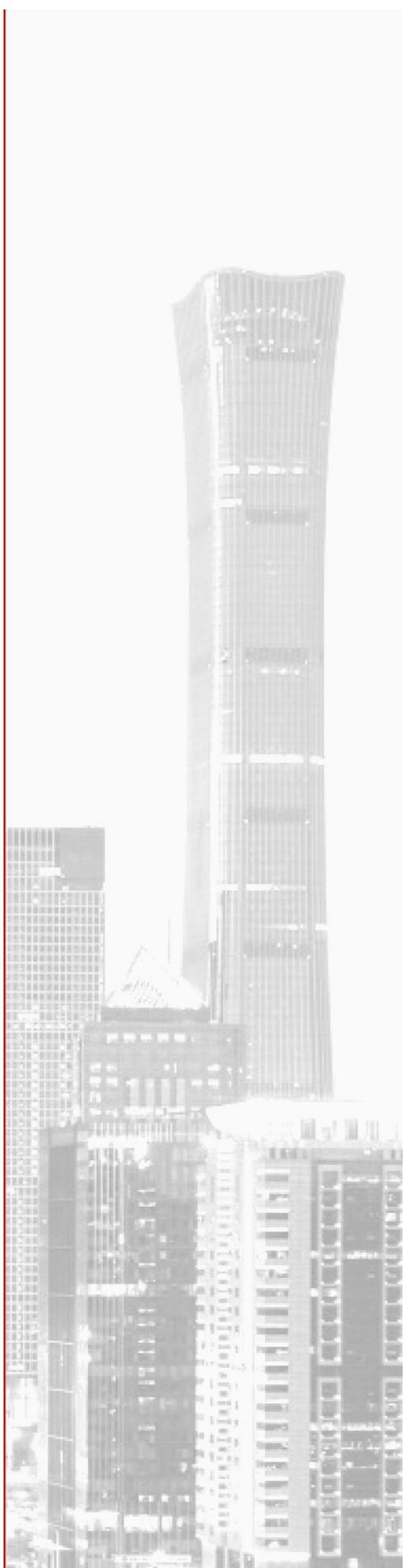
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、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。

六、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。

七、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。

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。



红塔证券股份有限公司 2025 年面向专业投资者 公开发行科技创新公司债券（第一期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA _债 /稳定	2025/09/08

债项概况 本期债项发行规模不超过 10.00 亿元（含）；本期债项期限为 2 年；本期债项采用单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金；募集资金扣除发行费用后，拟将不低于 70% 的部分用于投向科技创新领域或对发行前 12 个月内的科技创新领域相关投资支出进行置换，剩余部分用于补充营运资金。本期债项不设定增信措施。

评级观点 红塔证券股份有限公司（以下简称“公司”）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，自营投资业务对公司收入影响较大，业务多元化程度一般，整体具备较强综合实力；公司风险管理体系较为完善，风险管理水平较高；财务方面，2022—2024 年末，公司资本实力较强，资本充足性良好，杠杆水平较低，流动性指标整体表现很好，但盈利稳定性较弱。相较于公司现有债务规模，本期债项发行规模较小，主要财务指标对发行后全部债务的覆盖程度有所下降，仍属一般，本期债项发行对公司偿债能力影响不大。

个体调整：无。

外部支持调整：公司股东背景很强，并且能够在业务资源、资金等多方面给予公司较大的支持。

评级展望 未来，随着资本市场的持续发展、各项业务的推进，公司整体竞争实力将进一步增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司资产质量大幅下降，严重影响其盈利能力和流动性管理；公司资本实力大幅下降，业务拓展受限或资本充足性大幅承压。

优势

- **股东背景很强，给予公司较大的支持。**公司控股股东云南合和（集团）股份有限公司综合实力很强，能够从资本补充、资金支持、业务资源等方面为公司提供较大的支持，有利于公司培育核心竞争力。
- **综合运营实力较强，经营情况良好。**公司是全国性综合类上市证券公司之一，各类牌照齐全，具有较强的经营实力；公司网点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。2022—2024 年，公司营业收入及利润总额均同比持续增长，经营情况良好。
- **资本充足性和资产质量良好。**截至 2025 年 3 月末，公司资产流动性很好，整体资产质量良好，杠杆水平处于行业较低水平，资本充足性良好。

关注

- **经营易受外部环境的影响。**公司自营投资收入波动较大，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外部环境因素可能对公司经营带来不利影响。
- **监管趋严带来合规和风控压力。**外部监管趋严的趋势下，对公司合规和风控能力带来一定挑战。
- **关注资产信用风险及市场风险。**截至 2024 年末，公司自营投资业务涉及股票投资资产规模较大，受市场波动影响较大，随着市场风险上升，应对相关业务存在的风险保持关注；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。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 [证券公司主体信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [证券公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208](#)

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	5
			资本充足性	1
			杠杆水平	1
		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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

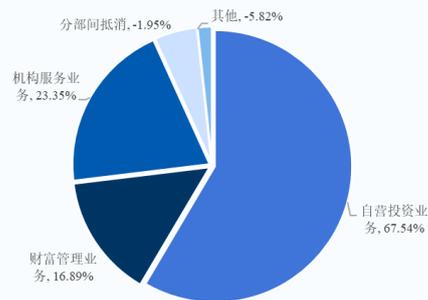
主要财务数据

合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年1-3月
资产总额(亿元)	461.44	470.00	590.71	514.67
自有资产(亿元)	415.21	409.36	513.26	/
自有负债(亿元)	183.81	175.98	266.68	/
所有者权益(亿元)	231.40	233.37	246.58	250.02
自有资产负债率(%)	44.27	42.99	51.96	/
营业总收入(亿元)	8.36	12.01	20.22	5.66
利润总额(亿元)	-1.97	2.79	8.38	3.84
营业利润率(%)	-26.75	22.79	41.67	67.76
营业费用率(%)	101.57	71.95	43.41	37.16
薪酬收入比(%)	69.66	48.11	29.51	/
自有资产收益率(%)	0.05	0.69	1.65	/
净资产收益率(%)	0.09	1.23	3.18	1.19
盈利稳定性(%)	82.27	135.95	137.87	--
短期债务(亿元)	110.08	108.61	197.91	/
长期债务(亿元)	75.05	82.61	77.44	/
全部债务(亿元)	185.13	191.22	275.36	/
短期债务占比(%)	59.46	56.80	71.88	/
信用业务杠杆率(%)	22.13	19.66	22.84	/
核心净资本(亿元)	184.78	187.58	202.84	/
附属净资本(亿元)	10.00	0.00	0.00	/
净资本(亿元)	194.78	187.58	202.84	205.06
优质流动性资产	183.58	181.07	173.51	/
优质流动性资产/总资产(%)	45.30	44.91	34.09	/
净资本/净资产(%)	87.10	81.67	83.09	82.87
净资本/负债(%)	107.24	108.08	76.58	107.00
净资产/负债(%)	123.12	132.33	92.16	129.12
风险覆盖率(%)	470.10	401.92	393.70	/
资本杠杆率(%)	45.43	46.31	39.69	/
流动性覆盖率(%)	1678.14	915.10	674.42	/
净稳定资金率(%)	269.95	284.54	229.90	/

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. 本报告涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径；3. 本报告中“/”表示未获取到相关数据，“—”代表指标不适用；4. 2025年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：联合资信根据公司财务报表、定期报告及公司提供资料整理

2024年公司收入构成



公司营业总收入及净利润情况



公司流动性指标



公司债务及杠杆水平



同业比较（截至 2024 年末/2024 年）

主要指标	信用等级	净资本 (亿元)	净资产收益率 (%)	盈利稳定性 (%)	流动性覆盖率 (%)	净稳定资金率 (%)	风险覆盖率 (%)	资本杠杆率 (%)
公司	AAA	202.84	3.18	137.87	674.42	229.90	393.70	39.69
华安证券	AAA	184.30	6.82	10.25	330.71	160.03	231.97	17.57
华西证券	AAA	178.41	3.13	34.69	251.21	184.09	200.75	26.31
西南证券	AAA	167.27	2.73	61.07	197.01	163.10	308.41	23.97

注：华安证券股份有限公司简称为华安证券，华西证券股份有限公司简称为华西证券，西南证券股份有限公司简称为西南证券
资料来源：联合资信根据公开信息整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2025/07/31	王亚龙 姜羽佳	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	阅读全文
AAA/稳定	2020/10/30	董日新 刘嘉	证券公司行业评级方法（2018 年）	--
AA+/稳定	2019/03/18	郎朗 凌子 余淼	证券公司行业评级方法（2018 年）	阅读全文

注：2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号；上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅，未公开报告无查询链接
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：姜羽佳 jiangyj@lhratings.com

项目组成员：吴一凡 wuyifan@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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。2019 年 7 月，公司股票于上海证券交易所上市交易，股票简称“红塔证券”，股票代码“601236.SH”。截至 2025 年 6 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图表 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”），持股比例 30.17%，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 59.49% 的股份，为公司实际控制人。

截至 2025 年 6 月末，公司前五大股东持有公司股份不存在质押情况。

图表 1 • 截至 2025 年 6 月末公司前五大股东情况

股东	持股比例 (%)	质押、标记或冻结情况
云南合和（集团）股份有限公司	30.17	无
云南省投资控股集团有限公司	17.33	无
中国双维投资有限公司	14.70	无
云南华叶投资有限责任公司	7.35	无
中国烟草总公司浙江省公司	6.61	无
合计	76.16	--

资料来源：联合资信根据公司定期报告整理

公司主营证券业务，主要包括证券经纪业务、投资银行业务、证券投资业务、资产管理业务、期货业务等。

截至 2024 年末，公司共有经纪业务分支机构 58 家，包括 2 家经纪业务分公司和 56 家证券营业部；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 2024 年末，公司合并范围内的主要一级子公司共 4 家，其中 3 家为全资子公司，详见图表 2。

图表 2 • 截至 2024 年末公司主要子公司情况

子公司全称	简称	业务性质	总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)
红塔期货有限责任公司	红塔期货	期货业务	23.73	3.23	10.00	100.00
红证利德资本管理有限公司	红证利德	私募投资业务	6.84	-0.61	6.00	100.00
红正均方投资有限公司	红正均方	另类投资业务	11.90	-0.58	13.00	100.00
红塔红土基金管理有限公司	红塔基金	基金管理业务	7.40	0.73	4.96	59.27

资料来源：联合资信根据公司定期报告整理

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。

二、本期债项概况

本期债项名称为“红塔证券股份有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）”，本期债项发行总额不超过 10.00 亿元（含），本期债项期限为 2 年。本期债项为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商协商确定。本期债项采用单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金。

本期债项不设定增信措施。

本期债项募集资金扣除发行费用后，拟将不低于 70% 的部分用于投向科技创新领域或对发行前 12 个月内的科技创新领域相关投资支出进行置换，剩余部分用于补充营运资金。

三、宏观经济和政策环境分析

2025 年上半年出口拉动国民经济向好，工业产品价格探底。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，适时适度降准降息，采取多种措施治理内卷，创新推出债券市场“科技板”，增强金融对服务消费支持。面对风高浪急的关税冲突，始终坚持对等反制，取得资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。

2025 年上半年，随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期，市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定，国民经济延续回升向好态势，但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响，经济增长动力略显疲态。信用环境方面，5 月 7 日央行等三部委联合发布一揽子金融支持政策，采取降准降息、增设结构性货币政策工具、创设科创债券风险分担工具等方式稳经济。6 月，央行打破惯例两度提前公告并实施 1.4 万亿元买断式逆回购操作。

下半年，国际贸易体系不确定性仍未消除，政策协同效应急需强化。随着基数升高，三、四季度经济增速较二季度或将有所回落，当前经济压力因素仍较多，经济增长仍需持续性积极有为的宏观政策呵护。下阶段，宏观政策或将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸，货币政策将维持适度宽松基调，降准降息仍有一定操作空间，存量与新增结构性工具的使用节奏将加快。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年上半年报）](#)》。

四、行业分析

2024 年，沪深两市指数和成交规模总体呈“先抑后扬”的格局；受益于 9 月下旬国家经济利好政策的颁布，四季度市场交投活跃度显著提升，证券公司经纪、信用、自营等核心业务收入实现情况较好。2025 年上半年，股票证券市场震荡上行，沪深两市成交额同比大幅增长、环比小幅增长，期末债券市场指数较年初变化不大；证券公司业绩增长与资本市场波动性相关度很高，仍存在较大不确定性；证券公司业务同质化明显，头部效应显著；行业严监管基调持续，整体行业风险可控。

证券公司业绩和市场高度挂钩、盈利波动性大。2024 年，A 股沪深两市总体呈“先抑后扬”的格局，受益于 9 月下旬行业利好政策的颁布，三季度末股票指数快速上涨，交投活跃度显著上升，全年沪深两市成交额同比有所增长。截至 2024 年末，债券市场收益率震荡上行，期末债券市场指数较年初大幅上涨，市场存量债券余额较上年末有所增长。2025 年上半年，股票市场震荡上行，投资者信心持续修复，预计未来一段时间内证券行业景气度将稳步提升，带动证券公司业务收入增长，但证券行业易受经济环境变化、国内证券市场波动以及相关监管政策调整等因素影响，未来证券公司收入仍存在不确定性。

证券公司发展过程中存在业务同质化严重等特点，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较中小券商具备优势，行业集中度维持在较高水平。2024 年以来，多起并购重组案例已落地或有望于 2025 年落地，并购重组步伐明显加快，推动行业竞争格局重塑；区域资源的重组、民营股东的退出也可能是后续券商并购的主要导向；中小券商需谋求差异化、特色化的发展道路。

“严监管，防风险”仍是监管的主旋律，新《证券法》等纲领性文件的出台，将进一步推动资本市场和证券行业健康有序发展。根据 Wind 统计数据，2025 年上半年，各监管机构对证券公司共作出处罚 103 次，同比减少 150 次，仍维持高位，证券公司合规意识增强，严监管显现成效。证券公司出现重大风险事件的概率较小，但合规与风险管理压力有所提升，涉及业务资质暂停的重大处罚是影响券商个体经营的重要风险之一。未来，我国将坚持“稳中求进”的经济发展策略，该策略有助于实体经济和资本市场的稳健发展，但证券公司业绩增长与资本市场波动性相关度很高，国内经济的多重不确定性因素和严峻复杂的国际形势仍给证券公司经营带来较大不确定性。

完整版证券行业分析详见《[2025 年上半年证券行业分析](#)》。

五、规模与竞争力

公司资本实力和业务竞争力较强，在云南省内具备一定的区域竞争优势。

公司作为上市证券公司，资本实力较强，截至 2024 年末，净资产 202.84 亿元。公司已形成综合化经营的发展模式，业务体系完整，业务多元化程度一般，公司各项业务排名行业中游，综合竞争力较强。截至 2024 年末，公司分支机构分布在全国主要城市，其中云南省内营业部 29 家，经纪业务在云南省内具备一定的区域竞争优势。

从同业对比情况来看，联合资信选取了综合实力位居行业中游的可比企业。与可比企业相比，公司资本实力较强，盈利指标表现一般，盈利稳定性很弱，杠杆水平相对较低。

图表 3 • 2024 年同行业公司竞争力对比情况

对比指标	红塔证券	华安证券股份有限公司	华西证券股份有限公司	西南证券股份有限公司
净资本（亿元）	202.84	184.30	178.41	167.27
净资产收益率（%）	3.18	6.82	3.13	2.73
盈利稳定性（%）	137.87	10.26	34.69	61.07
资本杠杆率（%）	39.69	17.57	26.31	23.97

资料来源：联合资信根据公开资料整理

六、管理分析

1 法人治理

公司建立了完善的公司治理架构；主要管理人员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 2024 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与 ESG 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 2024 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 2024 年末，公司经营管理层由 8 名高级管理人员组成，含总裁 1 名、副总裁 5 名（1 名副总裁兼任首席信息官）、合规总监 1 名（兼任首席风险官）、财务总监 1 名（兼任董事会秘书）。公司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；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；2022 年 8 月至今任公司董事长，现还兼任云南中烟党组成员、副总经理，并在多家公司兼任董事。

公司总裁沈春晖先生，1976 年 3 月出生，法学硕士，具有保荐代表人资格；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、投资银行事业部总经理等职位；2021 年 6 月至今任公司总裁。

2 管理水平

公司内部控制体系健全，为防范风险、规范运作提供了保障，整体内部控制水平较高，但仍需关注监管趋严带来的合规和风控压力。

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，逐步优化内部控制环境、完善内部控制制度、强化监督措施。公司内控制度涵盖合规管理、合规守则、风险管理等方面，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，并督促整改。根据公司披露的 2022—2024 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。

2022—2025 年 3 月末，公司本部合计受到口头警示的监管措施 1 次、警示函 1 个，主要涉及股票质押业务以及经纪业务。以上事项，公司均已按照监管要求整改。

七、经营分析

1 经营概况

2022—2024 年，公司营业总收入持续增加，自营投资业务对收入影响较大；2025 年 1—3 月，公司营业总收入大幅增长。

公司主营业务包括自营投资业务、财富管理业务和机构服务业务等。2022—2024 年，公司营业总收入持续增加，年均复合增长 55.50%，2024 年，公司营业总收入同比大幅增长 68.36%，主要系自营投资业务收入大幅增长所致。

2022—2024 年，受市场行情、公司调整资产配置结构等影响，公司营业总收入结构变动较大。从收入构成看，公司将股票、固收自营投资业务、新三板做市业务、创新与衍生品投资业务以及股权直投与另类投资业务计入自营投资业务，2022—2024 年，此项收入规模及占比均持续增长，主要系公司调整资产配置结构，且市场阶段性回暖所致；公司将证券经纪业务、期货经纪业务、融资融券业务、资产管理业务、公募基金管理业务、私募股权管理业务计入财富管理业务，2022—2024 年，此项业务收入规模较为稳定。公司将投资银行业务、股票质押业务、期货风险子公司业务、研究与机构销售业务及其他为机构提供服务的业务计入机构服务业务，2022—2024 年，此项业务收入先降后增，整体波动下降，主要系期货风险管理子公司现货业务销售收入波动所致。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.66 亿元，同比大幅增长 46.00%，主要系当期投资收益大幅增长所致。

图表 4 • 公司营业总收入结构

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
自营投资业务	-0.03	-0.31	6.62	55.11	13.65	67.54
财富管理业务	3.73	44.57	3.61	30.04	3.42	16.89
机构服务业务	6.76	80.81	3.40	28.32	4.72	23.35
其他	-1.46	-17.44	-1.01	-8.42	-1.18	-5.82
分部间抵消	-0.64	-7.63	-0.61	-5.05	-0.39	-1.95
营业总收入	8.36	100.00	12.01	100.00	20.22	100.00

注：2023 年度报告中公司对披露口径进行调整，并对 2022 年度数据进行重述
资料来源：联合资信根据公司定期报告整理

2 业务经营分析

(1) 财富管理业务

公司财富管理业务主要分为证券经纪业务、资产管理业务及融资融券业务。

2022—2024 年，公司证券经纪业务交易量持续增长；佣金率处于较高水平，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。截至 2024 年末，公司共有经纪业务分支机构 58 家，分别为 2 家经纪业务分公司（东北分公司和珠海分公司）和 56 家证券营业部，覆盖了中国主要的经济发达地区；其中，云南省内营业部 29 家，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。

受证券市场交投活跃度波动的影响，2022—2024 年，公司证券经纪业务手续费及佣金净收入分别为 1.74 亿元、1.46 亿元和 1.86 亿元，先降后增，波动增长，以代理买卖证券净收入为主。

2022—2024 年，公司代理买卖证券交易量持续增长；其中 2024 年受证券市场向好影响，公司代理买卖证券交易量同比增长 23.98%，其中代理买卖股票交易量同比增长 27.86%，代理买卖债券交易量较上年增长 17.99%，基金交易量相对较小。2022—2024 年，公司平均佣金率先下降后提升，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。

图表 5 · 公司证券经纪业务情况

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	交易量 (亿元)	占比 (%)	交易量 (亿元)	占比 (%)	交易量 (亿元)	占比 (%)
股票	3189.90	52.39	2920.17	44.76	3733.69	46.17
基金	80.54	1.32	81.27	1.25	198.24	2.45
债券	2817.78	46.28	3521.95	53.99	4155.65	51.38
合计	6088.22	100.00	6523.39	100.00	8087.58	100.00
平均佣金率 (%)		0.61		0.56		0.58

注：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

2022—2024 年，公司资产管理业务期末管理规模持续下降，2024 年末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。

公司资产管理业务由上海分公司、红塔期货和红塔基金及红塔基金下属子公司深圳市红塔资产管理有限公司（以下简称“红塔资管”）开展，业务模式为接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。2022—2024 年，公司资产管理业务收入规模较小，2024 年，公司资产管理业务手续费净收入 0.24 亿元，较上年下降 40.23%，主要系市场环境、公司产品策略调整和生命周期迭代影响，资产管理规模有所下降等综合所致。

从管理规模和业务结构来看，2022—2024 年末，公司资产管理业务规模持续下降，主要是单一资产管理业务下降较多。截至 2024 年末，公司资产管理规模较上年末小幅下降；公司资产管理业务类型以单一资产管理计划为主，占比 97.72%。截至 2024 年末，公司资产管理业务均为主动管理类业务。

截至 2024 年末，公司资产管理业务涉及风险事件 1 起，公司涉及赔偿责任 0.11 亿元，该项仲裁事项尚未裁决。

图表 6 · 公司资产管理业务情况表

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末	
	管理规模 (亿元)	占比 (%)	管理规模 (亿元)	占比 (%)	管理规模 (亿元)	占比 (%)
集合资产管理业务	14.33	1.87	11.35	1.58	4.65	0.71
单一资产管理业务	734.08	95.97	700.34	97.49	645.01	97.72
专项资产管理业务	16.54	2.16	6.69	0.93	10.36	1.57
合计	764.94	100.00	718.38	100.00	660.03	100.00

注：上表中不含公募基金管理业务
 资料来源：公司提供，联合资信整理

2022—2024 年末，公司融资融券业务规模持续增长，收入规模较为稳定。

融资融券业务方面，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。2022—2024 年末，公司融资融券业务规模分别为 12.76 亿元、15.25 亿元和 22.66 亿元，持续增长，年均复合增长 33.26%；截至 2024 年末，公司融资融券业务规模为 22.66 亿元，较上年末大幅增长 48.53%，主要系市场回暖所致，平均维持担保比例为 296.36%，略有提升。2022—2024 年，公司融资融券业务利息收入分别为 0.82 亿元、0.83 亿元和 0.93 亿元，基本保持稳定。

截至 2024 年末，公司融资融券业务违约金额合计 0.003 亿元，已全额计提减值。

(2) 自营投资业务

2022—2024 年，公司自营投资业务收入持续增加，期末自营投资规模持续增长，投资结构以债券类投资为主，但股票投资规模及占比持续提升。自营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，需关注公司自营投资存在的市场与信用风险。

公司自营投资业务主要包括权益类投资、固定收益类投资和衍生品投资。公司股票、固收自营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。2022—2024 年，公司自营投资业务收入持续提升。其中受证券行业景气度波动叠加公司增加持仓规模、调整持仓结构影响，2024 年，公司自营投资业务实现收入 13.65 亿元，同比大幅增长 106.32%。

2022—2024 年末，公司自营投资业务规模持续增长，年均复合增长 23.32%。截至 2024 年末，证券投资业务规模较上年末增长 27.02%，主要是公司增加对债券和股票的投资规模所致；公司持仓结构有所变化，债券投资规模较上年末增长 22.12%，但占比小幅下降，公司债券投资持仓以信用债为主，占比 73.78%，信用债的主要发行主体为国有企业，持仓债券中，AA+级及以上占比为 97.40%；股票投资规模较上年末大幅增长 59.91%，占比小幅提升；其他持仓规模同比增长 20.03%，主要为持仓的理财产品、私募基金及货币基金等。

截至 2024 年末，公司固收类投资不存在违约事件。

2022—2024 年末，公司母公司口径自营非权益类证券及其衍生品/净资产指标、自营权益类及证券衍生品/净资产指标均持续增长；但均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

图表 7 • 公司自营投资情况

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
债券	227.74	82.50	260.21	78.72	317.78	75.70
股票	10.08	3.65	35.71	10.80	57.11	13.60
基金	16.57	6.00	20.61	6.24	28.15	6.71
其他	21.66	7.84	14.00	4.24	16.77	3.99
合计	276.05	100.00	330.54	100.00	419.81	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资产（母公司口径）（%）		4.66		20.50		29.25
自营非权益类证券及其衍生品/净资产（母公司口径）（%）		121.97		139.75		166.34

注：上表投资结构系按审计报告各金融资产科目明细进行分类计算
资料来源：联合资信根据公司定期报告整理

（3）机构服务业务

公司机构服务业务主要是投资银行业务和股票质押业务。

公司投资银行业务竞争力一般，2022—2024 年，投资银行业务收入持续下降。

公司投资银行业务由投资银行部负责开展，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。2022—2024 年，公司投资银行业务手续费及佣金净收入分别为 0.83 亿元、0.56 亿元和 0.42 亿元，2024 年同比大幅下降 25.22%，主要系债券承销规模下降所致。

公司投行业务实行“精品特色投行”的战略，持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。2024 年，公司完成 8 只债券主承销；无股权项目落地。

从项目储备来看，截至 2024 年末，公司在审项目 5 个（其中债券项目 4 个，再融资项目 1 个）；已拿批文未实施项目 1 个（为债券项目），项目储备情况一般。

图表 8 • 公司投行业务证券承销情况

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	发行数量（个）	主承销金额（亿元）	发行数量（个）	主承销金额（亿元）	发行数量（个）	主承销金额（亿元）
IPO	1	1.75	0	0.00	0	0.00
再融资	1	4.20	4	3.66	0	0.00
债券承销	16	63.00	17	73.26	8	31.08
ABS/ABN	0	0.00	0	0.00	0	0.00
投资银行业务手续费净收入（亿元）		0.83		0.56		0.42

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：联合资信根据 Wind 整理

2022—2024 年，公司期末股票质押业务规模和收入规模均有所下降，整体风险可控。

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。受业务规模波动及股票质押利率下降影响，2022—2024年，公司股票质押业务利息收入分别为2.63亿元、2.08亿元和1.59亿元，年均复合下降22.25%。

2022—2024年末，公司股票质押式回购业务规模分别为38.11亿元、30.36亿元和33.38亿元，年均复合下降6.41%。截至2024年末，公司股票质押式回购业务规模较上年末增长9.95%至33.38亿元，存续合约平均履约保障比例为286.93%。

截至2024年末，公司股票质押式回购业务存续违约业务2笔，涉及融资金额共2.85亿元，已计提0.90亿元的减值准备，减值计提比例为31.93%。

3 未来发展

公司战略目标符合自身情况和行业发展方向，具有较好发展前景，但公司所处行业易受政策及市场环境的影响，未来发展仍存在一定不确定性。

作为国有控股的金融企业，公司致力于成为一家融入国家发展大局，轻资本业务和重资本业务并举、特色鲜明的高质量发展券商。公司始终坚持“打造差异化金融服务平台、特色化精品券商”的战略定位，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，努力提高盈利质量和稳定性，持续提升管理效能，持续推进战略转型，实现收入多元化，不断提升综合竞争力。

八、风险管理分析

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，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相适应的全面风险管理体系，并持续完善可操作的管理制度、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

公司2022—2024年的财务报告均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。2025年一季度财务报表未经审计。

2022—2024年，公司仅于2024年退出两家合伙企业，其余阶段主要为结构化主体的变动；公司无重大会计政策及会计估计的变化。

整体看，公司财务数据可比性较强。

1 资金来源与流动性

2022—2024年末，公司负债规模持续增长，杠杆水平整体处于行业较低水平；债务规模较大，且债务期限偏短，需持续加强流动性管理。2025年3月末，公司负债总额有所下降。

公司主要通过卖出回购金融资产、发行短期融资券、收益凭证、公司债券等方式来满足业务发展对资金的需求，融资方式较为多元化。

2022—2024年末，公司负债规模呈逐年增长趋势，负债总额和自有负债三年复合增长率分别为22.31%和20.45%。截至2024年末，公司负债总额较上年末增长45.43%，其中自有负债增长51.54%，主要系卖出回购金融资产款和应付短期融资款规模增长所致，公司卖出回购金融资产款主要是回购业务形成，标的物以债券为主；其他负债较上年末大幅下降96.96%，主要系公司偿还次级债务所致，公司其他负债主要是次级债务、期货风险准备金、仓单质押款等；公司非自有负债主要为代理客户买卖证券业务形成的代理买卖证券款，非自有负债较上年末增长27.70%，主要系代理买卖证券款规模大幅增长50.07%所致。

截至2025年3月末，公司负债总额较上年末下降23.10%，其中卖出回购金融资产款大幅下降50.01%，应付短期融资券大幅增长31.72%。

图表 9 • 公司负债结构

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
负债总额	230.05	100.00	236.63	100.00	344.12	100.00	264.65	100.00
自有负债	183.81	79.90	175.98	74.37	266.68	77.49	/	/
其中：卖出回购金融资产款	87.37	37.98	72.82	30.78	135.39	39.34	67.69	25.58
应付债券	22.52	9.79	61.46	25.97	76.50	22.23	65.65	24.81
应付短期融资款	14.65	6.37	8.46	3.57	30.58	8.89	40.28	15.22
其他负债	52.44	22.80	21.22	8.97	0.65	0.19	0.62	0.23
非自有负债	46.23	20.10	60.65	25.63	77.45	22.51	/	/
其中：代理买卖证券款	38.18	16.60	38.32	16.19	57.51	16.71	65.43	24.72

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022—2024 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 21.96%。截至 2024 年末，公司全部债务较上年末增长 44.00%，短期债务占比有所提升至 71.88%。从全部债务的期限结构来看，截至 2024 年末，公司 1 年内到期的债务占比 84.28%，1~2 年内到期的占比 9.82%，2~3 年内到期的占比 5.90%，短期债务占比较高，需持续做好流动性管理。

从杠杆水平来看，2022—2024 年末，公司自有资产负债率波动上升，属行业较低水平；母公司口径净资产/负债和净资产/负债指标均波动下降。

图表 10 • 公司债务及杠杆水平

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
全部债务 (亿元)	185.13	191.22	275.36
其中：短期债务 (亿元)	110.08	108.61	197.91
长期债务 (亿元)	75.05	82.61	77.44
短期债务占比 (%)	59.46	56.80	71.88
自有资产负债率 (%)	44.27	42.99	51.96
净资产/负债 (%) (母公司口径)	107.24	108.08	76.58
净资产/负债 (%) (母公司口径)	123.12	132.33	92.16

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

资料来源：联合资信根据公司定期报告及风险控制指标监管报表整理

公司流动性指标整体表现很好。

2022—2024 年末，公司流动性覆盖率持续下降，但仍处于很高水平，净稳定资金率波动下降，处于很好水平；优质流动性资产/总资产持续下降，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。

图表 11 • 公司流动性相关指标



资料来源：联合资信根据公司风险控制指标监管报表整理

2 资本充足性

2022—2024 年末，公司所有者权益持续小幅增长，权益稳定性较好；资本充足性良好。2025 年 3 月末，公司所有者权益小幅增加。

2022—2024 年末，公司所有者权益持续小幅增加，年均复合增长 3.23%。截至 2024 年末，公司所有者权益较上年末增长 5.66%，主要系其他综合收益增长所致。公司所有者权益中，股本、资本公积占比较高，权益稳定性较好。

截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益较上年末增长 1.39%，主要系利润留存所致。

利润分配方面，2022—2024 年，公司分别分配现金红利 4.73 亿元、2.36 亿元和 5.05 亿元，分别占上一年归属于母公司所有者净利润的 30.00%、612.17%和 161.86%。公司分红力度较大，利润留存对资本补充的作用一般。

图表 12 • 公司所有者权益结构

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)						
归属于母公司所有者权益	228.73	98.85	230.97	98.97	244.20	99.03	247.65	99.05
其中：股本	47.17	20.62	47.17	20.42	47.17	19.13	47.17	18.87
资本公积	123.03	53.79	123.03	53.26	123.03	49.89	123.03	49.21
一般风险准备	18.85	8.24	20.29	8.78	22.12	8.97	22.13	8.85
未分配利润	29.86	13.06	28.49	12.33	28.37	11.50	31.32	12.53
其他	9.83	4.30	12.00	5.20	23.52	9.54	24.01	9.60
少数股东权益	2.67	1.15	2.40	1.03	2.39	0.97	2.37	0.95
所有者权益	231.40	100.00	233.37	100.00	246.58	100.00	250.02	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从主要风控指标来看，2022—2024 年末，公司（母公司口径，下同）净资本规模波动增长，净资产规模持续增长。截至 2024 年末，公司母公司口径净资本较上年末增长 8.14%，主要系其他综合收益增长所致，公司主要风险控制指标保持良好。

截至 2025 年 3 月末，公司净资本和净资产均有所增加。

图表 13 • 母公司口径风险控制指标

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末	监管标准	预警标准
净资本 (亿元)	194.78	187.58	202.84	205.06	--	--
净资产 (亿元)	223.63	229.67	244.13	247.46	--	--
各项风险资本准备之和 (亿元)	41.43	46.67	51.52	/	--	--
风险覆盖率 (%)	470.10	401.92	393.70	/	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率 (%)	45.43	46.31	39.69	/	≥8.00	≥9.60
净资本/净资产 (%)	87.10	81.67	83.09	82.87	≥20.00	≥24.00

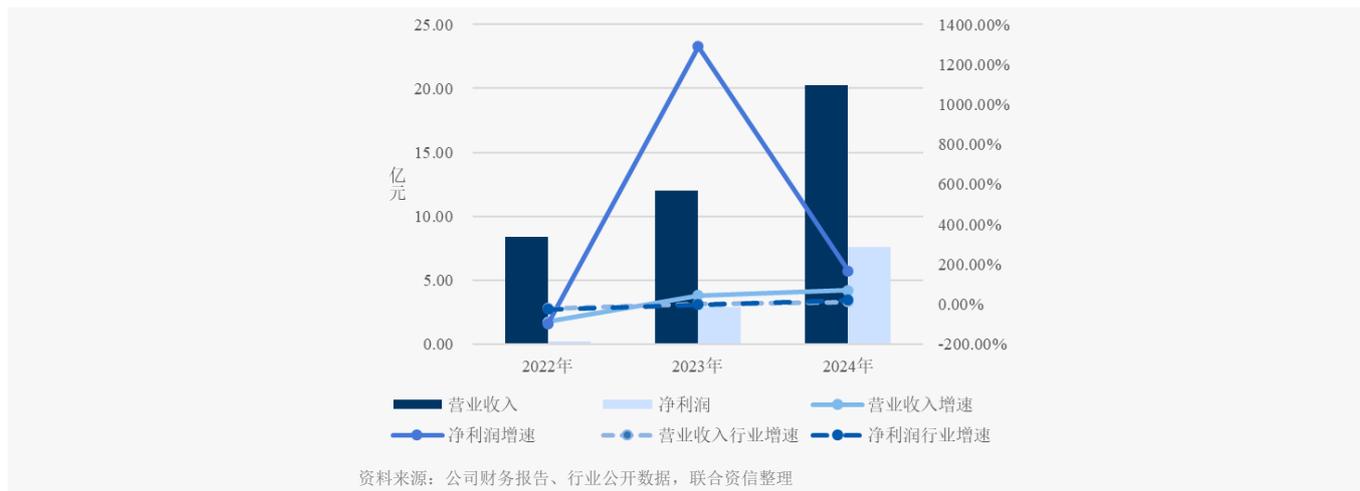
资料来源：公司定期报告，联合资信整理

3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入和净利润水平持续增加，盈利指标有所提升，盈利稳定性较弱，整体盈利能力属较弱水平。2025 年 1—3 月，公司净利润同比大幅增长。

2022—2024 年，公司营业总收入持续增加，2024 年，公司营业总收入同比大幅增长，详见“经营概况”；同期，公司净利润同比大幅增长。2024 年，公司营业总收入及净利润变动幅度均优于行业水平。

图表 14 • 公司营业总收入和净利润情况



2022—2024 年，公司营业总支出波动增加，年均复合增加 5.49%，主要系公司期货风险管理子公司现货业务规模波动导致其他业务成本波动所致；其中 2024 年，公司营业总支出同比增长 27.19%。从构成来看，业务及管理费是公司营业支出最主要的组成部分。公司其他业务成本主要为大宗商品销售成本。2022—2024 年，公司各类减值损失整体规模较小。

图表 15 • 公司营业总支出构成

项目	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1-3 月	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
业务及管理费	8.49	80.14	8.64	93.18	8.78	74.43	2.10	115.24
各类减值损失	-0.82	-7.70	-0.34	-3.65	0.32	2.71	-0.32	-17.42
其他业务成本	2.81	26.51	0.88	9.45	2.59	21.94	0.01	0.38
其他	0.11	1.05	0.10	1.03	0.11	0.92	0.03	1.80
营业总支出	10.60	100.00	9.27	100.00	11.79	100.00	1.83	100.00

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：联合资信根据公司财务报告整理

2022—2024 年，公司营业费用率和薪酬收入比均持续下降，成本控制能力尚可；营业利润率持续提升，自有资产收益率和净资产收益率均持续提升，但盈利水平仍属较弱水平，且盈利稳定性较弱。

图表 16 • 公司盈利指标表

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-3 月
营业费用率 (%)	101.57	71.95	43.41	37.16
薪酬收入比 (%)	69.66	48.11	29.51	/
营业利润率 (%)	-26.75	22.79	41.67	67.76
自有资产收益率 (%)	0.05	0.69	1.65	/
净资产收益率 (%)	0.09	1.23	3.18	1.19
盈利稳定性 (%)	82.27	135.95	137.87	/

注：2025 年 1-3 月相关指标未年化
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.66 亿元，同比大幅增长 46.00%，主要系当期投资收益大幅增长所致；公司营业支出同比下降 23.72%，主要系大宗商品销售成本下降和信用减值损失下降所致；实现净利润 2.94 亿元，同比增长 144.82%。

4 其他事项

公司或有风险较小。

截至 2025 年 3 月末，公司无对外担保。

截至 2025 年 3 月末，公司本部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。

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2025 年 7 月 30 日查询日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类信贷信息记录。

截至 2025 年 9 月 8 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。

截至 2025 年 9 月 8 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

截至 2025 年 3 月末，公司获得商业银行的授信额度 445.00 亿元，尚未使用的授信额度为 399.90 亿元，授信规模较大，能满足公司业务发展需求。

十、ESG 分析

公司环境风险很小，较好地履行了作为上市公司的社会责任，治理结构完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司所属行业为金融行业，面临的环境风险很小。公司能够坚持绿色环保、资源节约发展理念，在公司经营管理活动中，提升环境保护意识，尽力减少各类物资消耗。具体事例包括：办公场所照明安装节能灯具、各类场所装修选择环保材料、打印复印用纸实行双面使用等。

社会责任方面，截至 2024 年末，公司解决就业 1201 人；公司及子公司持续推进乡村振兴战略实施，全年投入乡村振兴资金 771.06 万元，开展帮扶项目超 27 个。

公司治理方面，公司将 ESG 与公司战略高度结合，持续加强 ESG 管理体系与工作机制建设，并定期披露社会责任报告。董事会是公司环境、社会与管治（ESG）事务最高决策及负责机构。董事会下设发展战略与 ESG 委员会，负责对公司长期发展战略、重大投资策略、ESG 治理进行研究并提出相关建议；设立 ESG 工作小组，负责统筹推进 ESG 相关工作。公司已逐步形成董事会战略决策、高级管理层领导参与、专门机构牵头协调、各部门及分支机构共同参与的 ESG 管治架构，持续推进可持续发展管理战略落地。截至 2024 年末，公司董事会成员在性别、技能、经验、知识及独立性方面均呈现多样化，其中独立董事占比 1/3，女性董事占比 4/9。

十一、外部支持

公司股东实力很强，在资金等方面对公司发展形成较大支持。

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，在国家经济发展中具有重要地位。

2021 年 8 月，公司完成配股增资，公司控股股东云南合和、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，占该次可配股股份总数的 59.41%。此外，经中国烟草批准，公司可以向股东及股东下属单位申请次级债务，整体看，股东可以为公司业务开展提供较大资金支持。

十二、债券偿还风险分析

本期债项发行规模较小，相关指标对发行后全部债务的保障程度有所下降，仍属一般，考虑到公司自身行业竞争力很强、融资渠道畅通和股东实力很强及本期债项性质等因素，公司对本期债项偿还能力极强。

1 本期债项对公司现有债务的影响

截至 2024 年末，公司全部债务 275.36 亿元。本期债项拟发行规模不超过 10.00 亿元（含），拟发行规模相对现有债务规模较小。假设本期债项发行规模为 10.00 亿元，在其他因素不变的情况下，本期债项发行完毕后，公司全部债务将较发行前上升 3.63% 至 285.36 亿元，自有负债率上升 0.92 个百分点至 52.88%，债务水平有所上升。

2 本期债项偿还能力

以相关财务数据为基础，按照本期债项发行 10.00 亿元估算，公司所有者权益、营业收入和经营活动现金流入额对本期债项发行后的全部债务覆盖程度较发行前有所下降，但仍处于一般水平，本期债项发行对公司偿债能力影响不大。

图表 17 • 本期债项偿还能力测算

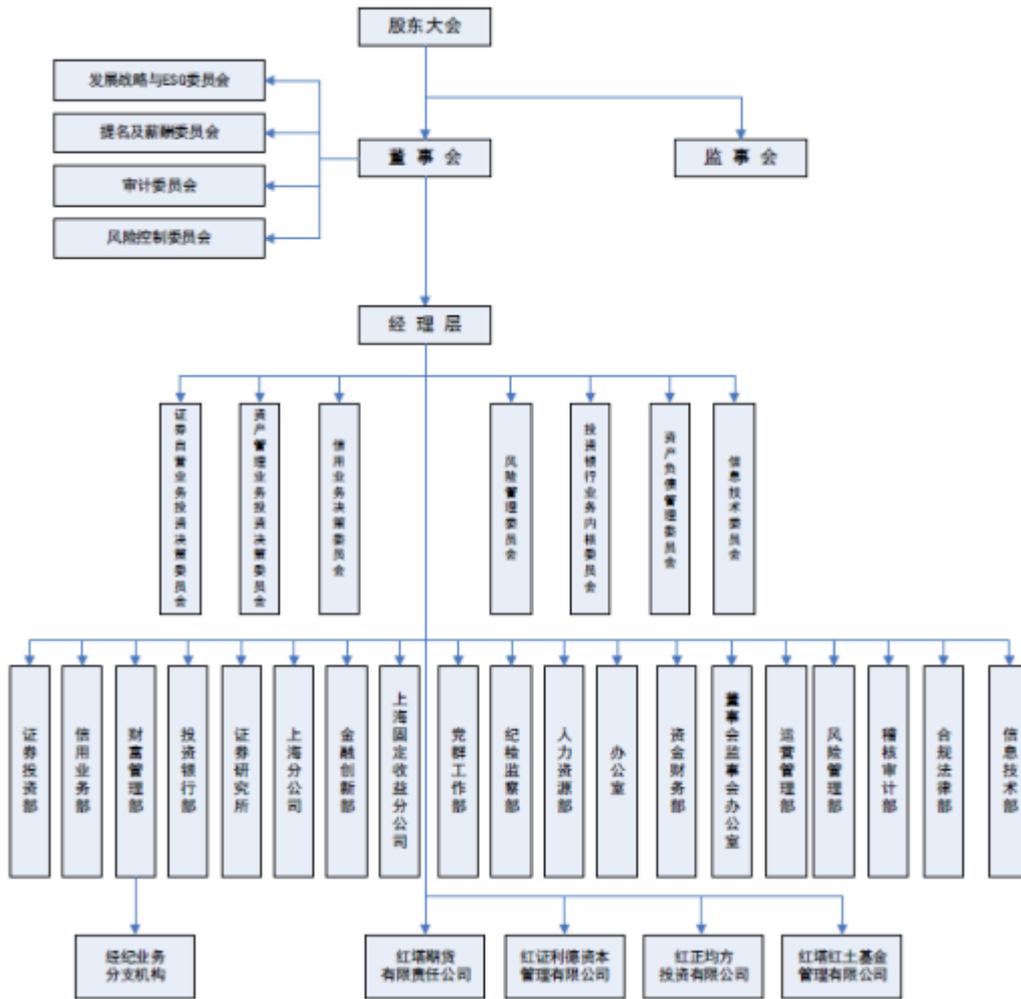
项目	以 2024 年末财务数据测算	
	发行前	发行后
全部债务（亿元）	275.36	285.36
所有者权益/全部债务（倍）	0.90	0.86
营业收入/全部债务（倍）	0.07	0.07
经营活动现金流入额/全部债务（倍）	0.42	0.41

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十三、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行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，本期债项信用等级为 AAA_{stt}，评级展望为稳定。

附件 1 公司组织架构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供

附件2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
自有资产收益率	净利润/[(期初自有资产+期末自有资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
盈利稳定性	近三年利润总额标准差/利润总额均值的绝对值×100%
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益×100%;
优质流动性资产/总资产	优质流动性资产/总资产×100%; 优质流动性资产取自监管报表; 总资产=净资产+负债 (均取自监管报表)
短期债务	短期借款+卖出回购金融资产款+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+交易性金融负债+其他负债科目中的短期有息债务
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他负债科目中的长期有息债务
全部债务	短期债务+长期债务

附件 3-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 3-2 中长期科技创新债券信用等级设置及含义

联合资信中长期科技创新债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{sti}、AA_{sti}、A_{sti}、BBB_{sti}、BB_{sti}、B_{sti}、CCC_{sti}、CC_{sti}、C_{sti}，除 AAA_{sti} 级、CCC_{sti} 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顺序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sti}	科技创新债券的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 _{sti}	科技创新债券的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 _{sti}	科技创新债券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 _{sti}	科技创新债券不能偿还债务

附件 3-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

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。