

跟踪评级公告

联合[2018]722 号

南京证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

南京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”

南京证券股份有限公司公开发行的“17 南京 01”和“18 南京 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年九月一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

南京证券股份有限公司 公司债券2018年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 南京 01	10.00 亿元	5(3+2) 年	AAA	AAA	2017/09/28
18 南京 01	8.00 亿元	5(3+2) 年	AAA	AAA	2018/03/30

跟踪评级时间：2018 年 6 月 1 日

主要财务数据

融资人-南京证券股份有限公司

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	268.58	235.02
自有资产（亿元）	175.00	164.48
所有者权益（亿元）	92.80	94.00
自有负债（亿元）	82.20	70.48
全部债务（亿元）	68.79	62.10
自有资产负债率（%）	46.97	42.85
营业收入（亿元）	15.00	13.85
净利润（亿元）	4.94	4.12
净资产（亿元）	77.99	74.17
平均净资产收益率（%）	5.32	4.41
净资本/净资产（%）	84.71	79.57
净资本/负债（%）	103.76	110.97
EBITDA（亿元）	12.55	8.99
EBITDA 利息倍数（倍）	2.24	3.26
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.70	0.50

担保方-南京市国有资产管理控股（集团）有限责任公司

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1922.78	1,996.11
所有者权益（亿元）	661.63	741.18
全部债务（亿元）	723.86	752.81
自有资产负债率（%）	63.83	61.51
净利润（亿元）	34.79	43.61
EBITDA（亿元）	78.07	86.35
经营性净现金流（亿元）	-75.58	-100.40

注：1、本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径；2、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；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对南京证券股份有限公司（以下简称“公司”或“南京证券”）的跟踪评级反映了其作为国内综合性券商之一，在江苏省和宁夏回族自治区内具有一定区域竞争优势，全年保持了良好的内控水平。受证券市场行情波动及监管环境变化影响，2017 年公司整体收入及利润规模下滑，但自营业务和信用交易业务实现较好发展。目前，公司杠杆水平较低，资本充足性较好。

联合评级也关注到，公司经纪业务、信用交易业务和自营业务收入占比较高，需关注经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。此外，目前公司主板 IPO 于 2018 年 6 月 1 日开始申购，拟募集资金总额 10.42 亿元，成功发行后公司资本实力及直接融资能力将进一步提高，整体竞争实力将进一步增强。

“17 南京 01”和“18 南京 01”由公司实际控制人南京市国有资产管理控股（集团）有限责任公司（以下简称“国资集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。国资集团作为南京市重要的国有资产运营平台，经营规模较大，资产质量良好，国资集团的担保对于提升本期债券的信用状况有显著的积极作用。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“17 南京 01”、“18 南京 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司是国内综合性券商之一，营业部覆盖全国大中城市且江苏省和宁夏回族自治区营业部数量较多，继续保持了一定区域竞争优势；同时自营业务和信用交易业务实现较好发

展。

2. 公司负债水平较低，财务杠杆仍有一定弹性。目前公司主板 IPO 开始申购，拟募集资金总额 10.42 亿元，成功发行上市后，资本实力及直接融资能力将进一步增强，规模优势有望扩大。

3. 担保方国资集团作为南京市集国有资产管理 and 投融资功能为一体的综合性平台，经营规模大，资产质量良好，其所提供的担保对本期债券信用状况具有显著的积极影响。

关注

1. 公司经纪业务和信用交易业务收入占比较高，受股票市场交投活跃度影响较大，收入波动性风险难以规避。需关注经济周期变化、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素对公司经营带来的不利影响。

2. 公司短期债务占比较高，债务结构有待改善。

3. 担保方国资集团对外担保规模较大，截至 2017 年末，对外担保余额 62.93 亿元，占同期净资产的 8.49%，对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。

分析师

刘克东

电话：010-85172818

邮箱：liukd@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

南京证券股份有限公司（以下简称“南京证券”或“公司”），原南京市证券公司，于 1990 年 10 月经中国人民银行银复（1990）356 号文批准成立，同年 12 月开业，初始注册资金为 0.10 亿元。后历经增资、重组，2012 年 9 月，公司获中国证监会证监许可（2012）1217 号文批复，整体变更为股份有限公司，变更后名称为“南京证券股份有限公司”，注册资本为 19.00 亿元。2015 年 10 月，公司股票正式在股转系统挂牌并公开转让，同时，公司向南京紫金投资集团有限责任公司（以下简称“紫金投资集团”）等部分股东及符合条件的 8 家新股东定向发行 5.74 亿股普通股，公司注册资本进一步增至 24.74 亿元。2018 年 3 月 13 日，公司首次公开发行股票并上市申请已通过中国证监会发审委审核，目前公司已从股转系统摘牌，主板上市发行工作于 2018 年 6 月 1 日开启申购，拟发行 2.75 亿股，申购价格 3.79 元，拟募集资金总额 10.42 亿元。

截至 2017 年末，公司注册资本为 24.74 亿元，紫金投资集团持有公司 30.16% 股份，为公司控股股东；南京市国有资产管理控股（集团）有限责任公司（以下简称“国资集团”或“担保人”）通过紫金投资集团、南京紫金资产管理有限公司、南京农垦产业（集团）有限公司、南京市国有资产经营有限责任公司等主体间接持有公司合计 41.69% 股份。国资集团是南京市人民政府批准成立，在南京市人民政府授权范围内进行国有资产管理的经营管理主体，依法经营授权范围内的国有资产，对全资、控股、参股企业行使出资者权力。因此，公司实际控制人为国资集团（详见附件 2）。

表 1 截至 2017 年末公司前十大股东及持股情况（单位：%）

序号	股东	持股比例
1	南京紫金投资集团有限责任公司	30.16
2	南京新工投资有限责任公司	8.41
3	江苏凤凰置业有限公司	8.09
4	南京市交通建设投资控股（集团）有限责任公司	7.06
5	南京紫金资产管理有限公司	3.96
6	江苏云杉资本管理有限公司	2.32
7	南京农垦产业（集团）有限公司	2.13
8	南京长江发展股份有限公司	2.09
9	南京市国有资产经营有限责任公司	2.06
10	南京国资新城投资置业有限责任公司	2.02
	南京东南国资投资集团有限责任公司	2.02
合计		70.32

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；融资融券；证券资产管理；证券投资基金代销；代销金融产品；为期货公司提供中间介绍业务。

截至 2017 年末，公司设有经纪业务管理总部、投资管理总部、资产管理总部、投资银行业务总部、投资银行运营内控部、固定收益总部、场外业务管理总部、金融衍生品部、并购业务部、信用交易管理部、计划财务部等 29 个职能部门（详见附件 1），较上年末无变化；共有 15 家分公司、86 家证券营业部，较 2016 年新增 2 家营业部；纳入合并范围子公司较上年无变化，共 5 家，分别为南京巨石创业投资有限公司（以下简称“巨石创投”）、南京巨石金川股权投资基金管理有限公司（以下简称“巨石金川”）、宁夏巨石西部股权投资基金管理有限公司（以下简称“巨石西部”）、

南证期货有限责任公司（以下简称“南证期货”）和宁夏股权托管交易中心（有限公司）（以下简称“宁夏股交中心”）。截至 2017 年末，公司及子公司员工总数为 1,718 人，其中，母公司 1,546 人，南证期货 138 人，巨石创投 12 人，宁夏股权交易中心 22 人。

截至 2017 年末，公司资产总额 235.02 亿元，其中客户资金存款 56.53 亿元、客户备付金 17.04 亿元；负债总额 141.01 亿元，其中代理买卖证券款 70.52 亿元；所有者权益合计 94.00 亿元，其中归属母公司的所有者权益合计 93.67 亿元；母公司口径净资产为 74.17 亿元。2017 年，公司实现营业收入 13.85 亿元，净利润 4.12 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 4.11 亿元；经营活动现金流量净额-10.57 亿元，现金及现金等价物余额 81.37 亿元。

公司注册地址：南京市江东中路389号；法定代表人：步国旬。

二、本期债券概况

“17 南京 01”

“南京证券股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）”，发行规模为 10.00 亿元，债券面值 100 元，平价发行，发行期限为 3+2 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本债券已于 2017 年 10 月 24 日发行结束，发行票面利率为 4.88%，每年付息一次，付息日为债券存续期内每年的 10 月 24 日。本期债券于 2017 年 10 月 31 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“17 南京 01”，证券代码“143341.SH”。“17 南京 01”由国资集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。公司严格按照约定募集资金用途使用资金。截至 2017 年末，“17 南京 01”募集资金专项账户期末余额 9.18 万元。

截至本报告出具日，“17 南京 01”未到付息日，无付息情况。

“18 南京 01”

“南京证券股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”，发行规模为 8.00 亿元，债券面值 100 元，平价发行，发行期限为 3+2 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本债券已于 2018 年 4 月 16 日发行结束，发行票面利率为 4.86%，每年付息一次，付息日为债券存续期内每年的 4 月 16 日。本期债券于 2018 年 5 月 3 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“18 南京 01”，证券代码“143572.SH”。“18 南京 01”由国资集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。目前，公司尚未披露“18 南京 01”募集资金使用情况，预计将于公司 2018 年年度报告中披露。

截至本报告出具日，“18 南京 01”未到付息日，无付息情况。

三、行业分析

严监管环境和活跃度较低的市场环境下，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，业务结构同质化依旧明显，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。

2017 年以来，证券行业在监管趋严和市场交投活跃度较低的环境下，业绩分化有所加深，风险事件逐步得到控制。行业监管思路明确为依法监管、从严监管、全面监管，在投行业务、股票质押业务、再融资业务以及资产管理业务等方面相继出台政策法规，并加大违规事件的惩处力度；此外，证监会修订并发布了《证券公司分类监管规定》，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，引导行业聚焦主业发展，对证券行业整体信用能力的提升是利好。

2017 年，证券市场呈现结构性行情，绩优股涨幅较大，中小盘股连续下跌，指数处于震荡并小幅上升趋势，但整体市场活跃度较上年有所下降。从业务表现看，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，但降幅有所收窄；经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，2017 年，131 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,113.28 亿元，全年实现净利润 1,129.95 亿元，分别同比减少 5.08%和 8.47%。从收入结构来看，2017 年证券公司经纪业务和投行业务收入占比有所下降，自营业务和资管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。2017 年，证券投资收益（含公允价值变动）占比 27.66%，较上年度提高 10.32 个百分点；代理买卖证券业务净收入收入占比较去年减少 5.73 个百分点至 26.37%；证券承销与保荐业务净收入占比 12.34%，较上年度减少 3.51 个百分点；财务顾问业务净收入、投资咨询业务净收入、资产管理业务净收入和利息净收入的占比分别为 4.03%、1.09%、9.96%和 11.18%。截至 2017 年底，131 家证券公司总资产为 6.14 万亿元，较 2016 年底增加 6.04%；净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，较 2016 年底分别增加 12.80%和 7.48%，资本实力有所提升。

2018 年，证券行业“强监管”态势将进一步延续，对证券公司风控能力和合规管理提出了更高要求，全行业业绩将保持平稳；同时，随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，行业分化将进一步加大，行业龙头位置将更加明显。

2018 年，伴随着我国经济增速和结构的调整，资本市场将在强监管的背景下持续深化改革，并逐渐回归资源有效配置的本质功能，证券公司肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。“十九大”报告明确提出“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重”，资本市场承担着为实体经济提供必要的资金支持的重要作用。2018 年初，受美联储加息和中美贸易摩擦影响，证券市场振幅加剧。预计 2018 年证券市场将延续结构性行情，IPO 保持常态化发行趋势，同时出现系统性风险的概率较低，从而推动证券行业的业务转型，以创新能力带动直接融资市场，更好的服务实体经济，持续优化收入结构，全行业业绩将保持平稳。同时，2018 年预计强监管的态势将会进一步延续，《证券公司分类监管规定》更加强调全面风险管理；《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）将继续倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点。

随着监管强化和市场环境变化，证券行业竞争愈加激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。大、中、小型证券公司业绩分化格局将进一步显现，大型证券公司得益于多元化的业务布局，经营业绩受市场环境和监管政策变动的影响较小。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势；同时《证券公司分类监管规定》利好综合性大证券公司，行业集中度可能进一步上升，中小券商的竞争压力将进一步提高。

总体看，在金融去杠杆和严监管的背景下，证券公司需进一步提高风控能力和合规管理能力，全行业业绩将保持平稳，行业分化将进一步加剧，行业龙头地位将更加明显，中小券商竞争压力将进一步加重。

四、管理与内控

管理团队方面，跟期间，公司的管理团队持续保持稳定。

2017 年，公司严格按照法律法规、《公司章程》及相关议事规则的规定，依法召集、召开股东

大会会议、董事会及专门委员会会议、监事会会议，相关会议的召集、召开及表决程序符合法律法规的要求以及《公司章程》有关规定。2017 年全年，公司共召开 4 次股东大会，审议并通过公司董事会工作报告、监事会工作报告、定期报告、董事监事高管考核、对外投资、关联交易、利润分配、变更会计政策、修订公司章程、申请上市等事项；召开 6 次董事会，审议并通过公司董事会工作报告、定期报告、内部控制、合规风控、董事高管考核、对外投资、关联交易、利润分配、变更会计政策、修订公司章程、申请上市等事项；召开 4 次监事会，审议并通过公司监事会工作报告、定期报告、内部控制、合规风控、监事考核、变更会计政策等事项。此外，董事会下设各专门委员严格按照《公司章程》及各委员会实施细则履行职责，依法合规运作，为董事会科学高效决策提供了有效支持。

2017 年，公司不断完善与公司战略发展相适应的全面风险管理体系，根据董事会确定的风险偏好实施风险控制，持续改进风险管理措施和流程，加强风险的识别、计量、监测、控制和报告各环节。合规建设方面，2017 年，公司根据监管部门新颁布的各项制度，不断建立健全相关合规管理制度及专项管理制度等，加强各个业务条线合规管理，继续加大合规检查力度，主动发现、防范和控制合规风险。同时，2017 年公司在原有净资本、流动性、业务线条监控系统的基础上，完成了平台 4.0 系统的上线数据调试工作，以全面实现公司对各业务条线、各个部门、分支机构及子公司的业务监控，加强公司风险控制能力。随着公司内部控制和合规管理加强，公司风控管理水平保持在较好水平，2017 年未出现重大风险合规问题。2017 年，证监会对公司的分类评价结果维持 A 类 A 级。

此外，公司首次公开发行股票于 2018 年 6 月 1 日开启申购，发行数量 2.75 万股，申购价格 3.79 元，若成功发行，公司募集资金总额为 10.42 亿元，扣除发行费用 1.05 亿元后，预计募集资金净额为 9.37 亿元，公司资本实力将进一步增强，同时有助于公司治理和内控水平的提升。

总体看，2017 年，公司经营管理团队保持稳定，公司“三会”运作规范，风险管理及内部控制维持在较好水平。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司仍坚持以风险控制为根本，积极推进业务结构转型，深化全业务链体系建设，全面提升综合金融服务能力。目前，公司主要业务板块包括证券经纪业务、证券自营业务、投资银行业务、资产管理业务和信用交易业务等，证券经纪业务、信用交易业务和自营业务收入占比较高。2017 年，受证券市场环境影响，公司实现营业收入 13.85 亿元，同比减少 7.67%；同期实现净利润 4.12 亿元，同比减少 16.51%；营业收入及净利润降幅均高于行业平均水平（-5.08% 和 -8.47%）。

表 2 近两年公司营业收入及占比情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	7.77	51.81	5.68	41.06
证券自营业务	2.57	17.12	2.39	17.24
投资银行业务	1.02	6.78	0.90	6.48
资产管理业务	1.04	6.93	0.80	5.80
信用交易业务	4.42	29.47	4.98	35.99
其他业务及分部抵消	-1.82	-12.11	-0.91	-6.57
合计	15.00	100.00	13.85	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从收入构成上看，证券经纪业务收入仍是公司最大收入来源。2017 年以来，证券市场呈震荡趋势，但交投活跃度仍不高，公司证券经纪业务收入为 5.68 亿元，同比下降 26.84%，经纪业务板块收入占营业收入比重为 41.06%，对公司收入贡献度同比下降 11.00 个百分点；2017 年，随着股票市场优质蓝筹股整体上涨，公司证券自营业务收入为 2.39 亿元，同比大幅增长 134.94%，占比增至 17.24%。2017 年，受证券发行市场整体较为低迷影响，公司投资银行业务收入大幅下降 65.06% 为 0.90 亿元，占营业收入比重降至 6.48%。2017 年，随着政策监管趋严，公司资产管理业务收入小幅下降，占营业收入比重为 5.80%，整体规模仍较小。信用交易业务方面，受融资融券业务和股票质押业务规模增长的影响，2017 年公司信用交易业务收入有所增长，为 4.98 亿元，占营业收入比重上升至 35.99%，已成为公司营业收入第二大来源。公司其他业务及分部抵消主要为公司期货经纪业务和支付的当期筹资利息，2017 年公司其他业务及分部抵消为 0.91 亿元，主要系公司所需偿付的利息规模减小。

总体看，2017 年，证券市场仍呈震荡态势，公司经营业绩有所下滑，目前营业收入主要来源于经纪业务、信用交易业务和自营业务；公司经营状况受证券市场行情及政策环境影响较大，未来收入增长存在一定波动性。

2. 业务运营

(1) 证券经纪业务

公司经纪业务资格齐全，主要包括代理买卖证券业务及代销金融产品等业务。公司证券经纪业务已构建了“总部—分公司—营业部”三级管理架构，以分公司为中心对各营业部进行区域管理。总部经纪条线设有经纪业务管理总部、营销管理中心、信用交易管理部、场外业务管理总部等四个业务部门，负责分支机构的归口管理、经纪业务相关的业务运营、督导检查 and 绩效考核。公司的证券经纪业务已形成对江苏地区和一线城市的全覆盖，并逐步渗透至中西部二三线城市群，初步完成了全国性的网点和业务布局，截至 2017 年末，公司共有 86 家证券营业部，其中 2017 年新增 2 家，区域分布上位于江苏省 42 家、宁夏自治区 15 家，在客户影响及品牌方面继续保持了一定区域优势。证券经纪业务作为渠道驱动型的传统业务，始终为公司第一大收入来源，但受证券市场行情波动，交投活跃度较低影响，2017 年，公司证券经纪业务收入为 5.68 亿元，同比下降 26.84%。

从代理买卖证券交易额来看，2017 年，公司代理买卖证券交易额由上年 2.28 万亿元降至 2.00 万亿元。同时，佣金率水平的下降对公司经纪业务收入也造成了一定的影响，2017 年，公司经纪业务平均佣金率由 2016 年的 0.37‰ 降至 0.32‰，公司平均佣金率略低于行业平均水平，未来下降空间有限。从代理买卖证券类型来看，公司代理买卖证券业务仍以股票产品为主。2017 年公司代理买卖股票交易额为 1.32 万亿元（占总交易额的 65.76%），同比下降 19.05%，市场份额由 0.639% 小幅降至 0.593%。2017 年，公司代理买卖基金交易额降至 197.03 亿元，市场份额降至 0.100%。2017 年，公司代理买卖债券及债券回购业务交易额为 6,666.26 亿元，同比增长 6.07%，市场份额为 0.126%。

表 3 2016~2017 年公司代理买卖证券情况（单位：亿元，%）

种类	2016 年		2017 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	16,279.77	0.639	13,178.97	0.593
基金	252.55	0.114	197.03	0.100
债券	505.76	0.703	6,666.26	0.126
债券回购	5,722.55	0.131		
合计	22,760.63	--	20,042.26	--

资料来源：公司提供

注：2017 年仅能获取债券及债券回购合并数据。

代销金融产品方面，公司积极开展代销基金和资产管理产品等业务，以满足不同客户在资产配置、财富管理的需求，2017 年，公司代销金融产品业务收入为 0.16 亿元，同比增长 19.36%。

总体看，公司经纪业务在江苏省和宁夏回族自治区具有一定竞争优势；2017，受证券市场低迷影响，公司代理买卖证券成交额和证券经纪业务收入均呈减少态势。同时联合评级也关注到，经纪业务受到佣金率水平下降和市场景气度影响较大，未来经纪业务收入增长存在一定不确定性。

（2）投资银行业务

公司投资银行业务主要由投资银行业务总部、固定收益总部和股转业务总部负责开展。公司投资银行业务主要包括首次公开发行股票承销与保荐、上市公司再融资承销与保荐，公司债、企业债等债券的发行与承销，上市公司资产重组、兼并收购、改制辅导及股权激励等财务顾问业务，股转系统挂牌推荐、持续督导及并购重组、融资业务等。截至 2017 年底，公司在中国证券业协会注册的保荐代表人共 12 名。2017 年，受监管政策及市场环境的影响，公司投资银行业务实现收入 0.90 亿元，同比大幅下降 65.06%。

表 4 公司主要投行业务收入情况表（单位：万元，%）

业务收入	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
IPO	3,858.87	14.80	89.06	0.99
再融资	4,325.38	16.59	486.79	5.43
债券发行	10,340.74	39.66	1,736.11	19.35
财务顾问	7,549.06	28.95	6,659.34	74.23
合计	26,074.05	100.00	8,971.30	100.00

资料来源：公司提供

注：上表财务顾问为净收入，因此各业务收入合计数与投行业务收入存在一定差异。

股权融资业务方面，2017 年，由于公司部分储备项目尚未完成，公司股权类项目承销金额为 30.01 亿元，股权类承销金额同比降低 53.84%。2017 年，公司完成股权类承销项目共 2 个，其中作为联席主承销商完成再融资项目 1 个，承销金额 30.00 亿元，此外，完成 IPO 分销项目 1 个，承销金额 100.00 万元。

债权融资业务方面，2017 年，受国家去杠杆及资金成本较高影响，债券发行较为低迷，公司债券承销规模大幅下降。2017 年，公司作为主承销商完成债券类承销项目由 2016 年的 14 个降至 7 个，债券发行金额为 35.00 亿元，同比大幅下降 74.05%。

公司财务顾问业务主要包括企业改制辅导、并购重组、股转系统挂牌推荐等。近年来，公司积极拓展并购重组业务，取得了相应成效。2017 年，公司财务顾问业务净收入为 0.67 亿元，收入规模保持相对稳定。

新三板业务方面，截至 2017 年末，公司累计完成推荐挂牌企业 78 家，行业排名第 55 位；其中 2017 年完成推荐挂牌企业 7 家。2017 年，公司协助 16 家挂牌公司进行定向融资。截至 2017 年末，公司累计完成 37 家挂牌公司合计 58 次定向发行股票工作。

在项目储备方面，截至 2017 年末，公司 IPO 项目在会审核 2 个，正在推进中 13 个；再融资项目过会待发行 2 个，在会审核 2 个；债券承销业务在审项目 7 个，已立项项目 1 个；新三板业务暂无在审项目，正在推进项目 20 个，项目储备情况良好。

总体看，受项目储备转化节奏及融资环境变化影响，公司投资银行业务收入下滑；目前公司项目储备良好，未来随着储备项目转化，有望促进投资银行业务收入增长。但联合评级也关注到，投

资银行业务易受国家监管政策影响较大，投资银行业务收入仍存在一定不稳定性。

（3）证券自营业务

公司证券自营业务根据投资品种的不同，分为权益类证券自营业务、固定收益类证券自营业务和证券衍生品自营业务，分别由投资管理总部、固定收益总部、金融衍生品部负责。公司建立了相对集中、权责统一的投资决策机制，投资决策机构主要包括“董事会-投资决策委员会-自营业务部门”三个层级。2017 年，受益于股票市场优质蓝筹股上涨，2017 年，公司证券自营业务收入同比增长 134.94% 为 2.39 亿元。

公司证券自营业务偏好稳健的经营风格，根据董事会确定的业务规模、风险限额及相关制度规定，采取稳健的投资策略，并加强研究跟踪。2017 年，公司证券自营投资规模由 2016 年的 30.87 亿元降至 20.90 亿元，主要系其中 2016 年公司参与“救市”投资证金公司专户的资金 2017 年退出所致。2017 年，公司股票平均投资规模为 3.18 亿元，较上年下降 36.17%，占公司自营投资比重为 15.23%。2017 年，公司债券平均投资规模为 8.13 亿元，较上年变化不大，受总投资规模下降影响，债券产品投资占自营投资规模比重较上年增长 12.95 个百分点至 38.88%；2017 年，由于债券市场信用风险加大，公司降低了对公司债等投资规模，并增加配置同业存单等低风险固定收益品种，2017 年，公司投资债券无违约情况发生。公司基金投资规模较小，2017 年，基金平均投资规模为 0.78 亿元，占自营投资比重为 3.71%，始终处于较低水平。公司在加强对衍生品研究的基础上，证券衍生品自营业务重点关注 ETF 期权等业务，同时利用股指期货对现货持仓套期保值操作，有效规避市场系统性风险，2017 年，公司自营业务衍生产品及其他投资规模为 8.82 亿元，较上年大幅减少，主要系 2016 年公司为维护证券市场稳定，出资 11.45 亿元投资于证金公司成立的专户产品，公司已于 2017 年 2 月收回对证金公司专户的投资。

表 5 2016~2017 年公司自营业务投资规模（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	投资规模	占比	投资规模	占比
股票	4.99	16.15	3.18	15.23
债券	8.00	25.93	8.13	38.88
基金	0.68	2.20	0.78	3.71
衍生产品及其他	17.20	55.72	8.82	42.18
合计	30.87	100.00	20.90	100.00

资料来源：公司提供

注：上表中自营业务投资规模=当期各月末自营证券占用资金之和/当期月数。

截至 2017 年末，公司自营权益类证券及其衍生品/净资本为 4.11%，较上年末下降 16.52 个百分点，主要系公司收回对证金公司专户的投资，导致自营收益互换产品大幅减少所致；自营非权益类证券及其衍生品/净资本为 57.84%，较上年末变化不大。

总体看，公司自营投资仍以固定收益类投资为主，整体风格偏稳健，2017 年，自营业务把握住市场机会、取得了较好投资收益。证券投资业务受市场行情波动影响较大，未来增长存在一定的波动性风险。

（4）资产管理业务

公司资产管理业务主要包括集合资产管理业务和定向资产管理业务。2017 年，公司资产管理业务坚持加强业务创新、提高管理水平以及扩大管理资产规模的经营思路，探索业务转型方向和差异化发展路径。在定向资产管理业务方面，加强与外部机构合作，重点发展主动管理业务，业务规模实现了较快增长，公司资产管理业务主要以定向管理为主；在集合资产管理业务方面，公司根据市

场趋势和客户需求，适时推出创新产品，并着力提高投资管理水平，抓住市场机会，集合资产管理计划产品实现了较好收益。2017年，在降杠杆、去通道的政策环境下，因债券市场行情及收费方式调整等因素影响，公司定向资产管理业务的管理费收入和业绩报酬有所下降，公司资产管理业务收入（母公司口径，下同）为0.83亿元，同比下降20.42%；其中公司集合理财实现管理费收入0.08亿元，同比增长48.70%；定向理财实现管理费收入0.75亿元，同比下降24.22%，主要系公司部分定向资产管理计划管理费收取方式发生变化，由固定管理费改为固定管理费加业绩报酬，整体管理费有所下调所致。

2017年，公司稳步发展资产管理业务，期末受托管理资产规模为403.41亿元，较上年末增长11.71%；公司资产管理业务仍以定向理财产品为主，年末占比99.23%。截至2017年末，公司集合资产管理业务规模为3.10亿元，较上年末下降46.07%；定向资产管理业务规模为400.31亿元，较上年末增长12.64%。截至2017年末，公司资产管理业务存续产品共计30只，包括定向资产管理产品25只，集合资产管理产品5只。

表6 2016~2017年公司资产管理业务情况表（单位：亿元）

项目	2016年		2017年	
	期末管理规模	收入	期末管理规模	收入
集合理财	5.75	0.05	3.10	0.08
定向理财	355.37	0.99	400.31	0.75
合计	361.12	1.05	403.41	0.83

资料来源：公司提供。

注：上表中资产管理规模为统计浮盈亏规模后的净值数据，资产管理业务收入为母公司口径。

总体看，2017年，公司资产管理业务稳步发展，受市场及政策环境影响，收入有所下滑。目前，公司资产管理业务仍以定向理财为主，在强监管、降杠杆、去通道的市场环境下，未来资产管理业务收入存在一定下行压力。

（5）信用交易业务

公司信用交易业务主要包括融资融券业务、股票质押式回购交易业务、转融通业务等。公司信用交易业务设立了“董事会-总裁室-信用交易业务决策委员会-信用交易管理部-证券营业部”五级架构的管理模式。2017年，公司不断加强信用交易业务的推广，优化业务流程，提升业务效率和用户体验，同时，强化信用交易业务的风控水平和管理水平。2017年上半年，股市仍维持震荡态势，下半年以来A股市场出现结构性牛市行情，客户融资意愿有所回升，全年公司信用交易业务实现收入4.98亿元，同比增长12.77%。截至2017年末，公司信用业务杠杆率¹为84.59%，较上年末上升14.96个百分点，杠杆仍处于正常水平。

2017年，公司融资融券账户数目保持增长趋势，期末融资融券账户数目为26,871户，期末融资融券余额为55.89亿元，较上年末基本持平。2017年，公司融资融券业务利息收入为4.15亿元，较上年小幅下降。

表7 2015~2017年末公司融资融券业务情况表（单位：户，亿元）

项目	2016年末	2017年末
融资融券账户数目	26,182	26,871
融资融券账户余额	55.36	55.89

资料来源：公司提供

¹ 信用业务杠杆率=（融出资金+买入返售金融资产-买入返售金融资产中债券回购部分）/所有者权益*100%

2017年，公司股票质押回购业务风险控制良好，未发生重大风险事件，股票质押回购技术系统运行平稳，清算交收正常。公司股票质押式回购交易业务快速发展，2017年末，股票质押式回购业务融出资金为22.84亿元，较上年末大幅增长159.48%；随着业务规模大幅增长，2017年，公司股票质押回购业务实现利息收入0.98亿元，同比增长96.68%，但总体看，公司股票质押业务对利息收入的贡献仍较小。

总体看，公司信用交易板块收入主要来源于融资融券业务，2017年，公司积极开展股票质押业务，业务规模快速增长，但联合评级也关注到，随着2018年股票质押新规的颁布实施，或对公司股票质押业务增长造成一定影响。

（6）子公司及其他业务

公司拥有独立研究所，目前研究所定位以内部服务为主，为营业部提供研究咨询服务并统一管理公司的投资顾问，为公司开展各项业务提供研究支持，并为公司的战略发展提供建议。公司研究所下设宏观研究、策略研究、行业公司、金融工程4个部门，目前已覆盖申万行业分类标准中的28个一级行业，每个行业重点跟踪不超过20家公司，目标公司以江苏、浙江、安徽、上海等地区为主。2017年，公司研究课题获得“南京金融业优秀金融理论研究成果一等奖”等6个奖项。

南证期货有限责任公司（以下简称“南证期货”）前身是湖北省金龙期货经纪有限公司，成立于1995年，于2007年7月被公司收购，2015年变更完成后公司持有南证期货100%股权。2017年，南证期货启动增资扩股，注册资本由1.26亿元增至1.58亿元，增加的0.32亿元由紫金集团全部认缴，本次增资完成后，公司持有南证期货79.60%股权，紫金集团持有南证期货20.40%股权；截止2018年4月23日，上述增资及股权变动的工商变更登记手续已办理完毕。南证期货主要经营范围：商品期货经纪，金融期货经纪，期货投资咨询，资产管理。目前南证期货已与公司建立了期货业务IB业务模式，通过公司的服务渠道和服务网络拓展了发展空间。截至2017年末，南证期货资产总额7.97亿元，净资产1.65亿元；2017年实现营业收入0.53亿元，净利润825.00万元。截至2017年末，南证期货资产管理中心管理一只在运作的主动管理型产品，受托资产规模为200.00万元。

南京巨石创业投资有限公司（以下简称“巨石创投”）成立于2012年5月，截至2017年末，巨石创投注册资本为3.00亿元，公司持有巨石创投100%股权。巨石创投主要经营业务包括：股权投资；股权投资的财务顾问服务；设立直投资基金，进行股权投资；将闲置资金投资于依法公开发行的国债、投资级公司债、货币市场基金、央行票据等风险较低、流动性较强的证券，以及证券投资基金、集合资产管理计划或者专项资产管理计划。2016年，巨石创投分别出资4,750.00万元、510.00万元设立先后设立南京巨石金川股权投资基金管理有限公司（以下简称“巨石金川”）和宁夏巨石西部股权投资基金管理有限公司（以下简称“巨石西部”），巨石创投所持股权比例分别为95.00%和51.00%，2016年，巨石创投出资161万元认购“龙虎网”定向发行股份100万股，持有其1.12%的股份，该项目于2016年12月已顺利实现退出。因监管政策变化，巨石创投决定按法定程序解散和注销其控股子公司巨石金川和巨石西部。因巨石金川和巨石西部规模较小，解散和注销后对巨石创投经营状况影响较小。巨石西部和巨石金川均已于2018年3月注销完成。

宁夏股权托管交易中心于2015年6月经宁夏回族自治区政府批准成立，并正式挂牌运营。截至2017年末，宁夏股权托管交易中心注册资本6,000万元，公司持股51.00%。2016年，该中心建立完善相关业务制度和规则，加强网络技术系统建设，企业挂牌、私募债券挂牌备案等业务正在有序开展。截至2017年末，宁夏股权托管交易中心资产总额0.66亿元，净资产0.63亿元；2017年实现净利润329.08万元。

总体看，公司子公司业务较为丰富，公司综合化经营的发展模式已逐步形成，但对公司整体收

入贡献仍偏低。

3. 未来发展

公司在现有市场定位和业务发展的基础上将全面推进战略转型，以创新为主要驱动力，优化业务结构，逐步改变目前以传统通道业务为主的经营模式，重点发展资本中介业务，培育新的利润增长点，同时强化自身的经营管理水平，全面提升企业的综合竞争力。

证券经纪业务方面，公司在巩固现有通道业务基础上，以财富管理作为主动发掘业务机会及黏住客户的核心，以融资融券等类贷款为主要收入增长驱动，以互联网金融作为转型的助推器，强化财富管理的服务能力。投行业务方面，公司将推进以项目制为主的传统投行业务向围绕目标客户提供综合服务的大投行模式转型；整合证券承销、财务顾问、新三板等服务能力，深入挖掘客户价值；着力开发具有一定竞争优势和发展潜力的中小企业客户，提升全业务链的综合服务能力。此外，公司将加强对资产证券化等业务的研究，积极开拓新的业务领域和利润增长点。依托投资业务平台，以构建提供稳定、绝对收益的高效投资平台为目标，加大量化投资的研究和运用，培养和提升资本市场投资的核心能力，逐步形成“趋势投资”与“量化投资”相结合的自营投资组合，提高获取绝对收益的能力。同时，根据公司整体发展规划，公司拟顺应市场发展并积极参与另类投资，在严格做好风险控制的基础上，设立专门的子公司从事另类投资业务资产管理业务方面，持续推进“零售与机构”、“融资与投资”多管齐下的发展模式，打造满足客户投融资需求的综合业务平台，发挥资产管理的桥梁作用，与各业务充分协同，整合投融资两端资源，为不同类型客户提供个性化、多元化的综合服务。加强复杂产品设计、投后管理（包括对资产的持续跟踪、监控等）等方面的专业能力建设，发展融资型专项计划。

此外，在股权融资方面，改制上市是公司在资本市场布局的核心突破。未来公司将通过引入战略投资者和推进资本市场布局为主要手段，有效补充净资本，并通过平台的搭建从更长远角度解决公司发展的资金需求。2018年3月13日，公司首次公开发行股票并上市申请通过中国证监会发审委审核；2018年6月1日，公司IPO开始申购，发行数量2.75万股，申购价格3.79元，拟募集资金总额为10.42亿元。公司成功在主板实现挂牌后，公司资本实力将进一步增强，直接融资能力进一步提升。

总体看，公司未来发展规划清晰，能够对公司业务开展形成良好的指导。目前，公司IPO开始申购，主板实现挂牌后，公司资本实力将进一步增强，直接融资能力提升，为公司未来业务发展提供有力支撑。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016~2017年的财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并被出具了无保留意见。从合并范围来看，2017年合并范围无变化，公司财务数据可比性较好。

截至2017年末，公司资产总额235.02亿元，其中客户资金存款56.53亿元、客户备付金17.04亿元；负债总额141.01亿元，其中代理买卖证券款70.52亿元；所有者权益合计94.00亿元，其中归属母公司的所有者权益合计93.67亿元；母公司口径净资产为74.17亿元。2017年，公司实现营业收入13.85亿元，净利润4.12亿元，其中归属母公司所有者的净利润4.11亿元；经营活动现金流量净额-10.57亿元，现金及现金等价物余额81.37亿元。

2. 资产质量

受证券市场行情波动影响，截至 2017 年末，公司资产总额 235.02 亿元，较年初减少 12.50%。随着公司自营业务规模收缩，2017 年末，公司自有资产为 164.48 亿元，较上年末略有下降。公司自有资产以可快速变现资产为主，2017 年末公司可快速变现资产占自有资产比重为 84.05%，较上年末上升 6.46 个百分点，资产流动性增强。截至 2017 年底，公司可快速变现资产 138.24 亿元，较上年末略有增长，主要系年末自营业务债券投资规模增加，使得可供出售金融资产大幅增长所致。截至 2017 年底，公司可快速变现资产主要由融出资金（占比 40.30%）、买入返售金融资产（占比 25.24%）、可供出售金融资产（占比 14.65%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 14.16%）组成，其余为自有货币资金和自有结算备付金，规模较小。

表 8 公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末
自有资产	175.00	164.48
可快速变现资产	135.78	138.24
其中：自有货币资金	12.07	5.81
自有结算备付金	2.05	1.98
融出资金	55.19	55.72
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	22.04	19.58
买入返售金融资产	37.34	34.89
可供出售金融资产	7.09	20.26
资产总额	268.58	235.02

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

注：表中可供出售金融资产中已剔除资管计划、银行理财、收益互换产品和其他权益投资。

截至 2017 年末，公司货币资金为 62.34 亿元，较上年末下降 29.40%，主要系市场行情仍呈震荡态势，客户资金存款减少所致；其中自有货币资金为 5.81 亿元，较上年末下降 51.83%，主要系公司到期兑付前期发行的次级债、公司债等有息负债所致。截至 2017 年末，公司自有货币资金无受限情况。

截至 2017 年末，公司融出资金余额为 55.72 亿元，较年初变化不大；从账龄来看，融出资金的期限主要以 3 个月以内（占比 51.09%）、3~6 个月（占比 21.83%）和 1 年以上（占比 19.10%）为主，流动性较强。公司对融出资金按账龄计提减值准备，整体计提比例为 0.30%，计提充分。

截至 2017 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产账面价值 19.58 亿元，较年初下降 11.16%，主要系由于 2017 年证券市场总体震荡、两级分化走势影响，股票市场交易风险较大，公司缩减自营业务权益类产品持仓规模所致。截至 2017 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以债券（占比 83.96%）和股票（占比 15.61%）为主；截至 2017 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产浮盈 0.20 亿元。

截至 2017 年末，公司买入返售金融资产账面价值为 34.89 亿元，较年初下降 6.54%，主要系由于债券市场走势整体下行，信用风险、市场风险加大，公司进一步缩减债券逆回购投资规模所致；从业务类别来看，公司买入返售金融资产中股票质押式回购业务占比 67.32%，其他债券回购业务占比 32.68%；从期限来看，股票质押式回购剩余期限 3 个月内的占 22.60%，3~12 个月的占 57.71%，1 年以上的占 19.96%；其他债券回购业务融出资金剩余期限均在一个月以内。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 24.71 亿元，较年初变化不大，主要系投资债券（占比 81.28%），其余为投资的基金、理财产品和其他权益投资，规模较小。

总体看，受市场行情波动影响，公司资产规模有所下降，公司自有资产中可快速变现资产占比高，变现能力较强，资产质量较好。

3. 负债及杠杆水平

截至 2017 年末，公司负债总额 141.01 亿元，较年初下降 19.78%，其中自有负债 70.48 亿元，较年初下降 14.26%，主要系前期发行债券到期偿付，期末应付债券规模下降所致；自有负债中，卖出回购金融资产款占比 40.57%，应付债券占比 24.08%，应付短期融资款占比 23.47%。

表 9 2016~2017 年末公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末
自有负债	82.20	70.48
其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.58	--
卖出回购金融资产款	26.22	28.59
应付债券	42.00	16.97
应付短期融资款	0.00	16.54
非自有负债	93.58	70.53
其中：代理买卖证券款	93.58	70.52
负债合计	175.78	141.01
自有资产负债率	46.97	42.85
净资本/负债（母公司）	103.76	110.97
净资产/负债（母公司）	122.49	139.46

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

公司通过发行短期固定收益凭证作为补充短期资金需求的来源之一。2017 年，公司新增应付短期融资款余额 16.54 亿元。截至 2017 年末，公司累计发行 25 期短期固定收益凭证，发行规模共计 16.70 亿元。

截至 2017 年末，公司卖出回购金融资产款 28.59 亿元，较年初增长 9.07%，主要系公司减少债券正回购规模，同时融资融券收益权转让累计融入资金 8.00 亿元所致。

2017 年以来，证券市场维持震荡走势，公司经纪业务及信用交易业务规模有所减少。截至 2017 年末，公司代理买卖证券款为 70.52 亿元，较年初下降 24.64%。

截至 2017 年末，公司应付债券余额 16.97 亿元，较年初下降 59.59%，主要系公司已发行的次级债“15 南京 01”、“15 南京 02”、非公开发行公司债“15 宁证 01”到期偿还所致。2017 年，公司公开发行公司债券“17 南京 01”募集资金总额 10.00 亿元，截至年末，公司存续债券 2 只，具体情况如下表。

表 10 截至 2017 年末公司存续债券情况（单位：%、亿元）

债券名称	债券类型	起息日	到期日	票面利率	发行面值
14 南京债	次级债	2014.11.19	2018.11.19	5.80	7.00
17 南京 01	公司债	2017.10.24	2022.10.23	4.88	10.00
合计	--	--	--	--	17.00

资料来源：公司提供

从有息债务来看，2017 年，公司全部债务规模为 62.10 亿元，较年初减少 9.72%；债务结构仍以短期债务为主，短期债务占比 72.67%，较年初下降 17.15 个百分点，短期债务占比较高，债务结

构仍有待进一步优化。从负债水平来看，截至 2017 年末，自有资产负债率为 42.85%，较年初下降 4.12 个百分点。

截至 2017 年末，母公司口径的净资产/负债指标为 110.97%，净资产/负债指标为 139.46%，较上年分别增加 7.21 个和 16.97 个百分点，受债务规模下降影响，公司净资产/负债和净资产/负债均较上年有所优化，持续高于监管标准。

总体看，随着前期发行的债券到期清偿，公司负债总额逐年下降，杠杆水平较低，但债务结构期限偏短，需对流动性进行较好管理。

4. 资本充足性

随着利润留存增加，2017 年，公司所有者权益为 94.00 亿元，较年初小幅增长，其中归属于母公司的所有者权益为 93.67 亿元；归属于母公司的所有者权益中，公司股本占比 26.41%、资本公积占比 43.48%、未分配利润占比 13.29%、一般风险准备占比 13.45%，公司股本和资本公积占比较大，公司股东权益的稳定性较好。2017 年度，公司利润拟不分配，利润留存对于公司所有者权益的补充力度增强。此外，公司 IPO 于 2018 年 6 月 1 日开始申购，拟募集资金总额 10.42 亿元，成功发行后公司资本实力将进一步提升。

从主要风控指标来看，2017 年末，公司净资产（母公司口径，下同）规模为 74.17 亿元，较年初小幅下降；净资产规模为 93.21 亿元，较年初小幅增长。截至 2017 年末，公司母公司口径的净资产/净资产指标较年初下降 5.14 个百分点，为 79.57%；公司资本杠杆率为 46.06%，较年初小幅上升。截至 2017 年末，公司各项风险准备金之和 16.76 亿元，较年初变化不大；受各项风险资本准备增加影响，截至 2017 年末，公司风险覆盖率较年初下降 35.42 个百分点至 442.58%。流动性方面，截至 2017 年末，公司流动性覆盖率为 742.43%，净稳定资金率为 143.85%，均满足监管要求，流动性处于行业较好水平。2017 年，公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 11 公司风险控制指标监管报表（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末	监管标准	预警指标
核心净资产	74.49	74.17	--	--
附属净资产	3.50	0.00	--	--
净资产	77.99	74.17	--	--
净资产	92.06	93.21	--	--
各项风险资本准备之和	16.32	16.76	--	--
风险覆盖率	478.00	442.58	≥100	≥120
流动性覆盖率	701.57	742.43	≥120	≥100
净资金稳定率	147.57	143.85	≥120	≥100
资本杠杆率	44.35	46.06	≥8	≥9.6
净资产/净资产	84.71	79.57	≥20	≥24

资料来源：公司净资产监管报表及专项审计报告

总体看，2017 年公司所有者权益规模变化不大，所有者权益稳定性较好，各项风险控制指标均优于监管指标，资本较充足；目前公司 IPO 已启动申购，成功发行后公司资本实力将进一步增强。

5. 现金流

2017 年，公司经营活动现金流净额为 -10.57 亿元，仍呈净流出状态，净流出规模同比大幅减少。从经营活动现金流入来看，2017 年，公司经营活动现金流入为 27.06 亿元，同比下降 75.47%，经营

活动现金流出为 37.63 亿元，同比下降 73.37%，均较上年变化较大，主要系公司自营业务规模下降，处置金融资产现金净流入规模大幅下降，并且受债券市场影响，公司缩减逆回购规模，回购业务资金由 2016 年的净流出 69.16 亿元转变为净流入 4.78 亿元。

2017 年，公司投资活动现金流量净额为-2.01 亿元，仍呈净流出状态，投资活动规模较小。2017 年，公司投资活动现金流入为 22.79 万元，规模较小；投资活动现金流出为 2.01 亿元，同比增长 10.56%，主要系投资支付的现金增加。

2017 年，公司筹资活动现金流量净额为-17.38 亿元，仍呈净流出状态，净流出规模减少。2017 年，公司筹资活动现金流入量为 29.70 亿元，同比大幅增长 27.80 亿元，主要系 2017 年公司发行公司债及短期融资券募集资金所致。从筹资活动现金流出情况来看，2017 年，公司筹资活动现金流出规模为 47.08 亿元，同比增长 80.80%，主要系公司偿还债务所致。

表 12 2016~2017 年公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
经营性现金流量净额	-30.97	-10.57
投资性现金流量净额	-1.82	-2.01
筹资性现金流量净额	-24.14	-17.38
现金及现金等价物净增加额	-56.92	-29.98
年末现金及现金等价物余额	111.35	81.37

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流受市场影响变化较大，投资活动现金流持续净流出，但规模较小，公司融资渠道较为畅通，整体现金流状况良好。

6. 盈利能力

受证券市场行情波动及监管环境变化影响，2017 年公司实现营业收入 13.85 亿元，同比下降 7.67%，降幅略高于行业平均水平（-5.08%）。公司营业收入主要由手续费及佣金净收入、利息净收入和投资收益构成。2017 年，公司手续费及佣金净收入为 6.47 亿元，同比下降 36.34%，主要系经纪业务业绩下滑所致，占营业收入的比重亦由 2016 年的 67.74%降至 46.71%。2017 年公司实现利息净收入 4.49 亿元，同比增长 44.14%，主要系利息支出减少所致，占营业收入的比重为 32.40%，同比上升 11.65 个百分点。2017 年，公司投资收益为 2.50 亿元，同比下降 10.66%，占营业收入的比重由 2016 年的 18.67%进一步下滑至 18.06%，但仍为公司营业收入的重要组成部分。2017 年，公司实现净利润 4.12 亿元，同比下降 16.51%，降幅高于行业平均水平（-8.47%）。

从营业支出来看，2017 年，公司营业支出为 8.45 亿元，同比变化不大。从支出构成情况来看，公司营业支出主要为业务及管理费支出，2017 年占营业支出比重为 97.44%；2017 年，公司业务及管理费为 8.23 亿元，较上年略有增长，主要系员工工资薪酬。2017 年，公司营业费用率为 59.45%，同比上升 5.06 个百分点，费用控制力有所下降。2017 年，公司薪酬收入比为 37.64%，较上年略有增长。

表 13 2016~2017 年公司营业利润情况表（单位：亿元，%，倍）

项目	2016 年	2017 年
营业收入	15.00	13.85
其中：手续费及佣金净收入	10.16	6.47
利息净收入	3.11	4.49

投资收益	2.80	2.50
公允价值变动收益	-1.23	0.33
营业支出	8.56	8.45
其中：业务及管理费	8.12	8.23
营业利润	6.44	5.40
净利润	4.94	4.12
营业利润率	42.92	38.98
薪酬收入比	37.21	37.64
营业费用率	54.12	59.45
平均自有资产收益率	2.14	2.43
平均净资产收益率	5.32	4.41

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从盈利指标来看，受公司利润规模下降影响，2017 年公司营业利润率和平均净资产收益率分别为 38.98%和 4.41%，分别较上年下降 3.94 个和 0.91 个百分点；公司平均自有资产收益率为 2.43%，较上年上升 0.29 个百分点。根据证券业协会公布证券公司经营数据计算，2017 年，证券公司平均净资产收益率为 6.48%，同期公司平均净资产收益率为 4.41%，盈利能力低于行业平均水平。

总体看，受证券市场环境的影响，公司收入及利润规模减少，盈利能力有所下降，位于行业中下游水平。

7. 偿债能力

2017年，公司可快速变现资产/自有负债为1.96倍，较上年上升0.31倍，主要系公司自有负债规模下降较快所致，公司可快速变现资产对自有负债的保障程度较好。

从盈利对债务的保障程度来看，2017 年，公司 EBITDA 为 8.99 亿元，同比减少 28.39%，其中利润总额占比 60.48%，利息支出占比 30.64%，折旧及摊销占比较小。2017 年，公司的 EBITDA 全部债务比 0.14 倍，EBITDA 对全部债务保障程度一般；EBITDA 利息倍数为 3.26 倍，EBITDA 对利息支出能够形成良好保障。

表 14 2016~2017 年公司偿债能力指标情况表（单位：%、亿元、倍）

项目	2016 年	2017 年
自有资产负债率	46.97	42.85
全部债务	68.79	62.10
可快速变现资产/自有负债	1.65	1.96
EBITDA	12.55	8.99
EBITDA 全部债务比	0.18	0.14
EBITDA 利息倍数	2.24	3.26

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至2017年底，公司已获得银行等金融企业的授信总额度合计357.10亿元，其中尚未使用的授信额度总额为338.10亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司无对外担保情况；未涉及重大诉讼、仲裁事项。

根据人民银行征信报告，截至2018年1月3日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录。

总体看，2017年，随着公司债务规模下降，可快速变现资产对债务能形成较好保障；但受盈利

规模下降影响，公司盈利对债务的保障程度有所降低，对利息支出的保障水平仍属较好；考虑到公司尚拥有大规模的未使用银行长期授信额度，间接融资能力较强，且目前公司IPO已开始申购，成功发行上市后，公司资本实力和直接融资能力将进一步增强，此外股东综合实力很强，能为公司业务发展提供有力支撑；综上，公司偿债能力仍为很强。

七、跟踪债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司可快速变现资产为 138.24 亿元，为公司债“17 南京 01”和“18 南京 01”待偿本金合计（18.00 亿元）的 7.68 倍，公司可快速变现资产对“17 南京 01”和“18 南京 01”待偿本金的覆盖度较好；净资产（母公司口径）74.17 亿元，为“17 南京 01”和“18 南京 01”待偿本金合计（18.00 亿元）的 4.12 倍，公司较大规模的可快速变现资产和净资产能够对“17 南京 01”和“18 南京 01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 8.99 亿元，为“17 南京 01”和“18 南京 01”待偿本金合计（18.00 亿元）的 0.50 倍，公司 EBITDA 对“17 南京 01”和“18 南京 01”待偿本金的覆盖程度良好。从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流净额为-10.57 亿元，无法对“17 南京 01”和“18 南京 01”待偿本金形成覆盖。

总体看，2017 年，公司债务负担下降，债务规模处于较低水平，资产和盈利规模对“17 南京 01”和“18 南京 01”待偿本金形成较好保障；此外，公司各项风险控制指标处于行业较高水平，并考虑到公司具有较强间接融资能力，且目前公司 IPO 已开始申购，成功发行上市后，公司资本实力和直接融资能力将进一步增强；整体看公司对本期债券的偿还能力仍属很强。

八、担保方实力

公司实际控制人国资集团为“17 南京 01”的还本付息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

1. 国资集团概况

国资集团成立于 2002 年 9 月，是根据南京市人民政府宁政发字[2002]190 号文件批准成立的国有独资有限责任公司。南京市国资委以授权范围内的南京证券有限责任公司等 17 个单位的股权与 4 个项目的资金出资，国资集团成立时注册资本为 30 亿元人民币。2003~2012 年，南京市国资委累计以股权及现金方式为国资集团增资 20 亿元人民币，截至 2017 年末，国资集团注册资本为 50.00 亿元人民币，南京市国资委是国资集团唯一股东。

国资集团是南京市集国有资产管理与投融资功能为一体的综合性平台，代表南京市政府整合、管理国有资产，确保国有资产保值、增值，并对公益性、先导性、基础性项目进行投资，发挥投资导向作用。国资集团经营范围涉及金融、基础设施建设、商贸等多个行业。截至 2017 年末，国资集团拥有一级子公司 5 家，分别是紫金投资集团、南京商贸旅游发展集团有限公司（现“南京旅游集团有限责任公司”）、南京新农发展集团有限责任公司（以下简称“新农发展集团”）、南京安居建设集团有限公司（以下简称“安居建设集团”）和南京新港开发总公司（以下简称“新港总公司”）。

截至 2017 年底，国资集团合并资产总额 1,996.11 亿元，负债总额 1,254.94 亿元，所有者权益合

计 741.18 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 565.96 亿元；2017 年，国资集团实现营业总收入 209.94 亿元，净利润 43.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 30.18 亿元；2017 年，国资集团经营活动产生的现金流量净额-100.40 亿元，现金及现金等价物净增加额-21.36 亿元。

国资集团注册地址：南京市鼓楼区汉中路 268 号；法定代表人：王海涛

2. 经营概况

国资集团是南京市政府授权范围内国有资产的经营管理主体，承担被授权管理的国有资产保值增值任务，是集国有资产管理 and 投融资功能为一体的综合性集团公司。2017 年 12 月，国资集团启动对旅游资产整合工作，将全资子公司南京商贸旅游发展集团有限公司涉及旅游的资产进行资产整合，并将其更名为南京旅游集团有限责任公司（以下简称“旅游集团”）。截至 2018 年 5 月 2 日，国资集团已将旅游集团有限公司 60.00% 的股权无偿划拨给南京市城市建设投资控股（集团）有限责任公司，国资集团持有旅游集团的股权比例由 100.00% 调整为 40.00%，不再纳入国资集团合并报表，详细情况见本节第（五）小节重大关注。

2017 年，国资集团主营业务划分为金融业务、商贸酒店、基础设施建设和其他业务（主要是现代农业）四大业务板块。2017 年，国资集团实现营业总收入 209.94 亿元，同比下降 4.60%，金融板块、商贸板块和基建板块业务收入均有不同程度下降；但在投资收益增长拉动下，同期国资集团实现净利润 43.61 亿元，同比增长 25.38%。

表 15 2016~2017 年国资集团营业总收入情况（单位：亿元，%）

业务分类	2016 年			2017 年		
	营业总收入	占比	毛利率	营业总收入	占比	毛利率
金融板块	43.51	19.77	56.54	41.38	19.71	57.42
商贸板块	39.38	17.90	36.44	38.84	18.50	38.95
基建板块	136.20	61.90	23.03	128.30	61.12	21.14
其他板块	0.96	0.44	17.71	1.41	0.67	12.06
合计	220.05	100.00	32.03	209.93	100.00	31.52
投资收益	25.95	--	--	38.66	--	--

资料来源：国资集团提供

从收入构成来看，国资集团营业总收入主要来源于金融板块、商贸板块和基建板块，2017 年分别占营业总收入的 19.71%、18.50% 和 61.12%，收入结构较 2016 年无较大变化。2017 年，受证券市场行情波动影响，国资集团金融板块实现收入 41.38 亿元，同比下降 4.90%；商贸板块实现收入 38.84 亿元，较上年略有下降；基建板块仍系国资集团第一大收入来源，2017 年实现收入 128.30 亿元，同比下降 5.80%；其他板块主要为现代农业，占营业收入比例较小，2017 年该板块实现收入 1.41 亿元，较上年有所增加。

从毛利率来看，2017 年，国资集团金融板块保持相对较高毛利率，为 57.42%；商贸板块毛利率亦有所提升，为 38.95%；基建板块毛利率为 21.14%，同比有所下降。受基建板块毛利率下降影响，2017 年，国资集团毛利率为 31.52%，同比下降 0.51 个百分点。

投资收益对国资集团利润贡献度仍较高。2017 年，国资集团实现投资收益 38.66 亿元，同比大幅增长 48.48%，主要系处置可供出售金融资产获得的投资收益由 2016 年的 1.85 亿元大幅增长至 12.53 亿元所致；国资集团对联营企业和合营企业的投资收益为 15.44 亿元，占投资收益比重为 39.95%，占比有所下降。

总体看，2017 年，国资集团营业总收入有所下降，基建板块仍为第一大收入来源，各业务毛利率水平较上年变化不大；在投资收益拉动下，国资集团净利润有所增长；联合评级也关注到投资收益对利润贡献度较高，而投资收益受宏观经环境、联营企业经营状况以及证券市场行情影响较大，面临一定波动风险。此外，2018 年国资集团旅游资产整合完毕后，旅游集团将不再纳入合并范围，将对国资集团未来收入结构造成较大影响。

（1）金融板块

国资集团金融板块主要由子公司紫金投资集团负责运营。截至 2017 年末，紫金投资集团注册资本 50.00 亿元，国资集团持股 100.00%。国资集团拥有较为完善的金融产业链，业务涉及证券、信托、银行、保险、类金融及创投等多个领域，主要持股情况如下表所示。2017 年，受证券市场行情波动影响，国资集团金融板块实现收入 41.38 亿元，同比下降 4.90%，主要系证券业务收入下降所致；其中证券业务实现营业收入 11.01 亿元，同比下降 17.48%，占金融板块营业收入的 26.60%；信托业务实现营业收入 6.07 亿元，较上年基本持平，占金融板块营业收入的 14.67%；其他金融业务包括担保、小贷等各项业务收入，2017 年实现营业收入 24.09 亿元，较上年有所增长，占金融板块的营业收入的 58.20%。

表 16 截至 2017 年末紫金投资集团金融产业链主要持股情况（单位：%）

金融产业链构成	取得时间	取得方式	持股比例
控股子公司			
南京证券股份有限公司	2002.09	划转	34.47%
紫金信托有限责任公司	2010.11	重组	60.01%
参股子公司			
南京银行股份有限公司	2002.09	划转及增持	12.41%
江苏紫金农村商业银行股份有限公司	2011.03	合作组建	9.96%
南京紫金财产保险股份有限公司	2009.05	合作组建	5.00%
利安人寿保险股份有限公司 ²	2011.08	合作组建	5.01%

资料来源：国资集团提供

表 17 截至 2017 年末紫金投资集团金融板块业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
证券业务	13.34	30.65	11.01	26.60
信托业务	6.09	13.99	6.07	14.67
创业投资业务	0.21	0.49	0.22	0.53
其他	23.88	54.87	24.09	58.20
合计	43.51	100.00	41.38	100.00

资料来源：国资集团提供

注：上表中合计数与各项数据之和存在差异系四舍五入引起

证券业务由南京证券负责运营，具体见本报告南京证券经营与财务分析。

信托业务

信托业务由紫金信托有限责任公司（以下简称“紫金信托”）负责运营。截至 2017 年末，紫金信托注册资本 24.53 亿元，紫金信托信托业务主要集中在江苏省内。截至 2017 年末，紫金信托自营资产总额 42.52 亿元，较上年末增长 15.63%；信托资产总额 2,104.62 亿元，较上年末增长 67.81%，

² 2017 年，国资集团转让其 4.65%股权，持股比例由 9.65%变为 5.01%。但截至目前，尚未完成工商信息变更登记。

运用方式主要为可供出售金融资产及贷款，分别占同期信托资产总额的 49.98%和 41.42%，行业分布主要为工商业、金融机构和基础产业，比例分别为 43.45%、39.64%和 10.70%。2017 年，紫金信托实现营业总收入 8.01 亿元，同比增长 8.35%；净利润 4.30 亿元，同比增长 4.05%。截至 2017 年底，紫金信托净资本 32.77 亿元，净资本/各项业务风险资本之和为 204.60%，净资本/净资产为 90.22%，均符合监管要求。

银行业务

银行业务分别由南京银行和紫金农商行负责运营。南京银行（股票代码：601009.SH）成立于 1996 年 2 月，截至 2017 年末，南京银行注册资本 84.82 亿元，紫金投资集团和国资集团旗下子公司南京高科股份有限公司持股比例分别为 12.41%和 9.43%。截至 2017 年末，南京银行资产总额为 11,411.63 亿元，较年初增长 7.26%，所有者权益为 682.11 亿元，较年初增长 12.08%；存款总额 7,226.23 亿元，较年初增长 10.29%，贷款总额 3,889.52 亿元，较年初增长 17.23%。2017 年，南京银行实现利润总额 118.84 亿元，同比增长 13.04%，实现净利润 97.61 亿元，同比增长 16.95%。截至 2017 年末，南京银行不良贷款余额为 33.45 亿元，不良贷款率为 0.86%，较年初基本持平，贷款拨备覆盖率为 462.54%，同比上升 5.22 个百分点，保持了较好的风险抵御能力。截至 2017 年末，南京银行资本充足率和核心资本充足率分别为 12.93%和 7.99%，分别较年初增长 0.23 个和 0.27 个百分点，均在行业内处于较低水平，主要系前期南京银行同业业务规模快速扩张所致。紫金农商行于 2011 年 3 月成立，截至 2017 年末，紫金农商行注册资本 32.95 亿元。截至 2017 年末，紫金农商行资产总额 1,709.49 亿元，较上年底增长 29.32%；存款总额 1,018.34 亿元，较上年底增长 18.10%；贷款总额 727.38 亿元，较上年底增长 15.80%。2016 年，紫金农商行实现净利润 11.38 亿元，同比增长 10.13%。截至 2017 年末，紫金农商行不良贷款余额为 13.38 亿元，不良贷款率 1.84%，较年初下降 0.14 个百分点，不良贷款率持续下降。截至 2017 年末，紫金农商行资本充足率和核心资本充足率分别为 13.94%和 9.69%，分别较上年末下降 0.48 个和 1.76 个百分点，资本充足程度有所下降。

保险业务

保险业务主要由南京紫金财产保险股份有限公司（以下简称“紫金财险”）和利安人寿保险股份有限公司（以下简称“利安人寿”）负责运营。紫金财险成立于 2009 年 5 月，截至 2017 年末，紫金财险注册资本 25 亿元。截至 2017 年底，紫金财险累计实现原保费收入 50.85 亿元，同比增长 2.85%，在我国中资产险公司中排名为第 19 位。2017 年，紫金财险实现投资收益 3.71 亿元，同比增长 4.80%；净利润 0.77 亿元，同比增长 28.24%。截至 2017 年底，紫金财险实际资本 25.68 亿元，偿付能力充足率 283.14%，处于较高水平。利安人寿成立于 2011 年 7 月，总部位于南京，截至 2017 年末，利安人寿注册资本 47.21 亿元。截至 2017 年末，利安人寿总资产 269.14 亿元，较上年末下降 3.51%，净资产 68.42 亿元，较上年末下降 7.59%。截至 2017 年底，利安人寿累计实现原保费收入 85.75 亿元，同比下降 24.80%，在我国中资寿险公司中排名为第 28 位。2017 年，利安人寿仍未盈利，净亏损规模为 1.29 亿元，净亏损规模同比减少 2.16 亿元。截至 2017 年底，利安人寿实际资本 71.39 亿元，综合偿付能力充足率 271%，处于较高水平。

担保业务

担保业务主要由南京紫金投资信用担保有限责任公司（以下简称“紫金担保”）负责运营。紫金担保于 2009 年成立，截至 2017 年底，紫金担保注册资本 1.2 亿元。截至 2017 年末，紫金担保总资产 1.60 亿元，净资产 1.52 亿元；2017 年，实现营业收入 0.05 亿元，净利润 0.04 亿元。截至 2017 年末，紫金担保在保余额 3.04 亿元；应收代偿款 961.15 万元，其中已计提坏账准备 319.32 万元。

小额贷款业务

小额贷款业务主要由南京市紫金科技小额贷款有限公司（以下简称“紫金小贷”）。紫金小贷于 2012 年 12 月成立，截至 2017 年末，紫金科技小贷注册资本 3 亿元。截至 2017 年末，紫金小贷总资产 5.62 亿元，净资产 2.73 亿元；2017 年，实现营业收入 0.67 亿元，净利润 0.15 亿元。截至 2017 年末，紫金科技小贷发放贷款余额 3.75 亿元，客户数 243 户，其中科技型企业占比 47.83%，加权平均年利率为 13.11%。

创投业务

除金融股权外，紫金投资集团还积极参与创投领域，主要控股子公司为南京紫金科技创业投资有限公司（以下简称“紫金科创”）、南京市高新技术风险投资股份有限公司（以下简称“南京风投”）。紫金科创成立于 2011 年，所管理的基金分为受托管理和发起设立两种。截至 2017 年末，紫金科创受托管理的南京市政府专项基金 54.90 亿元，包括天使基金、引导基金、特别社区基金、未来网络谷基金、直投资基金、科技创业发展基金；同时，紫金科创依托国资集团金融产业链优势，重点围绕南京科技创新创业产业发起设立 30 支子基金，基金总规模为 63.00 亿元，其中紫金科创认缴出资 8.51 亿元。项目投资方面，截至 2017 年末，紫金科创已投资 718 个项目，投资领域包括新兴产业、互联网科技、文化产业等，退出项目 161 个，实现转让收益 1,085 万元。南京风投成立于 2001 年，主要通过设立基金的方式对高新技术企业进行间接投资及项目管理。截至 2017 年末，南京风投共引导发起 10 只涵盖不同行业领域的创投基金，基金规模 2.08 亿元。除通过基金投资项目外，南京风投还直接进行项目投资。截至 2017 年底，南京风投已完成对 34 个项目的投资，累计投资总额 5.93 亿元；退出项目 14 个，实现转让收益 2.60 亿元。

总体看，2017 年，受证券市场行情波动影响，金融板块收入有所下滑，仍系国资集团收入重要来源之一；目前，国资集团旗下南京证券 A 股 IPO 开始申购，上市后将进一步带动金融板块资本实力增长，金融板块收入有望增加。同时，联合评级也关注到金融板块受证券市场行情和政策环境影响较大，收入存在一定波动性风险。

（2）商贸板块

国资集团商贸板块业务目前主要由旅游集团负责运营，截至 2017 年末，旅游集团注册资本 13.80 亿元，国资集团持股 100.00%。截至 2017 年末，旅游集团总资产 109.59 亿元，所有者权益 52.42 亿元。2017 年，旅游集团实现收入 38.84 亿元，较上年略有下降。从收入结构来看，旅游集团主要业务包括贸易、商业百货、旅游酒店及其他业务，旅游集团贸易收入逐步下滑，安保、押运等服务占比提升较大，目前商贸板块各业务收入较为均衡。

表 18 2016~2017 年旅游集团收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
贸易	16.36	41.54	15.09	38.85
商业百货	8.26	20.98	8.48	21.83
旅游酒店	1.22	3.10	1.16	2.99
其他	13.54	34.38	15.20	39.13
合计	39.38	100.00	38.84	100.00

资料来源：国资集团提供

注：其他系安保、押运、护卫、摊位出租、商品销售等服务性收入。

贸易业务

公司贸易业务主要为内贸、自营进口与自营出口业务，主要由旅游集团及下属子公司南京纺织品进出口股份有限公司（以下简称“南纺股份”，股票代码“600250.SH”）和南京粮食集团有限公司（以下简称“南粮集团”）经营。经过不断的贸易结构调整，目前，旅游集团仍主要以内贸为主，内贸收入在贸易总收入中的比重超过 50%。2017 年，旅游集团实现贸易收入 15.09 亿元，较上年小幅下降。南纺股份成立于 1992 年 6 月 30 日，截至 2017 年底，南纺股份注册资本 2.59 亿元，旅游集团持股比例为 37.57%，为第一大股东。截至 2017 年底，南纺股份总资产 18.13 亿元，较上年末增长 5.76%，负债总额 13.94 亿元，较上年末减少 2.14%；2017 年，南纺股份营业总收入 7.99 亿元，同比减少 5.73%，净利润 0.92 亿元，较上年增长 0.77 亿元，主要系对联营企业和合营企业的投资收益增加所致。南粮集团系经南京市工商行政管理局批准，于 2007 年 8 月由南京天悦（集团）公司投资成立的国有企业。目前，南粮集团收入来源主要为粮油商品销售等。截至 2017 年底，南粮集团总资产 13.74 亿元，较上年末增长 10.69%，负债总额 11.45 亿元，较上年末增长 10.91%；2017 年，南粮集团实现营业总收入 6.92 亿元，同比下降 12.15%，实现净利润 957.06 万元，同比下降 33.96%，下降幅度较大主要系营业外收入减少所致。

商业百货业务

国资集团商业百货业务主要包括旅游集团持有的南京商厦股份有限公司（以下简称“南京商厦”）以及参股企业南京新街口百货商店股份有限公司旗下资产。南京商厦定位为以中档偏上的大众品牌商品为主的区域性百货商场，商厦在 2018 年进行经营整合，将原有的 6 个商场整合为 5 个商场，经营模式上，采用二级核算，采取了“会员+品牌”的运营模式，会员人数达到 6.03 万人，会员购买占整个销售额的 73.30%以上。2017 年，南京商厦实现营业总收入 9.02 亿元，实现净利润 1.97 亿元。

酒店业务

国资集团旅游酒店业务收入主要来自于南京国际会议大酒店和白宫大酒店，均为自有物业，无对外租赁物业。2017 年，旅游酒店业务实现收入 1.16 亿元，占商贸板块收入比重较小。

2018 年 5 月，国资集团旅游资产整合完毕后，旅游集团不再纳入国资集团合并范围，国资集团商贸板块业务范围将发生较大变化，将对未来商贸板块业务收入产生较大影响。

总体看，受贸易与酒店业务收入规模下滑影响，国资集团商贸板块收入有所下降，但仍是营业收入的重要组成部分，随着 2018 年国资集团旅游资产整合完毕，旅游集团将不再纳入合并范围，将对未来商贸板块收入产生较大影响。

（3）基建板块

国资集团基建板块主要由全资子公司南京新港开发总公司（以下简称“新港总公司”）和南京安居建设集团有限责任公司（以下简称“安居建设集团”）运营。国资集团基建板块业务主要包括园区开发、保障性住房建设和房地产开发。2017 年，国资集团基建板块实现收入 128.30 亿元，同比下降 5.80%，基建板块仍系国资集团第一大收入来源，2017 年占国资集团营业收入比重为 61.12%。

园区开发业务

园区开发业务包括园区开发管理及服务、市政基础设施承建、受托代建项目等业务，主要由新港总公司负责。新港总公司于 1992 年与南京经济技术开发区（原名“南京新港工业区”）一起成立，是开发区投资建设与管理运营主体，在开发区内具有垄断地位，有着较强的竞争优势和广阔的发展前景。新港总公司作为依托园区发展的国有独资公司，将园区开发管理及服务、市政基础设施承建作为主营业务，适时调整了经营策略，将不具有核心竞争优势、盈利能力不突出的业务转出。截至 2017 年底，新港总公司资产总额 628.83 亿元，较上年末增长 7.73%，负债总额 417.61 亿元，较上年

末增长 9.05%；2017 年实现营业收入 57.33 亿元，同比下降 20.38%，实现净利润 10.74 亿元，同比变化不大，盈利能力保持稳定。

保障性住房建设业务

安居建设集团主要从事保障性住房项目的建设管理及相关业务，业务主要包括保障性住房与限价商品房建设、政策性危旧房改造、土地一级开发整合和持有型物业开发、建设与经营。截至 2017 年末，安居建设集团总资产 638.06 亿元，较上年末增长 5.86%，负债总额 413.84%，较上年末小幅下降；2017 年实现营业收入 70.97 亿元，同比增长 10.57%，主要系保障房销售收入结转增长所致，实现净利润 1.90 亿元，同比增长 35.73%。

2017 年，安居建设集团主要完成了丁家庄二期地块保障性住房项目、西花岗西地块保障性住房项目，四大片区保障房项目已全部建设完成。安居保障房公司目前管理运营的项目主要有迈皋桥创业园、马群花岗、西善桥岱山西侧、江宁上坊四大片区（以下简称“四大片区”）保障房项目。四大片区保障房项目总投资 452.44 亿元，总建筑面积 846 万平方米，其中可售保障房面积 501.13 万平方米。2017 年，保障房项目已销售面积 497.32 万平方米，实现销售收入 315.06 亿元；剩余可售面积 3.81 万平方米，预计未来可实现销售收入合计 318.02 亿元。

危旧房改造业务主要由安居建设集团全资子公司南京国资投资置业有限公司（以下简称“国资置业”）负责运营。国资置业负责政府委托的城市危旧房改造项目，完成项目相关的征地、拆迁、安置、补偿工作，片区内的市政配套基础设施建设等土地一级开发、安置房屋及公共房屋等物业的开发建设。国资置业目前拟建的项目主要是越城天地危旧房改造和环境综合整治项目，以及秦淮区西街地块城中村、危旧房改造和环境综合整治项目；上述两个项目总投资 76.48 亿元，截至 2018 年 3 月末，已完成投资 41.16 亿元。

总体来看，国资集团保障性住房板块投资较大，但是其由南京市政府主导，融资渠道畅通，并且通过有效的资金平衡方案，项目建设较为顺利。同时，南京市政府在专项资金投入、土地划拨、保障房建设偿债基金、保障房回购等方面为国资集团提供政策和资金支持。

房地产开发业务

新港总公司下属子公司南京高科股份有限公司（以下简称“南京高科”）、紫金投资集团下属子公司南京金融城市建设发展股份有限公司（以下简称“金融城公司”）以及安居集团下属子公司南京国资新城投资置业有限责任公司（以下简称“国资新城”）与南京建设发展集团有限公司（以下简称“南京建设集团”）负责运营房地产开发业务。

目前，国资集团房地产开发板块主要在建项目系金融城项目，位于南京市河西 CBD 中央商务区核心区域，由金融城公司负责运营建设（国资集团间接持股 57.14%）。截至 2017 年末，金融城项目总建筑面积 157.26 万平方米，其中地上建筑面积约 104.91 万平方米，地下建筑面积约 52.35 万平方米，预计项目总投资约 170 亿元，分期开发；截至 2018 年 3 月末，金融城一期工程十幢楼主体及幕墙已完工；二期工程在金融城项目 47#地分为东区和西区进行开发建设，目前西区主体正负零以上正在施工，其中 A5-A8 已封顶，东区准备地连墙和桩基施工，暂未完工。截至 2018 年 3 月末，金融城项目已累计完成投资 88.99 亿元，目前已签订入驻合同的企业包括中国工商银行、邮政储蓄银行、民生银行、紫金农商行、南京银行、南京证券、紫金财险、天安财险、瀚华担保等一系列金融机构，形成预收账款约 72.64 亿元。

总体看，国资集团基建板块营业收入逐年增长，并成为国资集团第一大收入来源。基建板块中，房地产业务收入占比较高，未来房地产业务的开发及销售情况将对基建板块的整体收入产生重要影响。

（4）其他业务

国资集团其他业务主要包括现代农业（主要为农产品销售、餐饮服务、劳务）及少量本部房屋出租等业务。国资集团现代农业业务主要由子公司新农发展集团负责运营。新农发展集团主要从事大型农水基础设施建设、现代农业创新载体、土地开发整理等业务。截至 2017 年末，新农发展集团注册资本 2.70 亿元，国资集团持股 100.00%。2017 年国资集团其他业务收入为 1.41 亿元，较上年有所增长，但对营业收入贡献仍较小。

总体看，国资集团其他业务稳步发展，但目前收入占比较低。

（5）重大事项

2017 年 12 月，国资集团启动对旅游资产整合工作。根据中共南京市委、南京市政府出具的《关于组建南京旅游集团有限公司的决定》（宁委[2017]414 号），国资集团将原“南京商贸旅游发展集团有限公司”更名为“南京旅游集团有限责任公司”，并配合南京市国资委对南京市旅游产业资产进行整合；以原商旅集团涉及旅游的资产为基础，整合南京城建集团、南京新工投资集团有限责任公司以及国资全资子公司新农集团等企业的涉旅资产。国资集团将持有的旅游集团 60.00%的股权无偿划转至南京城建集团，旅游集团变更为南京城建集团下属子公司，不再纳入国资集团合并范围；同时，南京城建集团将下属 6 家子公司及 3 家联营及参股公司股权及一宗土地资产等无偿划转至旅游集团。

本次资产重组中，旅游集团涉及的资产划入企业合计 12 家，其中 8 家划入后并入旅游集团合并报表，4 家企业不并表，同时划出含南粮集团在内的 8 家企业；划入总资产 289.26 亿元，净资产 83.02 亿元，调出总资产 33.68 亿元，净资产 9.14 亿元（截至 2017 年 9 月末数据）。

目前，相关股权划转已完成，截至 2018 年 5 月 2 日，国资集团已将旅游集团 60.00%的股权无偿划拨给南京城市建设集团，相关工商变更登记手续已完成。整合完成后，旅游集团现主要从事旅游资源开发与保护；酒店、会展运营管理；旅游产品开发以及旅游配套设施的投资、建设和运营。

总体看，国资集团旅游资产整合完毕后，旅游集团成为国资集团参股公司，不再纳入国资集团合并范围，国资集团主营业务范围发生变化，但由于旅游集团资本规模有所扩大，预计不会对国资集团财务情况以及偿债能力造成重大不利影响。

3. 财务分析

国资集团 2016~2017 年财务数据经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留的审计意见。2017 年，国资集团合并范围无较大变化，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，国资集团合并资产总额 1,996.11 亿元，负债总额 1,254.94 亿元，所有者权益合计 741.18 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 565.96 亿元；2017 年，国资集团实现营业总收入 209.94 亿元，净利润 43.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 30.18 亿元；2017 年，国资集团经营活动产生的现金流量净额-100.40 亿元，现金及现金等价物净增加额-21.36 亿元。

（1）资产质量

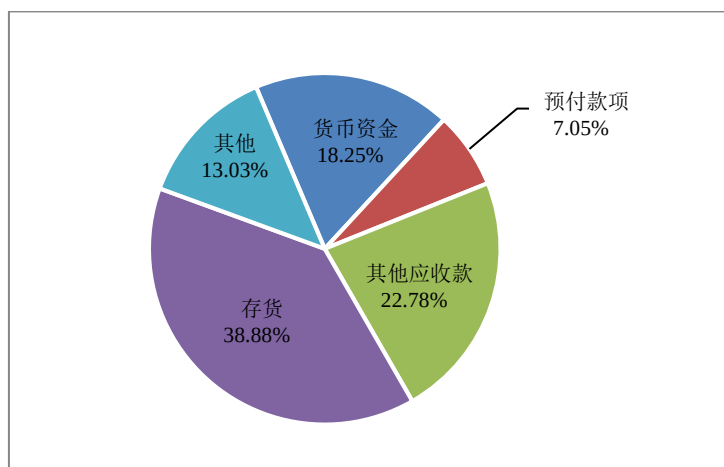
随着国资集团业务良好发展，经营规模不断扩大，截至 2017 年底，国资集团资产总额 1,996.11 亿元，较年初增长 3.81%；其中流动资产占比 70.77%，非流动资产占比 29.23%，资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，国资集团流动资产余额为 1,412.58 亿元，较年初增长 5.31%；流动资产以货币资金（占比 18.25%）、预付款项（占比 7.05%）、其他应收款（占比 22.78%）和存货（占比 38.88%）

为主。

图 1 截至 2017 年底国资集团流动资产构成情况



资料来源：国资集团审计报告，联合评级整理

国资集团货币资金主要系银行存款。截至 2017 年底，国资集团货币资金余额为 257.82 亿元，较年初下降 8.04%，主要系经营活动现金流净流出 100.40 亿元所致。截至 2017 年底，国资集团货币受限资金（除南京证券客户资金存款外）规模为 18.52 亿元，主要是各类保证金、定期存款、承兑汇票保证金、保函保证金等，占货币资金的比重较低，为 7.18%。

预付款项主要是安居集团预付的征地拆迁款项。截至 2017 年底，国资集团预付款项为 99.61 亿元，较年初降低 32.19%，主要系随基建项目阶段变化，预付账款转入存货所致。从账龄来看，1 至 2 年占比 52.63%，整体而言，预付款账龄结构较 2016 年末有所好转，但仍有 37.28% 的预付款账龄在 3 年以上。

国资集团其他应收款主要系业务合作单位的往来款。截至 2017 年底，国资集团其他应收款为 321.79 亿元，较年初增长 14.23%。从账龄来看，国资集团其他应收款账龄分布在 1 年以内（含 1 年）占比 43.40%，1 至 2 年占比 30.82%，2 至 3 年占比 10.60%，3 年以上占比 15.18%。从客户集中度来看，国资集团前五名客户合计金额占比为 55.55%，具体情况如下表所示，存在一定的客户集中度风险。国资集团坏账准备为 4.99 亿元，占其他应收款账面余额的 1.55%，考虑到关联方及政府往来款占比较高，国资集团坏账准备计提较为充分。

表 19 截至 2017 年底国资集团其他应收款金额前五名情况（单位：亿元，%）

单位名称	金额	占比	账龄	性质
南京经济技术开发区管委会	82.56	25.26	1 年以内	往来款
南京新港东区建设发展有限公司	60.00	18.36	1 年以内	往来款
南京佳佑城房地产开发有限公司	14.88	4.55	1 年以内	往来款
南京海颐房地产开发有限公司	13.72	4.20	1 年以内	往来款
南京颐燕置业有限公司	10.38	3.18	1 年以内	往来款
合计	181.54	55.55	--	--

资料来源：国资集团审计报告

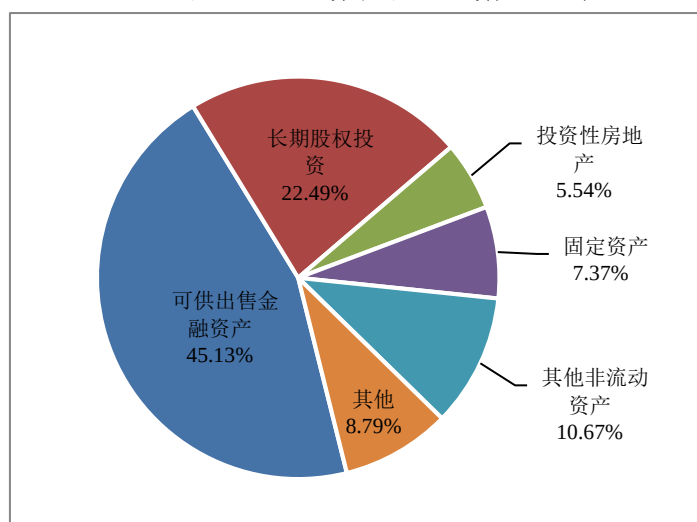
国资集团存货主要由开发成本和开发产品组成。截至 2017 年底，国资集团存货账面价值合计 549.27 亿元，较年初增长 17.77%，主要系开发成本增加；国资集团存货以开发成本（占比 80.78%）

和开发产品（占比 17.55%）为主；截至 2017 年底，国资集团共计提跌价准备 0.53 亿元。

非流动资产

截至 2017 年底，国资集团非流动资产余额为 583.53 亿元，较年初上升 0.35%；非流动资产以可供出售金融资产（占比 45.13%）、长期股权投资（占比 22.49%）、投资性房地产（占比 5.54%）、固定资产（占比 7.37%）和其他非流动资产（占比 10.67%）为主。

图 2 截至 2017 年底国资集团非流动资产构成情况



资料来源：国资集团审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年底，国资集团可供出售金融资产为 263.38 亿元，较年初下滑 5.84%，主要系按公允价值计量的可供出售权益工具规模下滑所致，国资集团受限的可供出售金融资产包括 10.98 亿元质押式正回购业务、1.47 亿元买断式正回购业务和 4.08 万元融出证券。

截至 2017 年底，国资集团长期股权投资为 131.24 亿元，较年初增长 19.49%，主要系国资集团增持了南京银行、南京海颐房地产开发有限公司和鑫元基金等联营企业的股权所致。

截至 2017 年底，国资集团投资性房地产为 32.31 亿元，较年初下滑 0.66%，主要包括房屋、建筑物和土地使用权。

国资集团固定资产主要由房屋及建筑物、专用设备、办公及电子设备、运输工具、通用设备、机器设备和其他设备等组成。截至 2017 年底，国资集团固定资产账面价值为 43.02 亿元，较年初增长 17.77%，主要系房屋建筑物增加所致；从构成来看，国资集团固定资产以房屋及建筑物（占比 76.04%）、专用设备（占比 7.26%）和办公及电子设备（占比 5.81%）为主。

截至 2017 年底，国资集团其他非流动资产为 62.27 亿元，较年初下降 17.40%，主要系国资集团园区道路及附属物规模大幅下降所致。国资集团非流动资产以融资融券业务融出资金（占比 89.48%）和受托业务资产（占比 9.18%）为主。

总体看，国资集团资产规模较大，资产构成以流动资产为主；流动资产中货币资金、其他应收款和存货的占比较高，存货的变现能力对于资产流动性具有较大影响；非流动资产中可供出售金融资产占比较高，资产价值受市场行情影响较大。国资集团整体资产质量较好。

（2）负债和所有者权益

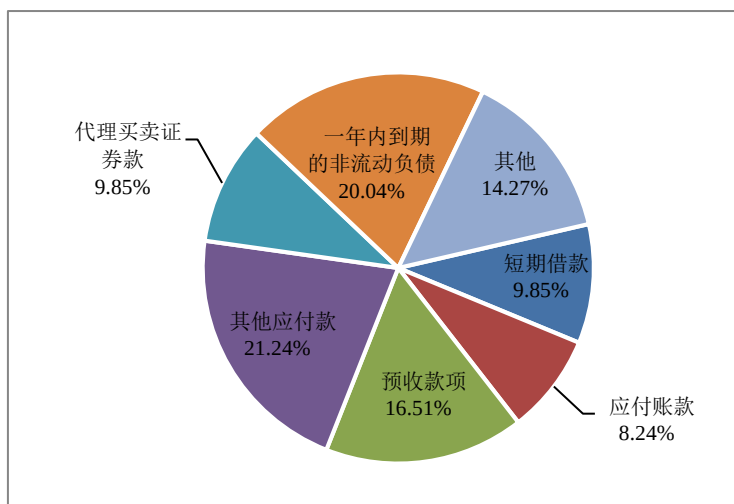
负债

截至 2017 年底，国资集团负债规模为 1,254.94 亿元，较年初变化不大；其中流动负债占比 57.05%，

非流动负债占比 42.95%，负债构成以流动负债为主。

截至 2017 年底，国资集团流动负债为 715.91 亿元，较年初上升 5.96%，主要系短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债规模上升所致；流动负债构成以短期借款（占比 9.85%）、应付账款（占比 8.24 %）、预收款项（占比 16.51%）和其他应付款（占比 21.24%）、代理买卖证券款（占比 9.85%）和一年内到期的非流动负债（占比 20.04%）为主。

图 3 截至 2017 年底国资集团流动负债构成情况



资料来源：国资集团审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年底，国资集团短期借款为 70.53 亿元，较年初增长 24.73%，主要系信用借款增长所致，国资集团短期借款以信用借款（占比 79.37%）、保证借款（占比 12.07%）和质押借款（占比 6.46%）为主。

截至 2017 年底，国资集团应付账款为 58.98 亿元，较年初增长 8.30%；其中账龄超过 1 年的重要应付款占比 8.16%，主要系尚未结算的应付工程款。

截至 2017 年底，国资集团预收款项为 118.23 亿元，较年初下降 19.61%，主要由基建板块业务产生。

截至 2017 年底，国资集团卖出回购金融资产款为 28.59 亿元，较年初增长 9.07%，主要系子公司南京证券融资融券收益权规模大幅上升所致；从业务类型来看，由债券质押式回购（占比 59.79%）、债券买断式回购（占比 22.73%）和融资融券收益权转让借款（占比 17.49%）构成。

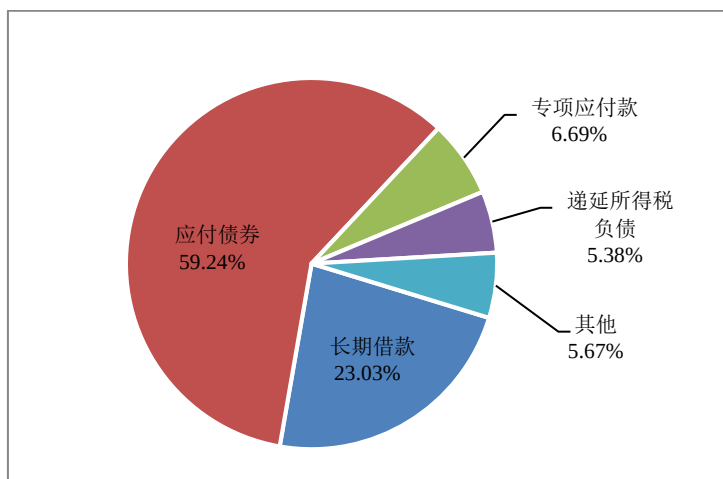
截至 2017 年底，国资集团其他应付款为 152.05 亿元，较年初增长 12.43%，主要系新增往来款。

截至 2017 年底，国资集团代理买卖证券款为 70.52 亿元，较年初下滑 24.64%，主要系证券市场成交量下降，南京证券代理客户买卖证券接受委托资金减少所致。

截至 2017 年底，国资集团一年内到期的非流动负债为 143.44 亿元，较年初增长 41.85%，主要系部分长期借款一年内到期转入所致。

截至 2017 年底，国资集团非流动负债为 539.03 亿元，较年初下滑 7.93%；非流动负债构成以长期借款（占比 23.03%）、应付债券（占比 59.24%）、专项应付款（占比 6.69%）和递延所得税负债（占比 5.38%）为主。

图 4 截至 2017 年底国资集团非流动负债构成情况



资料来源：国资集团审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年底，国资集团长期借款为 124.11 亿元，较年初降低 26.18%，主要系部分长期借款一年内到期转入一年内到期的非流动负债所致。从构成来看，国资集团长期借款包括保证借款（占比 46.64%）、信用借款（占比 37.39%）、抵押借款（占比 8.50%）和质押借款（占比 7.46%）。截至 2017 年底，国资集团应付债券规模为 319.31 亿元，较年初增长 1.31%，主要系子公司新发债券所致。截至 2017 年底，国资集团专项应付款为 36.07 亿元，较年初小幅增长。截至 2017 年底，国资集团递延所得税负债为 29.00 亿元，较年初略有减少。

截至 2017 年底，国资集团全部债务为 752.81 亿元，较年初上升 4.00%；其中，短期债务为 282.45 亿元，占比 37.52%，长期债务为 470.36 亿元，占比 62.48%，债务结构仍以长期债务为主。截至 2017 年底，国资集团杠杆水平有所下降，资产负债率和自有资产负债率分别为 62.87%和 61.51%，较年初分别下降 2.72 个和 2.32 个百分点，但仍处于较高水平；国资集团全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.39%和 38.82%，较年初分别下降 1.86 个和 4.79 个百分点；国资集团债务压力有所减轻，处于适中水平。

总体看，国资集团负债总额保持稳定，负债构成以流动负债为主；随着业务规模的扩张，国资集团债务规模逐年上升，长期债务占比较高，但整体债务压力一般。

所有者权益

截至 2017 年底，国资集团所有者权益合计 741.18 亿元，较年初增长 12.02%，主要系资本公积、未分配利润和少数股东权益增加所致；其中，归属于母公司的所有者权益为 565.96 亿元，占比 76.36%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 6.75%，资本公积占比 44.66%，其他综合收益占比 6.08%，未分配利润占比 17.08%，国资集团所有者权益稳定性尚可。

总体看，国资集团所有者权益逐年增加，所有者权益结构稳定性尚可。

（3）盈利能力

2017 年，国资集团实现营业总收入 209.94 亿元，同比下滑 4.60%；其中主营业务收入占营业总收入比重为 90.01%，手续费及佣金收入占比 6.01%。2017 年国资集团实现营业利润 49.89 亿元、净利润 43.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 30.18 亿元，受投资收益大幅上升影响，营业利润和净利润分别同比增长 25.36%和 25.38%。

从期间费用来看，2017 年，国资集团销售费用为 12.93 亿元，同比增加 17.85%，在期间费用中占比 28.63%；管理费用为 24.91 亿元，同比变化不大，在期间费用中占比 55.16%；财务费用为 7.32

亿元，同比上升 31.26%，占期间费用的比重为 16.21%。2017 年，国资集团费用收入比有所上升，达 21.51%，较 2016 年上升 2.65 个百分点。

2017 年，国资集团投资收益大幅提升，达到 38.66 亿元。同比上升 48.48%，主要系公司处置可供出售金融资产取得的投资收益大幅增加所致。2017 年，国资集团投资收益占营业利润的比重为 77.49%，投资收益对国资集团营业利润贡献度较高。

表 20 国资集团盈利情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年
营业利润	39.80	49.89
利润总额	42.44	51.41
净利润	34.79	43.61
营业利润率	26.57	27.27
净资产收益率	5.55	6.22
总资产报酬率	2.67	3.09

资料来源：国资集团审计报告，联合评级整理。

从盈利能力指标看，2017 年，国资集团营业利润率为 27.27%，较上年上小幅提升。2016~2017 年，国资集团净资产收益率和总资产报酬率均有所上升，分别从 5.55%和 2.67%，增长为 6.22%和 3.09%。

总体看，国资集团各类业务开展良好，投资收益对营业利润贡献较高，2017 年盈利能力有所上升，整体盈利能力较强；同时联合评级也关注到国资集团投资收益受市场行情影响较大，增长存在一定的不确定性。

（4）现金流

从经营活动来看，2017 年经营活动净现金流净流出规模继续扩大，主要系国资集团处置交易性金融资产获得的现金流减少所致。从经营活动现金流入量来看，2017 年，国资集团经营活动现金流入 358.37 亿元，同比下降 16.96%。从经营活动现金流出来看，国资集团 2017 年经营活动现金流出 458.77 亿元，同比下降 9.54%，主要系 2017 年回购业务资金净流出额减少所致。

从投资活动来看，2017 年投资活动现金流由大规模净流出转为净流入，主要系收回投资收到的现金与收到其他与投资活动有关的现金规模增加所致。从投资活动现金流入来看，2017 年国资集团投资活动现金流入为 317.18 亿元，同比增长 41.08%，主要系收回投资收到的现金以及收到其他投资活动有关的现金增加所致；从投资活动现金流出来看，2017 年国资集团投资活动现金流出为 305.62 亿元，同比下降 13.34%，主要系支付其他投资活动有关的现金规模下降所致。

从筹资活动来看，2017 年筹资活动现金流净流入规模有所缩减。从筹资活动现金流入来看，2017 年国资集团筹资活动现金流入量为 387.04 亿元，同比下降 29.03%，主要系发行债券和取得借款收到的现金减少所致；从筹资活动现金流出来看，2017 年国资集团筹资活动现金流出量为 319.33 亿元，同比下降 24.81%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。

表 21 2016~2017 年国资集团现金流量情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
经营性现金流量净额	-75.58	-100.40
投资性现金流量净额	-127.83	11.56
筹资性现金流量净额	120.66	67.71

现金及现金等价物净增加额	-82.63	-21.36
年末现金及现金等价物余额	279.69	258.33

资料来源：国资集团审计报告，联合评级整理。

总体看，受证券市场环境影响，国资集团经营性净现金流净流出持续扩大，投资活动波动较大，随着投资规模的收缩，国资集团的外部融资需求有所降低。

（5）偿债能力

从短期偿债能力来看，2017 年国资集团流动比率为 1.97 倍，较 2016 年下降 0.02 倍，速动比率为 1.21 倍，较 2016 年下降 0.08 倍，现金短期债务比分别为 1.04 倍，较 2016 年下降 0.46 倍，指标数值均有所降低，但仍处于较好水平。2017 年，剔除客户资金存款、客户备付金、代理买卖证券款和代理买卖承销款影响，国资集团流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 2.07 倍、1.34 倍和 0.84 倍。整体看，国资集团短期偿债有所下降，但仍处于较好水平。

从长期偿债能力指标看，2017 年，随着利润总额的增长，国资集团 EBITDA 指标有所上升，达到 86.35 亿元，同比增长 10.61%；2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.93 倍，EBITDA 对利息的保障程度较高；EBITDA 全部债务比为 0.11 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。国资集团较大部分资产分布于证券市场，具有较强的变现能力，对其整体偿债能力有较大提升作用，但证券市场受外部环境影响波动性较大，国资集团的相关资产也会随之出现较大波动。

截至 2017 年末，国资集团获得各银行授信共计 711.00 亿元，未使用授信 424.00 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2017 年末，国资集团对外担保余额 62.93 亿元，占同期净资产的 8.49%，对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险；无重大诉讼及仲裁事项。

根据中国人民银行企业信用报告显示，截至 2018 年 5 月 3 日，国资集团本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，国资集团作为南京市重要的资产管理和投融资功能为一体的综合性平台，其资产规模较大，且区域行业地位突出、政府支持力度较大，整体偿债能力极强。

（6）担保作用

以 2017 年底财务数据测算，“17 南京 01”和“18 南京 01”待偿本金（18.00 亿元）占国资集团资产总额的 0.90%、所有者权益总额的 2.43%和现金类资产（剔除客户资金存款）的 7.58%，占其各类资产的比重均较低。2017 年，国资集团 EBITDA 对“17 南京 01”和“18 南京 01”待偿本金（18.00 亿元）覆盖倍数为 4.80 倍，覆盖倍数较高；国资集团经营活动现金流净额为-100.40 亿元，处于净流出状态，无法对“17 南京 01”和“18 南京 01”待偿本金形成覆盖。

总体看，国资集团资产规模大、在区域内行业地位突出，“17 南京 01”和“18 南京 01”待偿本金占其各类资产的比重较低，其担保对于本期债券的到期还本付息具有显著的增信作用。

九、综合评价

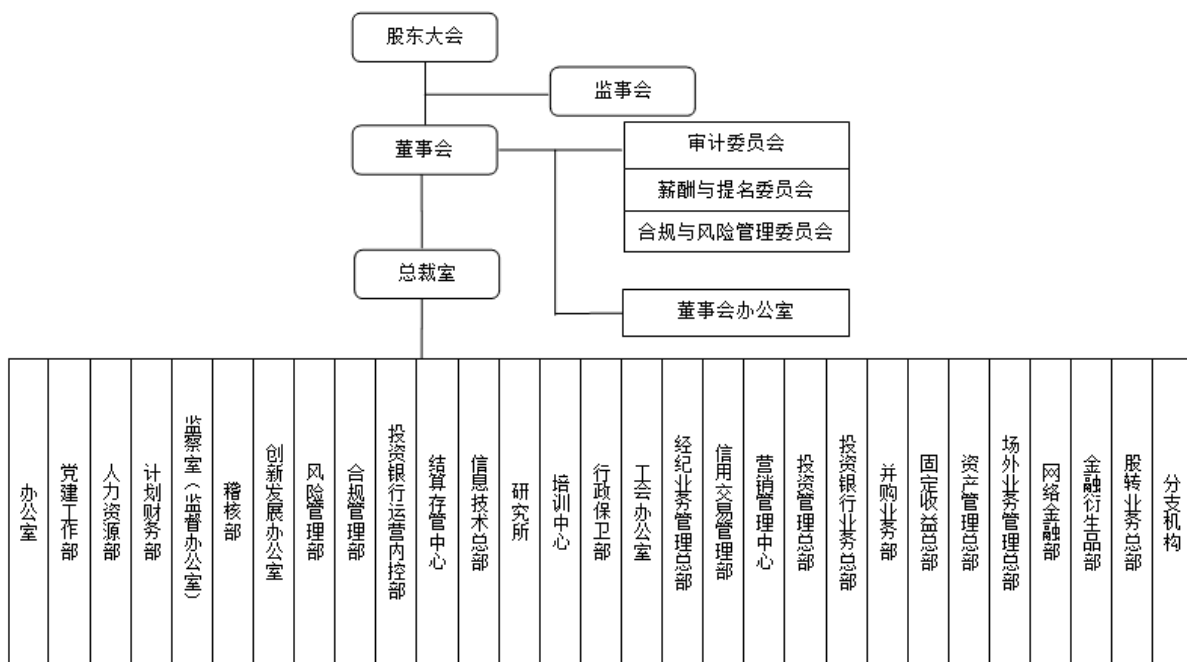
公司作为国内综合性券商之一，在江苏省和宁夏回族自治区内具有一定区域竞争优势，全年保持了良好的内控水平。受证券市场行情波动及监管环境变化影响，2017 年公司整体收入及利润规模下滑，但自营业务和信用交易业务实现较好发展。目前，公司杠杆水平较低，资本充足性较好。联合评级也关注到，公司经纪业务、信用交易业务和自营业务收入占比较高，需关注经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。此外，目前公司主

板 IPO 开始申购，拟募集资金总额 10.42 亿元，成功发行后公司资本实力及直接融资能力将进一步提高，整体竞争实力将进一步增强。

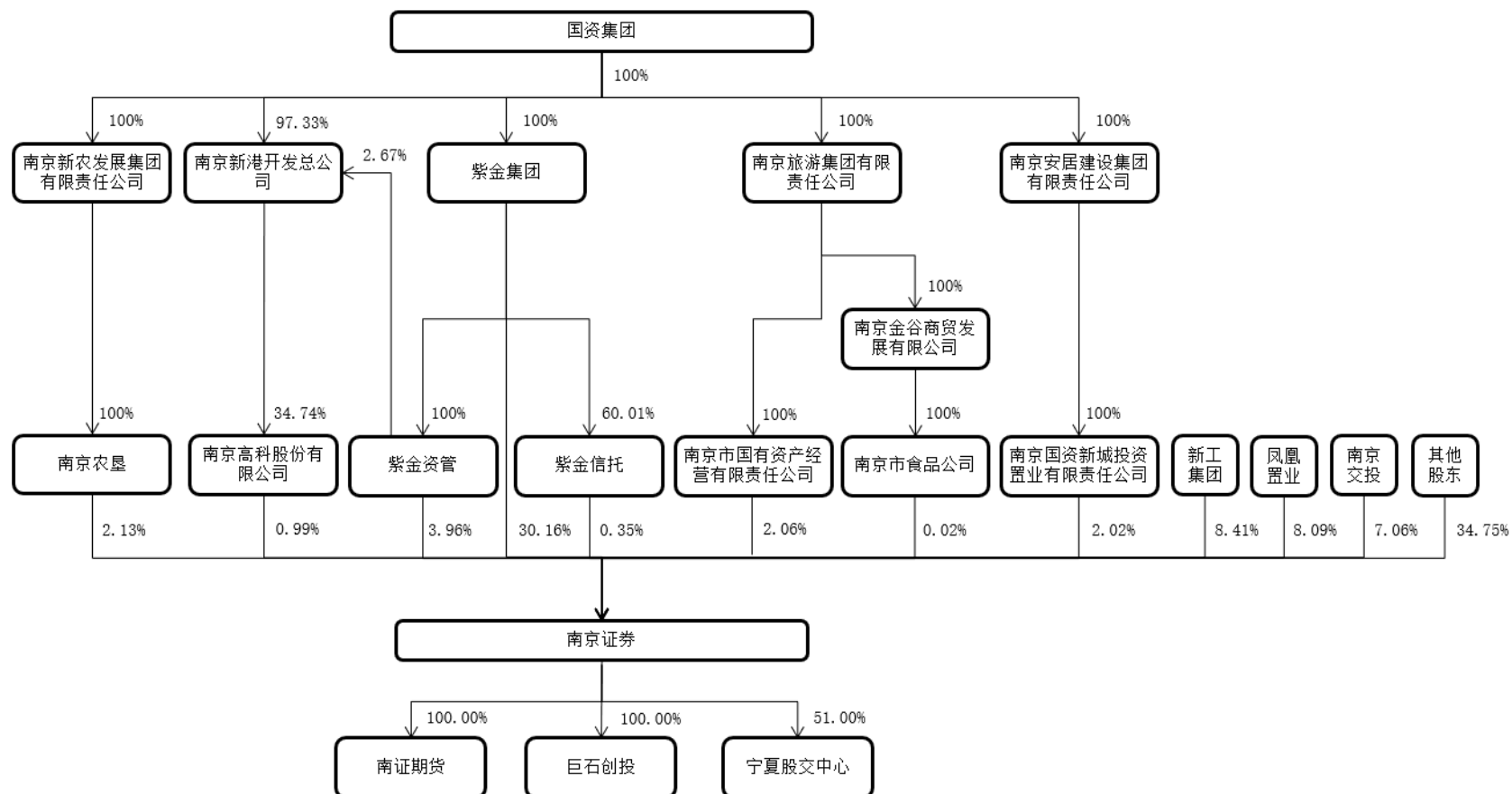
“17 南京 01”和“18 南京 01”均由公司实际控制人国资集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。国资集团作为南京市重要的国有资产运营平台，经营规模较大，资产质量良好，国资集团的担保对于提升本期债券的信用状况有显著的积极作用。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“17 南京 01”、“18 南京 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 南京证券股份有限公司组织结构图



附件 2 南京证券股份有限公司股权结构图



附件 3 南京证券股份有限公司主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	268.58	235.02
自有资产（亿元）	175.00	164.48
可快速变现资产（亿元）	135.78	138.24
所有者权益（亿元）	92.80	94.00
自有负债（亿元）	82.20	70.48
自有资产负债率（%）	46.97	42.85
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.65	1.96
营业收入（亿元）	15.00	13.85
净利润（亿元）	4.94	4.12
营业利润率（%）	42.92	38.98
营业费用率（%）	54.12	59.45
薪酬收入比（%）	37.21	37.64
平均自有资产收益率（%）	2.14	2.43
平均净资产收益率（%）	5.32	4.41
净资产（母公司口径）（亿元）	92.06	93.21
净资本（母公司口径）（亿元）	77.99	74.17
核心净资本（母公司口径）（亿元）	74.49	74.17
风险覆盖率（%）	478.00	442.58
资本杠杆率（%）	44.35	46.06
流动性覆盖率（%）	701.57	742.43
净稳定资金率（%）	147.57	143.85
短期债务（亿元）	61.79	45.13
长期债务（亿元）	7.00	16.97
全部债务（亿元）	68.79	62.10
EBITDA（亿元）	12.55	8.99
EBITDA 利息倍数（倍）	2.24	3.26
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.70	0.50

注 1：截至 2016 年末，公司应付债券科目中，规模为 23.00 亿元的次级债券及 12.00 亿元的非公开发行公司债（第一期）系于 2017 年内到期，已调整为短期债务计算。

注 2：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 4 南京市国有资产投资管理控股（集团）有限责任公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1,922.78	1,996.11
负债总额（亿元）	1,261.15	1,254.94
所有者权益（亿元）	661.63	741.18
短期债务（亿元）	212.10	282.45
长期债务（亿元）	511.75	470.36
全部债务（亿元）	723.86	752.81
营业总收入（亿元）	220.05	209.94
净利润（亿元）	34.79	43.61
EBITDA（亿元）	78.07	86.35
经营性净现金流（亿元）	-75.58	-100.40
应收账款周转次数（次）	10.92	6.93
存货周转次数（次）	0.35	0.26
总资产周转次数（次）	0.12	0.11
现金收入比率（%）	85.81	76.89
总资产报酬率（%）	2.67	3.09
净资产收益率（%）	5.55	6.22
营业利润率（%）	26.57	27.27
费用收入比（%）	18.86	21.51
（自有）资产负债率（%）	63.83	61.51
全部债务资本化比率（%）	52.25	50.39
长期债务资本化比率（%）	43.61	38.82
EBITDA 利息倍数（倍）	2.52	2.93
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.11
流动比率（倍）	1.99	1.97
速动比率（倍）	1.29	1.21
现金短期债务比（倍）	1.50	1.04
经营现金流动负债比率（%）	-11.19	-14.02

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
年均增长率	$[(\text{本期/前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
自有资产	总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有负债	总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款
自有资产负债率	自有负债/自有资产 $\times 100\%$
营业利润率	营业利润/营业收入 $\times 100\%$
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入 $\times 100\%$
营业费用率	业务及管理费/营业收入 $\times 100\%$
平均自有资产收益率	净利润/平均自有资产 $\times 100\%$
平均净资产收益率	净利润/平均净资产 $\times 100\%$
EBITDA（南京证券）	利润总额+利息支出-客户利息支出+折旧+摊销
EBITDA（国资集团）	利润总额+计入财务费用利息支出+资本化利息+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（利息支出-客户利息支出）
信用业务杠杆率	信用业务余额/所有者权益 $\times 100\%$
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
可快速变现资产	货币资金+结算备付金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+融出资金+买入返售金融资产+可供出售金融资产-客户资金存款-客户备付金-扣除不能快速变现的投资资产
代理买卖证券业务佣金率	代理买卖证券业务净收入/股票、基金交易额 $\times 100\%$

注：全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+应付短期融资款+拆入资金+卖出回购金融资产+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+一年内到期的非流动负债+其他流动负债中的有息债务（如有）

长期债务=长期借款+应付债券+其他非流动负债中的有息债务（如有）

EBITDA 相关公式中的利息支出取自利润表。

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券、次级债券）信用等级符号及定义同公司主体信用等级。