

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《红塔证券股份有限公司2019年主体长期信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇一九年十一月六日



信用等级公告

联合〔2019〕3159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



红塔证券股份有限公司

2019年主体长期信用评级报告

本次评级结果

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2019年11月6日

主要数据

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019年 6月末
资产总额(亿元)	154.09	143.27	273.84	371.87
自有资产(亿元)	117.95	117.56	252.51	337.68
自有负债(亿元)	5.21	6.08	137.13	206.99
总债务(亿元)	-	-	127.52	197.79
股东权益(亿元)	112.74	111.49	115.38	130.69
*净资产(亿元)	96.07	90.36	124.40	146.13
*净资产(亿元)	109.79	107.04	111.87	126.96
自有资产负债率(%)	4.42	5.17	54.31	61.30
*净资产/净资产(%)	87.50	84.42	111.20	115.10
*净资产/负债(%)	2603.72	2170.88	93.58	71.61
*净资产/负债(%)	2975.54	2571.62	84.16	62.21
*风险覆盖率(%)	808.96	787.21	559.24	518.64
项 目	2016年	2017年	2018年	2019年 1-6月
营业收入(亿元)	9.76	11.14	12.01	7.53
净利润(亿元)	3.39	3.68	3.92	2.96
EBITDA(亿元)	4.87	5.28	7.63	-
营业费用率(%)	55.41	52.74	48.65	-
平均自有资产收益率(%)	2.70	3.12	2.12	-
平均净资产收益率(%)	2.97	3.28	3.46	-
总债务/EBITDA(倍)	-	-	16.70	-
EBITDA 利息倍数(倍)	12.07	48.80	3.54	-

注：标*数据为母公司口径，2019年上半年数据未经审计
数据来源：公司“信会师报字[2019]第ZB10036号”审计报告（以下简称“公司审计报告”）及提供资料，联合资信整理

分析师

郎朗 凌子 余焱



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”）的评级反映了其作为立足于云南省内的证券公司，在公司治理、业务经营、多元化金融服务推进、区域内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，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，公司业务规模较小、信用业务的快速发展等因素对其公司治理及风险控制带来的压力；此外，公司债务规模大幅增长，财务杠杆水平明显上升，盈利能力较弱，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的不利影响。

未来，随着资本市场的持续发展和公司战略规划的稳步推进，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。

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. 公司在云南地区营业网点较多，具有较强的区域竞争优势。
2. 2018年以来，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. 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等因素对公司经纪业务、投资银行业务和资产管理业务等产生一定负面影响。
4. 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，未来经营的持续性及经营策略的变化需持续关注。

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 2019 年 11 月 6 日至 2020 年 11 月 5 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

2019 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 6 月末，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 6 月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 6 月末，公司在云南、上海、北京、重庆等地拥有 57 家证券营业部（含筹建期 4 家营业部）及 2 家分公司（含筹建期 1 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 897 人。

截至 2018 年末，公司资产总额 273.84 亿元，其中客户资金存款 14.10 亿元；负债总额 158.46 亿元，其中代理买卖证券款 21.33 亿元；所有者权益 115.38 亿元，净资本 124.40 亿元。2018 年，公司实现营业收入 12.01 亿元，净利润 3.92 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司资产总额 371.87 亿元，其中客户资金存款 26.90 亿元；负债总额 241.18 亿元，其中代理买卖证券款 34.18 亿元；所有者权益 130.69 亿元，净资本 146.13 亿元。2019 年上半年，公司实现营业收入 7.53 亿元，净利润 2.96 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

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增

长 6.6%（见表 2），较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

2019 年 1—6 月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，

企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，我国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

表 2 2016—2019 年上半年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	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

4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速

5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1—6 月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投

资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全

国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019 年 1—6 月，我国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元，同比增速（3.9%）较 1—3 月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了 38.9 个百分点，是进口增速较上

年同期下滑的主要原因。

2019 年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019 年下半年，我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在 6.2% 左右。

2. 行业分析

(1) 证券市场概况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。历经 20 多年的发展，我国证券市场初步形成以股票市场、债券市场及衍生品市场为主的市场格局，市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。2018 年以来受监管趋严、金融去杠杆、社融同比大幅回落、信用风险爆发等因素影响，

我国股票市场交易量持续萎缩，美联储信用政策收紧带来的全球性信用收缩以及贸易战进一步加剧了股市震荡，股票市场持续处于低迷状态，各项证券指数、融资总额、成交金额、总市值等均有所下跌。截至 2018 年末，我国境内上市公司数量 3584 家，股票总市值达 43.49 万亿元。2018 年，全年境内股票筹资金额 12107.35 亿元；全年股票成交金额 89.65 万亿元；证券化率（股票总市值/GDP 总值）为 48.31%（见表 3）。

表 3 2014—2018 年我国股票市场主要指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
期末境内上市公司数(家)	2613	2827	3052	3485	3584
股票融资总额(亿元)	9043.10	16107.23	21095.81	17223.86	12107.35
期末股票市价总值(万亿元)	37.25	53.13	50.82	56.75	43.49
股票全年成交金额(万亿元)	74.39	253.30	126.51	111.76	89.65
期末上证综合指数(点)	3234.68	3539.18	3103.64	3307.17	2493.90
证券化率(%)	58.53	78.51	68.30	68.54	48.31

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较

快增长的态势（见表 4）。2018 年，我国债券市场发行总额 43.85 万亿元，年末债券存量余额 88.60 亿元。

表 4 2014—2018 年我国债券市场发行额及托管余额 单位：万亿元

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
市场发行总额	12.19	23.20	36.37	40.80	43.85
期末债券存量余额	36.00	48.53	64.31	74.69	88.60

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

中国证券业协会根据证券公司未经审计财务报表数据统计显示，截至 2018 年末，我国共有 131 家证券公司，全行业总资产为 6.26 万亿元，净资产为 1.89 万亿元，净资本为 1.57 万亿元，较上年末有所上升，资本实力保持稳定。由于证券公司收益水平与证券市场行情高度正相关，近年来我国证券行业净利润呈现较强波动性。2018 年，受股票市

场行情低迷影响，证券公司各项主要业务收入均呈下降态势，全行业实现营业收入 2662.87 亿元，净利润 666.20 亿元，盈利能力持续下降。与此同时，证券公司行业集中度不断提升，大、中、小型证券公司业绩分化格局愈加明显，前十大证券公司在全行业营业收入和净利润中的占比均有所提升，业绩稳定性较强。

表 5 证券公司主要财务数据

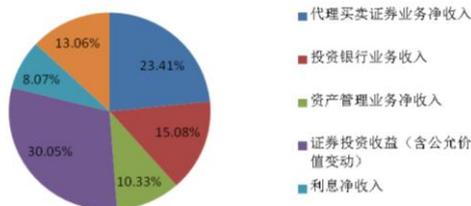
项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
证券公司（家）	120	125	129	131	131
盈利家数（家）	119	124	124	120	106
营业收入（亿元）	2602.84	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87
代理买卖证券业务净收入（亿元）	1049.48	2690.96	1052.95	820.92	623.42
证券承销与保荐业务净收入（亿元）	240.19	393.52	519.99	384.24	258.46
财务顾问业务净收入（亿元）	69.19	137.93	164.16	125.37	111.50
投资咨询业务净收入（亿元）	22.31	44.78	50.54	33.96	31.52
资产管理业务净收入（亿元）	124.35	274.88	296.46	310.21	275.00
证券投资收益（含公允价值变动）（亿元）	710.28	1413.54	568.47	860.98	800.27
利息净收入（亿元）	446.24	591.25	381.79	348.09	214.85
净利润（亿元）	965.54	2447.63	1234.45	1129.95	666.20
项 目	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
总资产（万亿）	4.09	6.42	5.79	6.14	6.26
净资产（万亿）	0.92	1.45	1.64	1.85	1.89
净资本（万亿）	0.68	1.25	1.47	1.58	1.57

资料来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

（2）主营业务

目前我国证券公司主营业务主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、自营业务和信用业务构成（见图 1）。在市场环境持续低迷、IPO 募资大幅下滑、监管政策收紧导致券商业务调整压力有所加大等因素的影响下，2018 年证券公司收入延续下行趋势，业绩表现进一步下滑，其中经纪业务和自营业务仍是我国证券公司目前最主要收入来源，但 2018 年经纪业务、投资银行业务收入降幅明显，资产管理业务收入亦有所下降但收入占比略有提升，子公司相关的期货、大宗商品等其他业务对证券公司的盈利贡献度则呈现显著提升的态势。

图 1 2018 年证券公司主营业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

经纪业务

2014—2015 年股票牛市使证券公司经纪

业务收入带来爆发式增长，随着市场回归平淡，沪深两市交易额大幅下降。2017 年，受交易量及佣金费率下降影响，证券公司经纪业务收入同比持续下滑；2018 年以来，在市场行情不佳、A 股走势疲弱、市场交易量下降、行业内竞争加剧等多重因素的叠加下，证券公司经纪业务延续下行走势，当年实现代理买卖业务净收入 623.42 亿元，同比下降约 24%；代理买卖业务净收入占全部营业收入的 23.41%，占比较上年亦有所下降，不再是占比最高的业务板块，为证券公司第二大收入来源。

投资银行业务

2018 年以来，随着 IPO 审核标准趋严，投行项目审核有所趋缓，IPO 发行数量明显下降；再融资审核收紧、再融资规模持续收缩、发行周期拉长；债券发行规模有所回升，并购重组和新三板业务较为低迷，证券公司投资银行业务收入持续下降。2018 年，证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 258.46 亿元，较上年明显下降，财务顾问与投资咨询业务净收入也有所下降；投行业务收入占营业收入的比重为 15.08%，占比较上年亦有所下降。

自营业务

自营业务主要包括债券投资和股票投资，

自营业务的业绩表现受市场行情影响较大。近年来，随着监管层放开证券公司的投资范围以及准许证券公司设立另类投资子公司，证券公司自营业务逐步从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018年以来，受股票市场单边下挫、债券市场收益率整体下行影响，证券公司投资收益有所下降。2018年，证券公司实现证券投资收益(含公允价值变动)800.27亿元，同比下降7.05%，占营业收入的比重为30.05%，占比较上年继续上升，已成为证券公司的第一大收入来源。

资产管理业务

目前，证券公司资产管理业务产品体系主要由集合资产管理、单一资产管理及专项资产管理等构成。2016年以来监管层发布多项监管政策，证券公司通道业务在业务准入、资金来源、产品杠杆、风险准备等方面受到多项限制，2018年4月大资管新规落地，重点集中于引导消除多层嵌套、资金池、刚性兑付、去杠杆等问题，资管业务规模尤其是通道业务规模持续收缩。去通道压力、新业务开展缓慢、金融市场波动增大等因素加大了证券公司资管业务发展的难度，致使资管业务收入也出现下滑。2018年，证券公司实现受托资产管理业务净收入275.00亿元，较上年有所下降，占营业收入的比重为10.33%，占比略有提升。

信用业务

近年来，证券公司资本中介类业务发展迅速。2018年以来，证券公司前两年发力的股票质押业务逐步进入密集到期阶段，股市大幅下挫以及去杠杆所产生的信用紧缩导致上市公司及控股股东出现了流动性风险和信用风险，股票质押业务面临较大的风险敞口。随着股市震荡下行，两融规模出现明显回落；受股票质押新规、资金成本上升、信用风险暴露及券商主动收缩业务等因素影响，证券公司股票质押业务规模增速明显有所放缓，减值计提压力有所上升，对业绩表现形成一定负面影响。2018年，证券公司实现利息净收入214.85亿元，同比降

幅较为明显。

(3) 监管政策

近年来，证监会在继续推进证券公司创新发展的同时，推出多项风险管理措施，并加强违规处罚力促，要求证券公司在发展过程中要不断提高风险控制能力和合规管理水平，增强风险防范能力。

2018年3月，证监会发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，对证券公司开展投资银行类业务的内部控制组织架构、薪酬考核与奖金延期支付制度、总部与分支机构的职责范围、项目内核流程等方面做了更加严格的规定。

2018年4月，中国人民银行等多部委发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，明确给出了资管业务、管理产品和刚性兑付的准确定义，针对资管产品去杠杆、规范资金池和去通道化等重点领域，提出了明确监管要求并对存量业务实行新老划断，将过渡期设置至2019年；同月，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司，放宽外资持股比例限制，并逐步开放合资证券公司业务范围，对于外商证券公司和境外金融机构投资者为重大利好，有利于进一步促进我国证券业的对外开放，推动我国证券业向更加规范、健康的方向发展。

2018年6月，证监会发布CDR交易管理办法，以存托凭证互挂方式实现的“沪伦通”蓄势待发，CDR业务从无到有至快速进入实质性开展阶段，未来将有望拓宽证券公司的业务边界；同期，证监会先后发布多个公告，意在尝试允许符合国家战略、科技创新能力突出并掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能等领域的企业在境内公开发行股票或存托凭证管理，进一步表明境内证券市场逐步扩大对外开放的范围。

2018年10月，监管层引导纾解股权质押危机，券商、保险等金融机构，深圳、上海等地方政府纷纷出资设立各种纾困基金，缓解上市公司股权质押危机，同月证券行业基金会推

动设立证券行业支持民营企业发展资产管理计划，有利于缓解股权质押业务风险，利于证券公司业务更稳健地开展；11月，中央拟在上交所设立科创板并试点注册制，进一步完善了我国多层次资本市场的架构，预计将为证券公司带来新的业务机会。

2019年1月，证监会研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，拟放宽证券公司投资成份股、ETF等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，鼓励证券公司加大对权益类资产的长期配置力度；同期，证监会就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则、《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》向社会公开征求意见，《征求意见稿》允许QFII和RQFII参与交易所融资融券，准入门槛方面取消数量型指标，将有助于提升QFII和RQFII的资金利用效率，引进境外长期资金，进一步便利全球资本配置中国。此外，证监会拟取消融资融券的“平仓线”不得低于130%的统一限制，并扩大担保物范围和标的证券范围，预计将进一步提升两市融资融券规模，提升市场交易活跃度。

总体看，2018年市场环境低迷，证券行业利润水平有所下行，展望未来，证券行业“马太效应”将愈加明显，龙头券商经营状况将保持稳定，行业分化预计将有所加剧，中小券商面临的生存环境将愈加严峻；下半年以来监管层面出台多项利好政策，股票质押业务风险有所缓解，科创板的设立、CDR等业务的开闸有望为证券公司带来新的利润增长点；证券公司上市、增资等补充资本的动作将有所持续，资本实力预计将保持增长。与此同时，资管新规、同质化低水平竞争、佣金率探底等因素下证券公司仍面临较大的转型压力，2019年资管业务将进入存量整改、增量创新的关键阶段，通道业务将继续收缩，未来主动管理、财富管理、机构与高净值客户将是证券公司转型的重点；证券市场对外开放程度有所加大，证券行业竞争环境趋于激烈，外资机构在财富管理和经纪

机构业务方面的优势可能将对本土券商形成一定压力。此外，证券行业的发展与经济发展和市场运行走势关联度较高，当前国际形势错综复杂、国内经济仍存下行压力、市场行情波动较大等因素仍然存在且未来走势面临的不确定性较大，可能仍将对证券公司盈利能力带来压力。

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6月末，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，进一步提升公司治理水平。

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。

公司董事会由9名董事组成，其中独立董

事 3 名。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。

公司监事会由 5 名监事组成，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、内部稽核审计工作报告、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 8 名成员组成，其中总裁 1 名，副总裁 7 名，首席风险官、合规总监及财务总监各 1 名，分别由 1 名副总裁兼任。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。

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

公司秉承“稳健、创新、多元”的经营理念，以客户为中心，以市场为导向，以创新发展为手段，不断向风险可控领域拓展并形成新的盈利模式，努力打造成为业务特色显著、综合实力强劲的证券公司。

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6），2018年以来，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，由于公司营业网点偏少且分布集中在云南省内，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，受近年来证券市场低迷下行，红塔证券净利润行业排名增速较快，2018年排名上升到行业中上水平。

表6 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

资料来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

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7）。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。2018年，红塔证券实现营业收入12.01亿元，净利润3.92亿元。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2018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，占比有所提升；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。

2019年上半年，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，且部分业务条线改革取得一定成效，红塔证券营业收入较上年同期增幅明显。同时，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1—6月，红塔证券实现营业收入7.53亿元，同比增长79.40%，收入结构较上年基本稳定；实现净利润2.96亿元，同比增长238.43%，均较上年同期实现较好增长，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 7 营业收入构成

单位：亿元、%

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	2.65	27.19	1.77	15.90	1.23	10.28
证券投资业务	0.19	1.99	0.77	6.90	4.90	40.80
资产管理业务	0.05	0.52	0.08	0.71	0.08	0.69
投资银行业务	1.16	11.87	0.86	7.75	0.53	4.42
信用交易业务	3.18	32.63	2.81	25.23	4.36	36.27
期货经纪业务	0.34	3.44	0.41	3.66	0.52	4.30
私募投资业务	0.23	2.32	0.17	1.53	0.13	1.07
基金管理业务	1.16	11.84	1.21	10.90	1.08	8.95
其他业务	0.80	8.20	3.06	27.42	-0.81	-6.78
营业收入	9.76	100.00	11.14	100.00	12.01	100.00
净利润	3.39	-	3.68	-	3.92	-

资料来源：公司年报，联合资信整理

2. 业务经营分析

(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 2018 年末，公司已设立并开业的证券营业部共计 53 家，其中云南省内 27 家，上海 5 家，北京、重庆和广东各 3 家，四川、贵州和浙江各 2 家，江苏、湖南、江西、福建、河南和山西各 1 家；在沪深两市证券开户总数 59.75 万户，股票交易金额为 1580.46 亿元。2018 年，公司证券经纪业务总交易量 3726.11 亿元，市场占有率为 1.10%；股票基金交易量 1602.49 亿元，市场占有率 1.60%。

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 8），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 年以来，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。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。2018 年，公司经纪业务实现手续费及佣金净收入 1.33 亿元（见表 9），占当年营业总收入的 11.07%。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 8 股票基金佣金率与行业水平对比 单位：%

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
行业平均佣金率	0.38	0.33	0.31
云南省内证券市场平均佣金率	0.86	0.75	0.70
公司平均佣金率	0.76	0.73	0.75

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 9 经纪业务佣金收入情况 单位：亿元

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
手续费及佣金净收入	2.62	1.86	1.33
其中：代理买卖证券佣金净收入	2.57	1.84	1.30

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2019 年上半年，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。2019 年上半年，随着市场行情的回暖，公司经纪业务实现营业收入 0.96 亿元，同比增长 30.52%。

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，且 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。2016 年，由于政策导向和市场环境的双重影响，业务规模呈现一定的收缩；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 年以来，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。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 2018 年末，公司股票质押式回购业务余额 51.14 亿元。

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 10）。截至 2018 年末，融资融券业务信用账户数 5661 户；融资融券余额 9.71 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 10 融资融券业务发展情况 单位：亿元、个

	2016 年	2017 年	2018 年
开户分支机构数量	38	42	42
融资融券余额	9.71	14.73	16.58
其中：融资余额	9.71	14.73	16.58
融券余额（市值）	0.00	0.00	-
融资融券利息收入	0.93	1.15	1.46

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

2016—2018 年，公司信用交易业务分别实现利息净收入 3.18 亿元、2.81 亿元和 4.36 亿元，分别占当年营业收入的 32.63%、25.23% 和 36.27%，对营业收入的贡献度有所提升；其中融资融券业务分别实现利息收入 1.46 亿元、1.15 亿元和 0.93 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。

2019 年以来，公司信用交易业务在严格把控项目风险与合规的前提下有序开展。同时，公司加强存量客户服务，致力于提升客户体验，为客户提供多元的综合金融服务。截至 2019 年 6 月末，公司信用交易业务总规模为 54.68 亿元；其中，融资融券余额 9.89 亿元，股票质押余额 44.79 亿元。2019 年 1—6 月，公司信用交易业

务实现营业收入 2.10 亿元。

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 6 月末，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 7 月，该笔合约融资方企业发布股票存在被暂停上市或终止上市的风险提示性公告，若融资方被暂停或终止上市，公司该笔股票质押式回购的担保物公允价值可能进一步下跌，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 年以来，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。2016—2018 年，公司完成

1 个首次公开发行项目的保荐及承销工作、1 个普通股非公开发行项目的保荐及承销工作、1 个可转换公司债券项目的保荐及承销工作、3 个普通股的联系主承销工作、8 个债券发行项目的主承销工作和 7 个并购重组项目的财务顾问工作。截至 2018 年末，公司在全国中小企业股份转让系统推荐挂牌项目数量为 8 个。2016—2018 年，公司投资银行业务分别实现手续费及佣金净收入 1.03 亿元、0.73 亿元和 0.50 亿元，分别占当年营业收入的 10.58%、6.55% 和 4.17%，收入贡献度处于较低水平。

2019 年上半年，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。2019 年 1—6 月，公司投资银行业务实现手续费及佣金净收入 0.29 亿元，同比增长 8.48%。

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。

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，相关资产主要计入可供出售金融资产、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；2019年新金融工具准则执行后主要为交易性金融资产科目。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，2016年以来，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年以来，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。截至2018年末，公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为2.06%，自营非权益类证券及其衍生品/净资本为114.06%，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，2016—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。2018年以来，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2018年末，公司投资资产余额160.78亿元，较上年末增幅显著，其中交易性金融资产占90.50%，可供出售金融资产占9.18%，另有少量持有至到期债券投资（见表11）。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 11 投资资产结构

单位：亿元

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
交易性金融资产	5.11	10.29	145.51
其中：债券投资	0.02	0.00	118.17
基金投资	3.10	7.79	25.53
股票投资	2.00	2.49	1.82
可供出售金融资产：	27.02	12.05	14.77
其中：股票投资	0.00	0.00	0.00
基金投资	0.54	2.09	1.92
债券	1.82	5.85	7.42
证券公司理财产品	1.12	-	0.41
信托计划	0.01	0.01	0.11
其他	23.53	4.11	4.91
持有至到期投资	-	-	0.50
其中：债券投资	-	-	0.50
合 计	32.13	22.34	160.78

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2016—2018年，公司投资资产分别实现投资收益0.58亿元、1.81亿元和4.16亿元，分别占当年营业收入的5.98%、16.21%和34.62%；实现公允价值变动收益分别为-0.13亿元、0.32亿元和1.04亿元，投资业务产生的收益对营业

收入的贡献度显著提升。

2019年上半年，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，自由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6月末，公司投资资产余额243.53亿元，较上年末增长51.46%。从会计科目划分来看，2019年，公司使用新金融工具准则，投资资产分别计入交易性金融资产、债权投资及其他债券投资会计科目项下。2019年1—6月，红塔证券实现投资收益5.33亿元，公允价值变动收益1.01亿元，投资业务产生的收益对营业收入贡献度持续提升。

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，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。2016年以来，公司受托资金管理规模较之前年度大幅增长，主要是由于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，业务规模迅速扩张；公司特定客户资产管理计划受托资金管理规模大幅增长主要是由于公司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，大力推动品牌建设等因素；2017年以来，公司受托资金管理规模呈快速增长趋势，主要是由于2017年下半年，公司新设定向资产管理计划的大幅增长所致；2018年以来，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。截至2018年末，公司受托资产管理规模1156.15亿元（见表12），其中集合资产管理业务受托资产管理余额1.01亿元，定向资产管理业务受托资产管理余额540.64亿元，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。2016—2018年，公司资产管理业务分别实现手续费及佣金净收入0.77亿元、1.00亿元和0.77亿元，占当年营业收入的比例分别为7.90%、8.98%和6.37%。

表12 受托资产管理业务 单位：亿元、%

项 目	2016年	2017年	2018年
受托资产管理规模	918.60	1206.18	1156.15
其中：集合资产管理计划	1.92	1.25	1.01
定向资产管理计划	8.80	491.34	540.64
特定客户资产管理计划	907.87	713.59	614.49
平均受托资产管理规模	105.19	963.85	1089.95
其中：集合资产管理计划	2.21	1.76	1.17
定向资产管理计划	5.23	130.60	489.46
特定客户资产管理计划	97.75	831.49	599.32
资产管理业务手续费及佣金净收入	0.77	1.00	0.77

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 2018 年末，公司公募基金存续 9 只，存续规模 16.73 亿元。2016—2018 年，公司基金管理业务分别实现手续费及佣金收入 0.22 亿元、0.11 亿元和 0.09 亿元，占当年营业收入的比例分别为 2.23%、0.96%和 0.75%，收入贡献度较低。

2019 年上半年，公司积极培养资产管理主动管理能力，持续丰富资产管理产品系列，加强投研体系建设。2019 年上半年，公司资产管理业务实现手续费及佣金净收入 0.41 亿元，主要为特定客户资产管理计划净收入；实现基金管理业务手续费及佣金净收入 0.06 亿元。

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2018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13）。

表 13 信用业务风险控制指标水平

单位：%

指 标	预警标准	监管标准	2016 年末	2017 年末	2018 年末
融资（含融券）的金额/净资本	≤320	≤400	39.54	68.63	48.91
对单一客户融资（含融券）业务规模与净资本的比例	≤4	≤5	3.85	3.98	2.49
接受单只担保股票市值与该股票总市值比例	≤16	≤20	1.15	0.45	0.77

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系统的建设，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2018年末，公司可快速变现资产余额239.57亿元。其中，交易性金融资产余额145.51亿元，占可快速变现资产余额的60.74%。截至2019年6月末，公司流动性覆盖率为1467.63%，净稳定资金率为224.15%，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 2016—2018 年及 2019 年上半年合并财务报表，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016—2018 年合并财务报表进行了审计并出具了标准无保留审计意见，2019 年半年度财务报表未经审计。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、利息净收入和投资收益。近年来，受证券市场行情波动较大、两市交易量持续低迷等因素影响，证券行业经纪业务整体收入不佳。随着公司逐步加大自营投资业务布局，投资收益带动公司营业收入整体呈上升趋势，投资收益主要来自于投资规模增长带来的利息收入增加。2018 年，公司实现营业收入 12.01 亿元。其中，手续费及佣金净收入占营业收入的 24.45%，利息净收入占 28.49%，投资收益占 34.62%（见表 14）。

表 14 营业收入和营业支出情况

单位：亿元、%

项 目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
手续费及佣金净收入	4.84	49.65	3.89	34.89	2.94	24.45
其中：证券经纪业务净收入	2.62	26.82	1.86	16.72	1.33	11.07
投资银行业务净收入	1.03	10.58	0.73	6.55	0.50	4.17
资产管理业务净收入	0.77	7.90	1.00	8.98	0.77	6.37
利息净收入	4.30	44.11	5.09	45.66	3.42	28.49
其他收益	0.01	0.11	0.02	0.14	0.01	0.11
投资收益	0.58	5.98	1.81	16.21	4.16	34.62
公允价值变动收益	-0.13	-1.37	0.32	2.84	1.04	8.64
资产处置收益	-0.00	-0.03	-0.00	-0.01	0.39	3.25
汇兑收益	0.00	0.05	-0.00	-0.04	0.00	0.03
其他业务收入	0.15	1.50	0.04	0.32	0.05	0.41
营业收入合计	9.76	100.00	11.14	100.00	12.01	100.00
税金及附加	0.22	3.84	0.06	0.95	0.08	1.17
业务及管理费	5.41	96.13	5.88	93.92	5.84	85.16
资产减值损失	-0.03	-0.53	0.29	4.67	0.90	13.18
其他业务成本	0.03	0.56	0.03	0.47	0.03	0.49
营业支出合计	5.62	100.00	6.26	100.00	6.86	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，佣金趋势与市场环境紧密相连。近年来，证券市场行情波动明显，两市交易量规模也由历史高点逐渐下滑，虽然交易品种和工具的多样化创新带

来一定交易量补充，但交投清淡的市场环境使公司经纪业务收入持续下行。投行业务方面，受宏观资金面趋紧等因素影响，直接融资需求上涨带动投行业务发展，行业于 2016 年迎来一定上升，公司当年投行业务收入较高，此后随

着信用环境宽松预期，投行收入呈下行趋势。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，在资本市场债市强于股市的格局下，公司不断调整投资结构，加大债券型产品占比，提高产品吸引力，资管业务手续费收入整体保持稳定水平。2018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1.33亿元、0.50亿元和0.77亿元，分别占营业收入的11.07%、4.17%和6.37%，对公司收入贡献有所下降。

公司利息收入主要包括存放金融同业利息收入、融资融券利息收入和买入返售金融资产利息收入；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的上升，为利息收入带来一定的增长。另一方面，2018年以来，公司根据业务需要加大负债规模，导致当年利息支出大幅上升，因此利息净收入整体呈下降趋势。2016—2018年，公司分别实现利息净收入4.30亿元、5.09亿元和3.42亿元，分别占当年营业收入的44.11%和45.66%和28.49%，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，随着公司逐步开展固定收益投资业务，投资收益呈增长趋势；2018年以来，公司加大债券投资力度，投资收益规模增幅明显。2016—2018年，公司分别实现投资收益0.58亿元、1.81亿元和4.16亿元，分别占当年营业收入的5.98%、16.21%和34.62%，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；另一方面，面对行业信用风险上升，公司加大股票质押融资减值准备，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。2018年，公司营业费用率为48.65%，薪酬收入比为34.30%。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。2018年，公司实现净利润3.92亿元，平均净资产收益率为3.46%，均呈上升趋势；平均自有资产收益率为2.12%，较之前年度有所下降，主要由于当年自有资产增长较快所致（见表15）。

表15 盈利情况 单位：亿元、%

项 目	2016年	2017年	2018年
净利润	3.39	3.68	3.92
营业利润率	42.36	43.85	42.87
营业费用率	55.41	52.74	48.65
薪酬收入比	35.55	35.16	34.30
平均自有资产收益率	2.70	3.12	2.12
平均净资产收益率	2.97	3.28	3.46

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2019年上半年，公司持续开展业务转型发展，业务重心向投资和经纪业务倾斜。得益于股票市场回暖和公司不断加大的债券投资力度，投资收益规模和占比同比显著提升；公司加大网点布局建设，经纪业务收入同比有所提升；受自营业务扩大的需求驱动，公司融资规模显著提升，导致利息支出规模较大，当期利息处于净支出状态。整体看，公司营业收入与净利润较上年同期均大幅上升，2019年1—6月实现营业收入7.53亿元，净利润2.96亿元。

整体看，随着公司业务调整转型，固定收益业务的开展以及证券市场的回暖，利用有息债务撬动投资规模的上升，收入水平有所提升，但公司盈利水平并未同比例增长，盈利能力有待增强；投资收益对公司收入贡献显著提升，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；此外，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所削弱。截至 2018 年末，公司股东权益 115.38 亿元，其中实收资本 32.69 亿元，资本公积 46.74 亿元，其他综合收益-0.02 亿元，未分配利润 16.10 亿元；净资产/总资产指标为 111.20%，核心资本仍占有较高比重，资本质量处于较好水平（见表 16）。整体看，增资扩股后，公司资本实力得到提升，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 16 风险控制指标 单位：亿元、%

项 目	监管标准	2016 年末	2017 年末	2018 年末
净资产	-	96.07	90.36	124.40
总资产	-	109.79	107.04	111.87
风险覆盖率	≥100	808.96	787.21	559.24
净资产/总资产	≥20	87.50	84.42	111.20
净资产/负债	≥8	2603.72	2170.88	93.58
总资产/负债	≥10	2975.54	2571.62	84.16

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、短期借款和次级债务等，随着自营业务不断开展，加杠杆力度明显上升，资金来源渠道有所丰富。截至 2018 年末，公司自有负债余额 137.13 亿元，占负债总额的 86.54%（见表 17），规模和占比均较之前年度显著提升。

表 17 负债结构 单位：亿元

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
自有负债	5.21	6.08	137.13
交易性金融负债	0.67	0.66	1.62
卖出回购金融资产款	-	-	61.59
短期借款	8.00	-	15.93
次级债务	-	-	50.00
非自有负债	36.14	25.71	21.33
代理买卖证券款	36.14	25.71	21.33
负债总额	41.35	31.79	158.46

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

近年来，伴随自营业务规模的不断扩大，公司持续加强主动负债规模并丰富债务融资结构，整体财务杠杆大幅提升。截至 2018 年末，公司风险覆盖率为 559.24%，公司资本充足；净资产/负债为 93.58%，总资产/负债为 84.16%，较之前年度显著下降，主要由于 2018 年当年负债规模增长较快所致。

2019 年上半年，公司重点利用发行短期融资券和短期收益凭证的方式加大融资力度，自有负债规模大幅上升，整体财务杠杆有所上升。截至 2019 年 6 月末，公司合并口径下自有负债余额 206.99 亿元；母公司口径下净资产/负债指标为 71.61%，总资产/负债指标为 62.21%。此外，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。截至 2019 年 6 月末，公司母公司口径下所有者权益 126.96 亿元，风险覆盖率指标为 518.64%。

总体看，公司以净资产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，资本实力得到增强。

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、可供出售金融资产和融出资金等。2018 年以来，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；其他可快速变现资产规模均有不同程度的下降。截至 2018 年末，公司可快速变现资产余额 239.57 亿元，其中自有货币资金占 7.93%，交易性金融资产占比大幅增至 60.74%，可供出售金融资产（剔除理财产品和信托计划）占 4.32%，融出资金占比 4.05%，买入返售金融资产占比 22.67%（见表 18）。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 18 资产结构 单位：亿元

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
自有资产	117.95	117.56	252.51
可快速变现资产	100.62	109.82	239.57
自有货币资金	36.03	26.76	18.99
自有结算备付金	0.23	0.86	0.74
交易性金融资产	5.11	10.29	145.51
买入返售金融资产	27.11	48.22	54.30
可供出售金融资产	15.59	8.99	10.34
融出资金	16.55	14.70	9.69
非自有资产	36.14	25.71	21.33
资产总额	154.09	143.27	273.84

注：计算可供出售金融资产时，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

2016—2018 年末，公司可快速变现资产/自有负债分别为 19.31 倍、18.07 倍和 1.75 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。

2019 年上半年，公司根据市场走势适时开展资产配置，将资产端资源重点配置于投资业务，投资标的以流动性较好的债券、基金和股票为主，整体资产配置结构相对稳定，流动性保持较好水平。截至 2019 年 6 月末，公司自有资产余额 337.68 亿元，其中交易性金融资产余额 233.52 亿元，买入返售金融资产余额 47.68 亿元。

从现金流状况看，2017 年，公司受融出资金净减少额下降影响，经营性现金流量由净流入转为净流出，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，公司经营性现金净流出持续扩大。投资性现金流方面，公司收到处置固定资产的现金流呈上升趋势，因此投资性现金净流出规模有所下降。筹资性现金流方面，2016—2017 年，受压缩负债和分配股利影响，公司筹资活动现金流转为净流出；

2018 年，公司加大负债力度，筹资现金流由净流出转为净流入（见表 19）。整体看，公司现金流趋紧。

表 19 现金流量情况 单位：亿元

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
经营性现金流量净额	12.52	-14.85	-78.10
投资性现金流量净额	-0.47	-0.42	-0.06
筹资性现金流量净额	-14.38	-4.88	65.46
现金及现金等价物净增加额	-2.31	-20.17	-12.69
年末现金及现金等价物余额	72.50	52.33	39.65

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

4. 偿债能力

近年来，公司负债随业务规模呈先下降后增长的趋势，有息债务余额于 2018 年大幅增长。截至 2018 年末，公司自有资产负债率 54.31%，财务杠杆水平明显提升；债务余额 127.52 亿元；EBITDA 利息倍数指标为 3.54 倍，公司盈利对利息支出的保障程度较好（见表 20）。

表 20 偿债能力指标 单位：亿元、%、倍

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
总债务	-	-	127.52
自有资产负债率	4.42	5.17	54.31
EBITDA	4.87	5.28	7.63
总债务/EBITDA	-	-	16.70
EBITDA 利息倍数	12.07	48.80	3.54

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

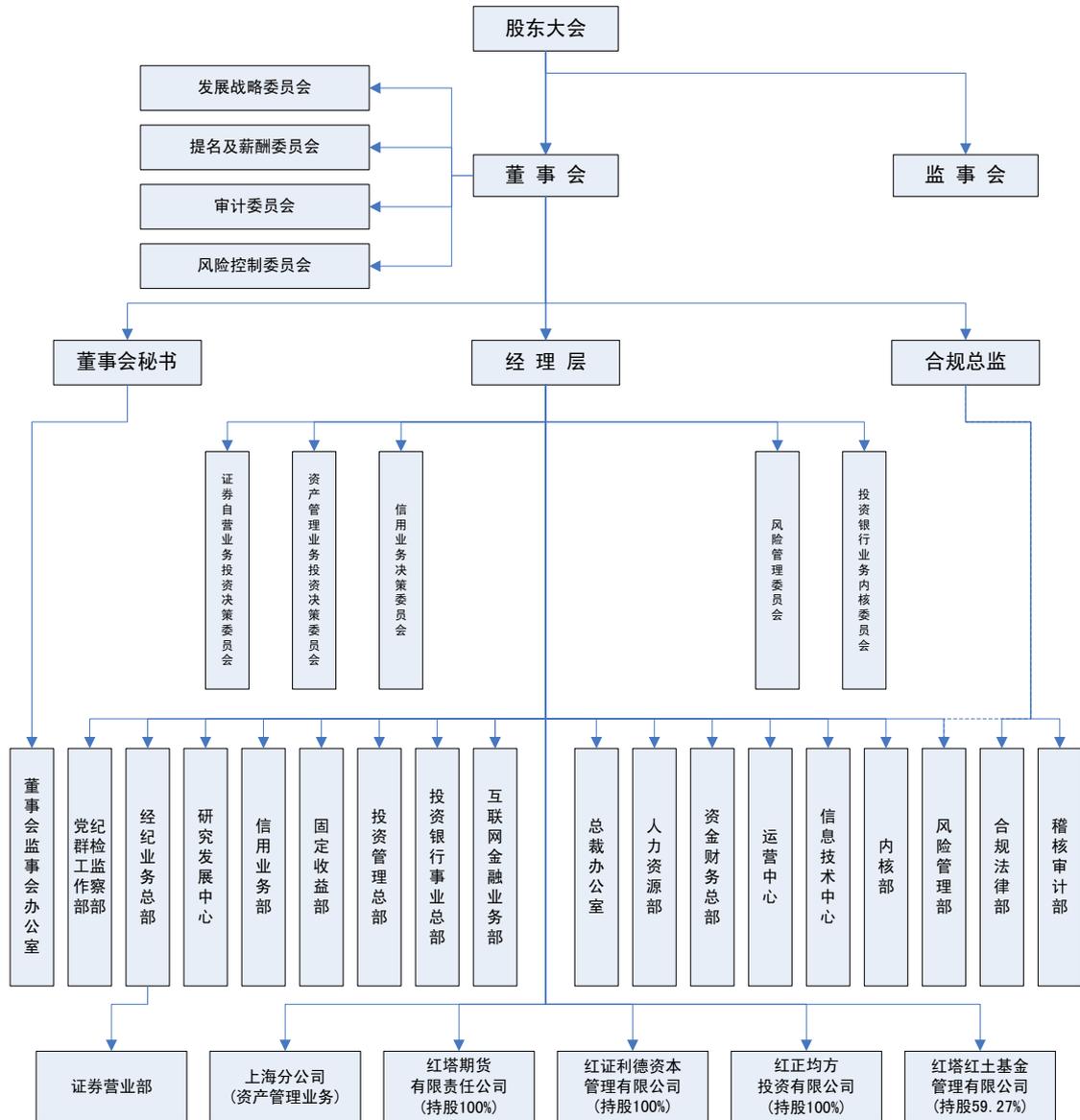
2019 年以来，公司自有负债规模较上年末有所上升。截至 2019 年 6 月末，公司总债务 197.79 亿元，较上年末增长 55.10%；自有资产负债率 61.30%，较上年末有所提高，主要是由于公司为满足自营投资业务需求，加大短期融资券、收益凭证等负债的融资规模，导致公司总负债有一定增长。

整体看，公司偿债指标表现较好，且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；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内的信用水平将保持稳定。

附录 1 2019 年 6 月末组织架构图



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+可供出售金融资产-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事项时，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。