

信用等级公告

联合〔2020〕1490号

联合资信评估有限公司通过对红塔证券股份有限公司主体长期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 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月五日



红塔证券股份有限公司

2020 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2020 年 6 月 5 日

主要数据

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额(亿元)	143.27	273.84	454.61
自有资产(亿元)	117.56	252.51	424.57
自有负债(亿元)	6.08	137.13	288.37
总债务(亿元)	--	127.52	273.27
股东权益(亿元)	111.49	115.38	136.20
*净资产(亿元)	90.36	124.40	150.24
*净资产(亿元)	107.04	111.87	132.06
自有资产负债率(%)	5.17	54.31	67.92
*净资产/净资产(%)	84.42	111.20	113.76
*净资产/负债(%)	2170.88	93.58	53.69
*净资产/负债(%)	2571.62	84.16	47.20
*风险覆盖率(%)	787.21	559.24	336.76
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入(亿元)	11.14	12.01	20.66
净利润(亿元)	3.68	3.92	8.47
EBITDA(亿元)	5.28	7.63	20.02
营业费用率(%)	52.74	48.65	37.80
平均自有资产收益率(%)	3.12	2.12	2.50
平均净资产收益率(%)	3.28	3.46	6.73
总债务/EBITDA(倍)	--	16.70	13.65
EBITDA 利息倍数(倍)	48.80	3.54	2.39

注: 标*数据为母公司口径

数据来源: 公司“信会师报字〔2019〕第 ZB10036 号”、“信会师报字〔2020〕第 ZB10234 号”审计报告(以下统称“公司审计报告”)及提供资料, 联合资信整理; 具体指标计算公式详见附录 2.

分析师

郎朗 余焱 李铭飞



电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

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

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对红塔证券股份有限公司(以下简称“红塔证券”或“公司”)的评级反映了其在公司治理、业务经营、多元化金融服务推进、综合竞争力及股东支持等方面所具备的优势。2019 年, 公司在 A 股上市后, 资本实力进一步提升, 经营效率逐步提高, 并有利于各项业务的持续发展以及自身抗风险能力的提高, 也有利于公司治理水平的提升和信息披露程度的加强。同时, 联合资信也关注到, 公司信用业务快速发展等因素对其公司治理及风险控制带来压力; 此外, 公司债务规模大幅增长, 财务杠杆水平明显上升, 且面临证券市场剧烈波动、行业竞争加剧及监管政策趋严等因素对其经营发展及信用水平可能带来不利影响。

未来, 随着资本市场的持续发展和公司战略规划稳步推进, 公司将持续加大经纪业务发展, 同时将持续优化收入结构, 各项业务发展规模、盈利水平及行业排名有望进一步提升。另一方面, 需关注证券市场震荡、行业竞争加剧以及监管政策趋严等因素对公司业务发展带来的挑战。

综上所述, 联合资信评估有限公司确定红塔证券股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。该评级结论反映了公司偿还债务的能力很强。

优势

1. 公司营业网点数量稳步增长, 随着沈阳分公司获批设立, 业务范围进一步扩大, 综合竞争力有所提升。
2. 公司调整自营业务投资策略, 根据自身流动性水平, 不断加大债券投资力度, 投资

收益显著提升。

3. 公司资本水平充足，为未来业务的发展提供了较为广阔的空间。
4. 公司 A 股成功上市，资本补充渠道进一步完善，有助于其建立长效资本补充机制。
5. 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总公司。中国烟草总公司资本实力强，能在业务发展、品牌、客户、渠道等方面给予公司较大支持。

关注

1. 公司经纪业务、投行业务和直接股权投资业务规模相对较小，业务结构有待优化，整体业务竞争力有待进一步提升。
2. 信用业务较快发展对公司内部控制、风险管理、资本补充等方面提出更高要求。
3. 2018 年以来，公司大幅增持信用债，财务杠杆及债务负担明显上升，为公司带来一定的信用风险及流动性压力；同时，资产风险水平上升，资产流动性下降，但相应的利息收入水平未见同步增长，盈利水平增幅较小，未来盈利的持续性及经营策略的变化需持续关注。
4. 国内宏观经济增速放缓、资本市场波动及监管政策变化，加之 2020 年新型冠状病毒肺炎疫情对国内各行业的发展产生不同程度的负面影响，上述因素均对证券公司经营产生一定的压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由红塔证券股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2020 年 6 月 5 日至 2021 年 6 月 4 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

红塔证券股份有限公司 2020 年主体长期信用评级报告

一、主体概况

红塔证券股份有限公司（以下简称“红塔证券”或“公司”）成立于 2002 年 1 月，是在对云南省国际信托投资公司、云南金旅信托投资有限公司、昆明国际信托投资公司三家公司证券业务重组的基础上，经由红塔集团等 13 家企业共同发起设立，初始注册资本 13.87 亿元。成立以来，公司经过两次增资扩股，注册资本增至 32.69 亿元。2019 年 6 月 24 日，公司公开发行 3.64 亿股人民币普通股，发行价格每股 3.46 元，共募集资金 12.59 亿元；2019 年 7 月 5 日，公司于上海证券交易所（以下简称“上交所”）上市交易。截至 2019 年末，公司股本增至 36.33 亿元。公司控股股东和实际控制人分别为云南合和（集团）股份有限公司和中国烟草总公司，前五大股东持股情况见表 1。

表1 2019年末公司前五大股东持股情况 单位：%

股 东	持股比例
云南合和（集团）股份有限公司	30.13
云南省投资控股集团有限公司	18.00
中国双维投资有限公司	14.68
云南华叶投资有限责任公司	7.34
中国烟草总公司浙江省公司	6.61
合 计	76.76

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

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 2019 年末，公司在云南、上海、北京、重庆等地拥有 59 家证券营业部（含筹建期 2 家营业部）及 2 家分公司；下属一级子公司包括

3 家全资子公司—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”）和 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”）；母公司员工人数为 977 人。

截至 2019 年末，公司资产总额 454.61 亿元，其中客户资金存款 28.97 亿元；负债总额 318.41 亿元，其中代理买卖证券款 30.04 亿元；所有者权益 136.20 亿元，净资本 150.24 亿元。2019 年，公司实现营业收入 20.66 亿元，净利润 8.47 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：李素明。

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

(1) 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	18.4
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	-3.9
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农

户）和货物进出口总额分别同比增长 -19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

（2）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金

融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

(3) 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

2. 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

股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长。根据交易所公布的数据，截至 2019 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,777 家；股票市场总市值为 59.29 万亿元，较 2018 年底增长 36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政

策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019 年，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1,418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1,054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

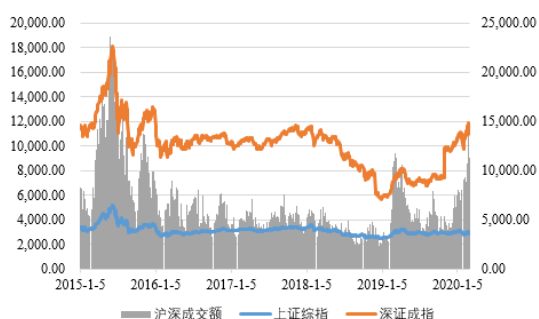
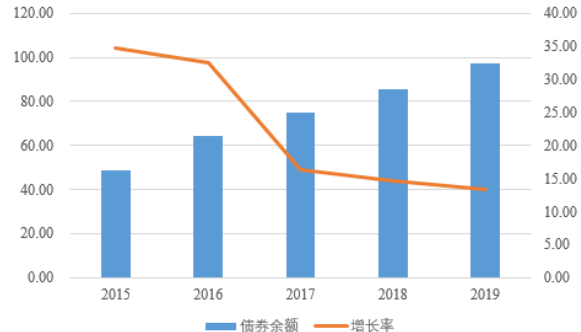


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：WIND，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（以下简称《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3月，新证券法正式实施，加大了资本市场违法违规成本，有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境；全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革落地也为时不远，将进一步扩大证券市场规模。

随着资本市场建设力度的加大，证券市

场规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2015-2019年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019年增幅较大；盈利能力呈现倒U型走势，2016年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017年证券公司盈利水平小幅下降，2018年盈利水平进一步大幅下降；2019年，受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表3 证券行业概况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
证券公司家数（家）	125	129	131	131	133
盈利家数（家）	124	124	120	106	120
盈利家数占比（%）	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入（亿元）	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83
净利润（亿元）	2447.63	1234.45	1129.95	666.20	1230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

2019年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少42家证券公司领超过200份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力。据不完全统计，截至12月13日，年内至少有42家证券公司因存在各种违规行为遭处罚，涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理问题等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业

务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至2019年底，133家证券公司总资产为7.26万亿元，较2018年底增加15.97%；净资产为2.02万亿元，较2018年底增加6.88%，净资本为1.62万亿元，较2018年底增加3.18%，资本实力保持稳定。2019年，133家证券公司中，120家公司实现盈利，全年实现营业收入3,604.83亿元和净利润1,230.95亿元，分别同比增长35.37%和84.77%，经营业绩大幅改善。

2. 业务分析

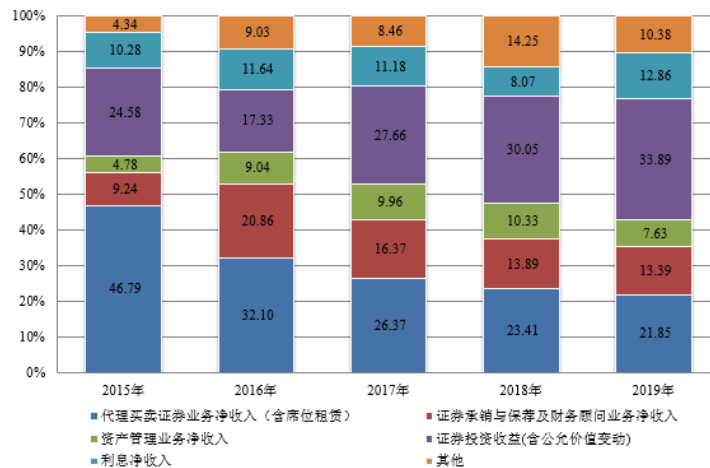
我国证券公司业务结构以经纪业务、投

资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2019 年证券公司盈利水平显著上升，前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持 20% 以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017 年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理业务收

入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；2018 年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比增加至 30% 以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019 年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。

图 3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2017

年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 820.92 亿元，同比下降 22.04%。2018 年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018 年 131 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 623.42 亿元，同比减少 24.06%。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019 年，133 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63 亿元，同比增长 26.34%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化,企业融资需求不断增加,债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性,2019年以来,受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松,投资银行业务收入大幅增长;年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2019年以来,A股IPO过会率明显提升,截至2019年末,发审委审核IPO家数280家,其中247家通过审核,过会率达88.21%,远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年,IPO发行规模合计2,532.48亿元,发行家数203家,分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期,再融资市场依然低迷,再融资规模仅为0.69万亿元,同比下降10.58%,延续下降走势。科创板方面,自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委,109家获得通过,通过率很高,预计募集资金规模1,027.22亿元。债券市场方面,受益于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌,证券公司债券主承销业务实现大幅增长,2019年证券公司承销各类债券金额7.78万亿元,同比增长31.92%。基于上述因素,2019年,全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入482.65亿元,同比增长30.46%。

就市场格局来看,证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景,在大型融资项目上具有明显的竞争优势,几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目,显示该业务集中度较高。2019年,股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为48.36%;债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为42.42%。

联合资信也关注到,在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时,科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司

研究等核心竞争力;其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资本且令其面临更大投资风险,或将减弱证券公司盈利稳定性;因此,此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资,该业务与证券市场关联度高,面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资,2012年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策,意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017年股票市场行情出现分化,优质蓝筹上涨趋势明显,“中小创”则呈现下跌行情,证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)同比增长51.46%,成为第一大收入来源。2018年,股票市场跌幅较大,其中权重股持续下跌,创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下,中债新综合净价指数全年上涨4.00%,债券投资收益减缓了自营业务降幅,但债券市场出现集中违约;2018年债券市场新增43家违约主体,较2017年9家大幅增加,违约金额达1,154.50亿元,系2017年违约金额的3.42倍,违约主体以民企和上市公司居多。2019年,市场预期有所回暖,股票市场先扬后抑,市场成交量亦大幅增长;资金市场利率延续2018年下降趋势,证券公司自营投资收入大幅增长。同时,2019年债券市场违约呈常态化,需关注相关投资风险。2019年,全行业实现证券投资收益(含公允价值变动)1,221.60亿元,同比大幅增长52.65%,主要系股票市场回暖所致。

证券公司资产管理规模较小,主动管理业务是其发展方向。

目前,证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013年以来,证监会鼓励证券公司加强业务创新,发展资产管理业务,推动资产管理业务模式从目前

单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至2019年末，证券公司资产管理业务规模为12.29万亿元，较2018年末下降12.90%；2019年，证券公司实现资产管理业务净收入275.16亿元，同比基本持平。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2019年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自2010年3月31日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至2019年末，融资融券余额1.02万亿元，较2018年末增长34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至2019年11月末，深沪两市股票质押回购融

资余额9,429亿元，较2018年末下降20.94%；股票质押回购质押股票总市值1.8万亿元，占A股总市值3.3%，较2018年末下降1.3个百分点，较2017年底峰值下降2.90个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过80%的上市公司为469家，较年初减少117家，降幅分别为13.80%和20.00%。截至2020年2月末，市场质押总股数5,705.83亿股，市场质押股数占总股本的8.41%，分别较2019年末进一步下降1.73%和0.17个百分点；控股股东持股质押比例超过80%的上市公司为467家，较2019年末减少2家，高比例质押风险有所化解。2019年，证券公司实现利息净收入463.66亿元，同比大幅增长115.81%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2019年，已有至少5家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，联合资信也关注到，目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。

3. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019年以来，国内有红塔证

券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，同时，湘财证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际和中泰证券 IPO 已通过发审委审核，预计将于 2020 年 A 股发行。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向 A 股的雄心。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，中国证监会宣布，自 2020 年 1 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立 3 家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契

机，有利于证券行业整体优化。

2019 年 11 月，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司，也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2019 年 6 月末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计 1146.59 亿元，净利润 396.13 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 64.08% 和 59.42%。截至 2019 年 6 月底，前十大证券公司资产总额为 4.27 万亿元，占全行业总资产的 60.12%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 55%，行业集中度较高。

表 4 截至 2019 年 6 月末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	1597.32	7238.66	217.91	66.64
2	国泰君安	1388.37	5403.70	140.95	53.37
3	海通证券	1371.28	6229.07	177.35	60.68
4	华泰证券	1182.03	4930.13	111.07	41.00
5	广发证券	933.53	3994.07	119.42	44.40
6	招商证券	823.19	3503.59	85.40	35.14
7	申万宏源	746.24	3467.97	74.68	30.32
8	银河证券	691.59	3106.46	73.68	26.05
9	国信证券	539.04	2339.43	65.34	25.99
10	东方证券	527.30	2472.25	80.79	12.54
合计		9799.89	42685.33	1146.59	396.13

数据来源：WIND

4. 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风

险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过

降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018-2019 年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，

提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对于证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

5. 未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014 年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2019 年 7 月，证监会发布了 2019 年证券公司分类结果，在参选的 98 家券商中，51 家分类评级结果与上年持平，28 家券商被下调评级，19 家证券公司上调评级；38 家券商被评为 A 类，数量比 2018 年减少 2 家。整体来看，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征

求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量公募资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019年8月，证监会就《证券公司风险控制指标计算标准》公开征求意见，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助

智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司控股股东为云南合和（集团）股份有限公司（以下简称“合和集团”），截至2019年末，合和集团直接持有公司30.13%的股权。中国烟草总公司通过间接持股持有公司股东合和集团、昆明万兴房地产开发有限公司及云南华叶投资有限责任公司100%的股份，并直接持有公司股东中国双维投资有限公司及中国烟草总公司浙江省公司100%的股份，故中国烟草总公司间接持有公司合计59.41%的股份，为公司实际控制人。2019年7月5日，公司于上交所上市交易，公司治理水平得到进一步提升。

中国烟草总公司成立于1982年，根据国家法律法规和相关政策对所属公司实行集中统一的经营管理。中国烟草总公司资金实力雄厚，在烟草系统内部具有较强的影响力，对公司业务拓展具有一定带动作用。

公司根据《公司法》《证券法》《证券公司监督管理条例》等法律法规和规范性文件要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的相互分离、相互制衡的公司治理结构和运作机制，建立健全多层次的制度体系，公司整体法人治理机制运行良好。

股东大会是公司最高权力机构。近年来，公司按照相关规定多次召开股东大会，决议通过了财务预算决算报告、利润分配方案以及首

次公开发行人民币普通股股票并上市的相关工作安排，较好地保障了股东的知情权、参与权和表决权。

截至2019年末，公司董事会在任8名董事，其中独立董事3名。公司董事长李剑波先生，1965年出生，历任红塔集团副总裁、合和集团董事、常务副总经理、合和集团董事、总经理；现任合和集团董事长、华夏银行董事；2009年4月至今任红塔证券董事；2016年6月至今任红塔证券董事长，具有丰富的从业经验及管理经验。近年来，公司董事会会议审议通过了各项定期工作报告、修订公司管理制度、高管人事变动、上市专项奖励等多项议案。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、风险控制委员会四个专门委员会，各专门委员会按照相关议事规则召开会议，为董事会决策发挥重要作用。

截至2019年末，公司监事会在任5名监事，其中职工监事2名。近年来，公司监事会会议审议通过了年度合规报告、内部稽核审计报告、监事会工作报告、财务决算及预算报告等多项议案。此外，监事会还通过列席股东大会、董事会和经营管理会议的方式履行监督职能。

公司实行董事会领导下的总裁负责制。总裁对董事会负责。公司经营管理层由9名成员组成，其中总裁1名，副总裁8名，首席风险官、合规总监、首席信息官及财务总监各1名，分别由1名副总裁兼任。公司总裁李素明先生，1966年出生，管理学博士，历任重庆国际信托投资公司北京营业部总经理；西南证券有限责任公司总裁助理、董事会秘书、稽核总监；红塔证券副总裁、常务副总裁、董事会秘书；2018年3月至今任红塔证券董事、总裁。公司经营管理层成员均具有较高的学历背景和丰富的经营管理经验，这有助于公司的科学经营决策和稳健发展。

总体看，公司搭建了较为完整的公司治理架构，公司治理机制运行良好，成功上市将有利于公司持续优化治理架构、信息披露等方面，

进一步提升治理水平。

2. 内部控制

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。公司按照前、中、后台分离原则设置部门机构，组织架构图见附录1。

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。近年来，公司注重内部控制体系的建设和完善，将内部控制管理和合规文化建设作为公司发展的重要组成部分，连续多年获得证监会合规分类评价A类。公司建立了较规范的法人治理结构，形成职责分明、相互制衡的内部控制体系；公司不断完善内部控制制度，控制措施涵盖了各项业务事前、事中和事后等环节；形成了部门内部岗位之间、部门之间互相制衡，合规风控和稽核审计部门独立监督的全方位内部控制体系。

公司董事会下设的审计委员会和风险控制委员会分别负责监督公司的稽核审计及风险管理工作，审查公司的内控制度，审核公司的财务信息及披露工作，评价公司的风险状况和风险管理能力。稽核审计部对公司的内部控制情况进行审计检查，并将审计结果及时汇报公司董事会、监事会及高级管理层，责成被审计单位现场整改或制定整改计划，并持续跟进整改进度，督促被审计单位落实整改情况。此外，公司尽量减少与关联方的关联交易，对于不可避免的关联交易，公司坚持合法合规的基础，确保关联交易的公允性，维护股东之间的合法权益。截至2019年末，红塔证券向关联方拆入资金余额合计81.00亿元，主要为次级债。

总体看，公司内部控制组织架构逐步健全，对业务风险的监控比较到位，能够较好地支撑各项业务的发展。

3. 发展战略

公司坚持以制度创新、组织创新、业务创新和管理创新作为总的发展思路，秉承“稳健、创新、多元”的经营理念，践行“责任于心，专业于行”的服务理念，以客户为中心，以市场为导向，以创新发展为手段，以首次公开发行为契机，深化各项优势，在资本投资与中介业务中有效配置和利用资金，集中优势力量，突出重点业务。公司将统筹发展与转型的关系、资本与利润的关系、创新与风控的关系、渠道与产品的关系，不断向风险可控领域拓展并形成新的盈利模式。

为实现以上战略目标，公司将重点推进以下几方面的战略措施：一是扩大传统经纪业务规模，提升经纪业务专业服务能力，提高经纪业务市场占有率，积极探索差异化的竞争模式，实现传统通道向财富管理转型。二是加强自营业务的传统优势，保证证券投资业务收益在公司利润结构中较稳定的地位，保持在二级市场的稳健投资风格，构建创新型投资业务模式，力争在风险可控情况下获得安全收益，进一步提高自营投资收益率。三是优化资本中介职能，大力发展融资融券、股票质押式回购等信用交易业务，在巩固存量客户的基础上，通过差异化增值服务加大对高净值客户的维护和开发力度，逐步提升市场占有率，将信用交易业务打造成公司的特色业务。四是通过整合现有资源、增强人员配置、健全营销网络，保证资产管理业务稳定、健康发展，适应市场发展趋势，把握资产管理业务发展机遇，扩展公司资产管理规模。五是在不断适应监管政策变化的基础上，进一步完善公司投资银行架构与制度，夯实发展基础，增强团队实力，提升行业排名。

总体看，公司战略定位明确，制定的措施可行性高，有助于公司目标的逐步实现，培育特色化的竞争力，但另一方面，近年来证券市场波动加剧、金融监管趋严以及券商业务同质化竞争日益激烈给公司部分盈利类目标的实现带来一定挑战。

四、主营业务分析

1. 经营概况

目前我国证券行业形成了以净资本和流动性为核心的行业监管体系，资本规模与证券公司的发展潜力、业务规模和竞争实力息息相关；从净资本规模及利润实现情况来看，近年来公司在全行业的排名呈上升趋势（见表5），2019年以来，随着公司在A股上市完成后，公司净利润排名上升到行业上游。在业务开展方面，公司能够借助实际控制人中国烟草总公司的综合平台和资源优势，获得业务发展机会。

公司主要业务板块包括经纪业务、信用交易业务、投资银行业务、证券投资业务、资产管理及基金管理投资业务等几大板块。近年来，公司不断改善业务结构、拓展业务范围和业务规模；但另一方面，由于公司营业网点在全国各省市分布不均，经纪业务发展受到一定程度制约；为此，公司积极开展创新业务，使得营业收入及净利润均呈增长趋势，净利润行业排名增速较快，红塔证券排名上升到行业中上水平。

表5 主要指标市场排名

项目	2016年	2017年	2018年
净资产	39/126	43/98	39/98
净资本	45/126	46/98	35/98
营业收入	72/126	63/98	56/98
净利润	63/126	54/98	28/98

注：2019年各指标排名数据尚未披露

资料来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

2. 业务经营分析

在业务开展方面，受证券市场波动及监管政策变动等因素影响，红塔证券收入结构呈现较大变化（见表6）。近年来，公司重点开展证券经纪业务、证券投资业务和信用交易业务，上述三项业务收入是红塔证券营业收入的主要来源。2019年，资本市场整体回暖，但证券经纪业务及投资银行业务的市场竞争不断加剧，证券投资业务面临的市场风险不断加大，为应对市场环境变化，红塔证券考量行业发展趋势、

结合自身资源优势，在各个条线推进相应的改革措施并取得一定成效，红塔证券营业收入较上年增幅明显。2019年7月，红塔证券A股上市成功后，公司资本实力得到提升，为其业务发展提供了有力支持。2019年，红塔证券实现营业收入20.66亿元，净利润8.47亿元。从收入结构变化来看，经纪业务收入是公司主要收入来源之一，但整体收入规模及占比均持续下

降；证券投资业务年实现较好收入水平，占比明显提高；信用交易业务整体发展较好，占比所有提升；资产管理业务规模不大，占营业收入的比重保持在较低水平；投资银行业务收入下降明显，占营业收入的比重持续下降。但由于公司主营业务受经济环境、证券市场及监管政策等因素影响较大，未来收入的持续增长情况需关注。

表6 营业收入构成

单位：亿元、%

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	1.77	15.90	1.23	10.28	1.61	7.81
证券投资业务	0.77	6.90	4.90	40.80	15.00	72.59
资产管理业务	0.08	0.71	0.08	0.69	0.28	1.35
投资银行业务	0.86	7.75	0.53	4.42	0.44	2.11
信用交易业务	2.81	25.23	4.36	36.27	4.28	20.72
期货经纪业务	0.41	3.66	0.52	4.30	1.59	7.68
私募投资业务	0.17	1.53	0.13	1.07	0.45	2.19
基金管理业务	1.21	10.90	1.08	8.95	1.40	6.80
其他业务	3.06	27.42	-0.81	-6.78	--	-21.26
营业收入	11.14	100.00	12.01	100.00	20.66	100.00
净利润	3.68	--	3.92	--	8.47	--

资料来源：公司年报，联合资信整理

（1）经纪业务

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，形成以经纪业务总部、直管营业部、中心营业部及非直管营业部的营业部管理模式，并设立互联网金融业务部，主要承担原经纪业务总部的线上渠道营销策划、产品销售及客户服务等职能。公司经纪业务总部重点负责零售与机构经纪业务条线的考核与规划、系统保障、经纪业务和信用交易业务推广等工作；机构经纪业务主要面向商业银行、基金、保险等机构投资者，通过提供研究及销售服务，获取分仓收入。

近年来，公司积极开展战略部署，截至2019年末，公司已设立并开业的证券营业部共计58家，分别为1家经纪业务分公司（东北分

公司）和57家证券营业部。其中，分公司位于辽宁省沈阳市，57家营业部分布为：云南省内28家，上海5家，北京、广东和重庆各3家，四川、贵州、福建和浙江各2家，辽宁、陕西、江苏、湖南、江西、河南和山西各1家，另有云南省和广东省2家在建营业部。2019年，公司在沪深两市证券开户总数37.99万户，股票交易金额为2187.79亿元。2019年，公司证券经纪业务总交易量4363.32亿元，市场占有率为1.14%；股票基金交易量2221.52亿元，市场占有率1.63%。

公司经纪业务收入主要来自代理买卖证券业务，与证券市场活跃度有较强的正相关性。近年来，随着“一人多户”政策的放开以及互联网证券的发展，证券行业竞争进一步加剧，行业佣金率水平不断下滑（见表7），加之证券市场行情波动加剧，对公司经纪业务产生一定不利影响；2018年，由于证券市场行情持续低

迷，公司证券代理交易买卖业务受到较大负面影响，经纪业务收入持续下滑，但随着投顾业务体系的逐步搭建以及金融产品代销业务、期权等业务的发展，公司经纪客户基数保持上升趋势；2019年，公司经纪业务坚持以合规和风险管理为前提，推动业务转型升级，以提升经纪业务的综合竞争力；新设5家分支机构，进一步优化网点布局，不断推进营业网点业务向多元化和平台化转变，推进以金融产品销售、资本中介服务为方向的财富管理转型，随着市场行情的回暖，公司经纪业务收入规模有所回升。此外，公司股票基金平均佣金率高于行业平均水平，一方面是由于云南省内证券市场股票基金平均佣金率水平较高；另一方面是由于相较于行业平均水平，公司股票成交金额占公司代理买卖股票基金成交总额的比重较高，且股票平均佣金率高于基金平均佣金率。2019年，公司证券经纪业务实现手续费及佣金净收入1.69亿元（见表8），占当年营业总收入的8.18%。未来，随着证券公司新型营业部设立、互联网金融的渗透、行业佣金率的持续下滑，公司经纪业务面临的竞争压力将进一步加大；此外，股票二级市场的大幅波动对经纪业务的持续发展也将产生不利影响。

表7 股票基金佣金率与行业水平对比 单位：%。

项 目	2017年	2018年	2019年
行业平均佣金率	0.33	0.31	0.29
云南省内证券市场平均佣金率	0.75	0.70	/
公司平均佣金率	0.73	0.75	0.70

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表8 经纪业务佣金收入情况 单位：亿元

项 目	2017年	2018年	2019年
手续费及佣金净收入	1.86	1.33	1.69
其中：代理买卖证券佣金净收入	1.84	1.30	1.65

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

总体看，公司不断优化经纪业务发展模式，促进经纪业务发展，2019年经纪业务转型发展已初见成效，但考虑到经纪业务的特点以及所

面临的证券市场环境和行业竞争压力，其未来经营发展变化情况需持续关注。

（2）信用交易业务

近年来，信用交易业务逐步成为公司主要业务增长点，业务规模快速增加，业务品种主要包括融资融券业务、约定购回式证券交易业务和股票质押式回购交易业务。2017年，公司以股票质押式回购交易为重点，加大了业务拓展力度，业务总规模逐月上升，呈现较好的业务发展态势；2018年，公司重点发展信用交易业务，但由于证券市场再度呈现连续下跌走势，且少数A股股票因股东股权质押爆仓出现流动性风险，公司相应加强了融资融券业务风险管理力度，以保障相关业务平稳发展；2019年以来，公司信用交易业务加强风险控制、优化业务流程及项目管理，同时在业务开展过程中积极关注新兴行业和中小企业。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。截至2019年末，公司股票质押式回购业务余额62.06亿元，平均履约保障比例270.07%。

公司于2012年获得融资融券业务资格，受公司证券营业部主要分布于云南省影响，融资融券业务主要在云南省内开展。近年来，受证券市场整体低迷和利率竞争日益激烈等因素影响，公司融资融券业务规模呈收缩态势，业务收入持续下滑（见表9）。截至2019年末，融资融券业务信用账户数5924户；融资融券余额11.38亿元。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，截至本报告出具日，公司融资融券业务未发生大面积平仓事件和重大投诉纠纷事件。

表9 融资融券业务发展情况 单位：亿元、个

	2017年	2018年	2019年
开户分支机构数量	42	42	57
融资融券余额	14.73	16.58	11.38
其中：融资余额	14.73	16.58	11.38

融券余额（市值）	0.00	--	--
融资融券利息收入	1.15	0.93	0.72

注：因四舍五入效应致使数据存在 0.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

2017—2019 年，公司信用交易业务分别实现利息净收入 2.81 亿元、4.36 亿元和 4.28 亿元，分别占当年营业收入的 25.23%、36.27% 和 17.09%；2019 年以来，由于证券投资业务收入规模的快速上升，使得信用交易业务对营业收入的贡献度有所下降；其中融资融券业务分别实现利息收入 1.15 亿元、0.93 亿元和 0.72 亿元，其余以股票质押回购利息收入为主，约定式回购利息收入较少。

此外，2016 年公司签订一笔股票质押式回购业务，融资期限至 2018 年 4 月，但合约到期后融资方未能如期归还融资款本金 1.20 亿元及利息；截至 2019 年末，公司针对上述合约计提减值准备余额为 0.82 亿元。公司于 2018 年对其提起诉讼，获得一审胜诉后，融资方提出上诉，但因未按期缴纳诉讼费用，裁定其自动撤诉，该案件结案，公司将着手推进执行程序。同时，2019 年，该笔合约融资方企业陕西坚瑞沃能股份有限公司（以下简称“坚瑞沃能”）发布多次股票存在被暂停上市或终止上市的风险提示性公告，2019 年 12 月，陕西省西安市中级人民法院裁定批准坚瑞沃能重整计划并终止企业重整程序；截至 2019 年 12 月 31 日，坚瑞沃能重整投资人及其指定的财务投资人已按照《重整投资协议》的约定，将共计 3.55 亿元投资款汇入管理人账户；2020 年，公司与坚瑞沃能正在商讨就其股票质押合约的《和解协议》，相关条款正在协商中，联合资信将持续关注该笔业务回收或损失情况及其对公司可能带来的影响。

总体看，公司信用交易业务发展快速，已经成为公司新的收入增长点，但考虑到监管机构对杠杆交易的风险管控政策，信用交易业务面临一定发展限制，同时资本市场的波动对信用交易业务未来发展的影响值得关注。

（3）投资银行业务

公司投资银行业务由投资银行事业总部负责开展，业务重点围绕股权融资、债权融资、财务顾问、新三板等业务板块，并借助股东资源优势，积极拓展和储备客户项目。公司投资银行业务整体规模不大。2017 年以来，由于股票二级市场行情低迷和监管层加强对 IPO 发行的审核，证券公司股票承销业务受到较大影响，同时债券承销业务也由于债券市场违约事件频发和行业竞争加剧面临一定压力，公司股权融资及债券发行数量和承销金额均明显下降，投资银行业务手续费收入明显下降。2018 年，面对资本市场持续低迷、外部监管持续从严，公司不断增加股权融资和债券发行业务项目储备，着重探索综合金融业务，一定程度上缓解了投资银行业务发展压力，同时，公司及时根据对市场的预判进行项目撤回，投资银行业务发展较为缓慢。2019 年以来，由于证券市场股权融资规模下降，且市场竞争加剧，公司投资银行业务发展面临一定竞争压力；为此，公司坚持“精品投行”战略，在 ABS 城市供热、含权债（可交换债、可转换债）业务方面成功发行了项目，并拓展一批储备项目；同时在主板和科创板新申报保荐和联合主承销 IPO 项目；但由于新三板二级市场持续低迷，公司做市业务公允价值变动收益为负，对投资银行业务收入形成一定负面影响。2017—2019 年，公司完成 1 个可转换公司债券项目的保荐及承销工作、3 个普通股的联席主承销工作、6 个债券发行项目的主承销工作和 5 个并购重组项目的财务顾问工作。2017—2019 年，公司投资银行业务分别实现手续费及佣金净收入 0.73 亿元、0.50 亿元和 0.70 亿元，分别占当年营业收入的 6.55%、4.17% 和 3.40%，收入贡献度处于较低水平。

总体看，公司投资银行业务整体规模较小，对公司营业收入的贡献度不高，项目储备情况较好，但近年来股票二级市场行情低迷、监管 IPO 发行审核趋严和债券市场违约风险频发的外部环境将对公司投资银行业务发展产生一定

负面影响。

(4) 证券投资业务

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。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。

近年来，公司根据证券市场行情波动情况不断调整证券投资结构，合理控制投资仓位，并通过股指期货等衍生金融工具对冲证券市场波动风险。在投资策略方面，伴随着股票市场延续低迷走势，公司坚持稳健的投资策略，逐步减少自营权益类证券规模，增加固定收益类证券和基金等投资规模；2018年，公司根据市场行情加大固定收益类投资，并在资管新规出台后逐步减少证券公司资管计划投资力度，适当压缩权益类投资规模，同时在衍生品投资方面，公司从三季度开始运作并取得较好年化收益率；2019年，面对资本市场波动，公司证券投资业务保持稳健的投资策略，自有资金投资配置以优质固定收益类证券及其衍生品为主，以获取稳定的投资收益。具体投资策略方面，权益类证券及其衍生品投资方面，公司坚持“价值投资”理念，不断优化投资组合；固定收益

类证券及其衍生品投资方面，公司严格控制仓位和组合久期，以把控信用风险和流动性风险；另类投资方面，公司以股权类、公募及私募基金、金融衍生品为主要投资领域。截至2019年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资产为7.38%，自营非权益类证券及其衍生品/净资产为158.99%，公司证券投资业务规模增长较快，投资结构以固收类业务为主。

从会计科目划分看，2017—2018年，公司投资资产主要分为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和可供出售金融资产；2019年以来，公司使用新金融工具会计准则对投资资产进行重新划分，投资资产主要计入交易性金融资产，划入其他会计科目投资资产规模较小。由于企业会计准则变更，公司将其管理并投资的结构化主体纳入合并范围，相关负债计入交易性金融负债科目，相关资产主要计入交易性金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产等科目。2018年—2019年，公司负债端加杠杆力度明显加大，使得资产端投资规模较之前年度增幅明显。截至2019年末，公司投资资产余额268.99亿元，其中交易性金融资产占96.68%，债权投资及其他权益工具投资规模均较小（见表10）。公司投资标的以债券为主，全部为信用债，债券主体集中在国有企业，涉及能源类、地方政府平台等企业，目前无违约债券，按照余额计量的风险敞口集中于外部评级为AA⁺~AAA的债券，整体风险可控。

表 10 投资资产结构

单位：亿元

项 目	2017 年末	2018 年末	项 目	2019 年末
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	10.29	145.51	交易性金融资产	260.06
其中：债券投资	0.00	118.17	其中：债券投资	195.02
基金投资	7.79	25.53	基金投资	45.57
股票投资	2.49	1.82	股票投资	9.14
可供出售金融资产：	12.05	14.77	银行理财产品	2.40
其中：股票投资	0.00	0.00	券商资管计划	0.16
基金投资	2.09	1.92	信托计划	0.00
债券投资	5.85	7.42	其他	7.78

证券公司理财产品	--	0.41	债权投资	1.13
信托计划	0.01	0.11	其中：债券投资	0.63
其他	4.11	4.91	其他	0.50
持有至到期投资	--	0.50	其他债权投资	7.49
其中：债券投资	--	0.50	其中：债券投资	6.47
--	--	--	其他	1.02
--	--	--	其他权益工具投资	0.30
合 计	22.34	160.78	合计	268.99

注：由于 2019 年公司使用新金融工具准则，故 2019 年根据审计报告对客户重新划分调整
数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019 年，公司投资资产分别实现投资收益 1.81 亿元、4.16 亿元和 15.32 亿元，分别占当年营业收入的 16.21%、34.62% 和 74.17%；实现公允价值变动收益分别为 0.32 亿元、1.04 亿元和 2.91 亿元，投资业务产生的收益对营业收入的贡献度显著提升。

总体看，2018 年以来，公司加大对债券投资力度，财务杠杆不断加大，证券投资业务规模快速增长，投资结构有所调整，投资业务产生的收益对营业收入的贡献度显著提高。另一方面，公司债券投资规模大幅增长，全部为信用债券，在债券市场违约事件频发的环境下，投资业务面临的信用风险和市场风险值得关注。

（5）资产管理及基金管理业务

公司由上海分公司负责开展集合资产管理业务和单一资产管理计划，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”）负责开展特定客户资产管理业务；同时，公司由控股子公司红塔基金负责开展基金管理业务。近年来，公司逐步探索专业化理财的资产管理业务运作模式，以主动管理型产品为主，在努力发展业务的同时，不断加强业务操作规范，在项目的前期开发、立项及审批进行严格的筛选把控，从风险收益的角度，对业务开展的各个环节进行综合评估。

近年来，公司深耕主动管理领域，不断提升主动投资管理能力，受托资产管理规模持续上升。公司通过子公司红塔基金和红塔资管积极开展特定客户资产管理业务，并不断强化红

塔基金和红塔资管内部管理，将中后台分离，明确各业务岗位职责并对部分流程予以简化，提高运营效率，并加大特定客户资产管理业务，拓展销售渠道，大力推动品牌建设；2018 年，公司根据监管要求不断加强资管业务风险管控，引导资产管理业务回归本源，资产管理业务保持稳步发展；2019 年以来，公司根据资管新规要求，强化资产管理业务的主动管理能力，持续丰富资产管理产品系列，加强投研体系建设。截至 2019 年末，公司受托资产管理规模 1258.99 亿元（见表 11），其中集合资产管理业务受托资产管理余额 2.25 亿元，定向资产管理业务受托资产管理余额 549.27 亿元，其余均为特定客户资产管理计划，收入呈一定波动，但由于定向资产管理业务主要是手续费较低的通道业务，公司资产管理业务对营业收入的贡献度仍处于较低水平。2017—2019 年，公司资产管理业务分别实现手续费及佣金净收入 1.00 亿元、0.77 亿元和 0.90 亿元，占当年营业收入的比例分别为 8.98%、6.37% 和 4.36%。

表 11 受托资产管理业务 单位：亿元

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
受托资产管理规模	1206.18	1156.15	1258.99
其中：集合资产管理计划	1.25	1.01	2.25
定向资产管理计划	491.34	540.64	549.27
特定客户资产管理计划	713.59	614.49	707.47
资产管理业务手续费及佣金净收入	1.00	0.77	0.90

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

公司基金管理业务，由控股子公司红塔基金负责开展，近年来，公司相继开展了公募基

金、基金专户、专项计划及合伙企业产品四类业务。公司基金管理业务以稳规模、调结构、控风险为主要目标开展工作。截至 2019 年末，公司公募基金存续 10 只，存续规模 66.60 亿元。2017—2019 年，公司基金管理业务分别实现手续费及佣金收入 0.11 亿元、0.09 亿元和 0.19 亿元，收入贡献度较低。

总体看，公司资产管理业务产品体系不断完善，业务规模保持增长，对公司营业收入的贡献度逐步提升，但在资管新规的影响下，通道类资产管理业务的发展将受到一定限制，相关影响需关注。

五、风险管理分析

近年来，公司从全面风险管理角度出发，持续推进风险管理体系建设，按照《红塔证券股份有限公司全面风险管理制度》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。

董事会是公司风险管理的最高决策机构，并对公司风险管理承担最终责任，其下设的风险管理委员会在董事会授权范围内开展工作；监事会承担公司全面风险管理的监督责任，负责监督检查董事会和经理层在风险管理方面的履职尽责情况并督促整改；经营管理层负责公司风险管理工作的落实，包括董事会审议的基本风险管理政策，建立公司有效的风险管理及考核机制，在董事会授权范围内从事公司风险管理工作。经营管理层下设风险管理委员会，在各自职责范围内负责部分风险管理职能；任命一名高级管理人员为首席风险官，负责推动公司全面风险管理工作。

公司风险职能部门包括风险管理部、合规法律部和稽核审计部，各风险职能部门按照公司授权对不同风险进行识别、监测、评估和报告。公司各业务部门、各分支机构按照公司授

权管理体系在被授予的权限范围内开展业务，在业务决策及开展过程中及时进行风险自控，并承担风险管理有效性的直接责任。公司将子公司的风险管理纳入集团统一体系，对其风险管理工作实行垂直管理，子公司在公司整体风险偏好和风险管理制度框架下，建立自身的风险管理组织架构、制度流程、信息技术系统和风控指标体系，保障全面风险管理的一致性和有效性。

此外，公司还制定了《市场风险管理办法》《信用风险管理办法》《流动性风险管理办法》《流动性突发事件应急预案》等，形成了制度依据，加强各分类风险管理工作。

1. 市场风险管理

市场风险是指因市场价格因素（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。公司主要涉及的市场风险包括以自有资金进行各类投资时因证券市场变动和利率变动而产生的盈利或亏损，开展信用业务时因市场环境变化而导致的盈亏以及公司直接股权投资的风险。

公司风险管理部对市场风险相关事项形成定期和不定期日常报告机制，对特殊事项形成专项报告机制，提交至市场风险管理小组，由市场风险管理小组决定是否上报至风险管理委员会。子公司的经营管理层为其市场风险管理的直接责任人。

公司不断完善适用于各业务的统一市场风险预算体系、市场风险限额体系，由风险管理部在充分、审慎研究公司面临的市场风险特点、风险相关性状况的基础上，按照风险管理委员会审批的规范基本步骤制定，由风险管理委员会审批，各一线业务单元执行，风险管理部对执行情况进行检查和监督；同时，公司建立以在险价值 VaR 为核心，辅以压力测试、情景分析、敏感性分析、敞口分析计量方法等的市场风险计量体系，加强自有资金投资规模控制，完善及落实授权管理和止盈止损制度，确保总

体风险的可承受。公司高度重视市场风险管理流程，尤其对于难以量化的风险，通过清晰的授权以及严格的操作控制程序，减少技术和人为原因造成的风险。

总体看，随着市场环境的波动及公司自营业务的发展，公司面临的市场风险将上升，需提高市场风险量化管理水平以提升市场风险管理能力。

2. 信用风险管理

信用风险是指由于交易对手不能履约导致损失的风险。公司目前面临的信用风险主要集中在经纪业务、自营债券投资业务、融资融券业务等。

在业务开展过程中，公司通过建立适用于各业务统一的内部信用评级体系防范信用风

险，对不同信用等级的交易对手、交易标的、质押和抵押担保品，确定与其信用状况相匹配的授信额度或持仓限额，以及受托管理公司债券的信用风险分类。业务部门会主动辨识并重点关注高风险客户或交易对手，建立对应的警示名单或限制名单，并遵守信用风险限额和风险控制指标，有效控制各项指标在监管规定和公司要求的范围内，当指标值发生异常时，业务部门及时采取控制措施并及时向风险管理部报告。例如，公司在从事信用交易业务时，可能会对不能按期清偿债务或者维持担保比例较低且未能按期足额追加担保的客户进行强制平仓；从事期货经纪业务时，可能会对账户保证金不足的客户要求追加保证金或者进行强制平仓。截至2019年末，公司信用业务各项风险控制指标均符合监管标准（见表12）。

表 12 信用业务风险控制指标水平

单位：%

指 标	预警标准	监管标准	2017 年末	2018 年末	2019 年末
融资（含融券）的金额/净资本	≤320	≤400	68.63	48.91	48.87
对单一客户融资（含融券）业务规模与净资本的比例	≤4	≤5	3.98	2.49	2.00
接受单只担保股票市值与该股票总市值比例	≤16	≤20	0.45	0.77	1.18

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

总体看，公司初步搭建了各类业务的信用风险管理架构，未来债券投资规模的上升和信用交易业务的发展将导致公司面临的信用风险水平上升，相应的风险预警、压力测试等风险管理措施需进一步完善。

3. 流动性风险管理

流动性风险是指公司金融资产不能及时变现和资金周转出现困难而产生的风险。公司面临流动性风险是指在无法及时获得或者无法以合理成本获得充足资金，以偿付到期债务或其他支付义务、满足资产增长或其他业务发展需要的风险。

公司按照《证券公司流动性风险管理指引》的要求，建立以流动性覆盖率和净稳定资金率为核心指标的流动性风险管理框架，保证各项经营活动符合监管规定的流动性风

险要求。同时，公司实行集中与分散相结合的管理模式管控流动性风险管理，首席风险官及流动性风险管理责任部门负责公司总体的流动性风险水平的识别、计量、监测和控制，主要指因投融资整体安排不当、资产负债结构不合理、重大突发事件引发流动性风险；设置风险管理部、合规法律部和稽核审计部作为专职的风险管理职能部门，从不同侧面行使流动性风险管理职责，其中，风险管理部负责流动性风险管理，并统筹公司资金来源与融资管理，协调安排公司资金需求，监控优质流动性资产状况，组织流动性风险应急计划制定、演练和评估；负责制定流动性风险管理策略、措施和流程；监测流动性风险限额执行情况，及时报告超限额情况；定期向首席风险官报告流动性风险水平、管理状况及其重大变化；组织开展流动性风险

压力测试；资金财务总部和运营中心，基于各自职能，分别履行自有资金流动性管理和客户资金流动性管理职责，与其他职能部门一并协助、配合风险管理部有效开展流动性风险管理工作；各子公司承担其流动性风险管理的直接责任，子公司流动性风险管理纳入公司全面风险管理体系。

此外，公司积极拓展并持续优化筹融资渠道，合理安排资金需求，根据市场变动及时调整流动性风险限额指标；完成流动性风险管理体系的建设，进一步完善流动性计量与管理手段。从资产结构看，公司自有资产中自有货币资金和结算备付金、融出资金、买入返售金融资产和可供出售金融资产等可快速变现资产占比较高，公司资产流动性良好。

从负债结构看，公司的负债主要由卖出回购金融资产款、短期借款和次级债务等构成。近年来，公司主要通过发行短期融资券、收益凭证及卖出回购等方式获取业务所需资金，短期负债规模有所上升。考虑到作为上市公司，公司融资渠道较为通畅，近年来积极扩充融资渠道，促进与各银行及其他同业机构之间的合作关系，整体负债流动性风险可控。从资产结构看，公司自有货币资金、交易性金融资产、买入返售金融资产等可快速变现资产占比较高，公司资产流动性较好。截至2019年末，公司可快速变现资产余额380.83亿元。其中，交易性金融资产余额257.50亿元，占可快速变现资产余额的67.62%；公司流动性覆盖率为810.12%，净稳定资金率为166.03%，均优于监管预警标准。

目前，公司财务杠杆水平较低，配置资产的变现能力强，整体流动性压力不大。但随着融资融券、股票质押式证券交易等创新业务的发展，公司对资金的需求相应增加，这对公司的流动性管理提出了更高要求。

4. 操作风险管理

操作风险是指流程不完善、业务操作以及系统操作不当，使公司遭受损失的风险，按风险成因划分为流程风险、人员风险和技术风险。操作风险主要是指由流程不完善、执行不严格、人员不胜任、越权操作、系统故障或系统失败等因素引起的风险。

公司不断完善操作风险管理体系，设置了前中后台分离、业务互相制衡、重要岗位严格授权体系等操作风险控制措施。风险管理部为公司操作风险的主要管理部门，牵头建设与公司业务规模和复杂性相匹配的操作风险管理信息系统，针对各业务或经营活动建立风险识别机制，配合一线业务单元定期和不定期对各项业务或经营活动操作流程的变化情况进行分析，从而识别操作风险的变化情况；信息技术中心对操作风险管理信息系统的建设提供充足的支持与保障，为操作风险管理提供有效、及时、准确的数据。

公司还通过制度建设、业务流程整合、系统完善和风险评估来加强内部控制，防止内部程序、外部事件、人员、IT及技术系统等因素产生的操作风险；建立了信息隔离墙管理制度，在部门设置、业务运作、岗位设置等方面建立了防火墙机制，确保各项业务在人员、资金、信息等方面的有效隔离，规范各项业务的独立决策运作；建立了应急风险处置预案并定期演练，确保设备、数据、系统的安全，防范因信息系统故障而导致的突发性，大范围的管理及操作风险。

总体看，公司不断建立健全全面风险管理体系，较好地保障了各项业务的稳健发展，整体风险管理水平较高。但随着业务规模的扩张和创新业务的发展，公司需进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。

六、财务分析

公司提供了 2017—2019 年合并财务

报表，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表合并范围包括红塔期货、红证利德、红正均方等子公司以及公司控制的结构化主体。

1. 盈利能力

公司营业收入主要包括手续费及佣金净收入、投资收益和利息净收入。近年来，受证券市场行情波动以及行业竞争加剧等因素

影响，公司证券行业经纪业务整体有所波动。随着公司逐步加大自营投资业务布局，投资收益显著增长，投资收益主要来自于投资规模增长带来的利息收入增加。2019 年，受短期融资券、卖出回购金融资产以及次级债券规模大幅上升影响，利息支出显著增加，公司利息呈净支出态势。2019 年，公司实现营业收入 20.66 亿元。其中，手续费及佣金净收入占营业收入的 17.85%，投资收益占 74.17%（见表 13）。

表13 营业收入和营业支出情况

单位：亿元、%

项 目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
手续费及佣金净收入	3.89	34.89	2.94	24.45	3.69	17.85
其中：证券经纪业务净收入	1.86	16.72	1.33	11.07	1.69	8.18
投资银行业务净收入	0.73	6.55	0.50	4.17	0.70	3.40
资产管理业务净收入	1.00	8.98	0.77	6.37	0.90	4.36
利息净收入	5.09	45.66	3.42	28.49	-2.40	-11.61
其他收益	0.02	0.14	0.01	0.11	0.02	0.11
投资收益	1.81	16.21	4.16	34.62	15.32	74.17
公允价值变动收益	0.32	2.84	1.04	8.64	2.91	14.09
资产处置收益	-0.00	-0.01	0.39	3.25	-0.01	-0.02
汇兑收益	-0.00	-0.04	0.00	0.03	0.00	0.01
其他业务收入	0.04	0.32	0.05	0.41	1.12	5.40
营业收入合计	11.14	100.00	12.01	100.00	20.66	100.00
税金及附加	0.06	0.95	0.08	1.17	0.15	1.64
业务及管理费	5.88	93.92	5.84	85.16	7.81	83.14
资产减值损失	0.29	4.67	0.90	13.18	--	--
信用减值损失	--	--	--	--	0.35	3.74
其他业务成本	0.03	0.47	0.03	0.49	1.08	11.47
营业支出合计	6.26	100.00	6.86	100.00	9.39	100.00

注：因四舍五入效应，使部分数据与实际存在差异

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

公司的手续费及佣金净收入主要来自经纪业务、投资银行业务和资产管理业务，佣金收入变动趋势与市场环境紧密相连。近年来，证券市场行情波动明显，公司经纪业务收入有所波动，随着两市交易量规模回升，同时交易品种和工具的多样化创新带来一定交易量补充，2019 年以来，公司加大对经纪业务线上客户的拓展力度，进一步完善投顾产品体系，经纪业

务净收入有所回升。投行业务方面，公司在 ABS 和城投债业务方面形成一批项目储备，但市场竞争加剧以及新三板市场持续低迷对投资银行业务形成一定拖累，投资银行业务收入有所波动。公司资产管理业务主要由上海分公司管理运营，地处经济发达区域具有一定区位优势。近年来，公司不断调整投资结构，丰富资产管理产品系列，业务结构不断优化，资管业务手

续费收入整体保持稳定水平。2019 年，公司证券经纪业务、投资银行业务和资产管理业务分别实现手续费及佣金净收入 1.69 亿元、0.70 亿元和 0.90 亿元，分别占营业收入的 8.18%、3.40%和 4.36%，对公司收入贡献持续下降。

公司利息收入主要包括存放金融同业利息收入、融资融券利息收入、买入返售金融资产利息收入以及其他债券投资利息收入；利息支出主要为客户资金存款利息支出、卖出回购金融资产利息支出、短期借款利息支出、次级债务利息支出。近年来，证券市场行情波动以及两融业务监管的加强和行业竞争的加剧，导致融资融券业务利息收入有所下降，公司买入返售金融资产利息收入和其他债券投资利息收入的提升带动利息收入增长。另一方面，近年来公司负债规模快速增长，导致利息支出大幅上升，利息净收入转为净支出。2017—2018 年，公司分别实现利息净收入 5.09 亿元和 3.42 亿元，2019 年利息净支出-2.40 亿元，利息净收入对营业收入的贡献度呈下降趋势。

公司投资收益主要来自证券自营投资业务。近年来，随着公司加大固定收益投资配置规模，投资收益呈增长趋势；2019 年以来，公司加大债券、公募基金以及股票的投资力度，投资收益大幅增长。2017—2019 年，公司分别实现投资收益 1.81 亿元、4.16 亿元和 15.32 亿元，分别占当年营业收入的 16.21%、34.62%和 74.17%，投资收益对营业收入的贡献度显著上升。

公司营业支出以业务及管理费为主。近年来，随着业务不断开展，公司业务及管理费有所提升；此外，随着期货子公司业务规模的提升，公司其他业务成本大幅增长，营业支出有所提升，但增幅小于营业收入的增幅，公司营业费用率和薪酬收入比均有所下降。2019 年，公司营业费用率为 37.80%，薪酬收入比为 27.10%。从收益率指标看，公司盈利能力与证券市场行情走势呈现较强的正相关性；2019 年以来，随着市场行情回暖，在公司投资收益大

幅增长的带动下，净利润显著提升。2019 年，公司实现净利润 8.47 亿元，平均净资产收益率为 6.73%，呈上升趋势；平均自有资产收益率有所波动，2019 年为 2.50%，主要由于近年来自有资产增速波动所致（见表 14）。

表 14 盈利情况 单位：亿元、%

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
净利润	3.68	3.92	8.47
营业利润率	43.85	42.87	54.54
营业费用率	52.74	48.65	37.80
薪酬收入比	35.16	34.30	27.10
平均自有资产收益率	3.12	2.12	2.50
平均净资产收益率	3.28	3.46	6.73

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

整体看，公司逐步加大自营投资业务布局，利用有息债务撬动投资规模上升，投资收益显著增长，投资收益对公司收入贡献显著增长，收入水平有所提升；但未来在信用环境下行的预期下，公司收入增长可持续性需持续关注。

2. 杠杆与资本充足性

近年来，公司主要通过利润留存和增资扩股等方式补充资本。2015 年，公司以每股 3.75 元的价格向原股东募集资金 45.44 亿元，其中 12.12 亿元计入股本，33.32 亿元计入资本公积，资本得到较大补充。2019 年，公司通过公开发行的方式以每股 3.46 元的价格募集资金 12.59 亿元，扣除保荐承销费以及银行手续费后募集资金净额 12.22 亿元，其中 3.64 亿元计入股本，8.58 亿元计入资本公积，资本实力得到进一步提升。近年来，公司现金分红占股本的比例约为 15%-20%，分红力度较大，利润留存对资本的补充作用有限。截至 2019 年末，公司股东权益 136.20 亿元，其中实收资本 36.33 亿元，资本公积 55.32 亿元，其他综合收益 0.03 亿元，未分配利润 22.05 亿元；净资产/总资产指标为 113.76%，核心资本仍占有较高比重，资本质量处于较好水平（见表 15）。整体看，随着公司成功上市，资本实力得到进一步提升，

但资本补充渠道较为单一，利润的提升对资本内生增长机制有一定正面影响。

表 15 风险控制指标 单位：亿元、%

项 目	监管标准	2017 年末	2018 年末	2019 年末
净资本	/	90.36	124.40	150.24
净资产	/	107.04	111.87	132.06
风险覆盖率	≥100	787.21	559.24	336.76
净资本/净资产	≥20	84.42	111.20	113.76
净资本/负债	≥8	2170.88	93.58	53.69
净资产/负债	≥10	2571.62	84.16	47.20

注：数据为母公司口径

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

公司债务融资方式包括卖出回购金融资产、发行收益凭证和短期融资券、次级债务等。2019 年以来，随着自营业务投资规模大幅提升，公司重点利用卖出回购以及发行短期收益凭证和短期融资券等方式加大融资力度，加杠杆力度明显上升，资金来源渠道进一步丰富。截至 2019 年末，公司自有负债余额 288.37 亿元（见表 16），占负债总额的 90.57%，规模较之前年度显著提升。

表 16 负债结构 单位：亿元

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
自有负债	6.08	137.13	288.37
交易性金融负债	0.66	1.62	4.25
卖出回购金融资产款	--	61.59	106.44
应付短期融资款	--	--	83.83
短期借款	--	15.93	1.00
次级债务	--	50.00	81.99
非自有负债	25.71	21.33	30.04
代理买卖证券款	25.71	21.33	30.04
负债总额	31.79	158.46	318.41

注：交易性金融负债主要为纳入合并范围的结构化主体相关负债

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2019 年，母公司口径下自有负债余额 279.82 亿元，净资本/负债指标为 53.69%，净资产/负债指标为 47.20%，所有者权益 132.06 亿元，风险覆盖率指标为 336.76%。随着公司成功于上交所上市，资本实力进一步得到增强，

有利于各项业务的持续发展及提高自身的抗风险能力。

总体看，公司以净资本为核心的风险控制指标均远高于监管标准；公司成功上市，建立了长效的外生资本补充机制，资本实力进一步增强。

3. 流动性

公司自有资产主要由可快速变现资产构成，包括自有货币资金、自有结算备付金、交易性金融资产、买入返售金融资产和融出资金等。近年来，公司将更多资源配置到自营投资业务，导致交易性金融资产规模大幅上升；买入返售金融资产规模有所提升，主要为股票质押式回购；融出资金规模有所波动；自有结备付金余额大幅增长。截至 2019 年末，公司可快速变现资产余额 380.84 亿元，其中自有货币资金占 9.62%，交易性金融资产占比大幅增至 68.29%，融出资金占比 3.02%，买入返售金融资产占比 17.50%（见表 17）。目前，公司按照监管要求开展信用交易业务，业务期限以一年以内为主，因此信用交易业务对公司流动性的影响可控。此外，公司交易性金融资产和可供出售金融资产中主要为流动性较好的债券和股票资产。整体看，公司流动性处于良好水平。

表 17 资产结构 单位：亿元

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
自有资产	117.56	252.51	424.57
可快速变现资产	109.82	239.57	380.84
自有货币资金	26.76	18.99	36.65
自有结算备付金	0.86	0.74	8.54
交易性金融资产	10.29	145.51	260.06
买入返售金融资产	48.22	54.30	66.64
可供出售金融资产	8.99	10.34	--
融出资金	14.70	9.69	11.50
非自有资产	25.71	21.33	30.04
资产总额	143.27	273.84	454.61

注：计算可供出售金融资产以及交易性金融资产时，已剔除理财产品、资产管理计划和信托计划

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019 年末，公司可快速变现资产/自有负债分别为 18.07 倍、1.75 倍和 1.33 倍，可快速变现资产对自有负债的覆盖程度明显下降，但仍处于合理水平。

从现金流状况看，2018 年，受交易性金融资产和卖出回购金融资产规模增长影响，公司经营现金净流出大幅增长，2019 年，公司代理买卖证券收到现金净额和收到其他与经营活动有关的现金有所增长，经营现金净流出规模有所下降。投资性现金流方面，2019 年，公司用于购建固定资产支付的现金有所增长，投资性现金净流出规模有所增加。筹资性现金流方面，近年来，公司加大负债力度，筹资现金流为净流入态势（见表 18），且净流入规模大幅增长。整体看，公司通过加大负债力度使筹资现金净流入规模得到大幅增长，现金流状况得到一定改善。

表 18 现金流量情况 单位：亿元

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
经营性现金流量净额	-14.85	-78.10	-70.63
投资性现金流量净额	-0.42	-0.06	-1.90
筹资性现金流量净额	-4.88	65.46	106.52
现金及现金等价物净增加额	-20.17	-12.69	34.00
年末现金及现金等价物余额	52.33	39.65	73.65

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

4. 偿债能力

近年来，公司负债呈现增长趋势。2019 年以来，为满足自营投资业务需求，公司加大短期融资券、收益凭证等负债的融资规模，总负债大幅增长。截至 2019 年末，公司自有资产负债率 67.92%，财务杠杆水平进一步提升；债务余额 273.27 亿元；EBITDA 利息倍数指标为 2.39 倍，公司盈利对利息支出的保障程度较好（见表 19）。

表 19 偿债能力指标 单位：亿元、%、倍

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
总债务	-	127.52	273.27
自有资产负债率	5.17	54.31	67.92

EBITDA	5.28	7.63	20.02
总债务/EBITDA	-	16.70	13.65
EBITDA 利息倍数	48.80	3.54	2.39

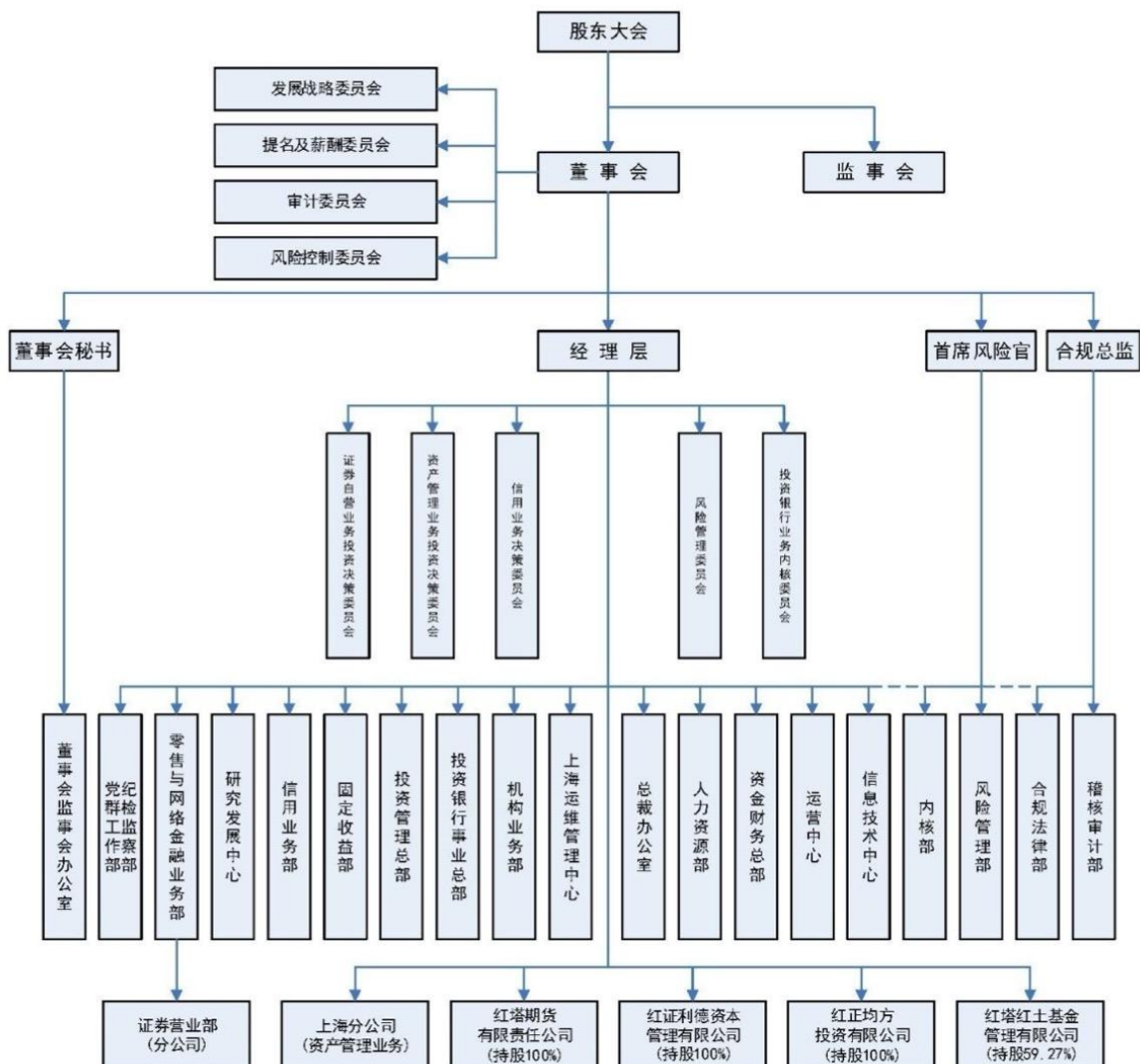
数据来源：公司审计报告，联合资信整理

整体看，近年来公司总债务呈现快速增长态势，偿债指标表现较好，且考虑到作为上市证券公司融资渠道较为畅通等因素，公司整体偿债实力较强。

七、结论

公司股权结构较为集中，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总公司。中国烟草总公司资本实力强，能在业务发展、品牌、客户、渠道等方面给予公司较大支持。近年来，公司立足云南省，稳步拓展各项业务，形成了符合自身经营发展特点的经营模式，在云南地区具有较强的竞争优势，随着沈阳分公司获批设立，业务范围进一步扩大，综合竞争力有所提升；证券投资规模快速增长，成为公司新的收入增长点；2018 年以来，公司加大自营业务投资力度，投资收益显著提升。另一方面，受证券市场剧烈波动、行业竞争加剧以及监管政策趋严等因素的影响，公司经纪业务、投资银行业务和资产管理业务等均受到一定负面影响。2019 年，公司上市成功后资本实力进一步增强，有利于各项业务的持续发展以及自身抗风险能力的提高，也有利于公司治理水平的提升，信息披露程度的加强。但在宏观经济增速放缓、证券市场剧烈波动、行业竞争加剧以及监管政策趋严背景下，公司也面临着营业网点扩张带来的成本上升、业务发展带来的融资压力以及盈利稳定性差等多方面的挑战。根据公司面临的外部经营环境、自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时期的信用水平将保持稳定。

附录 1 2019 年末组织架构图



附录 2 财务计算公式

指 标	计 算 公 式
自有资产	总资产-代理买卖证券款-信用交易代理买卖证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-信用交易代理买卖证券款
总债务	短期借款+卖出回购金融资产款+拆入资金+融入资金+长期借款+应付债券+次级债务
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
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%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产×100%
平均净资产收益率	净利润/平均净资产×100%
风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+融出资金+交易性金融资产+买入返售金融资产-不能快速变现的理财类投资-客户资金存款-客户备付金
净资本	净资产-金融资产的风险调整-其他资产的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目
风险资本准备	根据监管部门相关规定，对证券公司各项业务、设立分支机构等按一定比例计算的风险资本

附录 3-1 证券公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信证券公司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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
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

附录 3-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 红塔证券股份有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在红塔证券股份有限公司信用等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。红塔证券股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，红塔证券股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注红塔证券股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现红塔证券股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如红塔证券股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与红塔证券股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。