

每经记者：王砚丹 每经编辑：彭水萍

2019年7月5日，红塔证券在上交所主板成功上市。由于控股股东为合和集团，实控人为中国烟草总公司，作为烟草行业的唯一券商，红塔证券上市引起了市场高度关注。2021年，红塔证券在上市两年后就成功完成了配股，两次共计募集资金92亿元。

但令许多投资者没有想到的是，2019年登陆A股市场也成了红塔证券的巅峰时刻。当年受益于市场火爆，红塔证券实现净利润8.38亿元，同比增长116%。但2020年、2021年，红塔证券虽然仍能跟随行业大势实现业绩正增长，增长率指标排名却出现滑落。

| 项目进度 | | | |
|---------------|------------|------------|-------------|
| 项目名称 | 截止日期↓ | 计划投资(万元) | 已投入募集资金(万元) |
| 增加投行业务资金投入 | 2022-08-31 | 50,000.00 | 50,471.83 |
| 加大信息技术系统建设投入 | 2022-08-31 | 30,000.00 | 7,597.86 |
| 其他营运资金安排 | 2022-08-31 | 85,200.00 | 85,307.20 |
| 发展FICC业务 | 2022-08-31 | 400,000.00 | 400,739.88 |
| 发展资本中介业务 | 2022-08-31 | 220,000.00 | 220,974.00 |
| 设立境外子公司及多元化布局 | 2022-03-31 | 20,000.00 | — |
| 增加公司资本金 | 2019-05-31 | — | — |

“圈钱”90亿元，本来应该是增强了抗风险能力，但梳理业绩表现可以发现，公司业绩增长却越来越呈现疲态。

2019年，即上市当年，红塔证券实现净利润8.38亿元，同比增长116.72%。

当年也是证券行业业绩增长大年。根据中证协统计数据，2019年证券行业实现净利润1137.12亿元，较上年同期增长106.29%，扭转了之前连续三年亏损的态势。而红塔证券净利润增幅高于市场平均水平。此外，东方财富Choice金融终端数据显示，红塔证券的净利润增长率在A股43家上市券商中排名第19，位于中位数之上。

2020年是红塔证券业绩的高光时刻，当年公司实现净利润14.13亿元，同比增长68.72%。而与此同时，全证券行业受高基数影响，业绩增速有所回落，百余家券商合计实现净利润1575.34亿元，同比增长27.98%。红塔证券这一年业绩增速大幅高于行业平均，净利润增长率在A股43家上市券商中排名第9。

但转折点就在2021年悄悄来到。

2021年1月26日晚间，红塔证券发布公告，因工作调整，李剑波辞去董事长一职。李石山则于2021年2月18日接棒，李石山此前为红塔证券大股东合和集团副总经理

，在中国烟草体系内有近30年的工作经验。他的就任也引起了行业多方讨论，并被多家媒体跟进报道。

李石山上任后半年，2021年7月，红塔证券成功完成了配股，募集资金78.54亿元。但这一年与高调募资形成鲜明对比的是，公司业绩开始走“下坡路”。当年公司实现净利润15.76亿元，同比增长11.54%。相比之下，2021年全行业140家证券公司实现营实现净利润1911.19亿元，同比增长21.3%。红塔证券业绩增速已低于行业平均，在43家上市券商中排名下滑至33位。

而2022年成为了红塔证券的“滑铁卢”，不但盈利能力大幅下滑，且呈现大幅波动。2022年一季度，红塔证券惊爆7.18亿元亏损，自此余下三个季度均在“填坑”。半年报公司实现了扭亏为盈，实现净利润3.26亿元，但第三季度又出现亏损，导致2023年前三季度净利润只有2531万元。

2023年1月31日，公司一则业绩预告公告再次“天雷滚滚”：公司预计2022年年度实现归属于母公司所有者的净利润为3357.17万元，同比减少97.87%。预计2022年年度扣除非经常性损益后实现归属于母公司所有者的净利润为280.54万元，同比减少99.82%。这一业绩表现在所有上市券商中排名倒数第二。

成也自营，败也自营

红塔证券将2022年业绩大幅下滑的原因，归咎于自营业务的波动：“2022年，受国际局势动荡和国内疫情冲击双重因素影响，证券市场跌宕起伏，报告期公司自营业务持有的金融资产受市场波动影响，投资收益和公允价值变动损益同比减少，导致公司净利润发生较大变化。”

但红塔证券在简短的业绩预告中没有也不会提到的是，公司证券投资的资金来源之一就是融资募集资金。

在两次融资过程中，红塔证券均提到了加大对证券投资的投入。尤其是在配股方案中，公司表示将多达40亿元的募集资金安排投资FICC业务，占配股募资的五成之多。

根据配股当时的公告，红塔证券表示，FICC业务主要是以固定收益类证券及其衍生品为主，也是公司金融创新和风险管理的重要工具，其涉及的业务板块包括固定收益类证券投资；以及ETF、股指期货和股票期权等衍生品类证券投资。其中，固定收益类证券投资是红塔证券在证券业务投入的主要投资品种之一。

但是将从市场融来的资金，再用于投资市场，红塔证券未显示出专业投资者的素养。

一般而言，券商自营业务收益可以用利润表中“公允价值变动损益+投资收益-对联营合营企业的投资收益”估算。由于红塔证券对联营合营企业的投资收益金额极少，因此为简化记者用“公允价值变动损益+投资收益”后发现，2019年红塔证券“公允价值变动损益+投资收益”达到18.33亿元，2020年上升至25.42亿元，2021年小幅下滑至22.75亿元，但2022年前三季度只有0.6556亿元。

自营投资的大幅波动，的确是2022年包括红塔证券在内的券商行业出现业绩波动的重要原因。但相比之下，红塔证券似乎比同行“受伤”更重。

这是因为，2019年、2020年，证券投资业务已成为红塔证券最重要的收入来源。以“公允价值变动损益+投资收益”/当年营业收入这一指标估算，2019年红塔证券证券投资业务占收入比重达到88.26%，2020年有所下降至45.51%；2021年进一步下降至33.79%。众所周知，证券投资受市场波动影响大，对任何投资者的专业水平、择时能力都是极大考验。过于倚重证券投资，也为红塔证券盈利水平大幅波动埋下伏笔。

由于2022年报尚未发布，目前无法看到红塔证券持仓情况，但从过去的情况来看，红塔证券自营踩雷已经不是第一次。

2021年1月，在对证监会配股申请文件进行反馈时，红塔证券披露，公司持有的“20永煤SCP004”、“20永煤CP001”、“18豫能化MTN003”、“18豫能化MTN004”等债券违约，公允价值大幅下降。上述4项债券投资成本合计为6亿元，截至2021年1月5日，尚有5.25亿元本金未到期收回。不过，红塔证券也表示，当时参与了“20永煤SCP004”相关债券持有人会议，与发行人协商并同意了展期协议。截至配股文件反馈日，已收到该债券上一存续期的全部利息以及50%的本金。

投资有风险，既适用于普通投资者，也适用于红塔证券自营盘这样的专业投资者。但每当不小心踩雷，损害的不仅是公司的业绩，同时也将损害持有公司股票和普通投资者利益。

值得一提的是，在业绩预告中，红塔证券还专门对一项投资进行了风险提示。

该提示显示，公司下属子公司红正均方投资有限公司对其出资4.8亿元、持股占比1.8149%的股权投资项目“WM Motor Holdings Limited”(以下简称“威马开曼”)依据最近融资价格法，采用2022年3月的融资价格进行了估值。在此基础上，鉴于2022年3月至年报截止日期间威马开曼所处行业及企业自身情况发生变化，公司按

照《非上市公司股权估值指引》的相关规定，根据可观察到的能反映企业价值的指标对威马开曼的估值进行了下调。

威马开曼，即威马汽车的投资主体。就在2020年，威马汽车还是行业瞩目的“造车新势力”，包括SIG海纳亚洲创投基金、电讯盈科、百度、红杉中国等多家知名投资机构参与了威马的多轮融资，总额超过300亿元人民币。但2022年下半年以后，关于威马汽车的负面消息不断，如“财务部门擅自立项”、“管理层为自己项目开绿灯”、智慧停车项目“靠黄牛刷单”等等。

红塔证券非常谨慎地表示，“根据可观察到的能反映企业价值的指标对威马开曼的估值进行了下调”，这说明了公司对其进行了一定程度减值（虽然具体金额尚不得知），一定程度影响了公司业绩。

但同时，红塔证券又提示，公司关注到港股上市公司APOLLO出行(0860.HK)于2023年1月12日公告拟以20.2亿美元(约合人民币136.6亿元)收购威马开曼全资子公司WM Motor Global Investment Limited。“在公司2022年年报披露前，如APOLLO出行的收购先决条件全部实现，交易正式达成，公司2022年度对股权投资项目“威马开曼”的估值将受APOLLO出行最终确定收购交易目标公司价格的影响而进行调整，可能对公司2022年度业绩造成重大影响，敬请投资者注意投资风险。”

红塔证券中规中矩的公告之后，隐藏着这一层含义：如果威马汽车最终借壳上市成功且价格理想，公司这笔投资就“盘活了”；但如果借壳上市失败或者价格低于预期，可能又会对估值进行调整从而影响业绩。

风险来源于未知。对红塔证券管理层或公司股东而言，威马汽车如果成功借壳，就是一件幸运的事儿。但现在就这笔投资到底失败还是成功，尚无法做出结论。

募资投了5个亿，投行业务排名仍大幅下滑

不过，红塔证券业绩不佳，也不能仅仅归咎于证券投资失误。券商业务条线众多，一些中小券商深耕特定领域，逐渐成长为业内公认的“小而美”券商。而红塔证券在投行业务、财富管理等领域近年来表现平平，也是制约公司发展的重要因素。

先看投行业务。目前光是运用配股资金，红塔证券已经对投资银行部门投入超过5亿元，但仍未能见到起色。

一直以来，投行都是红塔证券相对短板。中证协数据显示，2019年，红塔证券投资银行业务收入仅为7014万元，行业排名第80位；2020年表现不错，实现投资银行

业务收入1.54亿元，行业排名升至66位。2021年则大幅下降至9221万元，行业排名跌至75位。

2022年，即使已经对投资银行业务投入了5亿元，但红塔证券投行排名进一步下滑。东方财富Choice金融终端数据显示，当年公司总承销金额为88.3亿元（包括首发、增发、配股、债券承销），并且IPO仅仅完成了一个项目，行业排名进一步下降至第90位。

红塔证券投行业务不见起色，与其所处地域以及公司策略有一定关系——根据2021年年报，公司投行业务的发展定位和目标为“以客户为中心，建一流精品特色投行”，投行业务坚持走差异化、特色化、专业化发展道路。但其主要侧重点仍然是“深耕西南等部分区域，聚焦新能源等部分行业，聚焦EB、企业债和IPO等部分产品。”

再看财富管理领域。在近十年行业向财富管理转型的过程中，经纪业务一度因为通道属性而被舆论刻意淡化。但2022年以来，越来越多的证券行业从业者表示，经纪业务作为证券公司基本业务，不但是重要的获客通道，同时具有广大客户提供普惠金融服务等重要意义，是券商不可或缺的“基本盘”。

2019年，红塔证券实现经纪业务收入1.7亿元，行业排名67位。2020年实现经纪业务收入2.29亿元，行业排名第69位，2021年实现经纪业务收入2.32亿元，排名进一步下滑至72位。

而红塔证券经纪业务下滑，则在其上市之初，就有端倪。

2017年首次披露招股书申报稿时，红塔证券披露，2014年-2016年，公司的佣金率分别为1.1‰、0.93‰和0.76‰，而市场内股票基金平均佣金率分别为0.66‰、0.50‰和0.38‰。

对于公司佣金率高于行业平均水平的原因，红塔证券表示，主要是公司有半数以上的证券营业部位于云南省。近3年，省内营业网点股票基金平均佣金率分别为1.43‰、1.18‰和0.98‰。一方面，红塔证券作为本土券商，具备一定的区域优势；另一方面，相对经济发达地区，云南省证券经纪业务竞争并不激烈。

但随着证券公司分支机构设立数量和区域限制的放开、客户非现场开户规范的实施以及互联网开户等各种创新业务模式的涌现，传统经纪业务竞争的区域边界逐渐被打破。靠高佣金“吃饭”而没有更优质的服务变得越来越困难。2022年半年报显示，仅仅五年，红塔证券财富管理板块的营业利润率仅有7.7%，只略好于盈亏平衡线。

再与净资本比较，更可以看出红塔证券近年来所处的经营困境。

中证协数据显示，受益于两次股权融资，2021年红塔证券净资本排名达到第25位。

虽说业务排名与净资本高低不完全相关，但红塔证券无论是投行排名还是经纪业务排名，相比其净资本水平，也出现了明显不匹配。

一家公司无法增强盈利能力，自然就不会给股东带来良好回报。统计数据显示，上市三年半，红塔证券通过一次IPO、一次配股，合计募集资金92.00亿元。但2019年至2022年，公司实现的净利润38.59亿元，给投资者进行过三次分红，派现比分别为10派1元、10派1.55元、10派1.0026元，合计分红金额为13.99亿元，大幅低于融资金额。

上市三年高管领薪4625万，即使业绩增长乏力仍有高管涨薪

在业绩增长乏力的背景下，上市之后的红塔证券又遇到管理层频频换人，使其再次成为舆论焦点。

2021年，在原董事长李剑波因工作调整原因离任后。红塔证券的肖淑英等3名董事先后因各种原因离任。同年，原总裁李素明因换届解聘，原合规总监彭明生因年龄原因离任，原财务总监、董事会秘书杨洁因换届解聘。

2022年7月，红塔证券再次发生较大人事变动。仅仅担任董事长一年半的李石山改任监事会主席，董事钱正鑫因为个人原因辞职。董事邓康、监事方泽亮二人也因工作原因辞职。

2022年8月22日，红塔证券宣布景峰自2022年8月18日起正式履行董事、董事长职责，张静及沈鹏正式履行董事职责，任期至本届董事会任期届满时止。

值得一提的是，尽管业绩不佳，高层一再变动，但红塔证券的高管仍然是一份高薪的职业。

2019年至2021年，上市之后三年，红塔证券合计为高管发放了4625万元薪酬。

即使2021年公司业绩已经低于行业平均，公司仍有董监高能拿百万薪酬。如董秘沈春晖2021年年薪为110.112万元，而其2020年担任副总裁时，年薪为104.599万元。

副总裁龚香林2021年年薪为92.46万元，监事会主席毛志宏年薪为84.755万元。

而原来的总裁李素明尽管6月17日就已离任，仍然领薪81.635万元，其五个半月薪水平均月薪为14.85万元。而李素明2020年的薪酬为137.609万元，平均月薪为11.47万元，也就是说2021年李素明涨薪约29%。

此外，在业绩承压的同时，上市后红塔证券在合规方面也出现了不少负面新闻。

2020年9月7日，中证协决定对在科创板“赛科希德”新股发行项目网下申购过程中，存在违反《科创板首次公开发行股票网下投资者管理细则》第十五条、十六条规定的股票配售对象——红塔证券自营账户列入限制名单，限制起始日期为2020年9月8日至2021年3月7日。

当年12月21日，红塔证券又因存在廉洁从业内部控制相关制度不完善，未覆盖结算、交割业务种类、环节等四宗违规事项，被云南证监局责令整改。

2022年9月20日，红塔证券举办半年报业绩说明会。刚上任一个月的景峰回应了投资者关于管理层频繁变动的提问。他表示，公司董监高变动均属于正常人事变动，有的是因为到龄退休，有的是因为股东单位的工作安排，有的是因为所在股东单位的工作发生变动，均属于正常变动，不会对公司发展产生不利影响。

景峰同时还表示，未来红塔证券将立足自身特色和优势，走差异化发展路线，并将采取积极向财富管理转型、聚焦核心行业和产品、以重资产业务拉动轻资产业务发展等战略举措，坚持“重资本、强协同、优服务”经营特色，持续推进公司战略转型，以实现公司收入多元化，全面提升公司的综合竞争力。

但事实上，从2022年年报预告来看，对景峰为首的红塔证券新任领导班子而言，一切还任重而道远。

每日经济新闻