

信用等级公告

联合[2018]297 号

南京证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对南京证券股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年三月二十日

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

2018 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：8.00 亿元

债券期限：3+2 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

担保方：南京市国有资产投资管理控股（集团）
有限责任公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保
证担保

评级时间：2018 年 3 月 30 日

主要财务数据

融资人--南京证券股份有限公司

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	429.15	268.58	235.02
自有资产（亿元）	285.72	175.00	164.48
所有者权益（亿元）	92.74	92.80	94.00
自有负债（亿元）	192.97	82.20	70.48
全部债务（亿元）	177.83	68.79	62.10
自有资产负债率（%）	67.54	46.97	42.85
营业收入（亿元）	30.00	15.00	13.85
净利润（亿元）	14.13	4.94	4.12
净资本（亿元）	90.15	77.99	74.17
平均净资产收益率（%）	20.28	5.32	4.41
净资本/净资产（%）	97.75	84.71	79.57
净资本/负债（%）	48.28	103.76	110.97
EBITDA（亿元）	27.88	12.55	8.99
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	2.24	3.26
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.18	0.14
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.49	1.57	1.12

担保方-南京市国有资产投资管理控股（集团）有限责任公司

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 6 月
资产总额（亿元）	1,578.34	1,857.45	1,921.63	1,935.50
所有者权益（亿元）	490.82	592.05	661.49	700.83
资产负债率（%）	68.90	68.13	65.58	63.79
净利润（亿元）	28.31	40.16	34.74	22.39
经营性净现金流（亿元）	76.30	11.46	-75.82	-65.43

注：1、本报告中涉及净资本等风险控制指标均为母公司口径，2015 年相关风险控制指标已按证监会自 2016 年 10 月 1 日起实施的《证券公司风险控制指标管理办法》追溯调整；2、担保方 2017 年 6 月合并财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

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”）的评级反映了公司作为国内综合性券商之一，各项业务牌照齐全，其控股股东南京紫金投资集团有限责任公司（以下简称“紫金投资集团”）作为南京市国资委下属综合金融平台，具有很强资本实力，为公司业务发展提供了有力支撑。目前公司资产负债率较低，财务杠杆有一定弹性。受市场行情影响，近三年，公司经营业绩持续下滑，目前经纪业务、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。

2015 年 10 月，公司成功挂牌全国中小企业股份转让系统，并完成增资扩股，进一步壮大了资本实力。随着公司资本实力增强以及风险管理能力提高，2016 年以来证监会分类评价结果已提升至 A 级。

未来随着资本市场的持续发展和公司各项业务的协同发展，公司业务规模和盈利水平有望提升。目前，公司 IPO 申请已过会，A 股上市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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由公司实际控制人南京市国有资产投资管理控股（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。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

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，具有一定区域竞争优势。未来公司成功上市 A 股后，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。

2. 近年来，公司风险管理及内控合规管理水平有所提升，公司在证监会分类评级中的级别已提升至 A 级。

3. 公司控股股东紫金投资集团综合实力较强，能够在业务、客户以及渠道等方面给予公司较大的支持，有利于公司发挥业务协同效应，促进公司业务发展。

4. 担保方国资集团经营规模大，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. 近三年，公司营业收入及净利润持续下滑；公司经纪业务和信用交易业务占比较高，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。

2. 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。

3. 公司短期债务占比较高，债务结构有待改善，需对公司短期偿债能力及流动性保持关注。

4. 担保方国资集团对外担保规模较大，截至 2017 年 6 月末，对外担保余额 110.77 亿元，占同期净资产的 15.81%；随着外部信用风险攀升，若发生代偿，国资集团将面临一定的代偿压力，对本期债券担保效果将有所减弱。

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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



张晨霞

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”）前身为南京市证券公司，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。经 1996 年 12 月中国人民银行银办函（1996）391 号文及 1998 年 12 月中国证监会证监机字（1998）45 号文批复同意，公司注册资本增至 1.05 亿元，公司更名为“南京证券有限责任公司”。经 2002 年 12 月中国证监会证监机构字（2002）344 号文批复，公司注册资本增至 6.59 亿元，并完成对南京市国际信托投资公司和南京市信托投资公司所属 7 家证券营业部的重组。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，根据全国中小企业股份转让系统有限责任公司《关于同意南京证券股份有限公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》（股转系统函（2015）6423 号），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，相关发行工作将于后续稳步推进。

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；南京市国有资产投资管理控股（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，是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）；共有 15 家分公司、86 家证券营业部，纳入合并范围子公司共 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

1. 本期债券概况

本期债券名称为“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，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。本期债券为固定利率债券，票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。本期债券按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券将向合格投资者公开发行，对象为符合《公司债券发行与交易管理办法》第十四条规定的合格投资者。

本期债券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。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行募集资金扣除发行费用后全部用于补充公司营运资金。

三、行业分析

1. 证券行业概况

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。我国证券市场经过逾 20 年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。

（1）证券市场发展概况

证券市场的规模不断扩大，市场活跃度不断提升

股票市场方面，根据交易所公布的数据，截至 2017 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,485 家，股票市场总市值为 63.18 万亿元，较 2016 年底增加 13.33%，平均市盈率为 19.51 倍，较 2016 年减少 1.90 个倍数；2017 年全部 A 股成交额为 111.76 万亿元，日均成交额为 0.46 万亿元，同比减少均为 11.66%。融资融券业务规模较 2016 年有所增加。截至 2017 年底，市场融资融券余额为 1.03

万亿元，其中融资余额占比为 99.56%，融券余额占比为 0.44%。股票一级市场发行方面，2017 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.72 万亿元，同比减少 18.48%，共完成 IPO 为 438 家、增发 540 家、配股 7 家。

债券市场方面，根据 Wind 资讯统计数据，截至 2017 年底，债券余额为 70.96 万亿元，较 2016 年底增加 49.17%。债券发行方面，2017 年国内共发行各类债券 3.73 万只，发行额达 40.79 万亿元。2017 年国内债券交易总金额为 1,052.59 万亿元，其中，现券交易成交金额为 99.26 万亿元，回购交易成交金额为 874.39 万亿元，同业拆借 78.93 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2017 年全国期货市场累计成交额为 187.90 万亿元，同比下降 3.95%；其中，中国金融期货交易所的交易金额为 24.59 万亿元，占全国市场份额 13.09%，同比增长 34.98%。

多层次资本市场已初步建立并不断完善

中小板和创业板分别于 2004 年和 2009 年设立；新三板自 2012 年开始启动扩容并于 2013 年扩大至全国。截至 2017 年底，挂牌企业数量达 11,630 家，较 2016 年底增加 14.43%；区域性股权交易市场建设也在持续推进中。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（以下简称“建议”）也对构建多层次资本市场提出了新的要求，《建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”、“支持战略性新兴产业发展”等要求。未来对构建多层次资本市场可以预期的方向包括区域股权市场和新三板市场合作对接机制的设立、新三板分层制度的完善、转板制度的出台、上交所战略新兴板的建立、区域股权市场创新（如科创板的完善）等。

金融创新产品和服务不断推出

在证券市场持续发展和监管政策推动下，金融创新产品和服务不断推出。在债券市场方面，推出了如非公开发行公司债、中小企业可交换债、绿色债券、永续期债和熊猫债等品种，丰富了债券种类，提升了审批效率；在股票市场方面，优先股、融资融券、约定购回式证券交易、股权激励行权融资、股票质押式回购、RQFII 等相继推出，进一步丰富了投资工具；在衍生品市场方面，近年来推出了股指期货、国债期货、上证 50ETF 期权和原油期货等投资品种，为投资者提供了更加多元化的风险对冲工具。

（2）证券公司发展概况

近年来，随着资本市场建设力度的加大以及整体市场环境的逐步好转，证券公司的数量呈稳步增长态势，同时总资产、净资产规模逐年扩大，杠杆水平有所提高，盈利能力显著提升。一方面，证券市场整体业务规模的扩张和监管政策的推动使证券公司资本规模不断得到补充，这也在一定程度上提升了证券公司的抗风险能力；另一方面，创新类业务的发展进一步丰富了证券公司的收入来源。随着证券公司对创新类业务的重视和推进，以及自身资本规模增长带动业务杠杆效应的显现，证券公司的盈利能力得到提升，逐步形成了传统业务和创新业务相互促进的稳定格局。但从目前收入结构来看，仍以传统的经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主。

表 2 证券行业概况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
证券公司家数(家)	115	120	125	129	131
盈利家数(家)	104	119	124	124	120
盈利家数占比(%)	90.43	99.17	99.20	96.12	91.60

营业收入(亿元)	1,592.41	2,602.84	5,751.55	3,279.94	3,113.28
净利润(亿元)	440.21	965.54	2,447.63	1,234.45	1,129.95
总资产(万亿元)	2.08	4.09	6.42	5.79	6.14
净资产(万亿元)	0.75	0.92	1.45	1.64	1.85
净资本(万亿元)	0.52	0.68	1.25	1.47	1.58

数据来源：中国证券业协会

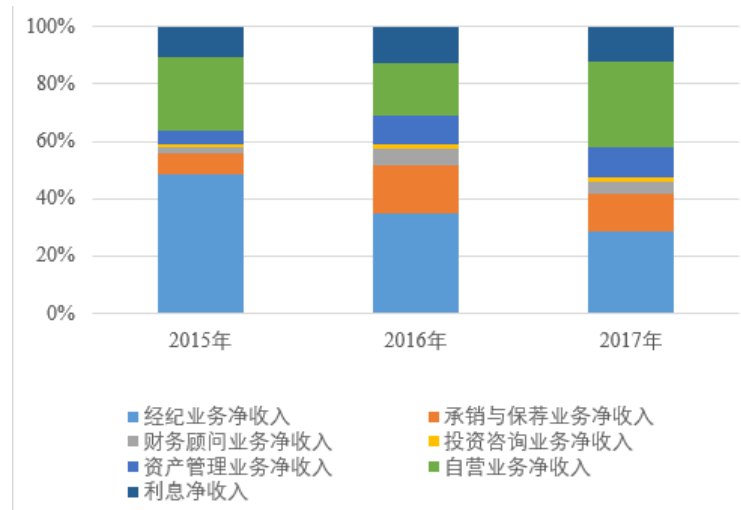
2017 年以来，证券行业在监管趋严和市场震荡性行情环境下，业绩分化有所加深，风险事件逐步得到控制。一方面，证券市场呈现结构性行情，绩优股涨幅较大，中小盘股连续下跌，指数处于震荡并小幅上升趋势。2018 年初，受美股大幅下跌拖累，证券市场有所下跌，但整体来看，受美联储加息和我国经济形势向好的双向影响，市场维持震荡性行情。从业务表现看，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，业务结构同质化较为严重，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力；在市场活跃度提升和 IPO 发行常态化的驱动下，证券公司全年业绩降幅收窄。2017 年，证券公司经纪业务和投行收入占比有一定下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升。另一方面，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，对证券行业整体信用能力的提升是利好。未来，在监管政策和行业转型的推动下，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，中国资本市场的持续发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

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。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%，经营业绩有所下滑。

2. 业务分析

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。证券经纪业务是我国证券公司最主要的业务组成部分，是收入的主要来源，证券经纪业务收入占比虽不断下降，但收入占比仍保持在 28%以上。近年来，证券公司各项业务板块持续发展，但受市场行情影响较大。2015 年，受益于证券整体成交量的持续增加，行业经纪业务、自营业务均实现大幅增长，2016 年，整体行情较为低迷，经纪业务和自营业务收入下滑较大，但受益于债券市场的繁荣，承销与保荐业务收入增长较快。2017 年以来，经纪业务和投行收入占比有一定下降，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，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小。

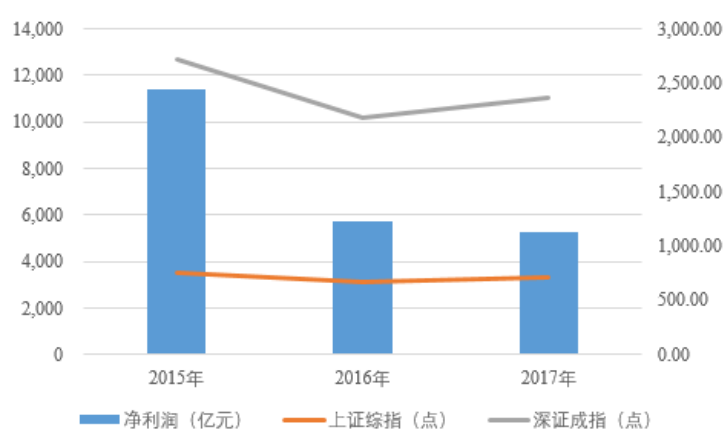
图 1 我国证券行业业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站

由于证券公司的收益水平与证券市场交易量及市场指数正相关，2016 年我国证券行业净利润随着市场指数回落而大幅下降；2017 年，市场指数小幅上升，证券公司由于竞争加剧，净利润水平仍小幅下降。

图 2 证券行业净利润情况图



资料来源：中国证券业协会网站

(1) 经纪业务

由于市场竞争加剧、互联网金融的兴起，经纪业务市场平均佣金率不断下滑。金融危机后，股票市场交易量持续萎缩，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降，也导致了证券公司盈利水平的大幅下滑。直到 2012 年 11 月，证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定》，意味着证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”，经纪业务迎来新的发展机遇。同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战，证券公司的经纪业务即将进入转型期，轻型营业部应运而生。2014 年下半年以来，国内股票市场经历较长时间的熊市迎来牛市行情，市场交易量明显上涨，证券公司的经纪业务面临新的业务发展机遇和调整。同时，随着融资融券业务的发展以及现金管理型产品的推出，都为经纪业务带来新的增长动力。

近年来随着经纪业务竞争的加剧，经纪业务也从传统的股票交易业务，增加了财富管理的理念，开展多金融产品交叉营销，券商逐渐完成了传统经纪业务的转型。但经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性风险。2015年6月中旬股市开始持续下跌，两市市值大幅下降、成交量下滑；成交量的下降也影响了经纪业务收入。2016年，股票市场行情景气度不高，证券公司实现代理买卖证券业务净收入1,052.95亿元，仅为2015年收入的39.13%。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。

（2）投资银行业务

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

2017年，131家证券公司全行业实现证券承销与保荐业务净收入384.24亿元，同比下降26.11%，占全行业营业收入的13.32%，较2016年下降了3.81个百分点。一方面，2017年IPO发行常态化，IPO发行规模大幅提升，国内沪深两市累计IPO家数为438家，较2016年增加211家，首发募集资金2301.09亿元，同比增加53.81%；受再融资新规影响，增发规模有所下降，2017年增发家数为540家，较2016年减少253家，增发募集资金1.27万亿元，较2016年减少29.44%。另一方面，受到去杠杆政策和资金成本上升影响，我国债券市场步入低迷，发行规模增速放缓，2017年国内债券市场合计发行债券（含同业存单）37,289只，发行额40.79万亿元，较2016年分别大幅增加27.47%和12.18%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，表现出该业务集中度较高。2017年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额由2016年的37.07%提升至46.50%，瓜分近半市场；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额由33.60%提升至39.33%；可见，无论股市还是债市，大证券公司市场地位均进一步巩固。

但值得注意的是，在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司资金的流动性。同时，股票承销业务受监管审批政策的影响较大，IPO政策的变化对承销与保荐业务具有较大影响。

（3）自营业务

自营业务随着证券公司资金规模的扩大和监管的放松，近年来在各家券商业务中发展较快，主要包括权益类投资和固定收益类投资。2012年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。自营资产以固定收益投资为主，2014及2015年股票市场大幅上涨，各证券公司加大了股票、基金和其它证券产品的投资比重。2016年以来，随着股票市场趋冷，权益类资产占比有所下降。2016年，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）568.47亿元，同比减少59.78%。2017年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，131家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）860.98亿元，同比增长51.46%。自营业务受市场风险影响较大，收入实现存在一定不确定性。

（4）资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小，但是各券商未来业务发展的一大重点。目前，证券公司资产管理业务初

步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。近年来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置的转型。2017 年 11 月，监管部门发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿），控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。截至 2016 年末，证券公司行业受托的资产管理规模约为 17.58 万亿元，较年初增长 47.86%。2016 年，证券公司实现资产管理业务净收入 296.46 亿元，同比增长 7.85%。截至 2017 年末，证券公司资产管理业务规模为 17.26 万亿元，较年初小幅下降 1.82%。2017 年，证券公司实现资产管理业务净收入 310.21 亿元，同比小幅增长 4.64%。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品规模仍是主要部分，但其占比有所下降，通道转主动型资管产品将是趋势。目前，券商受人力等多方面限制，每个项目都做到实地尽职调查的可行性不高，导致对项目实际情况及风险不能完全把控；同时，券商通道类业务占比较高，一旦业务发生问题，券商资管作为委托人将面临很大风险。

（5）其他业务

2012 年以来，证券公司其他业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的其他业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务、股票质押式回购业务等。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，融资融券相关业务发展迅速，为券商业绩的增长贡献较大。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2015 年 6 月 18 日，沪深两市融资融券余额达到峰值 22,730.35 亿元，为 2014 年底的 2.22 倍。自 2015 年 6 月中旬股市开始暴跌，两融业务规模大幅下降。截至 2015 年底，沪深两市融资融券余额为 11,742.67 亿元。2015 年 7 月 1 日，证监会正式发布《证券公司融资融券业务管理办法》（下称《办法》）规定，鼓励券商在保证资金安全的前提下，有序开展此项业务。2016 年以来，受股票市场成交量下降影响，截至 2016 年底，市场融资融券余额为 9,392.49 亿元，较 2015 年底有所下降，其中融资余额占比 99.63%，融券余额占比 0.37%；另一方面，股票质押式回购业务等业务也得到较快发展。根据沪深交易所股票质押式回购交易业务月报显示，截至 2016 年底，沪深两市股票质押回购待购回初始交易金额达 1.93 万亿元，取得了较快发展。截至 2017 年底，两融余额 1.03 万亿元，较 2016 年末增长 9.26%；股票质押业务交易规模有所下降，但业务余额大幅上升；2017 年股票质押交易参考市值约为 3.67 万亿元，较 2016 年底减少 22.56%，其中未解押交易参考市值 3.31 万亿元，较 2016 年底增加 71.27%；证券公司股票质押业务中全部交易参考市值占比提升至 58.67%，已取代银行成为最大质押方。2018 年 1 月，中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，要求分类评价结果为 A 类的证券公司，自有资金参与股票质押回购交易余额不得超过公司净资本的 150%；分类评价结果为 B 类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 100%；分类评价结果为 C 类及以下的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 50%，同时要求证券公司对坏账计提减值准备。同期，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》，对融入方资格、初始交易金额、质押集中度以及资金用途都做出了限制，同时增加了融入方担保物范围。上述规定将引导股票质押业务聚焦实体经济，降低融资风险，也对证券公司风险控制能力提出了更高的要求；但在一定程度上影响了证券公司参与股票质押式回购交易规模，尤其是对中小证券公司影响较大。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。

3. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力，例如华泰证券收购联合证券，宏源与申万合并，方正证券收购民族证券，中信证券收购万通证券；2014 年末以来，国内证券公司上市的有：国泰君安、东兴证券、东方证券、国信证券以及恒泰证券港股上市、安信证券并入国投安信等，也有证券公司登陆新三板如联讯证券、湘财证券、国都证券等，另外还有多家证券公司如华西证券完成了股改并筹备上市。也有部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

此外，CEPA 协议（内地与香港和澳门关于建立更紧密经贸关系的安排）下合资券商设立进程加速，民营资本进入到证券行业的步伐也逐渐加大，政策宽松环境下券商牌照或将逐步放开，导致行业竞争程度加剧。大型券商依靠先发优势在竞争和转型中继续保持优势，而小型券商在细分市场也扩大了市场份额，排名中游的券商将面临大券商、小型券商以及新进入证券公司的全方位竞争。

同时，随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2017 年上半年证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计 877.72 亿元，净利润 324.27 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 61.08%和 58.68%；截至 2017 年上半年，前十大证券公司资产总额为 3.40 万亿元，占全行业总资产的 58.58%，前十大证券公司以上指标占比均超过 50%，行业集中度较高。

表 3 2017 年上半年主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1,470.44	6,059.12	186.94	51.83
2	国泰君安	1,277.65	4,047.26	111.04	50.92
3	海通证券	1,241.21	5,348.94	128.14	45.17
4	华泰证券	856.02	3,688.30	81.17	30.55
5	广发证券	838.77	3,583.28	100.50	44.97
6	招商证券	766.26	2,428.17	58.59	25.48
7	中国银河	630.25	2,294.46	56.68	21.31
8	申万宏源	543.44	2,829.66	60.62	21.05
9	光大证券	492.71	1,948.56	39.67	12.87
10	国信证券	491.54	1,806.94	54.35	20.13
合计		8,608.29	34,034.69	877.72	324.27

数据来源：wind 资讯

证券公司业务收入来源集中和盈利模式单一雷同，导致证券公司间竞争激烈的同时伴有不正当竞争现象。如 IB 业务市场资源有限，个别券商在投资者合规方面放水并因此被证监会立案调查；同时，为大力开展业务，多数券商在创新业务的风险控制上都滞后于产品设计。随着监管的日益加强，整个行业发展分化也日益明显，违规者将受到监管层的严肃处理，规范者且竞争力强的公司则会取得相应发展。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、业务规范和专业水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势，行业集中度将进一步上升。

4. 风险因素

证券业务是与市场呈强周期关系的，具体风险主要体现如下：

（1）市场风险

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。2015 年以来，股票市场从火热到大幅下跌，走势波动较大，市场风险加剧，对自营业务影响较大，但也对证券公司应对市场风险的策略和技术提出了更高要求。

（2）信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。目前，宏观经济下行，实体经济经营困难，企业信用风险逐渐暴露，在一定程度上增加了债券投资类业务风险；同时，2016 年以来，债券市场违约事件频发，波动较大，证券公司投资类业务面临信用风险加大。

（3）流动性风险

在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。近年来，随着创新业务的发展和深化，证券公司经营和资产负债结构日趋复杂化，流动性风险体现三种新趋势，一是资产流动性下降和负债杠杆率提高；二是表外业务膨胀发展隐含着表外负债的增长，未来以结构性投融资、资产证券化、部分资管产品为载体的表外业务在创新活动中也将迅速增长；三是资本性承诺的潜在冲击，新股发行市场化定价使得投行业务的包销风险不断加大，单个项目包销金额明显上升，低等级债券市场的扩大也将对证券公司以包销模式发展债券销售业务提供操作空间。

（4）操作风险

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作流程来控制人为失误；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。近年来，证券公司在制度和内控上不断加强和完善业务合规性，控制人为失误；2015 年以来，中国证监会也在强化以常规方式打击证券期货市场违法违规的同时组织了相关领域的专项执法活动；2016 年，证监会行政处罚力度进一步加大，根据 2016 年分类评价结果，包括 7 家公司分别因经纪业务、两融业务和新股发行保荐业务涉嫌违法违规被证监会

立案调查。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

（5）法律政策风险

法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面，一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场的波动影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。近年来，国家对证券市场的政策监管不断调整，证券公司在业务开展上机遇与挑战并存；同时，证券公司创新业务蓬勃发展，须关注创新业务合规性与否所带来的法律政策风险。

从我国实际情况看，证券公司在风险管理方面普遍面临着一些问题和挑战：第一，我国证券公司开展风险管理的时间还不长，由于产品和业务种类并不完善，风险复杂程度与国际同行业相比仍然较低，全面风险管理的理念未在行业内得到普遍重视。第二，随着全面风险管理理念的提出，证券公司面临着将已有的证券交易、结算、财务管理等不同信息系统进行整合的重要任务，基础数据和信息系统框架的整合成为制约证券公司风险管理水平提升的瓶颈。第三，受国内金融市场成熟度的限制，证券公司普遍缺乏风险对冲的工具，市场创设对冲产品的机制不足，市场风险管理工具的应用仍然有限。第四，证券公司对于操作风险基本处于定性管理阶段，缺乏量化管理的工具和手段。第五，由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，证券公司在创新活动中可能面临因管理水平、技术水平、风险控制能力、配套设施和相关制度等方面不能与创新业务相适应而导致的经营风险。

5. 未来动向

（1）风险管理水平有所提高，监管力度加强

证券公司风险主要包括市场风险、信用风险、流动性风险以及操作风险。目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。比较突出的一点是：2015年，国内股市出现了大幅震荡，各家证券公司凭借较好的风险管理能力，未受到市场的过大冲击，各项业务整体运营平稳。

2016年6月，中国证监会发布修订后的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，并于10月1日正式实施。此次修订，一方面在维持总体框架不变基础上，对不适应行业发展需要的具体规则进行调整；另一方面，结合行业发展的新形势，通过改进净资本、风险资本准备计算公式，完善杠杆率、流动性监管等指标，明确逆周期调节机制等，提升风控指标的完备性和有效性，有利于券商进一步提升风险管理能力。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2017年8月，证监会公布了2017年证券公司分类评价结果。根据结果，除去32家证券公司按规定与其母公司合并评价外，在参选的97家券商中，获评A类的有40家，获评B类的有48家，获评C类的有9家。与2016年相比（剔除2017年新增的华菁证券和申港证券），上调评级的有29家，维持评级的有37家，下调评级的有29家；其中，A类券商数量较2016年增加了4家，

行业整体表现有所回升。但从券商个体来看，呈现出比较明显的分化态势，大型综合券商排名提升明显。而部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2017 年 11 月，央行发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，针对近几年发展迅速的通道业务提出新的规范，将促使证券公司提升主动管理能力。

2018 年 1 月，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》（以下简称“业务办法”），中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》（以下简称“风险管理指引”），业务办法要求作为融出方的证券公司接受单只 A 股股票质押数量不得超过该 A 股总股本 30%，作为融出方的集合和定向资管计划接受单只 A 股股票质押数量不得超过该 A 股总股本 15%；同时要求证券公司加强标的证券的风险管理，交易前通过制定渠道查询标的证券整体质押比例，不得导致单只股票整体质押比例超过 50%。风险管理指引还根据分类评价结果细化风险控制指标要求，其中分类评价结果为 A 类的证券公司，自有资金参与股票质押回购交易余额不得超过公司净资本的 150%；分类评价结果为 B 类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 100%；分类评价结果为 C 类及以下的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 50%。上述新规从股票质押业务的交易和结算环节进一步规范，使股票质押市场回归理性；通过严控风控指标和强化业务流程管理，引导证券公司加强信用风险和流动性风险管理能力，有效控制系统性风险。

在证监会调整风控指标、修订分类监管规定等举措下，体现出监管层对证券公司风险管理能力提出了更高要求，对证券公司保持了较强的监管力度，同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

（2）资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司将不断推动业务转型，并在相关业务面临较好的发展机遇，同时对自身风控能力提出更高要求。

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。“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，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，引导行业聚焦主业发展；《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。

总体看，未来一段时间，证券公司将迎来业务创新和发展的良好外部机遇，同时也对自身风控能力提出了更高的要求。

四、规模与竞争力

公司是全国性综合类证券公司之一，具有较强的经营实力

公司是全国性综合类证券公司之一，各项业务牌照齐全，具备较为完整的证券业务板块，控股期货公司和股权投资公司，具有综合化经营的发展模式。根据中国证券业协会数据，2016 年度全国 129 家证券公司中，公司总资产排名第 55 位，净资产排名第 48 位，净资本排名第 51 位，净利润排名第 48 位，均处于行业中上游水平。截至 2017 年底，公司拥有 101 家分支机构，包括分公司 15 家、

证券营业部 86 家；86 家营业部中，位于江苏省有 42 家，位于宁夏回族自治区有 15 家，覆盖了北京、上海、深圳、重庆等重点一、二线城市，形成对江苏地区和一线城市的广泛覆盖，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，公司在客户影响及品牌方面具有一定区域优势，广泛分布的经营网点为公司业务发展提供了很好的平台。

控股股东实力强，对公司发展提供有力支持

公司控股股东紫金投资集团直接持有公司 30.16% 的股权。紫金投资集团系于 2008 年 6 月经南京市工商行政管理局核准成立，由南京市国资委下国有独资公司国资集团投资组建，系国资集团金融板块业务重要运营主体。目前，紫金投资集团已经形成金融服务板块、创业投资板块和实业投资板块三大经营板块，初步打造出较为完整的金融服务体系，其中金融服务板块是目前其收入和利润的主要来源，已形成较为完善的金融产业链，业务涉及银行、证券、信托、保险等领域。紫金投资集团丰富的业务平台为公司投资银行业务、经纪业务和资产管理等业务的开展提供了广阔的机会和条件；同时，有利于公司的业务资源整合和专业化分工，使得各项业务实现客户、渠道、信息等资源的共享；有利于公司为客户提供全面、专业、个性化的金融类服务。2015 年 10 月，公司正式于股转系统挂牌并公开转让，同时紫金投资集团等 31 家股东完成向南京证券增资 34.44 亿元，公司资本实力大幅提升。整体看，紫金投资集团综合实力强，为公司业务发展提供了有力支撑。

总体看，公司作为全国性综合类证券公司之一，资产规模、资本规模以及收入规模均位于行业中上游水平，在江苏省和宁夏回族自治区具有一定竞争优势，具有较强的经营实力；公司控股股东紫金投资集团能够在业务、客户以及渠道等方面给予公司较大的支持，有利于公司发挥业务协同效应，促进公司业务发展。

五、公司治理

1. 公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》等相关法律法规的要求制定公司《章程》，形成了股东大会、董事会、监事会及经营层相互分离、相互制衡的公司治理结构和运作机制，并建立和不断完善公司治理相关制度和规则体系。近年来，公司能够按照《公司章程》、《股东大会议事规则》的要求召集和召开年度股东大会和临时股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。

股东大会是公司的最高权力机构，公司按照相关规定召开股东大会，表决程序和决议内容符合相关要求。近年来，公司股东大会审议通过了董事会工作报告、实施增资扩股、利润分配、公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让、首次公开发行股票等多项议案，较好地保障了股东的知情权、参与权和表决权。

董事会为公司的决策机构，对股东大会负责。董事会由 15 名董事组成，其中独立董事 5 名，设董事长 1 名，副董事长 1 名。董事会下设合规与风险管理委员会、审计委员会、薪酬与提名委员会三个专门委员会。专门委员会成员全部由董事组成，其中，合规与风险管理委员会由 7 名董事组成，主要职责为对合规管理和风险管理的总体目标、基本政策进行审议并提出意见；对合规管理和风险管理的机构设置及其职责进行审议并提出意见；对需董事会审议的重大决策的风险和重大风险的解决方案进行评估并提出意见；对需董事会审议的公司风险容忍度、风险限额等风险指标体系进行审议并提出意见。审计委员会由 3 名董事组成，主要负责监督年度审计工作，就审计后的财务报告信息的真实性、准确性和完整性作出判断，提交董事会审议，并监督外部审计机构的执业行为等。薪酬与提名委员会由 5 名董事组成，主要负责对公司董事、高级管理人员的选任标准和程序进行审议

并提出意见，搜寻合格的董事和高级管理人员人选，对人选的资格条件进行审查并提出建议，对董事和高级管理人员的考核与薪酬管理制度进行审议并提出意见等。2014~2017 年末，公司董事会及其专门委员会按照相关议事规则召开多次会议，审议通过了公司开展各类业务、首次公开发行股票、年度财务报告、薪酬与绩效考核管理等多项议案。

公司设监事会，监事会为公司的监督机构，对股东大会负责。监事会由 7 名监事组成，其中职工代表监事 3 名，设监事会主席 1 名。近年来，监事会通过列席董事会会议、召开专题会议等方式实施监督职能，并对公司运营管理提出意见和建议，审议通过了公司有关定期报告、财务会计报告和内部控制报告、监事会工作报告等多项议案。

公司经理层包括总裁、副总裁、总工程师、财务总监、合规总监、首席风险官及董事会秘书等。经理层接受董事会的考核与监督，并按照股东大会和董事会的要求进行日常经营管理工作。

总体看，公司建立了较为完善的治理架构，公司治理机制运行良好，各治理主体能够有效履行各自的职责。

2. 内部控制及合规管理

公司根据自身业务发展情况持续调整内部组织架构（公司组织架构见附件 1），由董事会负责建立健全并有效实施内部控制；监事会对董事会建立与实施内部控制进行监督；经理层负责组织领导公司内部控制的日常运行。

公司按照业务条线建立健全了各项业务管理制度及内控体系。公司建立了经纪业务内控平台，风险管理部门、分支机构等通过技术系统对客户资产安全情况和异常交易行为等进行实时监控，并建立了证券经纪人管理机制，防范证券经纪人的违规风险。公司建立健全了投资银行管理制度体系，覆盖了投资银行业务各个业务环节，建立了包括公司风险控制委员会、内核小组、投资银行运营内控部、风险管理部及合规管理部等在内的投行业务风险控制组织体系，对项目实施全程管理，有效防范业务风险。针对自营业务，公司建立了包括董事会、证券投资决策委员会及自营业务部门在内的三级决策管理体制：董事会确定自营规模、风险限额等指标，并授权总裁室负责自营业务的投资运作管理；证券投资决策委员会负责制订自营业务投资策略，确定证券投资持仓比例及资产配置方案，评审自营业务重大项目等；投资管理总部在投资决策委员会规定的仓位配置范围内进行投资操作。此外，公司通过事前风险评估、事中风险监测、事后风险处置等措施对自营业务开展中的市场风险、流动性风险、信用风险和操作风险进行管控。资管业务方面，由公司风险决策管理委员会全面负责资产管理业务的风险控制工作，对资产管理业务的投资管理情况、投资决策程序的合规性、资产管理计划运作的合法、合规性进行监督和评价。信用交易业务方面，公司建立了包括董事会、信用交易业务决策委员会、业务执行部门和业务监督部门及分支机构四个层级在内的信用交易业务决策授权体系，并且在信用交易业务与资产管理、自营以及投资银行等业务之间建立隔离机制，防范利益冲突，实施严格的投资者适当性管理制度以及征信审批程序。

公司建立了财务管理内部控制体系。公司制订了《财务预算管理办法（试行）》，推行全面预算管理，对未来经营环境进行分析预测，以价值形式确定预算期内经营目标，并分解下达到公司内部各经济单位；并明确了《费用管理暂行办法》等财务管理制度，对总部及各分支机构的预算执行和费用列支管理流程进行规范，确保对公司经营事项进行全过程控制。公司计划财务部下设资金管理部，通过建立资金管理内部控制体系，在客户资金与自有资金严格分离的基础上，对公司自有资金实行集中管理、分级控制，根据流动性风险监管要求，结合业务资金需求，统筹资金来源、扩大融资渠道，实施流动性管理。

对外担保方面，公司严格依据外部法律法规及《公司章程》进行对外担保的控制和管理。为规范公司对外担保行为，公司在章程中明确规定了股东大会、董事会关于对外担保事项的决策权限，制定了《对外担保管理制度》。

子公司管理方面，公司通过对主要负责人及高管的任职审批、重大事项的报告、董事的委派等措施，以确保子公司的规范经营。同时，公司专门制定下发了《子公司管理办法（试行）》等制度，从治理结构、人事管理、经营管理、财务管理、合规风控、事项报告等六个方面，进一步全面加强了对子公司的管理。目前，公司还通过建立合规风控联席会议机制，以加强相互间合规风控信息的沟通与交流；以不定期现场或非现场合规风控检查方式，掌握子公司业务开展的合规风控情况；通过建立日常信息报送和重大事项报告机制，及时掌握子公司经营情况。

随着公司内部控制和合规管理加强，公司风控管理水平处于较好水平，近年来未出现重大风险合规问题。随着公司资本实力增强以及风险管理能力提高，公司证监会分类评级结果有所提升，2015~2017年分别为BBB级、A级和A级。此外，2018年3月13日，公司IPO申请已顺利通过发审会，成功实现主板上市后，有助于公司治理和内控水平的提升。

总体看，公司内部控制体系比较健全，内控管理制度与流程运作较为有效。

六、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司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，证券经纪业务和信用交易业务是公司主要收入来源。2015年下半年以来，证券市场行情波动，2015~2017年，公司营业收入呈逐年下降趋势，年均复合下降32.07%，分别实现营业收入29.97亿元、14.92亿元和13.85亿元；2017年，股票市场仍呈震荡趋势，公司营业收入较2016年同比下降7.67%。2015~2017年，公司净利润分别为14.13亿元、4.94亿元和4.12亿元，呈逐年下降趋势，三年复合减少45.99%。

表4 2015~2017年公司营业收入及占比情况（单位：亿元，%）

项目	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	19.10	63.73	7.77	52.06	5.68	41.06
证券自营业务	7.23	24.11	1.02	6.81	2.39	17.24
投资银行业务	1.38	4.60	2.57	17.21	0.90	6.48
资产管理业务	0.57	1.89	1.04	6.96	0.80	5.80
信用交易业务	6.70	22.36	4.42	29.61	4.98	35.99
其他业务及分部抵消	-5.00	-16.69	-1.89	-12.66	-0.91	-6.57
合计	29.97	100.00	14.92	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，证券经纪业务收入始终是公司最大收入来源。2015~2017年，受证券市场交投活跃度较低影响，公司证券经纪业务收入逐年下降，三年复合下降45.45%，经纪业务板块收入占营业收入比重分别为63.73%、52.06%和41.06%，公司业务贡献度逐年降低；其中，2016年公司证券经纪业务收入为7.77亿元，同比下降59.33%，主要系2016证券市场较为低迷，成交量下降明显

所致；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%。2015~2017 年，受市场行情波动影响，公司证券自营业务收入呈波动下降趋势，分别为 7.23 亿元、1.02 亿元和 2.39 亿元，其中，2016 年较 2015 年大幅下降主要系 2016 年证券市场整体较为低迷导致投资收益减少所致，受此影响公司证券自营业务收入占比由 2015 年的 24.11%降至 2016 年的 6.81%；2017 年，随着股票市场回暖及优质蓝筹整体上涨，公司自营业务收入同比增长 134.94%，占比增至 17.24%。2015~2017 年，投资银行业务收入呈波动下降趋势，三年复合下降 19.29%，分别为 1.38 亿元、2.57 亿元和 0.90 亿元，占营业收入比重分别为 4.60%、17.21%和 6.48%；2016 年公司投资银行业务收入同比增长 86.43%，主要系公司前期储备项目逐步发力，当年 IPO 业务及债券发行业务规模大幅增长所致；2017 年，由于公司部分储备项目尚未完成，同时债券发行市场低迷，公司投资银行业务收入大幅下降 65.06%。2015~2017 年，随着政策监管趋严，公司资产管理业务呈波动增长趋势，三年复合增长 19.15%，占营业收入比重分别为 1.89%、6.96%和 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，公司信用交易业务收入呈波动下降趋势，近三年分别为 6.70 亿元、4.42 亿元和 4.98 亿元，复合增长率下降 13.77%，占营业收入比重分别为 22.36%、29.61%和 35.99%，占比呈持续上升态势，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。近三年公司其他业务及分部抵消为-5.00 亿元、-1.89 亿元和 0.91 亿元，2015 年受融资融券及证券自营业务规模扩大影响，公司所需偿付的利息规模较大。

总体看，近年来，受证券市场行情波动影响，公司经营业绩有所下滑，营业收入和净利润逐年减少，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的波动性风险。

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。

近年来，公司充分挖掘区域业务机会，在江苏拥有较为明显的网点布局先发优势；同时，在全国范围设立了宁夏、深圳、上海、北京、云南、重庆等分公司，通过缩短决策链条，提高异地网点的本地化水平，积极开拓当地市场。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，其中江苏省 42 家，宁夏自治区 15 家，在客户影响及品牌方面具有一定区域优势。

营销模式方面，公司转变以经纪业务通道客户为营销主体的思路，以公司整体业务协同发展的“大营销”为目标，将营销客户单一靠通道收费的服务模式，改为全方位为客户提供通道、财务顾问、投融资等全方位服务，打造公司经纪业务差异化的竞争优势。此外，随着互联网金融的发展，公司发挥现有线下网点与互联网线上业务的契合点，借助微信、微博等营销手段以及互联网开户、线下业务线上化等良好的客户体验，进一步扩大目标客户群体。

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，2015~2017 年，公司证券经纪业务分别实现收入 19.10 亿元、7.77 亿元和

5.68 亿元，呈逐年下降趋势。根据中国证券业协会排名，2016 年，公司证券经纪业务收入排名行业第 43 位，处于中上游水平。

从代理买卖证券交易额来看，受证券市场行情低迷，股票交投活跃度降低影响，2015~2017 年，公司代理买卖证券交易额逐年下降，年均复合减少 28.58%，分别为 3.93 万亿元、2.28 万亿元和 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，2015~2017 年，公司经纪业务平均佣金率呈下降趋势，分别为 0.51‰、0.37‰和 0.32‰，主要是网上开户、一户多开的开放及各家券商均向下调整佣金率，致使行业佣金率整体呈下降趋势所致，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始终以股票产品为主。受证券市场震荡、交投活跃度底影响，2015~2017 年公司代理买卖股票交易额逐年下降，年均复合下降 36.61%，同期公司代理买卖股票交易额市场份额相对较稳定，分别为 0.644%、0.639%和 0.593%。2015~2017 年，公司代理买卖基金交易额分别为 572.84 亿元、252.55 亿元和 197.03 亿元，年均复合减少 41.35%，截至 2017 年末，公司代理买卖基金交易额市场份额降至 0.100%。2015~2017 年，公司代理买卖债券及债券回购业务交易额逐年增长，三年复合增长 6.07%，截至 2017 年末，公司代理买卖债券及债券回购业务交易额为 6,666.26 亿元，市场份额为 0.126%。

表 5 2015~2017 年公司代理买卖证券情况（单位：亿元，%）

种类	2015 年		2016 年		2017 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	32,798.63	0.644	16,279.77	0.639	13,178.97	0.593
基金	572.84	0.188	252.55	0.114	197.03	0.100
债券	376.12	0.728	505.76	0.703	6,666.26	0.126
债券回购	5,548.92	0.234	5,722.55	0.131		
合计	39,296.51	--	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，近年来，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。2015~2017 年，公司代销金融产品业务收入分别为 231.17 万元、1,301.49 万元和 1,553.42 万元，呈逐年增长态势。

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；近年来，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逐年减少态势。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仍存在一定的波动性风险。

（2）投资银行业务

2004 年，公司获得保荐机构资格，成为中国第一批具有保荐资格的券商。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。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。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。

2015~2017 年，公司投资银行业务分别实现收入 1.38 亿元、2.57 亿元和 0.90 亿元，呈波动下降趋势，三年复合下降 19.29%；2017 年，受监管政策及市场环境影响，投资银行业务收入同比大幅下降 65.06%，主要来源于再融资、债券发行和财务顾问收入。根据证券业协会排名，2016 年公司投资银行业务收入排名分别为行业第 60 位，较 2015 排名上升 5 位，处于中游水平。

表 6 公司主要投行业务收入情况表（单位：万元，%）

业务收入	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
IPO	0.00	0.00	3,858.87	14.80	89.06	0.99
再融资	3,290.00	23.88	4,325.38	16.59	486.79	5.43
债券发行	5,091.10	36.95	10,340.74	39.66	1,736.11	19.35
财务顾问	5,395.50	39.16	7,549.06	28.95	6,659.34	74.23
合计	13,776.60	100.00	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，公司投资银行业务总部及其下属业务部门负责股票承销与保荐、资产重组、财务顾问等投资银行业务的承揽和承做，公司投资银行业务总部下设九个业务部门以及资本市场部和综合管理部。此外，投资银行运营内控部独立运作，负责对投资银行业务进行全面的风险管理和风险控制。2015~2017 年，公司股权类项目承销金额分别为 32.80 亿元、65.01 亿元和 30.01 亿元，三年复合下降 4.35%，以再融资业务为主；2016 年，随着公司前期培育投行项目的发行完成，股权类承销金额同比大幅增长 98.19%；2017 年，由于公司部分储备项目尚未完成，股权类承销金额同比降低 53.84%；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。根据中国证券业协会数据，2016 年度，公司股票主承销家数排名有由 2015 年第 54 位上升至第 33 位，处于行业中上游水平。

债权融资业务方面，公司的债券发行承销业务由固定收益总部负责、投资银行业务总部协同开展，主要业务品种包括企业债券、公司债券、金融债券以及其他固定收益证券品种。近年来，公司加强固定收益部门建设，完善业务平台，形成发行承销、销售交易、投资研究三大业务板块，对债券发行、定价、销售形成支持。受债券发行政策环境变化影响，公司债券承销规模波动较大，2015~2017 年，公司作为主承销商分别完成债券类承销项目 7 个、14 个和 7 个，分别实现债券发行 51.40 亿元、134.90 亿元和 35.00 亿元，承销金额波动较大；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，当年公司债券承销金额同比大幅下降 74.05%。根据中国证券业协会数据，2016 年，公司债券承销佣金收入排名第 61 位，处于行业中游水平。

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。2015 年以来，公司先后为宁波双林汽车部件股份有限公司、新开普电子股份有限公司、金城造纸股份有限公司、南京港股份有限公司、山东新能泰山发电股份有限公司等企业的重大资产重组项目提供财务顾问服务。2015~2017 年，公司财务顾问业务净收入分别为 0.54 亿元、0.75 亿元和 0.67 亿元，收入规模保持稳定。2016 年度，公司财务顾问收入在统计的行业内 95 家公司中排名第 56 位。

新三板业务方面，公司于 2007 年取得代办股份转让业务主办券商业务资格，为非上市股份公司股份报价转让提供挂牌和再融资等相关服务。2013 年 3 月，公司取得作为主办券商在股转系统从事推荐业务和经纪业务资格。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 2015 年完成推荐挂牌企业 18 家，2016 年完成推荐挂牌企业 24 家，2017 年完成推荐挂牌企业 7 家。同时，公司系首批获得做市商资格的主办券商之一，自 2014 年 8 月启动做市业务，已为 93 家挂牌公司提供做市服务，有效提升了挂牌公司股票的流动性和价值发现能力。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波动较大；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，未来公司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。权益类证券自营业务的投资范围包括股票、基金、新三板做市等。固定收益类证券自营业务的投资范围包括国债、金融债、公司债等。证券衍生品自营业务投资范围包括期权、股指期货等证券衍生品。

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-投资决策机构-自营业务部门”三个层级。董事会是自营业务的最高决策机构，根据公司资产、负债、损益和资本充足等情况确定自营业务规模、可承受的风险限额等，并以董事会决议的形式决策。投资决策委员会是自营业务投资运作的决策管理机构，负责确定具体的资产配置策略、投资事项和投资品种等。投资管理总部、固定收益总部、金融衍生品部为自营业务的日常执行机构，在投资决策委员会确定的仓位配置范围内，从证券池中选择标的证券构造投资组合或从策略池中选择合适的策略进行投资。

近年来，公司自营业务偏好稳健的经营风格，但受市场行情影响，2015~2017 年，公司证券自营业务收入呈波动下降趋势，分别为 7.23 亿元、1.02 亿元和 2.39 亿元；2016 年证券行业低迷，公司大幅缩减自营投资规模，全年收入同比大幅下降 85.94%；2017 年，随着股票市场回暖，受益于优质蓝筹股上涨，公司自营业务收入同比增长 134.94%。

公司证券自营业务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。2015~2017 年，公司证券自营投资规模呈波动下降趋势，分别为 22.84 亿元、30.87 亿元和 20.90 亿元，年均复合减少 4.33%，其中 2016 年自营投资规模大幅增长主要系公司参与投资证金公司专户所致。2015~2017 年，公司股票投资规模逐年下降，年均复合减少 22.76%，占公司自营投资比重分别为 23.37%、16.15%和 15.23%；2017 年，公司股票平均投资规模为 3.18 亿元，较上年下降 36.17%。2015~2017 年，公司债券产品投资规模变化不大，分别为 8.08 亿元、8.00 亿元和 8.13 亿元，其占自营投资规模比重呈波动增长趋势，三年分别为 35.39%、25.93%和 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，在良好的风控意识下，目前公司投资债券无违约情况发生。2015~2017 年，基金投资规模波动增长，年均复合增长 3.04%，占自营投资比重分别为 3.61%、2.20%和 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。2015~2017 年，公司自营业务衍生产品及其他投资规模有所波动，分别为 8.59 亿元、17.20 亿元和 8.82 亿元；其中，2016 年公司为了维护证券市场稳定，出资 11.45 亿元投资于证金公司成立的专户产品，用于投资二级市场蓝筹股 ETF 等，公司已于 2017 年 2 月收回对证金公司专户的投资。

表 7 2015~2017 年末公司自营业务投资规模 (单位: 亿元, %)

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	投资规模	占比	投资规模	占比	投资规模	占比
股票	5.34	23.37	4.99	16.15	3.18	15.23
债券	8.08	35.39	8.00	25.93	8.13	38.88
基金	0.82	3.61	0.68	2.20	0.78	3.71
衍生产品及其他	8.59	37.63	17.20	55.72	8.82	42.18
合计	22.84	100.00	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=报告期内各月末自营证券占用资金之和/报告期月数。

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, 近年来公司自营投资以固定收益类投资为主, 整体风格偏稳健; 受市场行情影响, 2016 年公司整体自营业务收入规模下滑较大, 2017 年自营业务收益情况有所回暖。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

公司于 2003 年取得资产管理业务资格, 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。资产管理总部实行总经理负责制, 设总经理、副总经理各一名, 下设市场推广部、集合投资部、固定收益投资部、研究策划部、中央交易室、运营管理部 6 个二级部门。

近年来, 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。

2015~2017 年, 公司大力发展资产管理业务, 期末受托管理资产规模分别为 271.24 亿元、361.12 亿元和 403.41 亿元, 实现较快增长, 三年复合增长 21.95%, 以定向理财产品为主, 近三年占资管规模比重分别为 97.76%、98.41%和 99.23%。截至 2017 年末, 公司受托管理资产总规模为 403.41 亿元, 较上年末增长 11.71%; 其中, 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。

收入方面, 近三年, 公司资产管理业务收入 (母公司口径, 下同) 呈波动增长趋势, 三年复合增长率为 21.51%, 分别为 0.56 亿元、1.05 亿元和 0.83 亿元; 2016 年度同比增长 85.53%, 主要系 2016 年定向理财产品规模增长较快, 且债券市场行情整体上涨所致; 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, 导致 2017 年公司资产管理业务收入同比下降 20.42%。2017 年, 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%。

表 8 2015~2017 年公司资产管理业务情况表 (单位: 亿元)

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	期末管理规模	收入	期末管理规模	收入	期末管理规模	收入
集合理财	6.08	0.09	5.75	0.05	3.10	0.08

定向理财	265.16	0.48	355.37	0.99	400.31	0.75
合计	271.24	0.56	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浮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，近三年，公司资产管理业务稳步发展，受市场及政策环境影响，收入呈波动增长趋势。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、转融通业务、约定购回式证券交易业务、股票质押式回购交易业务。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。

近年来，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。公司建立了严格的客户征信评级与授信管理办法，对客户年龄、收入、资产、交易量和盈利能力等指标进行综合评估，确定其授信额度。对于担保品折算率和股票池则由公司研究所根据股票市场行情随时调整测算。

受市场行情波动影响，2015~2017年，公司信用交易业务收入呈波动下降趋势，三年复合减少13.77%，分别为6.70亿元、4.42亿元和4.98亿元；2016年，证券市场总体低位震荡，市场交易量萎缩，客户融资意愿降低，投资者交易信心不足，公司信用交易业务规模在此背景下有所降低，使得2016年公司信用交易业务收入同比下降34.07%；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，2017年信用交易业务收入同比增长12.77%。近三年，公司信用业务杠杆率¹分别为146.91%、99.70%和96.39%，信用业务杠杆水平逐年降低。

近三年，公司融资融券账户数目持续增长，截至2017年底，公司融资融券账户数目为26,871户。受市场行情波动影响，2015~2017年末，公司融资融券余额有所波动，分别为78.87亿元、55.36亿元和55.89亿元；同期，公司融资融券业务利息收入分别为7.12亿元、4.48亿元和4.15亿元，年均复合下降23.68%；根据中国证券业协会统计，公司在2016年度证券公司融资融券业务利息收入中排名行业第37位，处于中上游水平。

表9 2015~2017年末公司融资融券业务情况表（单位：户，亿元）

项目	2015年末	2016年末	2017年末
融资融券账户数目	25,476	26,182	26,871
融资融券账户余额	78.87	55.36	55.89

资料来源：公司提供

公司分别于2013年和2014年取得约定购回式证券交易及股票质押式回购交易等业务资格。公司股票质押回购业务风险控制良好，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，2015~2017年末，股票质押式回购业务融出资金分别为4.19亿元、8.80亿元和22.84亿元，业务规模持续增长，三年复合增长率为133.44%。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%，主要系规模增长带动。由于股票质押式回购交易业务对约定购回式证券交易业务具有一定替代效应，公司仅于2014年末存在约定待购回余额0.024亿元，2015

¹ 信用业务杠杆率=（融出资金+买入返售金融资产）/所有者权益*100%

年起不再开展约定购回业务。总体看，公司约定购回业务和股票质押业务对利息收入的贡献仍较小。

总体看，近年来，公司信用交易板块收入主要来源于融资融券业务，发展速度较快，已成为公司重要的收入来源。公司积极开展股票质押业务，业务规模持续增长，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。近年来，公司研究课题连续获得多个奖项，2015年获得“江苏省国际金融学会优秀课题报告二等奖”，2016年获得“南京金融业优秀金融理论研究成果一等奖”等8个奖项，2017年获得“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；截至本报告出具日，上述增资及股权变动的工商变更登记手续尚未办理完毕。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。南证期货设有14个职能管理和业务部门，在武汉、南昌、扬州，以及北京、上海、重庆、广州、深圳、昆明等主要中心城市都设有期货营业部或IB营业部。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。2018年3月12日，巨石西部已经注销完成；截至本报告出具日，巨石金川的注销程序尚未完成。

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。未来公司将通过财为主要手段，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已通过中国证监会发审委审核，相关发行工作将于后续稳步推进；公司成功在A股实现挂牌后，公司直接融资能力将进一步提升，资本实力有望得到较大增强。

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申请已成功通过发审会，A股实现挂牌后，公司资本实力有望得到较大增强，为公司未来业务发展提供有力支撑。

七、风险管理分析

公司风险管理的总体目标为建立适应监管要求和创新业务发展需要的现代风险管理体系，确保业务风险的可测、可控、可承受。针对该目标，公司建立了包括公司董事会及其下设的合规与风险管理委员会；总裁室及其下设的风险控制委员会；首席风险官；风险管理部、合规管理部、财务部门、稽核部门、办公室等后台管理部门；各业务部门、分支机构及其内设风控合规专员的五个层级全面风险管理组织架构。

董事会合规与风险管理委员会全面负责公司合规与风险管理工作，监督实施、决定公司各项业务风险管理的基本目标和原则。公司风险控制委员会负责公司全面风险管理，建立公司全面风险管理机制，审定公司风险管理相关规章制度，对公司各项业务重大风险的监督与控制。首席风险官负

责推动公司全面风险管理工作，指导、协调风险管理部及相关后台职能管理部门、业务部门和分支机构的风险管理工作，组织实施对公司各项业务及整体所面临各类风险的监测、评估、管理、控制与报告工作。风险管理部在首席风险官的领导下，负责对公司各业务条线的风险管理，对业务的总体风险水平及重要风险点进行实时监控、分析评估和出具风险报告。

公司在日常经营活动中面临的风险主要包括市场风险、信用风险、流动性风险和操作风险等。

1. 市场风险管理

公司面临的市场风险是公司的持仓组合由于相关市场的不利变化而导致损失的风险。公司的市场风险主要源于权益类投资、固定收益类投资、衍生品投资等，主要集中于公司投资管理总部、固定收益总部和资产管理总部等业务部门。

公司主要从风险评估、投资决策、流程控制、风险隔离四个方面来控制公司的市场风险：

(1) 风险评估：公司采取敏感性分析和压力测试等方式，定期或不定期对公司的市场风险承受能力进行测试，确保公司在风险可控的情况下开展相应业务。公司建立了市场风险管理体系，对收益率曲线风险、期权性风险、股票价格风险等市场风险进行有效识别。

(2) 投资决策：公司分别设立证券投资决策委员会、固定收益投资决策委员会和资产管理业务投资决策委员会，各投资决策委员会对公司总裁室负责，负责制定公司业务投资策略，确定证券投资持仓比例及资产配置方案等。

(3) 流程控制：公司采取规模控制、授权管理和止盈止损控制等措施来控制市场风险：公司董事会每年根据风险评估的结果确定自营、固定收益等业务的年度投资规模，确保在风险可承受的范围内开展业务；公司董事会对投资决策委员会、投资业务部门按照投资规模、投资范围分级授权，并且在投资策略、投资具体品种的决策方面相分离，确保业务各环节的有效制衡；公司通过止盈止损控制单项投资的风险，避免单项投资亏损过大情况的出现，同时通过设定总的风险容忍度来规避系统性市场风险。

(4) 风险隔离：公司通过建立隔离墙制度，对各项业务实施人员、信息、物理、财务、账户等方面的隔离，防止某项业务的市场风险蔓延到公司其他业务模块，防止利益冲突或不正当利益输送。

此外，公司风险管理部通过考虑各类业务投资的风险收益情况，制定了各类业务的风险限额、风险容忍度系列指标，使用专业风险管理工具对各类业务的市场风险状况进行独立的监控、测量和管理。当发生接近或超过风险限额情况时，风险管理部向相关部门及领导发送预警或风险提示，协助并监督业务部门实施应对措施。

2. 信用风险管理

公司的信用风险主要来自融资融券类业务、股票质押回购交易、约定式购回交易、经纪业务代理客户买卖证券、固定收益投资、合同履行等方面。公司主要采取加强客户征信管理、加强固定收益投资控制及强化合同管理等方式控制信用风险。

融资融券业务中，公司在加强客户征信管理的同时建立了单一客户授信额度、单一担保证券规模等业务信用风险限额，以及逆周期对客户融资保证金比例和担保证券折算率的动态调整机制，确保融资融券业务的稳健开展。

股票质押回购和约定式购回交易中，公司制定有标准化的业务交易协议，明确交易双方的权利义务以及违约处理措施；建立对单一客户、单一证券交易规模的控制，对客户资信、担保品等进行

审慎评估并动态管理，落实盯市和担保品追加机制，以有效规避业务信用风险。

经纪业务代理客户买卖证券中，公司建立证券交易实时监控系統，对客户异常交易行为、证券账户异常行为、新股上市初期异常交易行为等进行实时监控，对监控系统显示的实时预警指标和查询类指标，区分重要程度及时逐级妥善处理。

固定收益投资中，选择资本实力强，盈利状况好，管理和运作规范、信用良好的交易对手进行交易，减少不良交易对手产生的风险；对债券的发行人及其担保人的资产实力进行分析，跟踪研究发行人的偿债能力，规避兑付风险。

合同履行方面，公司实行分级审批，加强法律和合规审核，防止欺诈或不公平条款产生的合同风险。

3. 流动性风险管理

流动性风险是指公司无法以合理成本及时获得充足资金，以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。公司主要通过完善财务资金管理制度、建立净资产预警机制、动态监控等措施控制流动性风险。建立健全以净资产和流动性为核心的风险控制指标预警机制，严格按照监管部门风险控制指标规定比例开展有关业务，确保风险控制指标及有关财务指标持续符合相关监管规定；建立健全财务管理制度和资金管理制度，实行全面预算管理制度，健全财务指标考核体系；严格执行资金调拨、资金运用的授权审批制度，加强资金筹集的计划管理；开展资金缺口管理，通过测算资金流量缺口，有效管理支付风险。公司建立了流动性风险指标动态监控系统，实时监控和防范流动性风险的发生。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。

4. 操作风险管理

业务操作风险涉及公司各项业务，包括经纪业务、自营业务、资产管理业务、投资银行业务等。公司持续完善各项业务制度、操作流程和对应的业务表单，明确各业务的操作规范。专门制定了操作风险管理制度，对公司业务开展中各类操作风险的识别、评估、防范和控制作了明确的规定和要求，进一步强化了各类别操作风险的管理。公司明确界定各部门、分支机构及不同工作岗位职责和权限，体现重要部门、关键岗位之间分离、制衡及相互监督的原则。此外，公司通过建立内部控制管理学习培训体系，组织各项内控制度的培训，加强员工职业道德教育，防范操作风险的发生。

总体看，公司建立了较为完善的风险监控体系和全面的风险管理制度，有效支撑了各项业务稳步运行。但业务规模的快速增长及创新业务的深入开展要求公司进一步提高风险管理的专业化和精细化水平。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年的连审报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并被出具了标准无保留意见。2017 年 1 月，公司对 2013~2015 年合并财务报表现金流量表内部项目分类进行重述，本次连审报告使用的追溯重述后数据。

从合并范围来看，2016 年新增纳入合并范围的子公司 2 家，2017 年合并范围无变化；截至 2017 年末，公司纳入合并的各级子公司共 5 家。2016 年，新增合并子公司为新设子公司，规模较小，合并范围变化对公司财务数据影响较小，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，2015~2017 年，公司资产总额呈逐年下降趋势，年均复合减少 26.00%；截至 2017 年末，公司资产总额 235.02 亿元，较年初减少 12.50%。随着公司信用交易业务和自营业务规模收缩，2015~2017 年，公司自有资产规模呈逐年减少趋势，年均复合下降 24.13%；2016 年末，公司自有资产较 2015 年底下降 38.75%至 175.00 亿元，截至 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，近三年，公司可快速变现资产呈波动下降趋势，年均复合下降 20.94%，分别为 221.19 亿元、135.78 亿元和 138.24 亿元，其中 2016 年末较上年末下降 38.62%，主要系 2016 年证券市场行情低迷，公司信用交易业务规模大幅下降，且公司收缩自营业务规模所致；公司可快速变现资产占自有资产比重分别为 77.42%、77.59%和 84.05%，资产流动性逐年增加。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，主要系由于 2017 年末公司收益互换产品²全部退出，使得可供出售金融资产增加所致。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 10 近三年公司资产情况表（单位：亿元）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
自有资产	285.72	175.00	164.48
可快速变现资产	221.19	135.78	138.24
其中：自有货币资金	13.94	12.07	5.81
自有结算备付金	4.05	2.05	1.98
融出资金	78.63	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	40.26	22.04	19.58
买入返售金融资产	57.62	37.34	34.89
可供出售金融资产	26.68	7.09	20.26
资产总额	429.15	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。

2015~2017 年，公司货币资金规模逐年下降，年均复合减少 27.01%，主要系市场行情低迷，客户资金存款减少所致。截至 2017 年末，公司货币资金为 62.34 亿元，较上年末下降 29.40%；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，公司无受限货币资金。

受证券市场行情影响，2015~2017 年，公司融出资金呈波动减少态势，年均复合减少 15.82%。2016 年，证券市场波动，公司融资融券规模快速下降，2016 年末公司融出资金余额较上年末下降

² 收益互换产品为公司参与投资于中国证券金融股份有限公司专户。

29.81%至 55.19 亿元。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。

2015~2017 年，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产逐年下降，年均复合减少 30.27%，主要系公司自营业务规模缩减所致。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。

公司买入返售金融资产为公司按照返售协议约定先买入再按固定价格返售的证券等金融资产所融出的资金，主要包括股票质押式回购交易和其他买入返售金融资产交易。2015~2017 年，公司买入返售金融资产逐年减少，年均复合减少 22.18%，主要系受市场行情波动影响公司信用交易业务规模下降所致。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。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产逐年下降，年均复合减少 40.18%。2016 年，证券市场持续低迷，公司缩减股票投资规模及债券质押式回购投资规模，可供出售金融资产随之减少 63.79%至年末的 25.01 亿元。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，近年随着市场行情波动，受公司自营业务及信用交易业务规模收缩影响，公司资产规模逐年下降；公司自有资产主要以可快速变现资产为主，变现能力较强，资产质量较高。

3. 负债及杠杆水平

2015~2017 年，公司负债总额逐年下降，年均复合减少 35.26%，主要系受证券市场行情影响，公司代理买卖证券款、卖出回购金融资产款波动较大，以及前期发行的债券到期清偿所致。同期，公司自有负债规模逐年下降，年均复合减少 39.56%。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 11 近三年公司负债情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
自有负债	192.97	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	115.65	26.22	28.59
拆入资金	3.00	--	--

应付债券	55.73	42.00	16.97
应付短期融资款	3.45	0.00	16.54
非自有负债	143.44	93.58	70.53
其中：代理买卖证券款	143.38	93.58	70.52
负债合计	336.41	175.78	141.01
自有资产负债率	66.87	44.91	41.64
净资产/负债（母公司）	48.28	103.76	110.97
净资产/负债（母公司）	49.40	122.49	139.46

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2015~2017 年，公司应付短期融资款分别为 3.45 亿元、0.00 亿元和 16.54 亿元，呈波动上升趋势。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。2015 年，公司累计发行 15 期短期固定收益凭证，发行规模共计 11.16 亿元。2017 年，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。

2015~2017 年，公司卖出回购金融资产款呈波动减少态势，年均复合下降 50.28%，2016 年末由较上年末大幅下降 77.33%至 26.22，主要系 2016 年证券行业整体低迷，公司调整缩减自营规模，降低财务杠杆所致。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。

受证券市场行情波动影响，2015~2017 年，公司代理买卖证券款逐年减少，年均复合下降 29.87%。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%。

2015~2017 年，公司应付债券规模逐年减少，年均复合下降 44.82%，主要系公司前期发行的公司债及次级债到期兑付所致。2016 年，公司发行的长期固定收益凭证陆续到期偿还。2017 年，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，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 2017 年末，公司应付债券余额 16.97 亿元，年末存续债券 2 只，具体情况如下表。

表 12 截至 2017 年末公司存续债券情况（单位：%、亿元）

债券类型	债券名称	起息日	到期日	票面利率	发行面值
次级债	14 南京债	2014.11.19	2018.11.19	5.80	7.00
公司债	17 南京 01	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，2015~2017 年，公司全部债务规模分别为 177.83 亿元、68.79 亿元和 62.10 亿元，呈逐年减少态势，三年复合下降 40.90%；2016 年末，公司全部债务规模较上年末下降 61.31%，系公司信用交易业务和自营业务规模缩减致卖出回购金融资产款大幅减少 89.43 亿元所致。近三年，公司短期债务占全部债务比重分别为 68.66%、89.82%³和 72.67%，短期债务占比较高，债务结构有待进一步优化。

从负债水平来看，2015~2017 年，公司负债杠杆水平波动下降，自有资产负债率分别为 67.54%、46.97%和 42.85%，2016 年公司自营业务及信用交易业务规模缩减，公司降低负债杠杆水平匹配业务

3 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 年到期，此处调整为短期债务计算

发展需求。

新净资本监管要求下，截至 2017 年末，母公司口径的净资本/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，公司净资本/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，2016 年以来，受证券市场行情影响，公司经纪业务及信用交易业务规模缩减，致使代理买卖证券款、卖出回购金融资产款波动较大，并且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，目前公司存在增加杠杆的空间。

4. 资本充足性

近年来，公司主要通过股东增资、发行次级债券和利润留存等方式补充资本。2015 年，紫金投资集团等 31 家股东对公司增资 34.44 亿元，其中新增注册资本 5.74 亿元，其余 28.70 亿元计入资本公积。2015~2017 年，公司所有者权益呈小幅增长趋势，分别为 92.74 亿元、92.80 亿元和 94.00 亿元。截至 2017 年末，公司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。2016 年，公司权益分派方案为向全体股东每 10 股派 1.00 元，根据公司年度利润分配公告及预案，公司 2015 年向全体股东每 10 股派 1.50 元现金红利，2016 年向全体股东每 10 股派 1.00 元现金红利，2017 年度利润拟不分配；利润留存对于公司所有者权益的补充力度增强。

证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施新的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，改进净资本、风险资本准备计算公式，公司对 2015 年末风险控制指标进行了追溯调整，下述均为调整后数据。2015~2017 年末，母公司口径净资本规模分别为 90.15 亿元、77.99 亿元和 74.17 亿元，2016 年末公司净资本较 2015 年末下降 13.49%，主要系计入的次级债减少所致；净资产规模分别为 92.22 亿元、92.06 亿元和 93.21 亿元。

从主要风控指标来看，截至 2017 年末，公司母公司口径的净资本/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%。公司各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 13 公司风险控制指标监管报表（单位：亿元，%）

项目	监管标准	预警指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末
核心净资本	--	--	78.65	74.49	74.17
附属净资本	--	--	11.50	3.50	0.00
净资本	--	--	90.15	77.99	74.17
净资产	--	--	92.22	92.06	93.21
各项风险资本准备之和	--	--	29.22	16.32	16.76
风险覆盖率	≥100	≥120	308.46	478.00	442.58
资本杠杆率	≥8	≥9.6	28.17	44.35	46.06
净资本/净资产	≥20	≥24	97.75	84.71	79.57

资料来源：公司净资本监管报表及专项审计报告

注：2016 年，证监会修改了《证券公司风险控制指标管理办法》，自 2016 年 10 月 1 日起正式实施；公司对 2015 年相关指标进行了追溯调整。

总体看，近年来公司净资产规模较为稳定，各项风险控制指标均优于监管指标，随着股东增资

和次级债券发行，公司资本较为充足。

5. 现金流

从现金流来看，近年来，公司经营活动现金流波动较大，2015~2017 年经营活动现金流净额分别为 3.14 亿元、-30.97 亿元和 -10.57 亿元，2016 年以来，受经纪业务和信用交易业务规模下降影响，公司经营活动现金流均为净流出状态。从经营活动现金流入来看，近三年，公司经营活动现金流入分别为 131.54 亿元、110.33 亿元和 27.06，经营活动现金流出分别为 128.40 亿元、141.31 和 37.63 亿元，2017 年经营活动现金流入和流出变动较大，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。

2015~2017 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -2.82 亿元、-1.82 亿元和 -2.01 亿元，均呈现净流出状态。近三年，公司投资活动现金流入分别为 0.15 亿元、16.40 万元和 22.79 万元，规模较小；投资活动现金流出分别为 2.97 亿元、1.82 亿元和 2.01 亿元，呈波动下降态势，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 2.09 亿元、1.82 亿元和 0.64 亿元，主要系公司购建新办公楼所支付的购房款及装修款项等。

2015~2017 年，公司筹资活动现金量净额分别为 72.46 亿元、-24.14 亿元和 -17.38 亿元，筹资活动现金量净额由正转负。近三年，公司筹资活动现金流入量分别为 94.63 亿元、1.90 亿元和 29.70 亿元，波动显著，其中 2015 年公司通过发行固定收益凭证、次级债和公司债筹集资金，同时年内在全国中小企业股份转让系统挂牌并定向增发股份募集资金 34.44 亿元，2017 年公司发行公司债及短期融资券募集资金。从筹资活动现金流出情况来看，近三年，公司筹资活动现金流出规模分别为 22.16 亿元、26.04 亿元和 47.08 亿元，呈持续上升态势，主要系公司偿还债务及利息支出增加所致。

表 14 2015~2017 年公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营性现金流量净额	3.14	-30.97	-10.57
投资性现金流量净额	-2.82	-1.82	-2.01
筹资性现金流量净额	72.46	-24.14	-17.38
现金及现金等价物净增加额	72.80	-56.92	-29.98
年末现金及现金等价物余额	168.27	111.35	81.37

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，近年来，公司经营活动现金流受市场影响波动较大，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

近三年，受证券市场行情波动变化影响，公司营业收入逐年下降，2015~2017 年分别实现营业收入 30.00 亿元、15.00 亿元和 13.85 亿元，年均复合下降 32.07%。2016 年证券市场整体较为低迷，导致公司手续费及佣金收入下降，投资收益下跌，营业收入整体规模下滑，2016 年公司实现营业收入同比减少 50.21%，降幅较大。2015~2017 年，公司利润总额分别为 18.76 亿元、6.48 亿元和 5.44 亿元，三年复合下降 46.17%，净利润分别为 14.13 亿元、4.94 亿元和 4.12 亿元，三年复合下降 45.99%，均呈逐年下降态势，

近三年，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。公司手续费及佣金收入主要来自于经纪业务、投资银行业务和资管业务，受市场行情影响，2015~2017 年，公司手续费及佣金净收入逐年下降，分别实现收入 19.22 亿元、10.16 亿元和 6.47 亿元，年均复合下降 47.85%。近三年，公司手续费及佣金净收入占营业收入的比重为 64.08%、67.74%和 46.71%，2017 年占比降幅较大。公司投资收益主要来自于自营业务，2015~2017 年，公司投资收益分别为 7.42 亿元、2.80 亿元和 2.50 亿元，逐年减少，年均复合下降 41.93%，主要系 2016 年来受证券市场景气度下滑影响，公司金融工具投资收益显著下降；2017 年，公司投资收益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。2015~2017 年，公司利息净收入持续增加，三年复合增长率为 31.49%，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。2015~2017 年，公司利息净收入占营业收入的比重分别为 8.65%、20.75%和 32.40%，占比逐年增长，已成为公司第二大收入来源。2015~2017 年，公司公允价值变动收益分别为 0.65 亿元、-1.23 亿元和 0.33 亿元，2016 年公司持有的以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产出现亏损。

从营业支出来看，2015~2017 年，公司营业支出逐年减少，年均复合下降 12.70%，分别为 11.09 亿元、8.56 亿元和 8.45 亿元。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，近三年占营业支出比重为 81.67%、94.82%和 97.44%，占比逐年增加。2015~2017 年，公司业务及管理费分别为 9.05 亿元、8.12 亿元和 8.23 亿元，呈波动下降趋势，2016 年同比下降 10.36%，主要受员工工资薪酬和投资者保护基金下降影响。2015~2017 年，公司营业费用率分别为 30.21%、54.39%和 59.45%，呈逐年增长趋势，主要系 2016 年以来证券市场低迷，公司营业收入下降所致。近三年，由于营业收入下降，公司薪酬收入比逐年增加，分别为 19.15%、37.21%和 37.64%。

表 15 2015~2017 年公司营业利润情况表（单位：亿元，%，倍）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	30.00	15.00	13.85
其中：手续费及佣金净收入	19.22	10.16	6.47
利息净收入	2.59	3.11	4.49
投资收益	7.42	2.80	2.50
公允价值变动收益	0.65	-1.23	0.33
营业支出	11.09	8.56	8.45
其中：业务及管理费	9.05	8.12	8.23
营业利润	18.91	6.44	5.40
净利润	14.13	4.94	4.12
营业利润率	63.05	42.92	38.98
薪酬收入比	19.15	37.21	37.64
营业费用率	30.18	54.12	59.45
平均净资产收益率	6.59	2.14	2.43
平均净资产收益率	20.28	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，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 63.05%、42.92%和 38.98%，平均净资产收益率分别为 20.28%、5.32%和 4.41%，均呈逐年下降趋势；公司平均自有资产收益率分别为 6.59%、2.14%和 2.43%，呈波动下降趋势。根据证券业协会公布数据，公司 2016 年净资产收益率排名在 66 位，处于行业中游水平。此外，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%，盈利能力有待提升。

总体看，近三年，受证券市场环境影响，公司收入呈逐年下降态势，盈利能力有所下降，位于行业中游水平。

7. 偿债能力

近三年，公司可快速变现资产/自有负债分别为1.15倍、1.65倍和1.96倍，呈逐年上升趋势，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，2015~2017 年，公司 EBITDA 逐年下降，年均复合减少 43.22%。2017 年，公司 EBITDA 构成中利润总额占比 60.48%，利息支出占比 30.64%，折旧及摊销占比较小。近三年，公司的 EBITDA 全部债务比分别为 0.16 倍、0.18 倍和 0.14 倍，呈波动下降态势，EBITDA 对全部债务保障程度一般；EBITDA 利息倍数分别为 3.22 倍、2.24 倍和 3.26 倍，呈持续波动增长趋势，EBITDA 对利息支出能够形成良好保障。

表 16 2015~2017 年公司偿债能力指标情况表（单位：%、亿元、倍）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
自有资产负债率	67.54	46.97	42.85
全部债务	177.83	68.79	62.10
可快速变现资产/自有负债	1.18	1.79	2.06
EBITDA	27.88	12.55	8.99
EBITDA 全部债务比	0.16	0.18	0.14
EBITDA 利息倍数	3.22	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，间接融资能力很强。

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，近年来，公司债务规模逐年降低，可快速变现资产对债务能形成较好保障；但受收入规模下降影响，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；考虑到公司目前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申请已成功通过发审会，A股上市后直接融资能力将进一步提升，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，公司偿债能力很强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至 2017 年末，公司债务总额为 62.10 亿元。本期债券发行规模为 8.00 亿元，本期债券发行后，公司债务负担将有所增加。

以 2017 年末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 8.00 亿元，本期债券发行后，公司自有负债将增至 78.48 亿元，较发行前增长 11.35%；在其他因素不变的情况下，公司自有资产负

债率为 45.50%，较发行前上升 2.65 个百分点，债务负担仍处于较低水平，本期债券发行期限为不超过 5 年（含），本期债券发行成功后，公司债务结构将得到一定改善。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2017 年末的财务数据为基础，本期债券募集资金净额为 8.00 亿元，估算可快速变现资产和股东权益对本期债券本金的保障倍数以及使用 2017 年全年的 EBITDA 估算对本期债券本金的保障倍数（详见下表）。公司可快速变现资产、EBITDA、股东权益对本期债券本金覆盖倍数分别为 17.28 倍、1.09 倍和 11.75 倍，对本期债券的本金覆盖程度整体较好。2017 年，公司经营性现金流净额为负，无法对本期债券本金形成覆盖。

表 17 2017 年本期公司债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	保障倍数
年末可快速变现资产/本期债券本金	17.28
EBITDA/本期债券本金	1.09
年末所有者权益/本期债券本金	11.75

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，近三年，公司债务负担逐年下降，债务规模处于较低水平，近年来各项经营指标对债券保障程度较好；公司风险管理制度逐渐完善，对各项风控指标实时、动态监控，风险控制能力较好，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 申请已成功通过发审会，A 股上市后，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很强。

十、债权保护条款分析

1. 担保条款

国资集团与南京证券签署了《担保协议书》，并出具了《担保函》，国资集团为南京证券发行本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

担保人保证的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。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人分析

（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 6 月末，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。2012 年 7 月，根据南京

市人民政府《关于组建紫金投资集团、商贸旅游集团、安居建设集团、新农发展集团的决定》（宁委[2012]185号文件），通过组建四大集团，逐步理顺对下属多级子公司的管理。国资集团将原主要子公司重组组建了紫金投资集团、南京商贸旅游发展集团有限公司（以下简称“商贸旅游集团”）、南京新农发展集团有限责任公司（以下简称“新农发展集团”）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”），重组后国资集团对上述集团持有的股权未变。截至2017年6月末，国资集团拥有一级子公司5家，分别是紫金投资集团、商贸旅游集团、新农发展集团、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2016年底，国资集团合并资产总额1,921.63亿元，负债总额1,260.14亿元，所有者权益合计661.49亿元，其中归属于母公司的所有者权益495.10亿元；2016年，国资集团实现营业总收入220.05亿元，净利润34.74亿元，其中归属于母公司所有者的净利润21.69亿元；2016年，国资集团经营活动产生的现金流量净额-75.82亿元，现金及现金等价物净增加额-83.20亿元。

截至2017年6月底，国资集团合并资产总额1,935.50亿元，负债总额1,234.67亿元，所有者权益合计700.83亿元，其中归属于母公司的所有者权益532.78亿元；2017年1~6月，国资集团实现营业总收入80.25亿元，净利润22.39亿元，其中归属于母公司所有者的净利润16.61亿元；2017年1~6月，国资集团经营活动产生的现金流量净额-65.43亿元，现金及现金等价物净增加额-20.20亿元。

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，是集国有资产管理与投融资功能为一体的综合性集团公司。国资集团经过多年发展，已形成金融业务、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。近年来，随着国资集团经营规模的扩大，其营业总收入持续增长，盈利能力稳步提高；2014~2016年分别实现营业总收入132.15亿元、161.97亿元和220.05亿元，年均复合增长29.04%；分别实现净利润28.31亿元、40.16亿元和34.74亿元，三年复合增长10.78%。

表 18 2014~2016 年国资集团营业总收入情况（单位：亿元，%）

业务分类	2014 年			2015 年			2016 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
金融板块	17.81	13.48	93.32	40.78	19.77	75.67	43.51	19.77	56.54
商贸板块	55.08	41.67	19.12	42.69	26.36	26.52	39.38	17.90	36.44
基建板块	58.50	44.27	29.73	77.44	53.21	26.95	136.20	61.90	23.03
其他板块	0.77	0.58	23.38	1.06	0.65	37.74	0.96	0.44	17.71
合计	132.15	100.00	33.83	161.97	100.00	39.17	220.05	100.00	32.03
投资收益	26.43	--	--	38.19	--	--	25.95	--	--

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。2014~2016年，国资集团基建板块业务收入逐年增长，年均复合增长52.58%，占营业总收入比重由2014年44.27%增至2016年61.90%。2014~2016年，受益于金融市场环境的改善，证券业务和信托业务发展较快，国资集团金融板块收入逐年增长，年均复合增长56.30%，占营业总收入分别为13.48%、19.77%和19.77%，已成为国资集团第二大收入来源。2014~2016年，受国内外贸易业务经营环境波动影响，国资集团战略性收缩商贸板块业务，国资集团商贸板块收入逐年下降，年均复合减少15.44%，占营业收入比重逐年下降，2016年为17.90%。其他板块主要为现代农业，近三年营业收入波动增加，但

整体占比较小。

从毛利率来看，金融板块毛利率相对较高，受市场波动影响，金融板块毛利率呈逐年下降趋势，2014~2016 年分别为 93.32%、75.67%和 56.54%；商贸板块毛利率较低，受国资集团控制营业成本和内部业务转型的影响，近三年呈逐年上升趋势；受房地产行业不景气影响，基建板块毛利率逐渐下降，截至 2016 年底该指标为 23.03%。受金融板块毛利率下降影响，近三年国资集团毛利率呈波动下降趋势，分别为 33.83%、39.17%和 32.03%。

投资收益方面，2014~2016 年，国资集团投资收益波动较大，分别为 26.43 亿元、38.19 亿元和 25.95 亿元，主要系 2016 年受证券市场波动影响，国资集团出售股票收益、南京证券自营业务收益及持有的银行理财收益降低所致；其中，对联营企业和合营企业的投资收益分别为 8.31 亿元、10.76 亿元和 12.91 亿元，呈逐年增长趋势，占投资收益的比重分别为 31.44%、28.18%和 49.75%。国资集团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。

2017 年 1~6 月，国资集团实现营业总收入 80.25 亿元，同比下降 18.76%，主要系基建板块同比收入下降所致；其中基建板块收入 42.60 亿元，占比 53.08%，商贸板块收入 24.01 亿元，占比 24.01%；金融板块收入 17.25 亿元，占比 21.50%。

总体看，近年来，在金融板块和基建板块业务带动下，国资集团营业总收入逐年增长，受国内外贸易业务经营环境波动影响，贸易板块对于营业总收入贡献度逐渐下降，国资集团整体毛利率水平受金融板块业务影响呈波动下降趋势；国资集团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。

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。2014~2016 年，国资集团金融板块实现收入分别为 17.81 亿元、40.78 亿元和 43.51 亿元，占公司营业总收入比重分别为 13.48%、19.77%和 19.77%；2015 年金融板块收入同比大幅增长 128.97%，主要系证券市场成交量放大带动证券业务手续费和佣金收入的增加所致；2016 年金融板块收入同比增长 6.69%，增幅较上年大幅下降主要系 2016 年证券市场波动所致。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。

表 19 截至 2017 年 6 月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	30.16
	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	2011.08	合作组建	9.65

资料来源：国资集团提供

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。

信托业务由紫金信托有限责任公司（以下简称“紫金信托”）负责运营。紫金信托成立于 1992 年，原名为南京市信托投资公司，系经中国人民银行总行批准设立，由南京市财政局、南京市投资公司等 12 家单位共同出资组建。后经多次增资及股权变更，截至 2016 年底，紫金投资集团为紫金信托的控股股东，持股比例为 60.01%。目前，紫金信托主要业务包括自营业务和信托业务，自营业务方面，贷款与证券投资系其主要组成部分，信托业务涵盖紫金信托、动产信托、不动产信托、有

价证券信托等，紫金信托信托业务主要集中在江苏省内。近年来紫金信托发展较快，截至 2016 年末，紫金信托自营资产总额 36.77 亿元，较上年末增长 74.69%；信托资产总额 1,254.14 亿元，较上年末增长 52.41%，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 55.34%和 36.75%，行业分布主要为实业、金融机构和基础产业，比例分别为 39.86%、33.49%和 17.43%，符合金融支持实体经济以及地方建设的要求。2016 年，紫金信托实现营业总收入 7.39 亿元，同比增长 4.98%；净利润 4.13 亿元，同比增长 11.07%。紫金信托信托资产规模和营业收入均低于同业平均水平，但 2016 年公司资本回报率为 17.02%，处于当年行业较好水平。截至 2016 年底，紫金信托净资产 30.03 亿元，净资本/各项业务风险资本之和为 267.97%，净资本/净资产为 87.97%，均符合监管要求。

银行业务分别由南京银行和紫金农商行负责运营。南京银行成立于 1996 年 2 月，系中国最早成立的城市商业银行之一。经过多次增资后，截至 2016 年末，南京银行注册资本 60.59 亿元，前三大股东分别为法国巴黎银行、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 14.87%、12.41%和 9.43%。

截至 2016 年末，南京银行资产总额为 10,639.00 亿元，较年初增长 32.16%，股东权益为 623.78 亿元，较年初增长 19.01%；各项存款总额为 6,552.03 亿元，较年初增长 29.95%，贷款总额为 3,317.85 亿元，较年初增长 32.08%。2016 年，南京银行实现收入 266.21 亿元，同比增长 16.60%，其中利息净收入占比为 79.75%，较 2015 年减少 2.72 个百分点；手续费及佣金净收入占比为 20.25%，较 2015 年上升 2.72 个百分点。2016 年，南京银行实现净利润 83.46 亿元，同比增长 18.13%。受国际需求不振、国内经济增速放缓以及区域经济结构调整的影响，2012 年以来南京银行不良贷款有所反弹；截至 2016 年末，南京银行不良贷款额为 28.96 亿元，不良贷款率为 0.87%，较 2015 年末增长 0.04 个百分点。截至 2016 年末，南京银行一级资本充足率为 9.77%，较 2015 年末下降 0.58 个百分点；资本充足率为 13.11%，较 2014 年末上升 1.11 个百分点，高于监管水平。

紫金农商行于 2011 年 3 月成立，截至 2016 年末，紫金农商行注册资本为 32.95 亿元，紫金投资集团持有其 9.96%的股权，为其第一大股东。截至 2016 年末，紫金农商行共设有 129 家分支机构，其中总行直属营业部 1 家、分行 1 家、一级支行 8 家、科技支行 1 家，二级支行 118 家，业务范围覆盖除溧水、高淳两县的南京市全部地区，是南京市营业网点最多的地方商业银行。截至 2016 年末，紫金农商行资产总额 1,338.93 亿元，较上年底增长 31.45%；存款总额 862.30 亿元，较上年底增长 16.67%；贷款总额 628.14 亿元，较上年底增长 19.89%。2016 年，紫金农商行实现净利润 10.33 亿元，同比增长 23.04%。截至 2016 年末，紫金农商行不良贷款余额为 12.43 亿元，较上年末增加 0.44 亿元，不良贷款率 1.98%，较年初下降 0.31 个百分点，处于行业较高水平。截至 2016 年末，紫金农商行资本充足率为 14.42%，较上年末增长 1.27 个百分点，核心资本充足率为 11.45%，较上年末增长 1.82 个百分点。

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，是首家总部设在江苏省的全国性财产保险公司。截至 2016 年末，紫金财险注册资本 25 亿元，紫金投资集团持股 5.00%。截至 2016 年底，紫金财险累计实现保费收入 49.45 亿元，在我国产险公司中排名第 32 位。2016 年，受证券市场波动影响，紫金财险实现投资收益 3.54 亿元，同比下降 1.89%；净利润 0.60 亿元，同比下降 41.24%。截至 2016 年底，紫金财险实际资本 24.99 亿元，偿付能力充足率 298.71%，处于较高水平。利安人寿成立于 2011 年 7 月，总部位于南京，经多次增资后，截至 2016 年末，利安人寿注册资本 47.20 亿元，雨润控股集团有限公司持股占比 28.24%，是最大股东，紫金投资集团持股比例

为 10.38%，与江苏交通控股有限公司为并列第三大股东。截至 2016 年末，利安人寿总资产 278.93 亿元，较上年末增长 62.18%，净资产 74.04 亿元，较上年末增长 129.55%。2016 年全年，利安人寿实现保费收入 114.03 亿元，同比增长 69.47%，净利润-3.46 亿元，仍处于亏损状态。

国资集团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，是一家经南京市政府批准成立的由紫金投资、南京市商贸旅游发展集团、南京市投资公司共同出资设立的市级担保机构，注册资本 1.20 亿元。紫金担保致力于解决南京市中小企业融资难的问题，着力为南京市中小企业提供优质融资担保服务，同时亦是国资集团金融产业的重要组成部分。截至 2017 年 6 月末，紫金担保总资产 1.52 亿元，净资产 1.45 亿元；2017 年 1~6 月，实现营业收入 0.04 亿元，净利润 0.02 亿元。截至 2017 年 6 月末，紫金担保在保余额 3.41 亿元。

国资集团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，由国资集团、南京风投、南京市投资公司、江苏众合创业投资有限公司、南京旭建新型建材股份有限公司、南京苏浙投资发展有限公司及自然人郑玉平、严慧共同出资设立，注册资本 3 亿元。截至 2017 年 6 月末，紫金小贷总资产 6.01 亿元，净资产 2.78 亿元；2017 年 1~6 月，实现营业收入 0.13 亿元，净利润 0.08 亿元。截至 2017 年 6 月末，紫金小贷发放贷款余额 3.5 亿元，客户数 684 户，其中科技型企业占比 54.54%，加权平均年利率为 12.52%。

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，该公司通过管理或发起设立创投基金的方式，重点针对南京科技创新创业项目进行投资，支持当地创新企业发展。紫金科创管理的基金分为受托管理和发起设立两种。截至 2016 年末，紫金科创受托管理的南京市政府专项基金 15.90 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 32 支子基金（其中：校园合作基金 9 只），基金总规模为 38.68 亿元，其中紫金科创认缴出资 6.44 亿元。项目投资方面，截至 2016 年末，紫金科创已投资 514 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 56 个，实现转让收益 896.43 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，重点投资对象为节能环保、新能源、新材料、软件等领域的高技术企业，同时也积极投身传统产业的高新技术升级改造。截至 2016 年末，南京风投共引导发起“南京高新风投基金”、中新合作“南京增长基金”、“中成创投基金”、“中源创投基金”、“文化创投基金”、“爱德创投基金”、及合同能源基金“南京青源壹号”、科技小贷基金“南京科恒”和有限合伙“钢研创业投资”，另外还有中加合作的“南京贝凯创投基金”等 9 只涵盖不同行业领域的创投基金，基金规模由成立初期的 1 亿元引导放大至 12.95 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 3 月底，南京风投已完成对数十个项目的投资，累计投资总额 5.98 亿元。

总体看，国资集团拥有较为完整的金融产业链，有利于充分发挥政府金融平台的作用，服务于南京市产业升级和地方经济发展。近年来金融板块对于国资集团的收入贡献度逐年上升，未来随着国资集团进一步增加金融板块的投资，自身金融产业链将更加完整，业务协同效应将进一步显现，金融板块的收入和利润贡献有望进一步提升。同时，联合评级也关注到金融板块投资收益在国资集团整体投资收益中占比较高，受证券市场行情影响较大，存在一定波动性风险。

商贸板块

近年来，由于南京市国资系统企业改革，国资集团商贸服务业务进行了较大规模的重组整合。

2011 年，国资集团内部整合，先后将南京南泰集团有限公司（以下简称“南泰集团”）和南京市国有产经营公司的股权划归商贸旅游集团前身南京国资商贸有限公司名下；2012 年，南京市政府在上述基础上批准组建南京商贸旅游发展集团有限责任公司（以下简称“商贸旅游集团”），将原国资集团持有的南京国际会议中心股份有限公司、南京黄马实业有限公司、南京赛马置业有限公司企业的股权划入商贸旅游集团；2013 年，将南京天悦（集团）公司持有的南京粮食集团有限公司（以下简称“南粮集团”）股权划拨至商贸旅游集团。目前，商贸旅游集团主要业务包括贸易、商业百货和旅游酒店等。截至 2016 年末，商贸旅游集团注册资本 13.67 亿元，总资产 105.51 亿元，所有者权益 52.42 亿元。2016 年，商贸旅游集团实现收入 39.38 亿元，同比下降 7.75%，主要系进出口贸易收入下滑所致。从收入结构来看，商贸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，并提升了商贸板块整体毛利率水平。

表 20 2014~2016 年商贸旅游集团收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
贸易	36.11	65.60	21.30	49.87	16.36	41.54
商业百货	8.19	15.47	8.69	20.35	8.26	20.98
旅游酒店	1.25	1.74	1.24	2.90	1.22	3.10
其他	9.53	17.19	11.47	26.88	13.54	34.38
合计	55.08	100.00	42.69	100.00	39.38	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。

国资集团贸易业务主要为内贸、自营进口与自营出口业务，主要由商贸旅游集团、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）、南京南泰集团有限公司（以下简称“南泰集团”）和南京粮食集团有限公司（以下简称“南粮集团”）经营。目前主要以内贸为主，其在贸易总收入中比重超过 50%。南纺股份成立于 1992 年 6 月，是具备 20 年进出口经验的专业外贸公司，主要从事纺织、丝绸、针织、服装、机电、医药、轻工、化工等 10 多个门类近千个品种的进出口业务，出口商品已遍及世界 110 多个国家和地区，与 1,000 多家国内外客户保持良好的业务往来。南纺股份主营业务收入占比较高的为金属材料、服装、针织品、纺织原料，销售地区除了国内主要还有美加地区、欧盟。截至 2016 年底，南纺股份注册资本为 2.59 亿元，商贸旅游集团持股比例为 34.99%，为第一大股东，是其实际控制人。截至 2016 年末，南纺股份总资产 17.14 亿元，较上年底下降 4.29%，所有者权益 2.89 亿元，较上年底增长 1.30%。2016 年，南纺股份实现营业收入 8.48 亿元，同比下降 37.72%，主要系受国内外贸易业务经营环境波动影响，国资集团战略性收缩贸易业务规模，使得纺织品和大宗商品价格走低以及贸易规模减少所致。虽然南纺股份 2016 年营业收入有所下降，但较上年实现了扭亏为盈，取得净利润 0.15 亿元。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。2012 年 6 月，南京市国资委将南粮集团股权无偿划拨给商贸旅游集团。目前，南粮集团收入来源主要为粮油商品销售等。2016 年，南粮集团实现营业收入 1.04 亿元，净利润 0.02 亿元，均较上年略有提升。截至 2017 年 6 月末，南粮集团总资产 12.43 亿元，负债总额 10.29 亿元，所有者权益 2.13 亿元。2017 年 1~6 月，南粮集团实现营业总收入 3.56 亿元，营业利润-0.31 亿元，净利润 0.04 亿元。

国资集团商业百货业务主要包括商贸旅游集团持有的百货包括南京商厦股份有限公司旗下南京商厦，以及参股企业南京新街口百货商店股份有限公司的南京新街口百货。南京商厦前身是中央门

商场，成立于 1983 年，属集体性质企业；1986 年商厦正式建成开业，与南京新百、中央商场名列南京百货业前三强；1992 年进行股份制改造，对资产进行重新评估、界定，成为国有控股企业；1995 投资兴建三星级“白宫大酒店”并负责运营；2010 年商场经过提档升级，实现了集购物、娱乐、餐饮于一体的综合性购物中心；同时，通过多年改造，2014 年底营业面积增加到 10 万平方米。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，经营模式上，商厦分为 12 个商场，采用二级核算，采取了“会员+品牌”的运营模式，会员人数达到 30 万人，会员购买占整个销售额的 60%以上。2014~2016 年，南京商厦分别实现营业收入 8.52 亿元、9.05 亿元和 8.59 亿元，实现净利润 0.20 亿元、0.32 亿元和 0.22 亿元。

酒店业方面，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。2014~2016 年，旅游酒店业务实现收入分别为 1.25 亿万元、1.24 亿元和 1.22 亿元。

南京国际会议大酒店位于南京市玄武区中山陵景区，建筑面积 3.76 万平方米，1994 年开业，2009 年晋升为五星级旅游酒店。南京国际会议大酒店定位为会议及休闲度假，酒店拥有总统套房、行政楼在内的各类客房 412 间套，大小会议室 20 多间，餐位 2,000 个，可以同时容纳 800 人开会，标准化 6 种语言同声翻译厅可举办各种国际会议。该酒店还配套有商场、商务中心、茶馆、游泳池、健身房和其他休闲设施。酒店所处地理位置优越，对稳定客源有一定保证，近年来入住率均达到 60%以上，由于酒店定位于会议、休闲度假，因此平均房价水平较高，约为 498.00 元/间/日。

南京白宫大酒店位于南京中央门交通枢纽和第三商圈地段，毗邻南京火车站和长途汽车站，紧靠南京国际会展中心，依傍紫金山和玄武湖，环境宜人，交通便利，是一座三星级酒店。该酒店定位为舒适型商务酒店，建筑面积 2.30 万平方米，拥有客房 199 间，其中豪华套间 6 间，近 400 张床位，配有中央空调，网络信号电视，虚拟直拨电话，免费宽带上网接口。同时拥有众多规格不同的会议室，具有接待大中小型会议的丰富经验。酒店成功的接待了 2001 年第六届世界华商会，2002 年全国旅游交易会，2005 年第十届城运会，均受到表彰。近年来酒店入住率均达到 60%以上，平均房价约为 274.15 元/间/日。

总体看，受国内外贸易环境不景气和大宗商品价格走低的影响，国资集团商贸与酒店业务收入规模逐年降低，但仍是营业收入的重要组成部分，未来收入的增长受贸易环境影响较大，存在一定的不确定性。

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公司（以下简称“安居建设集团”）运营。2014~2016 年，国资集团基建板块收入分别为 58.50 亿元、77.44 亿元和 136.20 亿元，呈逐年增长的态势，年均复合增长 52.58%，其中 2016 年同比增长 75.88%，主要系保障房、商品房及金融城项目销售收入增长所致，未来房地产业的发展对于国资集团基建板块的收入会带来比较重要的影响。

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；其中新港总公司主要负责园区开发业务；安居建设集团主要负责南京市级保障性住房运作；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。

园区开发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。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运营管理主体，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。近年来新港总公司完成了开发区近 10 平方公里道路、厂房等工程建设，完成了仙林高科技产业园、仙林鼓楼国际医院等项目建设。国资集团以前期投入的总成本加利息支出为基数收取一定比例的管理费成本加成方式确定收入。截至 2016 年底，新港总公司注册资本 69.64 亿元，总资产 583.73 亿元，所有者权益 200.77 亿元；2014~2016 年分别实现营业总收入 49.45 亿元、59.26 亿元和 72.01 亿元，分别实现净利润 7.51 亿元、10.69 亿元和 10.70 亿元，盈利能力稳步增强，呈现出良好的发展态势。

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 2016 年末，安居建设集团注册资本 40 亿元，总资产 602.58 亿元，所有者权益 183.01 亿元；2016 年安居建设集团实现营业总收入 64.19 亿元，同比大幅增长 253.23%，主要系保障房销售收入结转增幅较大所致。

保障房建设业务方面，安居建设集团主要负责建设项目的征地拆迁、协调资金平衡、检查工程质量及进度等。为解决项目建设资金，安居建设集团在建的保障房项目除部分地块采用自建模式外，其它地块全部采用委托代建模式运营。委托代建的运作模式为政府无偿划拨土地给安居建设集团；安居建设集团负责项目的征地拆迁、编制规划设计方案和供应方案、制订建设标准等前期工作；在项目前期工作基本完成后，安居建设集团与代建公司签定委托代建协议，项目立项转至相应的代建公司，“四证”办在代建公司名下；代建公司负责办理项目建设相关手续、组织施工招标、负责项目管理和项目建设融资；保障房完工后代建公司受安居建设集团委托负责除政府回购的公租房、廉租房之外的其它保障房销售。安居建设集团主要在建的保障房项目有南京市迈皋桥创业园、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”）及丁家庄二期等项目。四大片区保障房项目总投资 452.44 亿元，总建筑面积 846.00 万平方米，其中可售保障房面积 479.89 万平方米，目前已完成全部投资。截至 2017 年 3 月末，已销售面积 476.30 万平方米，实现销售收入 275.30 亿元。丁家庄二期，为安居集团的自建项目，项目位于栖霞区迈皋桥街道；建筑面积 97.50 万平方米，共安排保障性住房 70 栋，配建 4 所幼儿园、2 所小学、1 所初中、3 处社区中心（含医疗配套）以及派出所、商业等配套设施，总投资额为 88.83 亿元，截至 2017 年 3 月末，已销售面积 53.36 万平方米，实现销售收入 32.21。

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。国资置业危旧房改造业务的商业模式是基于“封闭运作、自我平衡”的原则，通过安置类房屋开发及土地出让等市场化手段实现项目的资金平衡。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和秦淮区西街地块城中村、危旧房改造和环境综合整治项目，两个项目总投资 76.48 亿元，截至 2017 年 3 月末，已完成投资 42.84 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。

房地产开发板块主要包括商业地产、商品房以及少量经济适用房开发。该板块主要由新港总公

司下属子公司南京高科、紫金投资集团下属子公司南京金融城公司、安居集团下属子公司国资新城和南京建设集团负责运营。

国资集团主要通过政府土地管理部门组织的“招、拍、挂”方式获得土地使用权。国资集团用于项目开发的资金主要由自有资金和外部融资构成。国资集团房地产开发项目主要通过外包形式由专业建筑施工公司进场施工。国资集团按项目开发进度将资金分批、分次支付外包建筑单位施工款。工程款支付根据现场实际完成进度及合同约定条款支付。国资集团房地产销售采取自行销售模式，在充分吸取外部专业策划建议的基础上，综合考量当时的销售情况及房地产市场行情等因素制定销售策略和销售推广计划，组织销售团队进行销售。房地产销售资金回笼方式有一次性现金付款、分期现金付款以及银行按揭、公积金贷款等，一般银行按揭量占到总销售额 60%。国资集团目前所开发的房地产项目的定价主要依据市场供求关系，综合考虑市场、成本、经营目标等因素的基础上确定的价格，同时依据因不同的物业类型而略有不同，在基础价格的前提下，参照房屋的楼层、景观、面积、朝向、噪音、房型等因素依据分别调整以上因素确定最终定价。

国资集团已完成左右阳光（仙踪林苑）、东城汇、高科荣境 A1、尧顺家园、循环经济示范园、高科荣域一期、东城信主、佳日雅苑、蓝湖西岸、紫庐和怡和佳苑等项目，销售回款情况良好；国资集团在建的项目主要包括金融城项目等项目。金融城项目于 2011 年底开工，总建筑面积 74.00 万平方米，其中地上建筑面积约为 52.00 万平方米，地下建筑面积约 22.00 万平方米，预计项目总投资 82.58 亿元，分两期进行开发。截至 2017 年 3 月末，金融城项目已累计完成投资 66.86 亿元，其中一期工程十幢楼主体和幕墙已全部完工，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，西区已在 2016 年 4 月开工，截至 2017 年 3 月末，已经完成首道支撑剩余 20%的工作量，完成二层 19 万平方米土方外运工作，东区已完成办公板房搭设并移交物业管理，已完成建筑总承包及总包管理招标工作。目前已签订入住合同的企业包括中国工商银行江苏省分行、江苏省信用再担保有限公司、江苏金融租赁有限公司等。2016 年，金融城一期项目实现房地产销售收入 9.1 亿元，二期项目实现销售收入 7.04 亿元。在土地储备方面，国资集团目前已取得宁栖国用（2013）第 05620 号、宁栖国用（2010）第 20771 号、宁栖国用（2010）第 11640 号和南京市 NO.2015G51 号地块，可以满足未来一段时间房地产开发建设的需求。

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。

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。2012 年 6 月，南京市政府在国资集团子公司南京国资现代农业投资发展有限责任公司（以下简称“国资现代农业”）基础上更名成立新农发展集团，划入南京国资农垦产业（集团）有限公司等企业。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。2010 年 4 月，国资现代农业获得江宁区发展和改革委员会《关于核准南京国资现代农业投资发展有限责任公司建设高科技农业旅游产业基地项目的通知》（江宁发改投字[2010]134 号），该项目总投资约 20 亿元。更名重组后，新农发展集团公司总部负责原国资农业项目南京汤山翠谷现代农业科技园。该园区是集科技示范、产业开发和乡村旅游为一体的现代农业科技园区，基本形成了有机融合的三大板块：现代高效农业展示区（300 平方米植物工厂、40,000 平方米智能温室、300 亩高效设施果园）、工厂化农业生产区（年产 1,500

吨杏鲍菇的食用菌工厂和年产 30 万羽乳鸽、100 万枚鸽蛋的乳鸽养殖工厂）和乡村旅游景区（200 亩薰衣草、100 亩桃花和梨花、同时容纳 480 人就餐的生态餐厅等）。园区一期工程总投资 2 亿元，已全部完工；二期工程总投资 7 亿元，已完成投资 2.7 亿元。截至 2017 年 6 月末，新农发展集团注册资本 2.70 亿元、总资产 22.29 亿元、所有者权益 10.81 亿元；2017 年 1~6 月实现营业收入 0.68 亿元，实现净利润-0.14 亿元。

总体看，国资集团业务呈多元化发展，探索农业金融创新、农业科技成果转化等路径模式，推动南京市新型农业服务业的发展，但目前收入占比较低。

（3）财务分析

国资集团提供的 2014 年度和 2015 年度财务报告已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016 年度财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。从合并报表范围变化情况看，2015 年国资集团不再纳入合并范围主体 6 家，新纳入合并范围的主体 12 家，2016 年国资集团不再纳入合并范围主体 1 家，新纳入合并范围主体 12 家，涉及变更主体规模相对较小，整体财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，国资集团合并资产总额 1,921.63 亿元，负债总额 1,260.14 亿元，所有者权益合计 661.49 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 495.10 亿元；2016 年，国资集团实现营业总收入 220.05 亿元，净利润 34.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 21.69 亿元；2016 年，国资集团经营活动产生的现金流量净额-75.82 亿元，现金及现金等价物净增加额-83.20 亿元。

截至 2017 年 6 月底，国资集团合并资产总额 1,935.50 亿元，负债总额 1,234.67 亿元，所有者权益合计 700.83 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 532.78 亿元；2017 年 1~6 月，国资集团实现营业总收入 80.25 亿元，净利润 22.39 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 16.61 亿元；2017 年 1~6 月，国资集团经营活动产生的现金流量净额-65.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-20.20 亿元。

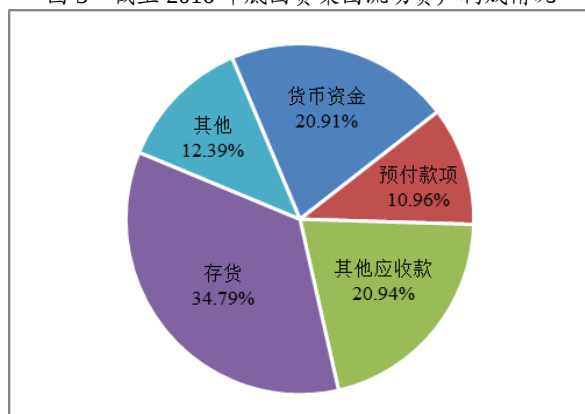
资产质量

2014~2016 年，随着国资集团业务良好发展，经营规模不断扩大，资产总额逐年增长，年均复合增长 10.34%。截至 2016 年底，国资集团资产总额 1,921.63 亿元，较年初增长 3.45%；其中流动资产占比 69.75%，非流动资产占比 30.25%，国资集团资产以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，国资集团流动资产逐年增长，三年复合增长 9.26%。截至 2016 年底，国资集团流动资产余额为 1,340.41 亿元，较年初增长 5.29%；流动资产以货币资金（占比 20.91%）、预付款项（占比 10.96%）、其他应收款（占比 20.94%）和存货（占比 34.79%）为主。

图 3 截至 2016 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。2014~2016 年，国资集团货币资金波动增长，三年复合增长率为 1.26%。截至 2016 年底，国资集团货币资金余额为 280.32 亿元，较年初下降 16.75%，主要系安居集团保障房项目和南京金融城项目支付工程款所致。截至 2016 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 23.72 亿元，主要是各类保证金、定期存款等，占货币资金的比重较低，为 8.46%。

预付款项主要是安居集团预付的征地拆迁款项。2014~2016 年，国资集团预付款项逐年增长，三年复合增长率为 21.99%。截至 2016 年底，国资集团预付款项为 146.88 亿元，较年初增长 30.28%，主要系安居集团保障房建设规模扩大，相应预付的征地拆迁款项随之增加所致。从账龄来看，3 年以上占比 46.65%，整体而言，部分预付款账龄期限较长。

国资集团其他应收款主要系子公司与业务合作单位的往来款及代建单位往来款。2014~2016 年，国资集团其他应收款逐年增长，三年复合增长 19.51%。截至 2016 年底，国资集团其他应收款为 280.75 亿元，较年初增长 27.88%，主要系南京经济技术开发区管委会和南京新港东区建设发展有限公司往来款的增加以及与南京市城市建设开发（集团）有限责任公司的代建单位款增加。从账龄来看，国资集团其他应收款主要集中在 1 年以内和 3 年以上，分别占比 59.97%和 28.32%，存在一定回收损失风险。客户集中度来看，国资集团前五名客户合计金额占比为 53.77%，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 4.34 亿元，占其他应收款账面余额的 1.52%，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 21 截至 2016 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	70.98	24.90	1 年以内	关联款
南京新港东区建设发展有限公司	54.49	19.11	1 年以内	关联款
南京市城市建设开发（集团）有限责任公司	10.06	3.53	2 年以内	代建单位款
南京中交投资发展有限公司	9.07	3.18	1~3 年	代建单位款
南京第二热电厂	8.70	3.05	3 年以内	往来款
合计	153.30	53.77	--	--

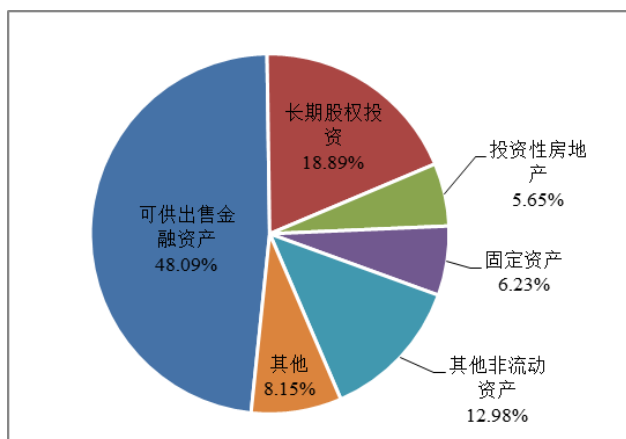
资料来源：国资集团审计报告

国资集团存货主要由开发成本和开发产品组成，具体包括安居集团保障房待开发土地成本、保障房自建项目建设投入成本以及新港总公司房地产业务在建和已建待出售项目。2014~2016 年，国资集团存货净值波动增长，三年复合增长 9.35%，2015 年末存货较上年略有下降，主要系 2015 年度经南京市人民政府批准，国资集团将待整理土地资产进行置换所致。截至 2016 年底，国资集团存货账面价值合计 466.34 亿元，国资集团存货以开发成本（占比 82.75%）和开发产品（占比 15.40%）为主；截至 2016 年底，国资集团共计提跌价准备 0.73 亿元。

非流动资产

2014~2016 年，国资集团非流动资产波动增长，三年复合增长 12.95%。截至 2016 年底，国资集团非流动资产余额为 581.21 亿元，较年初下降 0.54%；非流动资产以可供出售金融资产（占比 48.09%）、长期股权投资（占比 18.89%）、投资性房地产（占比 5.65%）、固定资产（占比 6.23%）和其他非流动资产（占比 12.98%）为主。

图 4 截至 2016 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。

2014~2016 年，国资集团可供出售金融资产波动增长，三年复合增长 10.40%。截至 2015 年底，国资集团可供出售金融资产为 292.96 亿元，较年初增长 27.74%，主要系南京证券增加了自营债券、理财、收益互换产品的投资所致。截至 2016 年底，国资集团可供出售金融资产为 279.53 亿元，较年初下降 4.59%，主要系由于证券市场波动使国资集团本部持有的可供出售债券和权益工具价值减少；国资集团受限的可供出售金融资产包括 4.82 亿元质押式正回购业务和 6.72 万元融出证券。

2014~2016 年，国资集团长期股权投资逐年增长，三年复合增长 23.50%。截至 2016 年底，国资集团长期股权投资为 109.82 亿元，较年初增长 23.25%，主要系国资集团增持了南京银行和紫金农商行的股权所致。

2014~2016 年，国资集团投资性房地产逐年增长，年均复合增长 43.09%。截至 2016 年底，国资集团投资性房地产为 32.82 亿元，较年初增长 67.45%，主要系自用房地产或存货转入投资性房地产所致。

国资集团固定资产主要由房屋及建筑物、构筑物、专用设备、机器设备、运输设备、其他设备组成。2014~2016 年，国资集团固定资产逐年增长，三年复合增长 11.20%。截至 2016 年底，国资集团固定资产账面价值为 36.23 亿元，较年初增长 14.04%，主要系商旅集团房屋及建筑物、设备等增加所致；从构成来看，国资集团固定资产以房屋及建筑物（占比 80.48%）和专用设备（占比 7.65%）为主；固定资产成新率为 64.89%，成新率一般。

2014~2016 年，国资集团其他非流动资产波动增长，三年复合增长率为 3.38%。截至 2015 年底，国资集团其他非流动资产为 98.03 亿元，较年初增长 38.88%，主要系证券市场成交量放大，南京证券融资融券业务融出资金增加所致。截至 2016 年底，国资集团其他非流动资产为 75.44 亿元，较年初下降 23.05%，主要系由于市场行情波动影响，南京证券融资融券业务融出资金大幅减少所致。国资集团非流动资产以融资融券业务融出资金（占比 73.16%）和园区道路及附属物（占比 15.69%）为主。

截至 2017 年 6 月底，国资集团资产总额 1,935.50 亿元，较年初变化不大，其中流动资产合计 1,359.25 亿元，占比 70.23%，非流动资产合计 576.25 亿元，占比 29.77%，资产结构仍以流动资产为主。

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和存货占比较高，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。

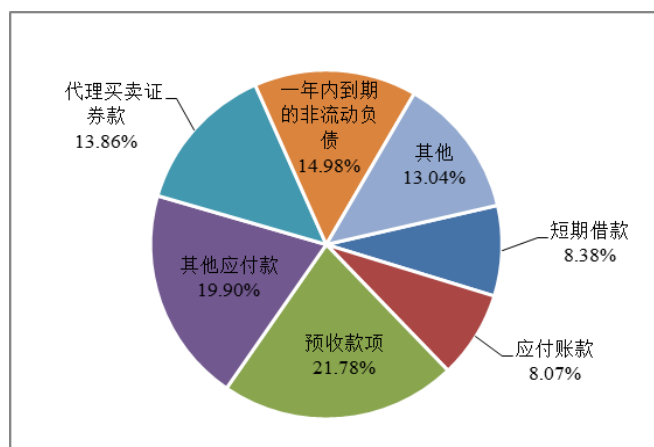
负债和所有者权益

负债

2014~2016 年，国资集团负债总额波动增长，三年复合增长率为 7.64%。截至 2016 年底，国资集团负债规模为 1,260.14 亿元，较年初变化不大；其中流动负债占比 53.58%，非流动负债占比 46.42%，负债构成以流动负债为主。

2014~2016 年，国资集团流动负债波动增长，三年复合增长 7.98%。截至 2016 年底，国资集团流动负债为 675.14 亿元，较年初下降 12.28%，主要系卖出回购金融资产款、代理买卖证券款大幅下降所致；流动负债构成以短期借款（占比 8.38%）、应付账款（占比 8.07%）、预收款项（占比 21.78%）和其他应付款（占比 19.90%）、代理买卖证券款（占比 13.86%）和一年内到期的非流动负债（占比 14.98%）为主。

图 5 截至 2016 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。

2014~2016 年，国资集团短期借款波动减少，三年复合减少 13.64%。截至 2016 年底，国资集团短期借款为 56.55 亿元，较年初增长 21.65%，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 75.39%）、保证借款（占比 13.68%）和质押借款（占比 8.21%）为主。

2014~2016 年，国资集团应付账款逐年增长，三年复合增长 29.59%。截至 2016 年底，国资集团应付账款为 54.46 亿元，较年初增长 17.51%，主要系安居集团和新港总公司应付工程款分别增加所致；其中账龄超过 1 年的重要应付款占比 61.82%，主要系尚未结算的应付工程款。

2014~2016 年，国资集团预收款项增长较快，三年复合增长 40.49%。截至 2016 年底，国资集团预收款项为 147.07 亿元，较年初增长 15.56%，主要系预收房款、新港总公司基建预收工程款以及商贸旅游集团的预收货款。从账龄来看，国资集团预收款项以 1 年以内为主，占比 77.60%；预收款项对象较为集中，前五大预收款项占预收款项总额比例为 41.06%。

2014~2016 年，国资集团卖出回购金融资产款波动较大，三年复合减少 28.23%。截至 2015 年底，国资集团卖出回购金融资产款为 115.65 亿元，较年初增长 127.25%，主要系市场行情较好，南京证券加大债券自营规模，在银行间市场进行债券正回购业务所致。2016 年，受证券市场行情波动影响，南京证券债券正回购规模下降，融资融券收益权转让借款减少，截至 2016 年底，国资集团卖出回购金融资产款为 26.22 亿元，较年初大幅下降 77.33%；从业务类型来看，仅由债券质押式回购（占比 55.13%）和债券买断式回购（占比 44.87%）构成。

国资集团其他应付款主要为集团本部与其他单位的往来款、安居集团保障房业务未结算的拆迁款以及与其他单位的往来款，紫金投资集团的 IC 卡客户充值款以及与其他单位的往来款，新港总公

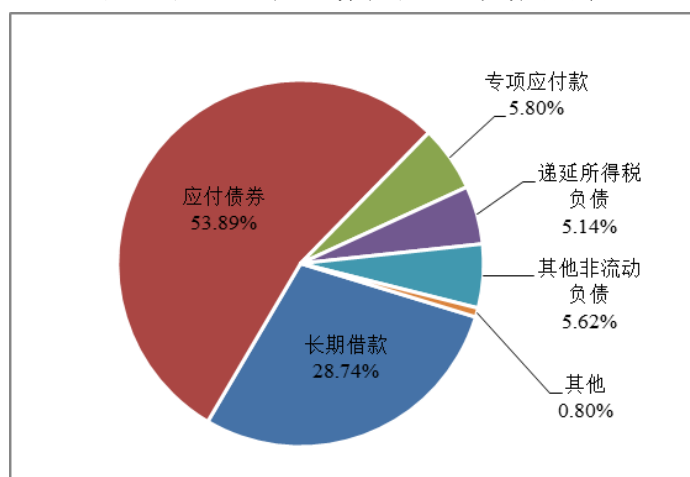
司的未结算拆迁款、工程款以及其他单位的往来款。2014~2016 年，国资集团其他应付款逐年增长，三年复合增长 10.90%。截至 2016 年底，国资集团其他应付款为 134.32 亿元，较年初增长 6.09%，主要系与关联单位的资金往来款增加所致。

2014~2016 年，国资集团代理买卖证券款有所波动，三年复合增长 2.33%。截至 2015 年底，国资集团代理买卖证券款为 143.38 亿元，较年初增长 60.42%，主要系证券市场成交量增加，南京证券代理客户买卖证券接受委托资金增加所致；截至 2016 年底，受市场行情波动影响，国资集团代理买卖证券款较年初下降 34.73%为 93.58 亿元。

2014~2016 年，国资集团一年内到期的非流动负债逐年增长，三年复合增长 30.44%。截至 2016 年底，国资集团一年内到期的非流动负债为 101.13 亿元，较年初增长 5.61%，主要是部分应付债券一年内到期转入。

2014~2016 年，国资集团非流动负债波动增加，三年复合增长 7.26%。截至 2016 年底，国资集团非流动负债为 585.00 亿元，较年初增长 18.00%；非流动负债构成以长期借款（占比 28.74%）、应付债券（占比 53.89%）、专项应付款（占比 5.80%）、递延所得税负债（占比 5.14%）和其他非流动负债（占比 5.62%）为主。

图 6 截至 2016 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。

2014~2016 年，国资集团长期借款波动增长，三年复合增长 4.17%。截至 2016 年底，国资集团长期借款为 168.12 亿元，较年初大幅增长 120.75%，主要系 2015 年转入一年内到期的长期借款规模较大所致。从构成来看，国资集团长期借款以担保借款（占比 56.36%）和信用借款（占比 37.84%）为主。

2014~2016 年，国资集团应付债券规模逐年增长，三年复合增长 18.16%。截至 2016 年底，国资集团应付债券规模为 315.27 亿元，较年初增长 7.36%，主要系新港总公司发行私募债、公募债及中期票据共计 91.52 亿元，安居集团发行公司债和中期票据共 56.00 亿元，国资集团本部发行 20.00 亿元中期票据所致。

2014~2016 年，国资集团专项应付款波动减少，三年复合减少 38.66%。截至 2015 年底，国资集团专项应付款为 27.89 亿元，较年初减少 69.07%，主要系安居集团本部将专项应付款中属公租房专项资金及其他财政拨款金额，由专项应付款转入资本公积形成。截至 2016 年底，国资集团专项应付款为 33.94 亿元，较年初增长 21.66%，主要系应付南京市财政局的专项款和公租房专项资金增长所

致。

2014~2016 年，国资集团递延所得税负债波动增长，三年复合增长 3.86%。截至 2016 年底，国资集团递延所得税负债为 30.09 亿元，较年初下降 5.11%，主要系计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值变动减少所致。

2014~2016 年，国资集团其他非流动负债波动增长，三年复合增长 135.26%。截至 2015 年底，国资集团其他非流动负债 61.06 亿元，较年初大幅增长 55.88 亿元，主要系信托借款增加所致。截至 2016 年底，国资集团其他非流动负债为 28.69 亿元，较年初下降 53.01%，主要系信托借款和长期借款规模减少所致。国资集团其他非流动负债以信托借款（占比 90.63%）和金融租赁（占比 8.50%）为主。

2014~2016 年，国资集团全部债务规模逐年增长，三年复合增长 7.95%。截至 2016 年底，国资集团全部债务为 723.94 亿元，较年初变化不大；其中，短期债务为 212.11 亿元，占比 29.30%，长期债务为 511.83 亿元，占比 70.70%。近三年，国资集团资产负债率波动增加，分别为 68.90%、68.13% 和 65.58%；自有资产负债率呈逐年增长趋势，分别为 66.88%、65.34% 和 63.68%，处于较高水平；国资集团全部债务资本化比率分别为 55.86%、54.97% 和 52.25%，呈逐渐下降态势，长期债务资本化比率分别为 43.68%、42.11% 和 43.62%，呈波动下降趋势，从负债指标看，国资集团整体债务压力一般。

截至 2017 年 6 月底，国资集团负债总额 1,234.67 亿元，较年初下降 2.02%，其中流动负债合计 634.73 亿元，占比 51.41%，非流动负债合计 599.94 亿元，占比 48.59%；有息债务合计 652.44 亿元⁴，较年初下降 9.57%，其中短期债务合计 156.48 亿元，占比 23.98%，长期债务合计 495.96 亿元，占比 76.02%。

总体看，国资集团负债总额逐年增长，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

2014~2016 年，国资集团所有者权益逐年增长，三年复合增长 16.09%。截至 2016 年底，国资集团所有者权益合计 661.49 亿元，较年初增长 11.73%，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 495.10 亿元，占比 88.95%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 10.10%，资本公积占比 56.64%，其他综合收益占比 9.65%，未分配利润占比 21.03%，国资集团所有者权益稳定性尚可。

截至 2017 年 6 月底，国资集团所有者权益合计 700.83 亿元，较年初增长 5.95%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。

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。

盈利能力

近年来，国资集团经营规模不断扩大，营业总收入逐年增长，2014~2016 年，国资集团分别实现营业总收入 132.15 亿元、161.97 亿元和 220.05 亿元，三年复合增长 29.04%。近三年，国资集团营业总收入结构较为稳定，主要来自营业收入和手续费及佣金收入。2016 年，得益于基建板块收入大幅增长，国资集团营业收入同比增长 35.86%；其中主营业务收入占营业总收入比重为 89.46%，主要来自基建板块和贸易板块，手续费及佣金收入占比 7.38%，主要来自于金融板块。2016 年国资集团实现营业利润 39.42 亿元、净利润 34.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 21.69 亿元，受

⁴ 国资集团 2017 年 6 月其他流动负债及其他非流动负债科目未拆分明细，因此截至 2017 年 6 月底，国资集团有息债务中不包含其他流动负债及其他非流动负债中的有息部分（如有）。

投资收益大幅下降影响，营业利润和净利润分别同比下降 21.73%和 15.51%。

从期间费用来看，2014~2016 年，国资集团期间费用分别为 35.55 亿元、39.43 亿元和 41.55 亿元，年均复合增长 8.10%，主要来自于销售费用的增加。2016 年，国资集团销售费用为 10.97 亿元，同比增加 31.38%，主要系商贸旅游集团下属子公司南京市保安服务总公司核算口径变化，2015 年应付职工薪酬计入成本，2016 年计入销售费用所致，在期间费用中占比 26.41%；管理费用为 24.89 亿元，同比变化不大，在期间费用中占比 59.92%；财务费用为 5.68 亿元，同比降低 8.10%，占期间费用的比重为 13.67%。2014~2016 年，国资集团费用收入比呈逐年下降趋势，分别为 26.90%、24.34%和 18.88%。

2014~2016 年，国资集团投资收益波动较大，分别为 26.43 亿元、38.19 亿元和 25.95 亿元。2015 年，国资集团投资收益同比增加 44.47%，主要系处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益和处置可供出售金融资产取得的投资收益增长所致。2016 年，国资集团投资收益同比下降 32.05%，主要系受当年证券市场波动影响，公司股票收益、南京证券自营业务收益及持有的银行理财收益降低所致。2016 年，国资集团投资收益占营业利润的比重为 65.82%，投资收益对国资集团营业利润贡献度较高。

表 22 国资集团盈利情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
营业利润	31.40	50.36	39.42	24.47
利润总额	34.50	50.27	42.48	25.44
净利润	28.31	40.16	34.74	22.39
营业利润率	30.43	33.67	26.57	29.44
总资产报酬率	3.27	3.39	2.67	1.79
净资产收益率	6.34	7.42	5.54	3.29

资料来源：国资集团审计报告、2017 年 6 月财务报表，联合评级整理。

从盈利能力指标看，近三年，国资集团营业利润率为 30.43%、33.67%和 26.57%，2016 年较上年下降 7.10 个百分点，主要系受市场波动影响，收入占比较大的金融板块毛利率下降，同时毛利率较低的基建板块收入占比提高所致，盈利能力仍属较强。2014~2016 年，国资集团净资产收益率和总资产收益率均呈波动下降趋势，分别为 6.34%、7.42%和 5.54%，总资产报酬率分别为 3.27%、3.39%和 2.67%。

2017 年 1~6 月，国资集团实现营业总收入 80.25 亿元，同比下降 18.76%，主要系基建板块同比收入下降所致，实现营业利润 24.47 亿元，净利润 22.39 亿元。

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，2016 年受市场行情波动影响，盈利能力有所下降，但整体盈利能力仍较强；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。

现金流

从经营活动来看，2014~2016 年，国资集团经营活动现金净流量分别为 76.30 亿元、11.46 亿元和 -75.82 亿元，2016 年经营活动净现金流由净流入转变为净流出，主要系受证券市场波动影响，下手子公司南京证券客户存量资金减少和融出资金增加，导致经营活动现金流出规模较大所致。从经营活动现金流入量来看，国资集团近三年经营活动现金流入量逐年增加，年均复合增长 7.45%，2016 年经营活动现金流入 457.53 亿元，同比增长 13.95%，主要系 2016 年处置可供出售金融资产规模获得的现金流入增加所致。从经营活动现金流出来看，国资集团近三年经营活动现金流出逐年增长，

年均复合增长 29.11%，2016 年经营活动流出 533.35 亿元，同比增长 36.74%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。近三年，国资集团现金收入比呈逐年下降趋势，分别为 109.81%、101.31%和 86.92%，现金收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2014~2016 年，国资集团投资活动现金流净额分别为-28.72 亿元、15.93 亿元和-125.26 亿元，2016 年投资活动呈大规模净流出状态，主要是南京经济技术开发区管委会对新港总公司的资金占用、投资规模增加以及构建固定资产规模增加所致。从投资活动现金流入来看，国资集团近三年投资活动现金流入波动减少，年均复合下降 7.66%，2016 年为 224.10 亿元，同比增长 22.06%，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，2014~2016 年，国资集团投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 9.47%，2016 年为 349.36 亿元，同比大幅增长 108.36%，主要系投资支付的资金和支付其他投资活动有关的现金增加所致。

从筹资活动来看，2014~2016 年，国资集团筹资活动现金流量净额分别为 95.57 亿元、33.90 亿元和 117.76 亿元，呈净流入态势。从筹资活动现金流入来看，国资集团近三年筹资活动现金流入量波动增加，年均复合增长 21.84%，2016 年为 542.56 亿元，同比增长 57.89%主要系发行债券和取得借款收到的现金增加所致；从筹资活动现金流出来看，国资集团筹资活动现金流出量逐年增加，年均复合增长 25.46%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。

表 23 国资集团现金流量情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
经营性现金流量净额	76.30	11.46	-75.82	-65.43
投资性现金流量净额	-28.72	15.93	-125.26	32.77
筹资性现金流量净额	95.57	33.90	117.76	12.53
现金及现金等价物净增加额	143.14	61.30	-83.20	-20.20
年末现金及现金等价物余额	307.35	365.96	279.65	275.45

资料来源：国资集团审计报告、2017 年 6 月财务报表，联合评级整理。

2017 年 1~6 月，国资集团经营活动现金流净额为-65.43 亿元；投资活动净现金流由净流出转为净流入状态，为 32.77 亿元；筹资活动现金净流入规模为 12.53 亿元。

总体看，受证券市场环境的影响，国资集团经营性净现金流由净流入转变为净流出态势，投资活动波动较大，未来随着投资规模的扩大，国资集团仍存在一定的外部融资需求。

偿债能力

从短期偿债能力来看，2014~2016 年国资集团流动比率分别为 1.94 倍、1.65 倍和 1.99 倍，速动比率分别为 1.27 倍、1.15 倍和 1.29 倍，现金短期债务比分别为 1.30 倍、1.32 倍和 1.50 倍，指标数值呈波动增长态势，处于较好水平。2016 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 2.25 倍、1.50 倍和 1.46 倍。整体看，国资集团短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，随着利润总额的变化增长，国资集团 EBITDA 指标波动增长趋势，近三年分别为 48.65 亿元、62.19 亿元和 56.27 亿元；2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.48 倍、2.17 倍和 1.82 倍，EBITDA 对利息的保障程度较高；EBITDA 全部债务比分别为 0.08 倍、0.09 倍和 0.08 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般；截至 2016 年末，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 52.25%和 43.62%，整体债务压力一般。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 6 月末，国资集团获得各银行授信共计 616.36 亿元，未使用授信 166.96 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2017 年 6 月末，国资集团对外担保余额 110.77 亿元，占同期净资产的 15.81%，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 2017 年 9 月 21 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。

3. 担保效果分析

以 2016 年底财务数据测算，假设本期债券发行规模为 8.00 亿元，本期公司债券发行规模占国资集团资产总额的 0.42%、所有者权益总额的 1.21%和现金类资产（剔除客户资金存款）的 2.58%，本期债券发行规模占其各类资产的比重均较低。2016 年，国资集团经营活动现金流净额为-75.82 亿元，处于净流出状态，无法对本期债券本金形成覆盖。

总体看，国资集团资产规模大、在区域内行业地位突出，本期债券发行规模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保护作用。但联合评级也关注到，国资集团对外担保规模较大，随着外部信用风险攀升，若发生代偿，国资集团将面临一定的代偿压力，对本期债券担保效果将有所减弱。

十一、综合评价

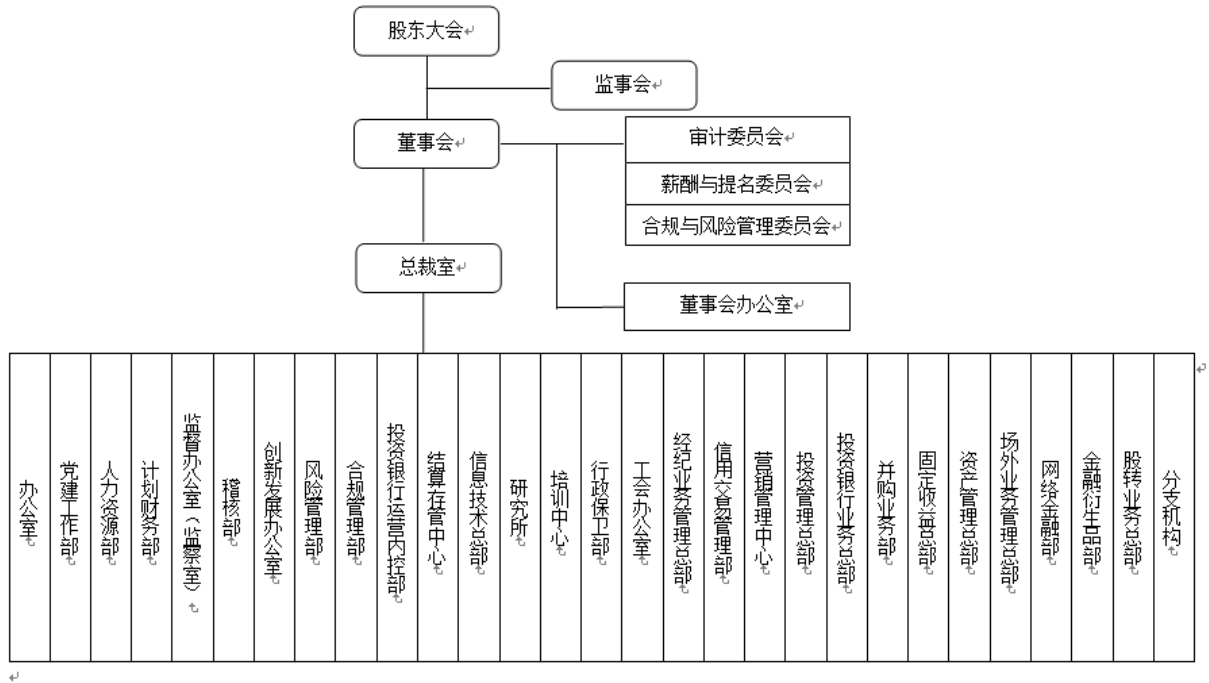
公司作为国内综合性券商之一，各项业务牌照齐全，其控股股东紫金投资集团作为南京市国资委下属综合金融平台，具有很强资本实力，为公司业务发展提供了有力支撑。目前公司资产负债率较低，财务杠杆仍有一定弹性。受市场行情影响，近三年，公司经营业绩持续下滑，目前经纪业务、信用交易业务和自营业务收入占比较高。需关注经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。2015 年 10 月，公司成功挂牌全国中小企业股份转让系统，并完成增资扩股，进一步壮大了资本实力。随着公司资本实力增强以及风险管理能力提高，2016 年以来证监会分类评价结果已提升至 A 级。

未来随着资本市场的持续发展和公司各项业务的协同发展，公司业务规模和盈利水平有望提升。目前，公司 IPO 申请已过会，A 股上市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。整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

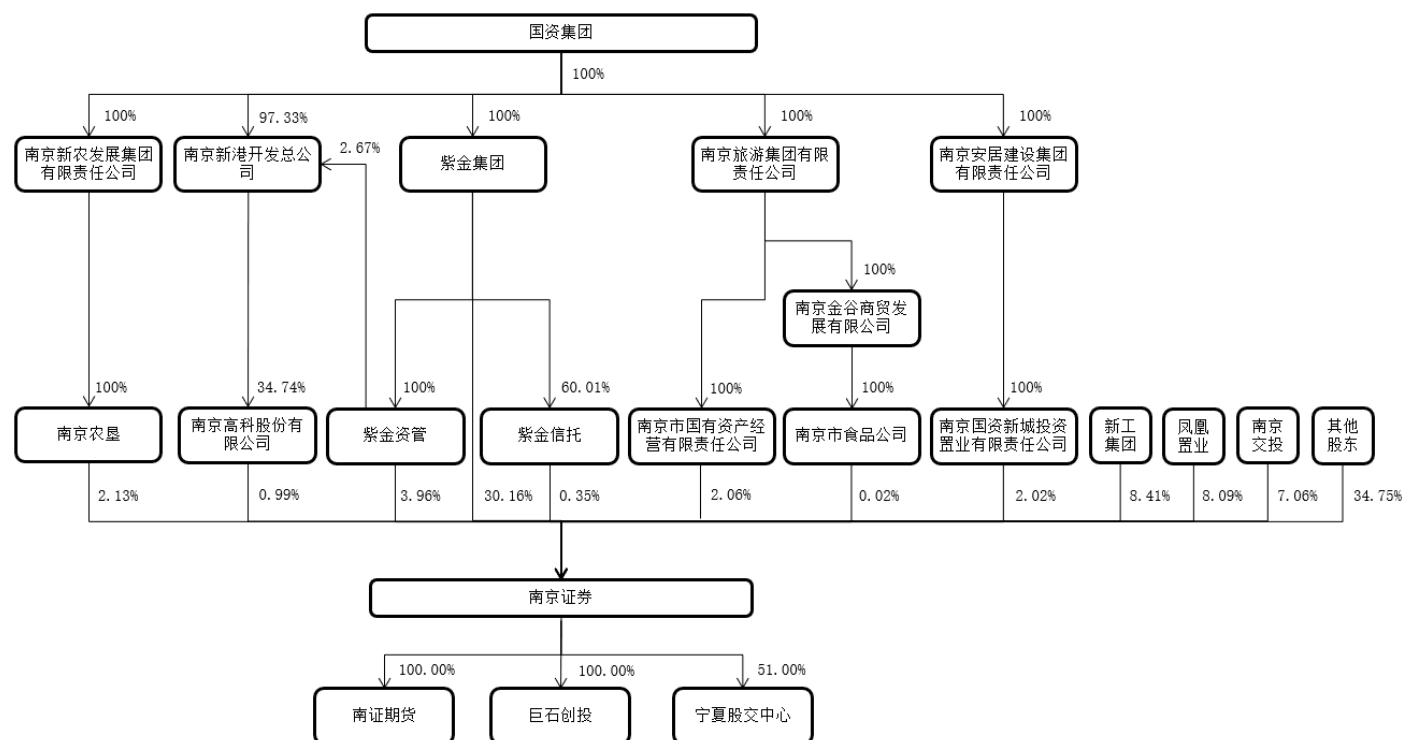
本期债券由国资集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。国资集团作为南京市重要的国有资产运营平台，经营规模较大，资产质量良好，国资集团的担保对于提升本期债券的信用状况有显著的积极作用。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

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	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	429.15	268.58	235.02
自有资产（亿元）	285.72	175.00	164.48
可快速变现资产（亿元）	221.19	135.78	138.24
所有者权益（亿元）	92.74	92.80	94.00
自有负债（亿元）	192.97	82.20	70.48
自有资产负债率（%）	67.54	46.97	42.85
可快速变现资产/自有负债（倍）	1.15	1.65	1.96
营业收入（亿元）	30.00	15.00	13.85
净利润（亿元）	14.13	4.94	4.12
营业利润率（%）	63.05	42.92	38.98
营业费用率（%）	30.18	54.12	59.45
薪酬收入比（%）	19.15	37.21	37.64
平均自有资产收益率（%）	6.59	2.14	2.43
平均净资产收益率（%）	20.28	5.32	4.41
净资产（母公司口径）（亿元）	92.22	92.06	93.21
净资本（母公司口径）（亿元）	90.15	77.99	74.17
核心净资本（母公司口径）（亿元）	78.65	74.49	74.17
风险覆盖率（%）	308.46	478.00	442.58
资本杠杆率（%）	28.17	44.35	46.06
流动性覆盖率（%）	730.32	701.57	742.43
净稳定资金率（%）	129.58	147.57	143.85
短期债务（亿元）	122.10	61.79	45.13
长期债务（亿元）	55.73	7.00	16.97
全部债务（亿元）	177.83	68.79	62.10
EBITDA（亿元）	27.88	12.55	8.99
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	2.24	3.26
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.18	0.14
EBITDA/本期债券发行额度（倍）	3.49	1.57	1.12

注：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。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额（亿元）	1,578.34	1,857.45	1,921.63	1,935.50
所有者权益（亿元）	490.82	592.05	661.49	700.83
短期债务（亿元）	240.61	292.05	212.11	156.48
长期债务（亿元）	380.63	430.66	511.83	495.96
全部债务（亿元）	621.24	722.71	723.94	652.44
营业总收入（亿元）	132.15	161.97	220.05	80.25
净利润（亿元）	28.31	40.16	34.74	22.39
EBITDA（亿元）	48.61	62.19	56.27	--
经营性净现金流（亿元）	76.30	11.46	-75.82	-65.43
应收账款周转次数（次）	10.66	10.28	11.91	3.71
存货周转次数（次）	0.26	0.25	0.35	0.11
总资产周转次数（次）	0.10	0.09	0.12	0.04
现金收入比率（%）	109.81	101.31	86.92	106.63
总资产报酬率（%）	3.27	3.39	2.67	1.79
净资产收益率（%）	6.34	7.42	5.54	3.29
营业利润率（%）	30.43	33.67	26.57	29.44
费用收入比（%）	26.90	24.34	18.88	25.61
资产负债率（%）	68.90	68.13	65.58	63.79
全部债务资本化比率（%）	55.86	54.97	52.25	48.21
长期债务资本化比率（%）	43.68	42.11	43.62	41.44
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	2.17	1.82	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.09	0.08	--
流动比率（倍）	1.94	1.65	1.99	2.14
速动比率（倍）	1.27	1.15	1.29	1.37
现金短期债务比（倍）	1.30	1.32	1.50	2.00
经营现金流动负债比率（%）	13.18	1.49	-11.23	-10.31

注 1：2017 年 6 月合并财务报表未经审计，相关财务指标未年化。

注 2：国资集团 2017 年 6 月其他流动负债及其他非流动负债科目未拆分明细，因此截至 2017 年 6 月底，国资集团有息债务中不包含其他流动负债及其他非流动负债中的有息部分（如有）。

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	利润总额+利息支出-客户利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(利息支出-客户利息支出)
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。

联合信用评级有限公司关于 南京证券股份有限公司 2018 年 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年南京证券股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

南京证券股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。南京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件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注南京证券股份有限公司的相关状况，如发现南京证券股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如南京证券股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至南京证券股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送南京证券股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一八年三月三十日