

信用等级公告

联合[2018]296 号

九州证券股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对九州证券股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

九州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”

九州证券股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年三月十七日

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>

九州证券股份有限公司 2018 年面向合格投资者 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：AA+

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：5 亿元

债券期限：2 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

担保方：同创九鼎投资管理集团股份有限公司

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 27 日

主要财务数据：

发行人—九州证券股份有限公司

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额（亿元）	16.15	73.37	148.91	211.21
自有资产（亿元）	3.17	70.33	136.04	196.61
可快速变现资产（亿元）	2.55	66.45	104.64	134.56
所有者权益（亿元）	2.82	24.33	35.07	93.29
自有负债（亿元）	0.35	46.00	100.97	103.33
自有资产负债率（%）	10.92	65.40	74.22	52.55
营业收入（亿元）	1.37	6.03	8.59	5.70
净利润（亿元）	0.26	2.07	2.19	-1.05
营业利润率（%）	18.67	43.38	26.11	-18.95
平均净资产收益率（%）	9.60	15.25	7.38	-1.63
净资本（亿元）	2.31	25.45	24.08	53.25
短期债务（亿元）	--	38.93	73.65	69.12
全部债务（亿元）	--	43.93	96.65	94.12
EBITDA（亿元）	0.38	3.12	5.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	172.30	9.99	2.23	--
EBITDA 全部债务比（倍）	--	0.07	0.05	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.08	0.62	1.03	--

担保方—同创九鼎投资管理集团股份有限公司

项 目	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额（亿元）	392.97	815.67	961.93
所有者权益（亿元）	253.24	243.41	326.83
营业总收入（亿元）	25.26	103.09	59.02
净利润（亿元）	6.73	22.49	7.52
经营性净现金流（亿元）	1.21	61.67	17.48
（自有）资产负债率（%）	35.05	69.68	65.50

注：1、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。2、本报告中涉及净资产等风险控制指标均为母公司口径，且公司根据 2016 年证监会新修订的计算口径对 2015 年相关指标进行了追溯，与 2014 年数据不具有可比性。3、本报告中，公司及担保方 2017 年 1-9 月财务报表未经审计且为减资完成前数据，参照性一般，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对九州证券股份有限公司（以下简称“公司”或“九州证券”）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，近年来，依托控股股东同创九鼎投资管理集团股份有限公司（以下简称“九鼎集团”）的资金、业务和渠道支持，公司各项业务的发展迅速，营业收入规模实现快速增长。目前，公司资产以可快速变现资产为主，变现能力较强，资产质量较高。

同时，联合评级也关注到经济周期变化、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，公司发展较晚，2015 年以来快速发展的可持续性还有待于进一步检验，且 2017 年前三季度公司净利润出现亏损，需对公司未来盈利实现情况保持关注。

随着新投资者引入，公司资本实力有所增强，未来随着资本市场的持续发展和公司各项业务的逐步开展，公司业务规模和盈利能力有望进一步提升，整体竞争实力有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由九鼎集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。九鼎集团为国内知名私募股权投资机构，行业地位突出，且为新三板挂牌公司，资产规模较大，具有较强的综合实力。九鼎集团的担保对于提升本期债券的信用水平具有显著的积极作用。

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很低。

优势

1. 公司控股股东九鼎集团是国内知名私募股权投资机构，行业地位突出，能够在管理、

资金、业务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，增强公司综合实力。

2. 2015年以来，九鼎集团对公司资本支持力度较大；随着新投资者引入，公司资本实力进一步增强；公司目前已实现全牌照经营，未来随着各项业务的逐步开展，公司收入规模和净利润规模有望进一步提升。

3. 担保方九鼎集团为新三板挂牌公司，在私募股权领域具有突出的行业地位，且资产规模较大，具有较强的综合实力，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. 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可能对公司业务发展和收益水平带来系统性风险。目前，公司收入主要来源于自营业务，受市场行情影响较大。公司 2017 年前三季度出现亏损，需对公司未来盈利实现情况保持关注。

2. 公司各项业务资质取得时间较晚，展业时间不长，持续发展能力和盈利能力有待进一步检验，且对公司的合规运营、内部控制和风险管理能力提出了更高的要求。

3. 近年来，公司债务规模增长较快，杠杆水平有所提升，且短期债务占比较高，需对公司偿债能力和流动性情况保持关注。

4. 担保方九鼎集团近年来业务板块增多，对其风险管控能力提出了较大挑战；且私募股权投资业务受市场行情、相关政策和退出时机等因素影响较大，投资收益的增长面临一定波动性风险。

分析师

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

刘克东

电话：010-85172818

邮箱：liukd@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

除因本期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：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

九州证券股份有限公司（以下简称“九州证券”或“公司”）的前身为三江源证券经纪有限公司。2002年12月，三江源证券经纪有限公司由8家股东单位发起设立；2006年，中国南方航空集团公司受让西宁财盛投融资有限责任公司等5家股东单位所持有三江源证券经纪有限公司股份，成为第一大股东，持股比例为80.47%；2007年5月，三江源证券经纪有限公司更名为天源证券经纪有限公司（以下简称“天源证券”）；2012年6月，天源证券经纪有限公司更名为天源证券有限公司；2014年1月，广州证券有限责任公司受让中国南方航空集团公司持有的公司全部股权，成为公司控股股东，持股比例为80.47%。2014年12月，青海证监局印发《关于核准天源证券有限公司变更注册资本的批复》（青证监许可[2014]6号文），核准北京同创九鼎投资管理股份有限公司（现更名为同创九鼎投资管理集团股份有限公司，以下简称“九鼎集团”）对公司增资36,371.70万元，持股比例为51.00%，成为公司控股股东；2015年4月，天源证券有限公司更名为九州证券有限公司。后经多次增资及股份制改革，截至2016年2月末，公司注册资本增至30亿元。

2017年1月，公司引入新股东中国石油化工集团公司，对公司增资4.07亿元（其中3.70亿元计入注册资本），公司注册资本增至33.70亿元。2017年3月，公司股东大会通过了新一轮增资扩股议案，拟引入多家新股向公司增资合计101.70亿元（其中28.25亿元计入注册资本），公司注册资本增至61.95亿元。但由于新增股东未能通过监管机构备案，2017年6月起，公司着手推进和实施相关减资工作，获得青海证监局减资批复后，公司已于2018年1月30日办理完成工商登记，公司注册资本减至33.70亿元，截至2018年2月6日，公司已返还上述全部出资。

根据2017年10月21日公司董事会决议，公司引入战略投资者山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速”），山东高速共投资9.49亿元（其中7.90亿元用于增加公司注册资本），资金已于2018年2月18日前全部缴付，目前本次增资尚须九州证券股东大会审议通过及相关监管机构审批核准，若本次增资完成，公司注册资本将增至41.60亿元，山东高速将直接持有公司19.00%的股份。截至本报告出具日，公司注册资本为33.70亿元，九鼎集团为公司控股股东，持股85.76%

表1 截至本报告出具日公司股东及持股情况（单位：亿元，%）

股东名称	持股数量	持股比例
同创九鼎投资管理集团股份有限公司	28.90	85.76
中国石油化工集团公司	3.70	10.98
达孜县众合九州投资中心（有限合伙）	1.10	3.26
合计	33.70	100.00

资料来源：公司提供

公司主要经营范围：证券经纪；证券投资咨询；证券投资基金代销；证券自营；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问（凭证券期货业务许可证经营）；证券承销与保荐、证券资产管理、融资融券、代销金融产品业务（凭许可证经营）；为期货公司提供中间介绍业务；经中国证监会批准的其他业务。

截至本报告出具日，公司设有投资银行委员会、资产管理委员会、固定收益委员会、交易委员会、经纪业务委员会、风险管理委员会、信息与运营委员会、综合服务委员会等8个委员会，并下设经纪业务部、做市业务部、金融市场部、信用交易部、风险控制部、法律合规部、财务资金部等45个职能部门，8个委员会之外设置战略和研究中心、九州商学院和稽核审计部；公司下辖6家子

公司，分别为九州期货有限公司（以下简称“九州期货”）、九证资本投资有限公司（以下简称“九证资本”）、青海九证投资管理有限公司（以下简称“九证投资”）、西藏九证资本投资有限公司、西藏九证嘉达投资管理有限公司和北京九禹金服科技有限公司（以下简称“九禹金服”）；公司在全国设有 36 家分公司和 7 家证券营业部。截至 2017 年 9 月底，公司员工共计 1,657 人。

截至2016年末，公司合并资产总额148.91亿元，其中客户资金存款6.91亿元；负债总额113.84亿元，其中代理买卖证券款12.87亿元；所有者权益35.07亿元，其中归属于母公司的所有者权益34.98亿元；母公司口径净资产24.08亿元。2016年，公司实现营业收入8.59亿元，净利润2.19亿元，归属于母公司的净利润2.20亿元；经营活动产生的现金流净额为-15.04亿元，期末现金及现金等价物余额为26.60亿元。

截至2017年9月末，公司合并资产总额211.21亿元，其中客户资金存款7.82亿元；负债总额117.92亿元，其中代理买卖证券款14.59亿元；所有者权益93.29亿元，其中归属于母公司的所有者权益93.22亿元；母公司口径净资产53.25亿元。2017年1~9月，公司实现营业收入5.70亿元，净利润-1.05亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.03亿元；经营活动产生的现金流净额为-53.08亿元，期末现金及现金等价物余额为28.69亿元。

公司注册地址：西宁市南川工业园区创业路108号；法定代表人：魏先锋。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司本期拟发行的债券名称为“九州证券股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，本期债券发行规模为人民币 5 亿元。本期债券为固定利率债券，期限为 2 年。本期债券票面金额为 100 元，按面值发行。本期债券票面利率由公司和主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率，且不超过国务院限定的利率水平。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利，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。本期债券面向符合《公司债券发行与交易管理办法》规定且在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司开立合格 A 股证券账户的合格投资者公开发行，不向公司股东优先配售。本期公司债券发行采取网下面向合格投资者询价配售的方式，由公司与主承销商（簿记管理人）根据簿记建档情况进行配售。根据九鼎集团出具的《担保函》，本期债券由九鼎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

本期债券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

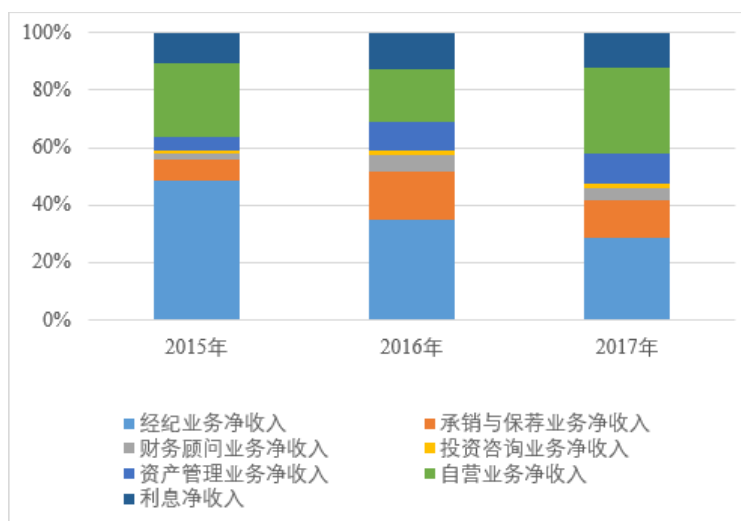
2017 年以来，证券行业在监管趋严和市场震荡性行情环境下，业绩分化有所加深，风险事件逐步得到控制。一方面，证券市场呈现结构性行情，绩优股涨幅较大，中小盘股连续下跌，指数处于震荡并小幅上升趋势。2018 年初，受美股大幅下跌拖累，证券市场有所下跌，但整体来看，受美联储加息和我国经济形势向好的双向影响，市场维持震荡性行情。从业务表现看，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，业务结构同质化较为严重，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力；在市场活跃度提升和 IPO 发行常态化的驱动下，证券公司全年业绩降幅收窄。2017 年，证券公司经纪业务和投行收入占比有一定下降，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。

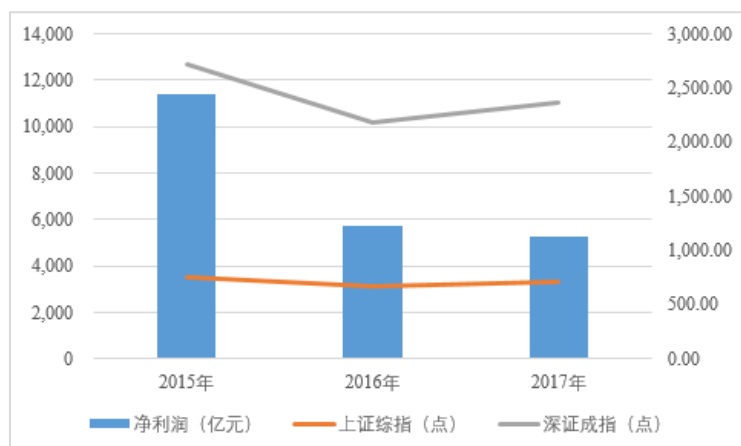
图 1 我国证券行业业务收入结构图



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

2015 年以来，随着股东九鼎集团对公司持续增资，公司在资本实力增强的同时，加速获得各项业务资质，目前已发展成为全牌照具备一定资本实力的综合类证券公司。截至本报告出具日，公司在全国范围拥有 36 家分公司和 7 家营业部，分布在除拉萨市外的其他省会城市，已基本实现了全国

性的网点和业务布局。

在业务开展方面，公司发展思路和经营策略有别于传统模式，能够提升公司整体运营效率，并加强业务协同效应。其中，经纪业务方面，公司主要采取设立分公司的方式进行网点建设和布局优化，能够从前期项目开发到后期项目服务持续跟踪，运营机制更加灵活，运营效率更加高效；投资银行业务在公司业务体系中处于重要地位，并实行高度专业化运作。公司能够借助全国性的分支机构布局和九鼎集团的丰富资源，力求在投行业务方面实现较快发展，并以此来带动做市、资产管理、信用交易等其他业务发展，最大化发挥业务协同效应，为客户提供全方位金融服务。在债券承销方面，公司在 2016 年证券公司债券主承销家数排名中位列第 44 位，处于行业中游水平。

公司控股股东九鼎集团系国内知名私募股权投资机构，为新三板挂牌公司，曾多次进行增资扩股，具有较强的资本实力。九鼎集团在私募股权投资行业中具有较高的行业地位，在清科院研究中心公布的 2017 年中国股权投资年度 PE 机构评选排名中排名第二，截至 2017 年 9 月末，九鼎集团累计投资项目 312 个，并有多家公司已在主板或计划在主板上市。九鼎集团投资管理经验丰富，客户资源充足，能够为公司提供管理、资金、业务以及渠道等多方面支持，从而进一步增强公司综合实力。

总体看，目前公司作为全牌照证券公司，相对独特的经营思路有望带动公司业务的快速发展；同时，控股股东九鼎集团能够为公司提供管理、资金、业务和渠道等多方面支持，促进公司业务的进一步发展。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》、《证券公司监督管理条例》等相关法律法规的要求制定公司章程，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架构，并制定了相关议事规则。公司形成了权力机构、决策机构、监督机构和执行机构之间权责明确、相互协调、相互制衡的治理机制。

股东大会是公司的权力机构。公司按照《公司法》和《公司章程》的要求，召集、召开股东大会，表决程序和决议内容符合相关要求。

公司设董事会，对股东大会负责。目前，董事会由 6 名董事组成，其中包括独立董事 2 名，根据《公司章程》要求，尚需增选一名董事。董事会下设风险控制委员会、审计委员会、薪酬与提名委员会、战略委员会。董事会下设的各个专门委员会，经股东大会决议通过，对董事会负责，向董事会报告工作。

公司设监事会。监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名。监事会的职工代表监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

公司高级管理层包括总经理、副总经理、首席风险官、财务总监、合规总监、董事会秘书等。高级管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“三会一层”的公司治理架构，为建立有效的决策机制、提高公司治理水平、形成制衡和监督机制提供了保障，有助于公司持续稳健发展。

2. 内部控制及合规管理

公司按照相关法律法规及公司章程建立了分工明确、相互制衡的内部控制体系。近年来公司不

断建立健全内部控制体系，明确界定部门、分支机构的目标、职责和权限，确保其在授权范围内行使经营管理职能。各部门、各岗位、各级机构之间遵循必要的分离原则，进行职责分工。公司还建立了清晰的组织结构，依据所处环境和自身经营特点设立业务监控防线，并根据不同的工作岗位及其性质，赋予其相应的职责和权限，为公司有效进行内部控制创造了有利条件。

在合规运行方面，公司为了加强合规管理，建立有效的合规管理运行机制，制定了专门的合规管理制度，以此来建立有效的合规管理组织体系及制度体系，避免合规风险。从架构上看，公司董事会和监事会是合规管理的第一层级。其中，公司董事会负责审批确定公司的合规政策等合规管理基本制度，在决策层面确立公司合规经营与合规文化建设的原则和框架，对保证公司经营管理活动合规负最终决策与监督责任，监事会负责对董事会和经营班子的合规履职情况进行监督。公司经营管理层是公司合规管理的第二层级。经营管理层负责公司合规风险的有效管理，负责制定和传达合规政策，执行合规制度，及时、有效防范和应对合规风险，落实责任追究，同时，公司设立合规总监，直接领导并全面负责公司合规管理工作，经营管理层为合规负责人履行职责提供充分必要保障。法律合规部是公司进行合规管理的第三层级。法律合规部是公司履行合规管理职责的专门部门，对公司合规风险进行归口管理，从公司组织架构、制度建设、工作机制、责任落实、保障机制等方面，保证合规管理的覆盖面和纵深度。公司各业务部门、管理部门、分支机构及公司全体员工是公司进行合规管理的第四层级。公司各部门及分支机构的负责人和员工对其管理职能或业务活动内的合规风险的生成和管理承担首要的责任，依照相关法律法规和准则，主动识别、控制经营管理行为和业务活动中的合规风险。

公司于 2016 年 9 月收到青海证监局出具的《关于对九州证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（青证监措施字[2016]4 号），对九州证券在承销铜仁旅游投资有限公司 2016 年非公开发行公司债券（第一期）、铜仁旅游投资有限公司 2016 年非公开发行公司债券（第二期）业务过程中存在部分投资者签署的合格投资者风险认知书要素填写不完整，填写形式不规范的情况，未切实执行投资者适当性制度；未能及时发现并纠正铜仁旅游投资有限公司未在募集说明书中对募集资金使用情况的信息披露事宜作出约定的情况，未严格履行勤勉尽责的义务，因此对九州证券采取出具警示函的监管措施。公司自收到上述警示函之日起，针对所提出问题，对内控制度和流程进行了进一步的梳理和完善，并将及时向监管部门进行总结与汇报；并不断完善公司各项制度和流程，进一步提高公司债券承销业务水平和公司合规风险管理工作水平，加强对员工在从业过程中勤勉尽责的培训和要求，确保公司债券承销业务合规运营、健康持续发展。

2015~2017 年，公司在证监会分类评级中的结果分别为 BB 级、BB 级和 B 级，公司分类评级结果较低，主要系 2016 年公司债券承销项目收到监管机构警示函，2017 年增资事项中股东资格方面未勤勉尽责造成扣分所致。公司内控及管理制度有待进一步提升。

总体看，公司建立了健全的决策机制，形成了内部相互制衡、相互协作的工作机制和业务操作流程，但内控制度和业务管理上仍有待进一步提高。

六、经营分析

1. 经营概况

从业务构成看，公司前期规模较小，获得的资质较为有限，主要从事证券经纪业务和少量的自营投资业务。2015年以来，随着股东的增资和扶持力度的加大，公司陆续获得证券承销、证券资产管理、保荐机构等资格，多业务条线逐步建立，成为综合性证券公司。目前公司主营业务主要包括：

证券经纪业务、自营业务、投资银行业务、资产管理业务和信用交易业务等。近年来，随着公司各项业务资格的获得与业务的展开，营业收入呈持续增长态势。2014~2016年，公司分别实现营业收入1.37亿元、6.03亿元和8.59亿元，三年复合增长150.28%；实现净利润分别为0.26亿元、2.07亿元和2.19亿元，三年复合增长191.92%。

从收入结构看，近年来，公司业务结构持续调整，自营投资业务和投资银行业务已成为收入贡献的主要力量，证券经纪业务占收入的比重逐年下降，2014年公司实现经纪业务收入1.06亿元，占营业收入的比重为77.05%；2015年以来，九鼎集团控股公司后，对经纪业务进行调整，通过申请设立分公司和引入高素质投资顾问、经纪人等方式，使公司经纪业务由传统通道业务逐步向附加值高的投资中介业务转型，2015年和2016年公司实现经纪业务收入分别为0.87亿元和0.48亿元，同比降幅45.29%，系2016年证券行业低迷所致；2014~2016年，公司经纪业务收入占营业收入的比重分别为77.05%、14.41%和5.53%，经纪业务收入占比降幅较大。2014~2016年，国内证券市场波动幅度较大，公司坚持稳健投资策略，合理配置相关权益类资产，并加大了自营投资规模，公司证券自营业务收入持续增长，分别为0.06亿元、4.60亿元和4.79亿元；近三年在营业收入中的占比波动上升，分别为4.03%、76.36%和55.74%，成为公司第一大收入来源。公司分别于2015年4月和6月获得证券承销业务资格和保荐机构资格，并于当年开展了投资银行业务，实现收入0.21亿元；2016年公司投资银行业务发展较好，实现投资银行业务收入1.96亿元，占营业收入的比重为22.83%，成为公司第二大收入来源。公司于2015年4月取得证券资产管理业务资格，2015年实现资产管理业务收入0.04亿元；2016年公司资产管理业务规模增幅较大，实现收入0.68亿元，占营业收入的比重为7.89%，成为公司第三大收入来源。公司分别于2015年5月、8月和12月获得了股票质押式回购交易业务资格、约定购回式证券交易权限和融资融券业务资格，2015年实现信用交易收入0.15亿元；2016年公司实现信用交易业务收入0.25亿元，在营业收入中的占比较低。2015~2016年，公司其他业务收入主要包括回购业务利息净收入、债券利息支出、股权投资收益、投资咨询业务等，2016年其他业务收入为0.45亿元，占营业收入的5.18%。

表4 公司营业收入结构（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	1.06	77.05	0.87	14.41	0.48	5.53	0.59	10.32
证券自营业务	0.06	4.03	4.60	76.36	4.79	55.74	4.21	73.92
投资银行业务	--	--	0.21	3.54	1.96	22.83	1.19	20.82
资产管理业务	--	--	0.04	0.63	0.68	7.89	1.07	18.75
信用交易业务	--	--	0.15	2.41	0.25	2.93	0.12	2.06
其他业务	0.26	18.92	0.16	2.65	0.45	5.18	-1.47	-25.87
合计	1.37	100.00	6.03	100.00	8.59	100.00	5.70	100.00

资料来源：公司提供

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 5.70 亿元，同比下降 11.63%，主要系其他业务亏损所致。从收入结构看，自营业务仍为公司第一大收入来源，占营业收入的比重为 73.92%，较 2016 年提高 18.24 个百分点；投资银行业务为公司第二大收入来源，占营业收入的 20.82%，较 2016 年变化不大；资产管理业务为公司第三大收入来源，占比较年初提高 10.87 个百分点。2017 年 1~9 月，公司其他业务收入为-1.47 亿元，亏损规模较上年同期扩大 1.21 亿元，主要系卖出回购支付的利息增加及次级债利息增加所致。2017 年 1~9 月，公司净利润为-1.05 亿元，未实现盈利。

总体看，近年来，随着公司各项业务资格的获得和业务的逐步开展，公司营业收入和利润规模增幅较大，盈利能力得到增强。同时，联合评级也关注到公司多项业务开展时间不长，业务发展的持续性和效果有待观察；2015年以来，公司收入主要来自证券自营业务，受市场行情影响较大，未来收入增长存在一定的不确定性；此外，2017年前三季度公司净利润出现亏损，需对公司后续盈利实现情况保持关注。

2. 业务运营

(1) 经纪业务

公司设经纪业务委员会统筹管理公司经纪业务，下辖经纪业务总部、财富管理总部、客户服务中心。经纪业务总部职责包括经纪业务管理、PB业务管理、投资顾问业务管理、信用业务管理、IB业务管理及经纪人管理、分支机构柜台管理等工作；财富管理总部主要负责完善公司产品结构和产品定制方案，产品销售管理，财富管理人才的培训，销售人员基金从业资格管理，完善高净值客户服务体系等；客户服务中心职责包括客户投诉工作管理、客户回访工作管理、客户联络中心日常管理、投资者教育工作协调管理、分支机构标准化服务规范管理等。

从营业网点设置和营销团队建设情况来看，2015年1月，九鼎集团成为公司控股股东后，对公司的经纪业务思路进行了一定的调整，摒弃了以营业部为主的传统营运模式，除西宁营业部外，公司出售了其他营业部。同时，公司主要采取设立分公司的方式进行网点建设和布局优化，截至本报告出具日，公司已设立36家分公司和7家营业部，分布在除拉萨外的其他省会城市，已基本实现了全国性的网点和业务布局；另外，截至2017年9月末，公司拥有内部营销人员584人，经纪人5,552人（非公司正式员工），投资顾问91人。公司对每个营业部配备了一定数量的高素质投资顾问团队，以期更好发掘高净值客户，并提供高附加值的金融服务。

公司证券经纪业务主要包括代理买卖证券业务、交易单元席位租赁和金融产品代销业务，其中代理买卖证券业务手续费及佣金净收入是公司经纪业务收入的最主要来源。2014~2016年，公司经纪业务收入分别为1.06亿元、0.80亿元和0.48亿元，三年复合减少32.97%；其中2015年经纪业务收入同比下降主要系公司于2015年出售16家营业部以及处于业务转型初期所致，2016年收入下降主要系年内开展支持经纪人返佣活动，致手续费及佣金净收入有所下滑，但年内公司经纪业务交易额显著上升。根据中国证券业协会排名，2016年，公司代理买卖证券业务净收入行业排名第93位，处于下游水平。公司代理买卖证券交易额逐年增长，近三年分别为1,516.76亿元、1,777.15亿元和4,273.23亿元，但市场份额总体有所下降；佣金率方面，近两年受市场竞争加剧影响，公司佣金率逐年下降。受互联网金融的推广及行业竞争的进一步加剧影响，2017年1~9月，公司经纪业务佣金率水平为0.043%，稍高于行业平均水平，存在一定下降空间。

表5 公司代理买卖证券业务情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	1,202.10	0.16	1,575.65	0.06	1,015.56	0.08	1,781.57	0.21
基金	7.90	0.02	18.00	0.01	13.54	0.01	25.20	0.01
债券	5.32	0.03	2.67	0.01	0.17	0.00001	2.41	0.0003
债券回购交易	301.44	0.002	153.20	0.0002	3,239.23	0.04	3,983.67	0.06
其他	--	--	27.64	0.02	4.73	0.05	11.87	0.09
合计	1,516.76	--	1,777.15	--	4,273.23	--	5,804.72	--

资料来源：公司提供

2017年1~9月，公司代理股票、基金和债券买卖金额为5,804.72亿元，较年初增长35.84%，主要系2017年下半年以来证券市场结构性回暖使得交投活跃度提升所致，其中股票交易金额占比30.69%，债券回购交易金额占比68.63%。同期，公司实现经纪业务收入0.59亿元，同比大幅增长168.18%。

总体看，九鼎集团控股公司后，积极探索新型的经纪业务开展模式，从传统通道业务向附加值高的投资中介业务转型，通过为客户提供增值服务等综合服务能力来挖掘高净值客户，以此来规避行业整体经纪业务的同质化竞争。联合评级同时也关注到，经纪业务受市场行情波动影响较大，收入增长面临波动性风险；且公司经纪业务处于转型起步阶段，其转型效果有待进一步检验。

（2）自营业务

公司于2012年3月获得证券自营业务资格，但前期投资规模较小，主要投资债券品种，获得的收益亦相对有限，目前投资品种包括股票、债券及衍生品等。

目前，公司自营业务由权益类投资、固定收益类投资以及衍生产品投资组成。公司自营投资品种包括股票、债券及衍生品等。公司自营业务主要由权益证券投资部、权益投资部、量化投资部、对冲交易部、衍生品部和固定收益委员会债券投资部负责。证券投资部、权益投资部、量化投资部、衍生品部和对冲交易部权益投资部主要负责权益类投资和衍生品投资，固定收益委员会债券投资部负责固定收益品种投资业务。同时为保证自营业务的有序开展，公司制定了自营业务管理制度及规范细则，明确了自上而下、分级授权的投资决策模式及相关风险控制措施。

公司权益类投资对象以二级市场定向增发和大盘蓝筹、绩优成长类股票为主，债券投资范围则主要限定于高等级的信用债券，以AA以上级别为主。公司严格遵守“控风险、稳健投资”的理念，从决策投资执行、品种选择等方面对自营业务进行严格的风险管控。2014年以来，公司根据市场行情调整了证券自营投资规模，近三年分别为0.20亿元、18.15亿元和84.09亿元。在投资结构方面，2014年，公司自营投资资产全部为债券；2015年公司扩大了自营投资的范围，债券投资占投资资产的比重仍然在50%以上，股票投资占投资资产的比重为33.77%，基金投资占比8.43%；2016年公司进一步增加了债券投资规模，债券投资占投资资产的比重达到58.23%，同时，其他投资占比由2016年末的3.97%大幅增至27.55%，主要系投资信托产品、公司股权以及有限合伙企业规模增加所致。2014~2016年，公司证券自营业务分别实现收入0.06亿元、4.61亿元和4.79亿元，呈逐年增长的态势，三年复合增长829.74%。

2017年以来，公司债券投资规模进一步增加。截至2017年9月末，公司自营投资规模为153.38亿元，较年初增长82.40%；从投资结构来看，债券资产占比依然最高，为58.23%，其他投资占比则进一步增长7.58个百分点为35.13%。截至2017年9月末，公司自营业务其他投资规模为53.88亿元，其中信托产品占比55.58%，公司股权投资占比16.60%，私募基金投资占比14.77%，专户理财占比10.56%。2017年1~9月，公司自营业务实现收入4.21亿元，同比下降6.85%。

表6 公司自营证券投资结构（单位：亿元，%）

项目	2014年末		2015年末		2016年末		2017年9月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票	--	--	6.13	33.76	10.13	12.05	9.08	5.92
债券	0.20	100.00	9.77	53.83	50.77	60.37	89.31	58.23
基金	--	--	1.53	8.44	0.02	0.02	1.12	0.73
其他	--	--	0.72	3.97	23.17	27.56	53.88	35.13
合计	0.20	100.00	18.15	100.00	84.09	100.00	153.38	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司自营团队坚持价值投资、稳健运作；随着公司资本规模的扩大，投资规模不断增长，自营收入有所增加。同时联合评级也关注到，证券自营业务受市场行情影响大，未来增长存在一定的波动性风险；且公司自营业务中债券资产占比较高，在债券违约频现及债市低迷的背景下，相关投资风险需要关注。

（3）投资银行业务

公司于 2015 年 4 月取得证券承销业务资格，2015 年 6 月获得保荐机构资格，目前公司投资银行业务主要包括股票承销与保荐业务、债券承销业务、财务顾问业务、新三板挂牌业务等。

公司设立投资银行委员会负责统筹投行资本市场部、综合管理投行综合部、投行质控部和投资银行各行业部来进行业务的开展。其中，投行资本市场部主要负责投资银行股票项目的销售；投行质控部质量控制部主要负责项目的立项和内核等风控事项；投行综合部综合管理部主要负责招聘、考核、日常管理和其他行政事务等；公司依据行业类别设立了各行业部，主要负责项目承揽和承做。截至 2017 年末，公司共拥有保荐代表人 20 名，准保荐代表人 40 人。2016 年，随着公司投资银行业务的全面展开，公司实现投资银行业务收入 1.96 亿元，较 2015 年大幅增长 1.75 亿元。2017 年 1~9 月，公司实现投资银行收入 1.19 亿元，同比下降 13.77%。

公司投资银行业务取得资格较晚。在股权融资方面，2015 年公司虽有相关项目立项，但并没有完成 IPO 及股权再融资项目；2016 年度，公司 1 单 IPO 项目已申报通过，2 单上市公司非公开发行项目已完成发行；2017 年 1~9 月完成 1 单 IPO 项目，实现承销金额 5.91 亿元，另有 1 单再融资项目获得发行批文。

债券承销业务方面，公司自取得业务资格后，积极拓展债券承销业务，2015 年完成 3 单债券承销项目，实现承销金额 21.00 亿元，2016 年债券主承销项目完成 21 单，实现承销金额 222.03 亿元，承销项目数量排名行业第 44 位，承销金额排名行业第 42 位，处于行业中游水平。2017 年 1~9 月，公司完成债券承销项目完成 16 单，实现承销金额 86.95 亿元。公司投资银行业务开展时间不长，随着相关业务的持续开展，后期排名有望进一步提升。

公司持续推进新三板业务发展，2015 年新增挂牌企业数 2 家，2016 年公司新增挂牌企业数 10 家。做市业务方面，公司以为企业股权提供流动性为目的，已开发多种交易策略，促进新三板股票流动性和企业价格发现，2015 年新增做市企业 69 家，2016 年新增做市企业 186 家，截至 2017 年 10 月末，公司新三板业务累计做市企业 227 家。2015 年至 2017 年 1~9 月，新三板做市业务实现收入 0.41 亿元、0.40 亿元和 0.20 亿元。

在项目储备方面，公司投资银行业务项目储备情况较好，截至 2017 年 9 月底，公司已立项在承做项目 280 个，其中 IPO 项目 32 个（含 IPO 改制），其中 2 单申报材料已报至中国证监会；再融资项目 3 个，债券承销项目 159 个，新三板拟推荐挂牌项目 37 个。此外，公司能够借助全国性的分支机构布局和九鼎集团的丰富资源，有望在投行业务方面实现较快发展。

总体看，公司投资银行业务起步较晚，近两年呈快速发展态势，未来具备较大提升空间。随着公司积极拓展相关业务，投资银行业务有望成为公司重要的收入来源之一。同时，联合评级也注意到，投资银行业务易受国家监管政策影响，存在一定不确定性。

（4）资产管理业务

公司于 2015 年 4 月取得证券资产管理业务资格。该业务由资产管理委员会统筹权益资产管理各部、固收资产管理各部、非标资产管理各部、信用资产管理各部、金融资产管理部、金融市场部和、资管运营部、资管投资管理部、资产证券化部和机构投顾部等各部门进行运营和管理。目前，公司资产管理业务品种包括集合资产管理业务和定向资产管理业务，公司的资产管理业务发展速度较快，

资产管理产品种类齐全，业务类型涉及货币型、固定收益型、股票型、混合型、FOF 型等各类型产品。

目前，公司资产管理业务以定向资产管理产品为主，截至 2016 年末，公司集合资产管理业务规模 119.70 亿元，较 2015 年底大幅增长 115.96 亿元；公司定向资产管理业务规模为 845.34 亿元，较 2015 年底大幅增长 777.03 亿元。2016 年，公司资产管理业务收入为 0.68 亿元，主要来自定向资产管理费收入。根据中国证券业协会排名，2016 年公司客户资产管理月均受托资金排名行业 63 位，处于中游水平。

表 7 公司资产管理业务情况表（单位：亿元）

项目	2015 年		2016 年		2017 年 9 月	
	管理规模	收入	管理规模	收入	管理规模	收入
集合资产管理业务	3.74	0.03	119.70	0.14	83.91	0.14
定向资产管理业务	68.31	0.01	845.34	0.53	951.18	0.90
专项资产管理业务	--	--	2.86	0.003	12.57	0.03
合计	72.05	0.04	967.90	0.68	1,047.67	1.07

资料来源：公司提供

截至 2017 年 9 月底，公司资产管理业务总规模为 1,047.67 亿元，较年初增加 8.24%，其中集合资产管理业务规模 83.91 亿元，占比 8.01%，定向资产管理业务规模 951.18 亿元，占比 90.79%，定向资产管理业务占比进一步增加。2017 年 1~9 月，公司资产管理业务实现收入 1.07 亿元，保持较快的发展态势。

总体看，自公司获得业务资格以来，公司资产管理业务发展速度较快，未来随着公司资产管理业务的创新发展以及与公司其他部门的合作力度增强，其对公司收入贡献有望提升。

（5）信用交易业务

公司于 2015 年 12 月得到融资融券业务资格，于次年 1 月正式开展融资融券业务。公司融资融券业务设立了“董事会—总经理办公会—和信用交易业务委员会—经纪业务管理总部—分支机构”的管理模式。经纪业务管理总部等部门分别负责融资融券业务的具体管理和运作、融资融券业务的清算交收、会计核算和风险控制管理等。随着信用交易业务的开展，公司不断优化业务流程，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。截至 2017 年 9 月底，公司平均维保比率为 278.37%，处于较好水平。

自取得业务资格以来，公司积极发展信用交易业务，截至 2016 年末，公司累计开立信用证券账户 300 户，融资融券余额为 2.77 亿元；2016 年实现利息收入 0.08 亿元。

表 8 公司融资融券业务情况表（单位：户，亿元）

项目	2016 年末	2017 年 9 月末
融资融券账户数目	300	583
融资融券账户余额	2.77	4.77

资料来源：公司提供

公司分别于 2015 年 5 月和 8 月取得股票质押式回购交易业务资格和约定式购回证券交易业务权限，现由经纪业务管理总部及信用资产管理各部负责，股票质押式回购交易业务取得较快发展，约定购回式证券交易业务尚未展开。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。截至2016年底，公司股票质押待回购交易金额为0.92亿元，全年实现利息收入0.17亿元。

随着2017年下半年以来股市交投活跃度提升，市场融资意愿增加，带动公司融资融券业务规模增长，截至2017年9月末，公司融资融券业务规模为4.77亿元，较年初增长71.88%，2017年1~9月实现利息收入0.22亿元；公司加大了股票质押的业务规模，截至2017年9月底，公司股票质押账户余额为16.25亿元，2017年1~9月实现利息收入0.46亿元。

总体看，公司信用交易业务发展较晚，规模较小，具备较大提升空间。同时，联合评级也关注到信用交易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。

主要控股子公司业务

九证投资成立于2015年4月，经过公司多次增资，截至2017年9月末，九证投资注册资本1.15亿元。公司持有九证投资100%股权。九证投资主要经营范围：直接投资、咨询和管理。作为九州证券下属的综合投资平台，九证投资主要业务包括对具有明显的成长趋势或是市场容量大的优质企业进行股权投资，重点投资于符合国家发展战略和产业政策行业领域；设立并管理包括产业基金和并购基金在内的各类股权投资基金，辅助实体产业的资本运作；开展投资管理咨询及财务顾问等业务。截至2017年9月底，九证投资资产总额8.65亿元，净资产6.35亿元；2017年1~9月实现营业收入10.76万元，净利润-611.23万元。

九证资本成立于2015年12月，截至2017年9月末，注册资本为0.42亿元，公司持有九证资本100%股权。九证资本主要业务范围包括项目投资、资产管理、投资管理；投资咨询、企业管理咨询等。截至2017年9月底，九证资本资产总额2.48亿元，净资产0.48亿元；2017年1~9月实现营业收入-116.19万元，净利润-0.23亿元。

九州期货为公司全资子公司，于2015年10月完成股权变更，2015年11月由“华海期货”正式更名为“九州期货”；后经多次增资，截至2017年9月末，注册资本为5.18亿元。九州期货经营范围主要为商品期货经纪、金融期货经纪和资产管理。九州期货拥有中国金融期货交易所交易会员资格，大连商品交易所、上海期货交易所、郑州商品交易所会员资格。九州期货总部设在北京，在上海地区设有分公司。目前已全面开通工商银行、建设银行、农业银行、光大银行、交通银行、招商银行、兴业银行的全国银期转账业务。截至2017年9月底，九证期货资产总额12.82亿元，净资产4.68亿元；2017年1~9月实现营业收入0.38亿元，净利润-0.17亿元。

九禹金服成立于2016年6月，注册资本为0.50亿元。九禹金服从事基金业务外包服务，主营业务是基金产品行政服务外包，主要为进一步推动公司机构经纪业务（PB）发展。截至2016年底，九禹金服资产总额0.46亿元，净资产0.46亿元；2016年实现营业收入0.00亿元，净利润-0.04亿元。

总体看，公司子公司业务发展处于起步阶段，公司综合化经营的发展模式正逐步形成。

3. 未来发展

公司致力于打造“加强型PE投资公司”+“加强型证券公司”的复合体，力争成长为一家具有独特竞争力的券商。

具体来看，公司将努力实现投资业务和证券业务的相互促进。公司资本金将很大部分用于直接投资PE类项目（上市前投资、定增、并购等）及通过投资优秀的PE管理公司所管理的基金间接投资PE类项目，同时将做大资产管理规模。基于以上PE投资的项目资源，公司将以股权为纽带，在获得较高投资收益的同时，通过投资为非资本金的证券业务（如投行、资产管理、经纪等）带来大量业务机会；同时，投行等非资本金业务的扩大又会给PE类投资带来更多的机会。公司注重国际业

务和国内业务的协同发展，努力实现国际业务和国内业务相互促进；公司在海外主要经济体设有子公司或办事机构，寻找海外投资和证券业务机会，积极协助国内客户海外收购和其他海外投资，帮助客户实现资金、投资机会和产业在全球范围内的调整和优化布局。公司通过采取组织架构创新和业务策略创新的方式实现对传统证券业务微观层面的创新，最终实现公司业务的快速增长。

总体看，公司战略目标清晰，以九鼎集团多元化集团背景为依托，符合自身特点和未来发展的需要，能够对公司业务开展以及进一步的发展形成良好的指导。

七、风险管理分析

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

为加强公司全面风险管理工作，有效防范和化解各类风险，公司按照《公司法》、《证券法》、《证券公司监督管理条例》、《证券公司全面风险管理规范》、《证券公司风险控制指标管理办法》的规定制定了《九州证券股份有限公司全面风险管理办法》；同时建立了由董事会、监事会、经理层、风险管理部门、其他职能管理部门、各业务部门、各分支机构共同组成，各层级各负其责、有机协同的风险管理组织架构。

1. 市场风险管理

公司市场风险是指公司相关资产由于未来市场价格（包括但不限于股票价格、利率、汇率和商品价格）的波动而引起公司相关资产未来损失的程度。公司涉及市场风险的业务主要包括：权益类证券投资、固定收益类证券投资、衍生品投资、用于流动性管理的证券投资等。

公司董事会在股东大会的授权范围内确定公司整体市场风险容忍度，并授权公司经营管理层进一步对市场风险限额实行分类、分级管理。风险管理部门建立交易性证券投资业务的逐日盯市制度，对业务各类限额进行逐日监控；并且针对不同类别的市场风险选择适当的、普遍接受的计量方法，基于合理的假设前提和参数计算市场风险，并进行敏感性分析与压力测试。市场风险压力测试对股价指数变动和利率变动进行不同比例的设置，从而测试权益类证券和固定收益类证券在不同的市场波动情况下对自营规模、净利润、净资本等各项风控指标、流动性指标的影响。同时，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。

总体看，公司建立了比较健全有效的市场风险管理体系，并不断根据业务发展情况完善对市场风险的防范措施。

2. 信用风险管理

信用风险是指由于交易契约中的一方无法履行义务而产生的风险。公司信用风险主要是代理客户买卖证券、融资融券、约定式购回证券交易、股票质押式回购等业务客户未能履行合同约定的信用风险和信用类产品投资的违约风险，即客户出现违约、拒绝履行相关的义务，导致资产损失和收益变化的风险。

经纪业务方面，公司通过实行全额保证金结算的方式很大程度上控制了交易业务相关的结算风险。

融资融券业务、股票质押式回购业务方面，公司通过严格客户业务资质审查、风险揭示与协议签署、督促客户遵守协议承诺、监控客户履约资质或维持担保比例变化、交易延期与违约金处理、

违约处理、资质评级与交易额度调整等措施来对信用交易客户的信用风险进行控制，并对客户履约保障比例或维持担保比例等风险监控指标和强制平仓执行情况进行实时监控和预警，建立信用交易业务的风险预警机制。

同时，公司在合同订立的过程中严格贯彻公司的有关制度，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。

总体看，公司建立了比较健全有效的信用风险管理体系，并针对各类涉及信用风险的业务采取了较为严谨的信用风险防范措施。

3. 操作风险管理

操作风险是指由于内部流程失效、员工行为不当、信息技术系统缺陷，以及外部事件影响所造成损失的风险。

为防范操作风险，公司建立了授权体系，实施分级授权；以不相容职责分离为原则设置岗位；同时建立业务复合机制，差错事故报告和问责机制，事前审查、事中控制、事后稽核的机制以及应急预案，有效控制公司操作风险。除此之外，随着监管开放以及各项业务的发展，公司在操作风险管理中不断加大投入，提高相关人员风险管理意识，尽量减少操作风险发生的概率和带来的损失。

总体看，公司操作风险管理体系较为健全，能够支持公司内部运营。

4. 流动性风险管理

流动性风险既可能来自公司的资产负债期限错配，以及信用风险、市场风险等其他类别风险向流动性风险的转化，也可能来自市场流动性对公司流动性风险的负面影响，即由于外部融资市场深度不足或市场动荡，导致公司无法及时以合理价格变现资产以获得流动性支持。

公司建立了由董事会—经理层—职能部门—各业务部门四个层次组成的流动性风险管理体系。公司在总体风险偏好的基础上，按董事会确定的流动性风险偏好，根据市场环境、经营战略以及业务发展需要，并综合考虑自有资金规模以及外部融资能力，保障公司流动性供给与需求的动态平衡。公司对流动性风险实施限额管理，财务资金部根据公司要求和经营管理需要，拟定流动性覆盖率、净稳定资金率及资产配置规模、现金流缺口限额、负责集中度限额、流动性储备及集中度限额、内部交易和融资限额等风险指标；风险控制部每年对以上风险指标及限额的有效性进行评估，报总经理办公室审批通过后予以实施。同时，风险控制部在公司全面风险管理框架内，密切关注信用风险、市场风险和操作风险等对流动性风险的影响，防范其他风险向流动性风险的转化和传递。除此之外，风险控制部根据监管规定和公司需要，牵头开展流动性风险专项压力测试，识别潜在风险点和脆弱环节，以供公司决策参考，并根据测试结果调整流动性风险管理策略和头寸，从而实现对流动性风险的有效防范和管理。截至 2017 年 9 月末，公司流动性覆盖率为 465.88%，较年初增长 22.92 个百分点；净稳定资金率为 107.83%，较年初下降 32.98 个百分点，主要系减资导致净资产减少所致；均符合监管标准。

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2014~2016年的财务报表分别经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）和北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见。北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）2015年审计报告中对中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）出具的公司2014年审计报告中的期末数进行了追溯调整，本报告采用追溯调整后的数据。公司提供的2017年1~9月财务数据未经审计。2016年，公司合并范围新增子公司九证嘉达、九证资本和九禹金服，但考虑到新纳入公司资产规模较小，对合并报表影响很小。总体看，公司财务数据可比性较强。

截至2016年末，公司合并资产总额148.91亿元，其中客户资金存款6.91亿元；负债总额113.84亿元，其中代理买卖证券款12.87亿元；所有者权益35.07亿元，其中归属于母公司的所有者权益34.98亿元；母公司口径净资产24.08亿元。2016年，公司实现营业收入8.59亿元，净利润2.19亿元，归属于母公司的净利润2.20亿元；经营活动产生的现金流净额为-15.04亿元，期末现金及现金等价物余额为26.60亿元。

截至2017年9月末，公司合并资产总额211.21亿元，其中客户资金存款7.82亿元；负债总额117.92亿元，其中代理买卖证券款14.59亿元；所有者权益93.29亿元，其中归属于母公司的所有者权益147.57亿元；母公司口径净资产53.25亿元。2017年1~9月，公司实现营业收入5.70亿元，净利润-1.05亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.03亿元；经营活动产生的现金流净额为-53.08亿元，期末现金及现金等价物余额为28.69亿元。

2. 资产质量与流动性

2015年以来，随着九鼎集团成为公司控股股东，公司资产规模增长迅速。2014~2016年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长203.68%。截至2016年底，公司资产总额合计148.91亿元，较2015年底大幅增长102.96%。近三年，公司自有资产持续快速增长，年均复合增长555.10%。2016年，随着公司自有资金、自营业务和信用交易业务规模的快速增加，使公司自有资产较年初大幅增长93.43%。截至2016年底，公司可快速变现资产余额104.64亿元，其中，自有货币资金占比11.31%，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（剔除不可快速变现部分）占比7.20%，买入返售金融资产（剔除不可快速变现部分）占比26.31%，可供出售金融资产（剔除不可快速变现部分）占比51.02%。

2014年，公司无买入返售金融资产，截至2015年末，公司买入返售金融资产36.93亿元，全部为当年新增；截至2016年末，公司买入返售金融资产较上年末减少16.18%，为30.95亿元；其中，买入返售股票占比2.96%，期限集中于三个月至一年之内，买入返售债券占比85.98%，期限全部为1个月以内，流动性较好。2014~2016年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产快速增长，年均复合增长13,904.04%，主要系公司增加了股票的投资规模所致；截至2016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7.94亿元，较年初增长147.67%，构成以股票为主，占比94.92%。2014~2016年，公司可供出售金融资产呈快速增长态势，年均复合增长1,841.54%；截至2016年末，公司可供出售金融资产为76.16亿元，较年初大幅增长409.44%，主要系公司增加了债券、信托和理财产品的投资规模所致，其中债券占比66.66%，信托占比17.54%，理财产品占比9.85%。

2017年来，公司自营业务和信用交易业务规模明显增长。截至2017年9月末，公司资产总额

211.21 亿元，较年初增长 41.84%；公司自有资产 196.61 亿元，较年初增长 44.53%；可快速变现资产 134.56 亿元，较年初增长 28.59%。公司可快速变现资产中，自有货币资金占比 9.50%，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（剔除不可快速变现部分）占比 5.97%，买入返售金融资产（剔除不可快速变现部分）占比 12.53%，可供出售金融资产（剔除不可快速变现部分）占比 67.98%，融出资金占比 3.52%。截至 2017 年 9 月末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 8.32 亿元，较年初增长 4.89%；公司买入返售金融资产 16.86 亿元，较年初减少 45.54%，主要系债券卖出回购规模下降所致；可供出售金融资产 145.05 亿元，较年初大幅增长 90.46%，主要系公司自营业务增加债券投资所致；融出资金 4.74 亿元，较年初增长 71.42%，主要系 2017 年来公司融资融券规模扩大所致。

表 9 公司资产情况表（单位：亿元）

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
自有资产	3.17	70.33	136.04	196.61
可快速变现资产	2.55	53.16	104.64	134.56
其中：自有货币资金	2.32	11.50	11.84	12.78
自有结算备付金	0.02	0.59	1.59	0.68
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.0004	2.57	7.53	8.03
买入返售金融资产	--	24.27	27.53	16.86
可供出售金融资产	0.20	14.23	53.39	91.47
融出资金	--	--	2.77	4.74
资产总额	16.15	73.37	148.91	211.21

资料来源：公司审计报告和 2017 年 1~9 月未经审计财务报告，联合评级整理。

注：表中列示的各项金融资产科目均已剔除证券公司理财产品、专项资管计划、信托计划等不可快速变现部分。

总体看，近年来，公司资产规模快速增长，资产以可快速变现资产为主，资产流动性较好，质量较高。

3. 负债及杠杆水平

近年来，随着自营业务规模的增加，公司融资需求扩大，公司自有负债规模随之增长，三年复合增长率达 1,608.09%（见下表）。公司自有负债占负债总额的比重波动上升，2014~2016 年末，该指标分别为 2.63%、93.80%和 88.69%；截至 2016 年底，公司自有负债余额 100.97 亿元，以卖出回购金融资产款和应付债券为主，分别占比 71.95%和 22.78%。2014 年，公司无卖出回购金融资产款；截至 2015 年末，公司卖出回购金融资产款 38.93 亿元，全部为债券回购款；截至 2016 年末，公司卖出回购金融资产款 72.65 亿元，较年初大幅增长 86.65%，主要系当期公司根据业务规模增加情况和资金情况扩大财务杠杆所致。2014 年，公司无应付债券；2015 年，公司新增应付债券 5.00 亿元，为公司发行的期限为 4 年，利率为 6.00%的次级债券；截至 2016 年末，公司应付债券为 23.00 亿元，较年初大幅增长 360.00%，主要系公司当期发行期限为 4 年、规模为 15.00 亿元的次级债券所致。

表 10 公司负债情况表（单位：亿元，%）

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
自有负债	0.35	46.00	100.97	103.33
其中：卖出回购金融资产款	--	38.93	72.65	66.12
应付短期融资款	--	--	1.00	3.00

应付债券	--	5.00	23.00	25.00
非自有负债	12.97	3.04	12.87	14.59
其中：代理买卖证券款	12.97	3.04	12.87	14.59
负债总额	13.32	49.04	113.84	117.92
自有资产负债率	10.92	65.40	74.22	52.55
净资本/负债	668.23	55.38	24.38	55.21
净资产/负债	815.94	53.07	32.28	87.95

资料来源：公司审计报告和 2017 年 1~9 月未经审计财务报告、监管报表，联合评级整理。

公司自有负债的大幅上升，使得公司自有资产负债率逐年上升，三年分别为 10.92%、65.40%和 74.22%，其中 2015 年末较年初大幅增长，但结合公司所处的证券行业来看，整体处于适中水平。近三年，随着公司负债规模的快速增加，公司净资本/负债和净资产/负债持续下降，由 2014 年末的 668.23%和 815.94%下降至 2016 年末的 24.38%和 32.28%，但仍高于行业监管标准。

2014 年，公司无有息债务。2015 年，公司新增有息债务 43.93 亿元；截至 2016 年末，公司总债务规模为 96.65 亿元，其中短期债务 73.65 亿元，占比 76.20%；长期债务 23.00 亿元，占比 23.80%。

截至 2017 年 9 月末，公司自有负债 103.33 亿元，较年初变化不大。自有负债仍以卖出回购金融资产款、应付债券和应付短期融资款为主，分别占比 63.99%、24.20%和 2.90%。截至 2017 年 9 月末，公司卖出回购金融资产款为 66.12 亿元，较年初下降 8.99%，主要系买断式债券回购业务规模下降所致。受公司自有负债规模增长幅度小于自有资产增长幅度的影响，截至 2017 年 9 月末，公司自有资产负债率由年初的 74.22%大幅下降至 52.55%，公司净资本/负债和净资产/负债分别为 55.21%和 87.95%，均较年初显著增长。

截至 2017 年 9 月末，公司总债务规模为 94.12 亿元，较年初小幅下降，其中短期债务为 69.12 亿元，占比 73.44%；长期债务为 25.00 亿元，占比 26.56%，其中 2~3 年内到期的长期债务为 20.00 亿元，3~4 年内到期的长期债务为 5.00 亿元；公司面临一定短期债务偿付压力。

表 11 截至 2017 年 9 月末公司债务到期情况分析（单位：亿元，%）

到期日	金额	占比
1 年以内	69.12	73.44
2~3 年	20.00	15.80
3~4 年	5.00	5.27
合计	94.12	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，近年来，随着公司业务发展，公司自有负债快速增加，公司杠杆水平持续上升，债务结构以短期债务为主，存在一定集中偿付压力，需对公司的偿债能力和流动性情况保持关注。

4. 资本充足性

近年来，公司主要通过发行次级债和增资扩股的方式补充资本。2015 年，九鼎集团共对公司增资 14.92 亿元；此外，2015 年公司以非公开方式发行 4 年期 5 亿元次级债券。2016 年，公司股东合计对公司增资 19.05 亿元；同时，公司新发行 4 年期 15 亿元次级债券。截至 2016 年底，公司股东权益合计 35.07 亿元，近三年复合增长 252.39%，归属于母公司的所有者权益 34.98 亿元，其中股本 30.00 亿元、未分配利润 1.37 亿元、一般风险准备 1.18 亿元。公司股本占比较大，公司股东权益的稳定性较好。同时，股东为支持公司经营发展，公司近年来没有进行利润分配。

近年来，公司确保了各项风险控制指标持续符合监管标准，抵御风险的能力稳步提升。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，与 2014 年可比性较差。截至 2016 年末，母公司口径（下同）的净资本为 24.08 亿元，较 2015 年末减少 5.38%，主要系对子公司增资使得净资本减少所致。同期，公司净资产规模为 31.88 亿元，较 2015 年末增长 30.71%，主要系股东增资所致。截至 2016 年末，公司的各项风险资本准备之和为 17.06 亿元，较上年末增长 4.46%。从主要风控指标来看，截至 2016 年末，风险覆盖率指标由上年末的 544.26% 下降为 129.65%，主要系公司自营业务规模扩大导致计提的风险资本准备之和增加所致；资本杠杆率指标为 12.03%，较上年末减少 16.98 个百分点，主要系净资本减少以及表内外资产总额增加所致；净资本/净资产指标下降 28.81 个百分点至 75.54%；各项指标均持续优于各项监管预警标准。

表 12 公司风险控制指标监管报表（母公司口径，单位：亿元，%）

项目	监管标准	预警指标	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
核心净资本	--	--	20.45	16.06	53.25
附属净资本	--	--	5.00	8.03	--
净资本	≥2	≥2.4	25.45	24.08	53.25
净资产	--	--	24.39	31.88	84.82
各项风险资本准备之和	--	--	4.68	18.58	30.94
风险覆盖率	≥100	≥120	544.26	129.65	172.08
资本杠杆率	≥8	≥9.6	29.01	12.03	28.35
净资本/净资产	≥20	≥24	104.35	75.54	62.78

数据来源：公司风险控制指标监管报表，联合评级整理。

2017 年以来，受股东增资影响，公司净资本和净资产规模大幅增长，截至 2017 年 9 月末，公司净资本为 53.25 亿元，较年初大幅增长 121.12%；同期，公司净资产为 84.82 亿元，较年初大幅增长 166.06%。从主要风控指标来看，截至 2017 年 9 月末，公司风险覆盖率为 172.08%，较年初增长 42.43 个百分点；资本杠杆率快速增加 16.32 个百分点，为 28.35%；由于净资产增幅大于净资本增幅，净资本/净资产降至 62.78%；各项指标均优于监管预警标准，经营风险属较低水平。但公司于 2017 年 7 月实施减资，截至 2017 年 9 月末，公司相关减资工作仍未完成，随着减资工作推进，或对公司资本充足水平造成一定负面影响。

总体看，近年来公司所有者权益保持增长态势，公司各项风险控制指标符合监管标准，资本充足性良好。

5. 现金流

从现金流来看，近年来，公司经营性现金流波动较大，2014~2016 年经营性现金流净额分别为 8.39 亿元、-20.32 亿元和 -15.04 亿元；其中 2015 年较 2014 年由正转负，主要系公司出售营业部导致代理买卖业务的现金净增加额减少以及公司自营业务规模扩大导致购置相关金融资产规模增加所致。公司投资规模近年来波动增加，投资活动现金流量呈净流出状态且波动增长，2014~2016 年公司投资活动现金流量净流出复合增长 228.18%，主要系公司构建固定资产、无形资产和投资设立子公司支付的现金增加所致。2014 年，公司未发生筹资活动；2015 和 2016 年，受发行债券和股东增资的

影响,公司筹资活动现金流为较大规模的净流入状态,分别净流入 22.31 亿元和 26.95 亿元。整体看,公司融资渠道较为畅通,整体现金流状况尚可。

2017 年 1~9 月,公司经营活动现金流净流出规模增至 53.08 亿元;公司投资活动现金流保持净流出状态,当期净流出规模 0.28 亿元;筹资活动现金流依然呈净流入状态,且流入规模大幅增长,净流入 55.46 亿元,主要系新发债券和收到投资所致。

表 13 公司现金流量情况表(单位:亿元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
经营性现金流量净额	8.39	-20.32	-15.04	-53.08
投资性现金流量净额	-0.05	-2.17	-0.54	-0.28
筹资性现金流量净额	0.00	22.31	26.95	55.46
现金及现金等价物净增加额	8.34	-0.18	11.38	2.09
年末现金及现金等价物余额	15.40	15.22	26.60	28.69

资料来源:公司审计报告和 2017 年 1~9 月未经审计财务报表,联合评级整理。

总体看,近年来,公司经营活动现金流波动较大,投资活动现金流规模一般;筹资活动现金流保持净流入状态,对外部融资依赖程度较高,公司现金流状况尚可。

6. 盈利能力

近年来,公司营业收入呈持续较快增长态势。2014~2016 年,公司营业收入年均复合增长率为 150.28%。2016 年,公司实现营业收入 8.59 亿元,主要来源于手续费及佣金净收入和投资收益,其中投资收益是公司最主要的收入来源。2014~2016 年,公司手续费及佣金净收入年均复合增长率 71.86%;2016 年,公司实现手续费及佣金净收入 3.13 亿元,主要来自投资银行业务手续费收入,占比 62.60%。2014~2016 年,公司利息净收入波动下降,主要系卖出回购金融资产利息支出大幅增加所致;2016 年,公司实现利息净收入-0.82 亿元。近年来随着公司自营规模的增加,公司投资收益呈持续增长态势,近三年年均复合增长 973.16%;2016 年,公司实现投资收益 6.37 亿元。近年来,公司公允价值变动收益波动较大,对营业收入有一定的影响,但总体来看对营业收入贡献较小。

表 14 公司营业收入情况(单位:亿元,%)

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	1.06	77.37	1.05	17.41	3.13	36.44	2.92	57.51
利息净收入	0.25	18.25	0.34	5.64	-0.82	-9.55	-1.45	-25.47
投资收益	0.06	3.65	4.37	72.46	6.37	74.16	4.00	70.22
公允价值变动收益	0.00001	0.001	0.26	4.31	-0.11	-1.28	0.21	3.70
其他	0.01	0.73	0.01	0.18	0.01	0.17	0.02	0.28
营业收入合计	1.37	100.00	6.03	100.00	8.59	100.00	5.70	100.00

资料来源:公司审计报告和 2017 年 1~9 月未经审计财务报告。

近年来,公司强化成本管理,公司营业支出年均复合增长率远低于营业收入的增长率,2016 年公司营业支出合计 6.35 亿元,三年复合增长率为 138.56%。从支出构成来看,2016 年公司业务及管理费为 6.10 亿元,近三年年均复合增长 141.96%,主要系公司职工薪酬增长所致。2016 年公司业务及管理费占营业支出的比重为 96.07%;营业税金及附加占比为 3.76%。近三年,由于营业收入的增

长幅度大于业务及管理费的增长幅度，公司营业费用率波动下降，2016 年公司营业费用率为 70.99%，处于较高水平，主要系公司投资银行业务处于快速发展阶段，公司前期搭建人才队伍增加了管理费用消耗所致；另外，近三年，营业收入的增长幅度小于职工薪酬的增长幅度，公司薪酬收入比波动增长，2016 年为 48.40%。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 5.70 亿元，同比下降 11.63%，主要系手续费及佣金收入和投资收益减少所致。公司营业收入中投资收益占比 70.22%，仍然是公司最主要的收入来源，为 4.00 亿元，手续费及佣金净收入 2.92 亿元，利息净收入-1.45 亿元，公允价值变动收益 0.21 亿元。

2017 年 1~9 月，公司营业支出 6.77 亿元，营业支出构成仍以业务及管理费为主，占比 98.56%，为 6.68 亿元，公司同期营业费用率 117.24%，较年初大幅上升 46.25 个百分点，主要系由于职工薪酬增长所致。

从盈利指标来看，2014~2016 年，公司净利润快速增长，年均复合增长率 191.92%；2016 年公司实现净利润 2.19 亿元。受自有资产和净资产迅速增长的综合影响，公司平均自有资产收益率呈逐年下降的趋势，由 2014 年的 8.80%下降至 2016 年的 2.12%；同时，受 2016 年股东增资及利润下滑双重影响，公司平均净资产收益率波动下降，由 2014 年的 9.56%下降至 2016 年的 7.38%，公司盈利水平明显下降。根据证券业协会统计，在国内同行业 97 家证券公司中，2016 年公司营业收入排名第 77 位；净资产收益率排名第 42 位，处于行业中下水平。

表 15 公司盈利指标（单位：亿元，%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
净利润	0.26	2.07	2.19	-1.05
营业费用率	75.95	51.11	70.99	117.24
薪酬收入比	46.79	32.26	48.40	86.18
平均自有资产收益率	8.80	5.63	2.12	-0.63
平均净资产收益率	9.56	15.25	7.38	-1.63

资料来源：公司审计报告和 2017 年 1~9 月未经审计财务报表，联合评级整理。

注：2017 年 1~9 月指标未年化。

2017 年 1~9 月，公司实现净利润-1.05 亿元；受经营亏损影响，公司平均净资产收益率和平均自有资产收益率分别为-0.63%和-1.63%。

总体看，近年来公司营业收入和利润规模均增长较快；但受业务规模较小影响，收入及盈利规模有待进一步提升；同时投资收益在营业收入中占比较高，受市场行情影响较大，增长面临一定的不确定性。此外，公司 2017 年前三季度出现亏损，需对公司未来盈利实现情况保持关注。

7. 偿债能力

近年来，随着公司营业利润的增长，公司 EBITDA 指标逐年增长，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 0.38 亿元、3.12 亿元和 5.17 亿元，年均复合增长 270.31%；2016 年，EBITDA 全部债务比为 0.05 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力一般；EBITDA 利息倍数由 2014 年的 172.30 倍大幅下降到 2016 年的 2.23 倍，系近年来公司有息债务规模增加所致，但 EBITDA 对利息的保护能力仍属较强。公司持有一定规模的可快速变现资产，截至 2016 年末，公司可快速变现资产/自有负债为 1.04 倍，该类资产可对债务形成一定的保障。

截至 2017 年 9 月末，公司总债务 94.12 亿元，较年初减少 2.62%，其中短期债务占比 73.44%，较年初下降 2.77 个百分点。公司持有一定规模的可快速变现资产，截至 2017 年 9 月末，公司可快

速变现资产/自有负债为 1.30 倍，较年初有所上升，对债务形成较好保障。

表 16 公司偿债能力指标表（单位：亿元，%，倍）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
全部债务	0.00	43.93	96.65	94.12
自有资产负债率	10.92	65.40	74.22	52.55
可快速变现资产/自有负债	7.37	1.16	1.04	1.30
EBITDA	0.38	3.12	5.17	--
EBITDA 全部债务比	--	0.07	0.05	--
EBITDA 利息倍数	172.30	9.99	2.23	--

资料来源：公司审计报告和 2017 年 1~9 月未经审计财务数据,联合评级整理。

截至 2017 年 9 月末，公司共获得银行授信合计 799.14 亿元，已使用授信额为 303.62 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2017 年 9 月末，公司无对外担保；未涉及重大诉讼事项。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2018 年 1 月 22 日，公司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，2015 年以来，公司债务负担有所加重，考虑到公司可快速变现资产对自有负债保障能力较好且 EBITDA 利息倍数等偿债能力指标良好，公司整体偿债能力仍属很强。

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 9 月末，公司自有负债合计为 103.33 亿元。本期公司债券拟发行规模为 5.00 亿元，相对于公司的债务规模，本期债券发债额度一般，债务负担将有所增加。

以 2017 年 9 月末财务数据为基础，本期公司债券发行规模为 5.00 亿元进行测算，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率将增长 1.18 个百分点至 53.73%，杠杆水平仍处于行业较低水平。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2016 年末的财务数据为基础，按照公司发行 5.00 亿元公司债券进行测算，截至 2016 年末，公司可快速变现资产、EBITDA 和股东权益对本期债券本金的保障倍数分别为 20.93 倍、1.03 倍和 4.87 倍。以 2017 年 9 月末的财务数据为基础，按照公司发行 5.00 亿元公司债券进行测算，截至 2017 年 9 月末，公司可快速变现资产和股东权益对本期债券本金的保障倍数分别为 26.91 倍和 18.66 倍。

表 17 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2016 年末	2017 年 9 月末
可快速变现资产/本期债券本金	20.93	26.91
EBITDA/本期债券本金	1.03	--
股东权益/本期债券本金	4.87	18.66

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

公司持有一定规模的可快速变现资产，该类资产可对债务形成良好保障；2016 年，公司 EBITDA

对本期债券的本金覆盖程度较好，考虑到公司因发行债券增加的营运资金，主要用于与公司主营业务相关的用途，以支持公司的长期发展及核心竞争力的培育，未来公司盈利能力将进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司作为综合类证券公司，各项业务目前处于加速发展阶段，随着新投资者引入，公司资本实力进一步增强，未来盈利能力有望提升，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

根据九鼎集团出具的《担保函》，九鼎集团为九州证券发行本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保范围：九州证券股份有限公司拟公开发行不超过 12 亿元（含 12 亿元）人民币公司债券的本金及应付利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用。

2. 担保人分析

（1）九鼎集团概况

九鼎集团成立于 2010 年 12 月，由自然人吴刚、黄晓捷、吴强、覃正宇、蔡蕾、赵忠义等共同设立的北京昆吾九鼎集团控股有限公司取得营业执照，初始注册资本 1,000.00 万元，2013 年 11 月九鼎集团变更为股份有限公司，2013 年 11 月黄晓捷、吴刚、吴强、蔡蕾、覃正宇、赵忠义将其货币出资总计 960 万元分别转让给同创九鼎投资控股有限公司（以下简称“九鼎控股”）。2014 年，九鼎集团在股转系统挂牌（股票代码：430719），年内通过定向发行股票方式募集资金 57.87 亿元，截至 2014 年末，九鼎集团所有者权益增至 114.60 亿元，股本 40.74 亿元。2015 年 11 月，公司以 20 元/股的价格发行股票 5 亿股，共募集资金 100 亿元。后经 2016 年资本公积转增股本，截至 2017 年 9 月末，九鼎集团注册资本达 150.00 亿元，其中九鼎控股持股 46.19%，为九鼎集团的控股股东，吴刚、黄晓捷、吴强、蔡蕾、覃正宇 5 名股东持有九鼎控股 100.00% 的股权，且已签署一致行动协议，为共同控制人。

表 18 截至 2017 年 9 月末九鼎集团前五大股东情况（单位：%）

股东名称	持股比例
同创九鼎投资控股有限公司	46.19
朱莉芝	2.23
重庆信托共赢 2 号	1.82
西部招商快鹿 1 号	1.82
钱国荣	1.60
合计	53.66

资料来源：九鼎集团提供

九鼎集团经营范围：投资管理、投资咨询。截至 2017 年 9 月末，九鼎集团纳入合并范围的各级子公司共 121 家。

截至 2016 年末，九鼎集团合并资产总额 815.67 亿元，负债总额 572.27 亿元，所有者权益合计 243.41 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 235.66 亿元；2016 年，九鼎集团实现营业收入 103.09 亿元，净利润 22.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 20.47 亿元；经营活动现金流量净额 61.67 亿元，现金及现金等价物余额 77.15 亿元。

截至 2017 年 9 月末，九鼎集团合并资产总额 961.93 亿元，负债总额 635.10 亿元，所有者权益合计 326.83 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 266.24 亿元；2017 年 1~9 月，九鼎集团实现营业收入 59.02 亿元，净利润 7.52 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.97 亿元；经营活动现金流量净额 17.48 亿元，现金及现金等价物余额 93.95 亿元。

九鼎集团注册地址：北京市西城区金融大街 7 号英蓝国际金融中心 F618；法定代表人：吴刚。

（2）经营概况

近年来，九鼎集团在传统业务模式上进行扩张，规模显著扩大，新增业务主要涉及房地产业、技术服务业、保险业、证券业等。2015 年 8 月，九鼎集团通过增资和受让等方式成为天源证券控股股东，并将其更名为九州证券；此外，收购中捷保险经纪公司（以下简称“中捷保险”）100%股权和鹰皇金佰仕支付公司 70%股权（目前已更名为“九派支付”）；同月控股收购新三板挂牌公司优博创（股票代码：831400，已更名为“九信资产”）开展不良资产经营业务；10 月，九鼎集团控股收购上市公司中江地产（股票代码：600053）；12 月，更名为同创九鼎投资管理集团股份有限公司。2016 年，九鼎集团收购在香港开展人寿保险业务的富通保险 100%股权，至此，九鼎集团成为涉及金融和实业两大业务的大型综合性投资公司。2016 年，九鼎集团营业总收入 103.09 亿元，同比大幅增长 308.19%，主要系 2015 年来九鼎集团业务品种增加，新增合并子公司收入加之私募股权投资业务收入同比增长所致。

从收入构成来看，九鼎集团营业总收入主要来源于投资收益、投资管理业务和保险业务。2015 和 2016 年，投资收益对九鼎集团整体收入的贡献度始终较高，占总营业收入比重分别为 31.88%和 37.43%；2016 年，九鼎集团实现投资收益 38.59 亿元，同比增长 379.26%，主要系自有资金投资项目退出取得收益增加和证券业务投资收益增加所致。2016 年，九鼎集团新增保险业务，年内实现保险业务收入 4.14 亿元和已赚保费 32.99 亿元，占总营业收入比重分别为 4.02%和 32.00%。2015~2016 年，九鼎集团投资管理业务收入大幅增长，受集团整体收入迅速扩张影响，投资管理业务收入占比呈下降态势，分别为 25.31%和 14.21%；2016 年，九鼎集团投资管理业务收入 14.65 亿元，同比增长 129.11%，主要系九鼎集团退出取得管理报酬收入大幅增加所致，其中，项目管理报酬 10.51 亿元，基金管理费收入 1.91 亿元，投资顾问费 0.62 亿元，特定客户资产管理业务 0.93 亿元，公募基金管理费收入 0.23 亿元。房地产业务板块为 2015 年新增，近两年实现收入分别为 6.65 亿元和 3.99 亿元，2016 年同比下滑 39.96%主要系公司地产项目年内达到收入确认条件的已售房源面积较上年同期大幅度减少所致。2016 年九鼎集团手续费及佣金收入、利息净收入分别为 3.47 亿元和-0.79 亿元，主要系九州证券产生的业务收入，占比均较小。

表 19 2015~2016 年九鼎集团营业总收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
营业收入	9.04	35.79	14.32	13.90
其中：计算机、通信和其他电子设备制造业	0.38	1.52	3.53	3.43
房地产业	6.65	26.33	3.99	3.87
技术服务业	1.32	5.23	0.97	0.94
第三方支付业	0.00	0.00	0.67	0.65
其他金融服务	0.00	0.00	0.33	0.32
保险业务收入	0.00	0.00	4.14	4.02
其他业务收入	0.68	2.70	0.68	0.66

手续费及佣金净收入	1.15	4.57	3.47	3.37
投资管理业务收入	6.39	25.31	14.65	14.21
其中：基金管理费收入	2.38	9.42	1.91	1.86
项目管理报酬	3.21	12.71	10.51	10.20
投资顾问费	0.14	0.56	0.62	0.60
特定客户资产管理业务	0.43	1.70	0.56	0.55
公募基金管理费收入	0.23	0.92	0.93	0.90
利息净收入	0.36	1.44	-0.79	-0.77
已赚保费	0.00	0.00	32.99	32.00
公允价值变动损益	0.25	1.00	-0.11	-0.11
投资收益	8.05	31.88	38.59	37.43
汇兑收益	0.00	0.00	-0.03	-0.03
营业总收入	25.26	100.00	103.09	100.00

资料来源：九鼎集团年报，联合评级整理。

2017年1~9月，九鼎集团实现营业总收入59.02亿元，同比增长67.96%，主要系保险业务规模扩大，已赚保费增长较快所致。由于营业总成本增幅较大，同期九鼎集团净利润为7.52亿元，同比下降-44.69%。

总体看，近两年九鼎集团业务板块不断丰富，收入水平亦随之大幅提升，资本市场业务是营业总收入的最主要来源，考虑到金融行业受行业政策和市场影响较大，收入稳定性存在一定的不确定性，相关投资风险仍需保持关注。

投资管理业务

九鼎集团主要从事投资管理业务，主要的业务模式按资金来源可分为两大类，一类主要利用客户资金进行私募股权基金及公募证券投资基金管理，另一类系使用自有资金进行投资、使用自有资金发起设立管理基金及投资于其他标的，九鼎集团收取基金管理费、项目管理报酬和投资顾问费。

私募基金业务

九鼎集团管理的基金为股权基金和债权基金两类，截至2017年9月末，九鼎集团股权基金认缴规模426.03亿元，实缴规模336.30亿元；债权基金无余额。九鼎集团的基金有3~5年的投资期，未来随着投资项目的落实，实缴金额会逐步到位，需要关注的是，股权投资项目退出受市场行情、相关政策和退出时机等多方面因素影响，九鼎集团资产流动性和投资收益可能会受到一定不利影响。

九鼎集团从多个角度对所管理的股权基金进行分类。收益方面，九鼎集团作为股权基金的发起人和管理人（GP）收取基金管理费。根据股权基金协议规定，九鼎集团在项目收益超过门槛收益率（Hurdle 收益率）后，方可取得管理报酬。九鼎集团目前按照每年股权基金认购金额的2%收取基金管理费，按照退出收益的20%左右收取管理报酬。九鼎集团制定了包括募资、投资、投后管理及退出在内的较为完整的业务流程，并针对各业务环节采取了相应的风控措施。九鼎集团在选择项目时进行严格的风险把控，在尽职调查的基础上对项目进行两次审查，并最终通过投决会进行表决。在投后管理时安排专人跟进。

九鼎集团管理的债权基金主要投资于固定收益类投资品种，投资标的包括但不限于中小企业私募债、中小企业集合票据、可转债、企业债、金融债、国债及其他具有固定收益属性的投资产品。债权基金由九鼎集团和暖流资产管理有限公司共同管理，九鼎集团每年按0.1%的标准收取基金管理费；对于基金超过8%以上的超额收益部分，九鼎集团按照16%的标准收取业绩报酬。

九鼎集团的业务流程主要包括募资、投资、投后管理、退出 4 个阶段。在募资阶段，九鼎集团作为基金管理人发起设立基金，并通过私募的方式向出资人募集资金。出资人在基金中出资大部分并担任有限合伙人（LP），九鼎集团在基金中出资小部分并担任普通合伙人（GP），以有限合伙形式组成基金的运营中心。

九鼎集团主要通过自我募集的方式进行基金产品的资金募集工作。九鼎集团设立了上海、浙江、华南、华东、中南、华北、东北、西北 8 个财富管理部门，在中国大部分省会城市及经济较为发达的地级市共 50 个城市派驻有基金直销的专门队伍，建立了较完整的基金直销体系。同时，九鼎集团设有战略客户部，专门负责与海外出资人及机构出资人沟通和服务，目前九鼎集团基金的机构出资人包括新加坡淡马锡公司下属的祥峰投资、德国安联保险、瑞士合众集团、中国再保险集团、金石投资等。此外，九鼎集团与多家商业银行的私人银行部以及专业的第三方财富管理机构建立了合作关系，部分基金通过银行、第三方理财机构进行募集。

在募资流程方面，九鼎集团在制定募集说明书后，由其自身或通过合作机构向潜在的投资人推介，如果潜在的投资人有投资意向，则与之签订相关协议并收取一定金额的保证金。对于部分未制定募集说明书的基金，九鼎集团直接向潜在投资人口头介绍，若其有投资意向，则直接签订相关协议。人口头介绍，若其有投资意向，则直接签订相关协议。

在投资阶段，九鼎集团寻找具有成长性的优质企业，在对其进行尽职调查、风险评估、估值作价等程序后，将基金中的资金投资到标的企业中以取得投资标的的股权。九鼎集团项目选择需经过立项、第一次评审会、第二次评审会、投决会等程序。

目前九鼎集团股权投资基金主要投资拟在国内证券市场上市的企业；从行业来看，九鼎集团投资领域主要集中在消费、服务、医药、农业、新兴产业等行业，截至 2017 年 9 月末，服务业所投资项目占比较大，占比 20.81%；整体看，九鼎集团投资领域较为分散，行业集中度一般。截至 2017 年 9 月末，九鼎集团股权投资基金累计投资项目 312 个，累计投资额 297.76 亿元；已退出 76 个项目，退出的项目投资金额为 59.41 亿元；目前在管理项目 236 个，投资金额 238.49 亿元。

表 20 截至 2017 年 9 月末九鼎集团股权投资基金投资项目情况（单位：个，亿元，%）

行业	累计投资项目			已经退出项目			在管项目		
	数量	投资金额	占比	数量	投资金额	占比	数量	投资金额	占比
消费	46	31.05	10.42	13	6.35	10.69	33	24.70	10.36
服务	54	66.23	22.23	8	16.59	27.92	46	49.64	20.81
医药	51	40.19	13.49	12	6.68	11.24	39	33.51	14.05
农业	30	19.95	6.70	6	2.85	4.80	24	17.10	7.17
材料	29	40.36	13.55	8	7.80	13.13	21	32.55	13.65
装备	39	31.43	10.55	11	6.87	11.56	28	24.57	10.30
新兴产业	49	48.12	16.15	17	8.67	14.59	32	39.45	16.54
矿业	7	14.25	4.78	1	3.60	6.06	6	10.65	4.47
房地产	7	6.31	2.12	-	-	-	7	6.31	2.65
合计	312	297.90	100.00	76	59.41	100.00	236	238.49	100.00

资料来源：九鼎集团提供

在投后管理阶段，九鼎集团通过向被投资企业委派董事或通过投资协议约定的其他方式，对被投资企业进行适当管理，为其提供战略优化、管理改进等增值服务。九鼎集团设有投后管理委员会，

专门负责指导和协调投后管理工作，在投后管理委员会下，设立有四个投后管理部、一个并购部、一个法务专岗和一个秘书处，各投资部门、项目所在地的地方业务区域也配合实施投后管理工作。具体来看，九鼎集团投后管理的具体内容包含定期拜访、定期财务数据收集和分析、增值服务方案制定及落实、协议约定事项的履行监督、项目的季度分析报告会、项目定期复盘会等。在合适的时机，九鼎集团将被投资企业的股权通过上市后卖出或其他方式进行转让，基金获得投资收益后，将 80% 的投资收益分配给基金出资人，将 20% 分配给基金管理人。

截至 2017 年 9 月末，九鼎集团在管理的 236 个项目中，23 个项目确定通过主板上市方式退出，占比 9.75%；69 个项目通过新三板挂牌方式退出，占比 29.24%；其他项目大多仍处于培育期。股权投资业务受被投资企业自身经营状况和政策变动影响较大。

表 21 截至 2017 年 9 月末九鼎集团在管项目进度情况（单位：个，%）

退出进展/退出规划	项目数量	占比
深市	14	5.93
沪市	9	3.81
香港主板	2	0.85
新三板	69	29.24
其他	142	60.17
合计	236	100.00

资料来源：九鼎集团提供

总体看，九鼎集团私募股权投资业务流程完善，在管项目较多，开展情况良好。同时，联合评级也关注到股权投资项目退出受市场行情、相关政策和退出时机等多方面因素影响，需对未来股权投资项目的退出情况保持关注。

公募基金业务

公募基金方面，九鼎集团于 2014 年 7 月设立公募基金，业务开展主体系九泰基金管理有限公司（以下简称“九泰基金”）。截至 2017 年 9 月底，九泰基金总资产 2.59 亿元，所有者权益 1.30 亿元；2017 年 1~9 月，九泰基金实现营业总收入 1.66 亿元，净利润-0.10 亿元。截至 2017 年 9 月底，九泰基金在管的公募基金为 17 只，以混合型基金为主，在管的公募基金规模为 135.59 亿元，已全部募集到位。九鼎集团公募基金管理费收取比例不一，均为每日计提，按月收取。

表 22 截至 2017 年 9 月末九泰基金公募基金情况（单位：亿元，%）

序号	基金名称	基金类型	基金规模	是否全部到位	管理费模式
1	九泰天富改革新动力混合型证券投资基金	混合型	9.47	是	根据前一日资产净值提取
2	九泰天宝灵活配置混合型证券投资基金	混合型	1.85	是	根据前一日资产净值提取
3	九泰锐智定增灵活配置混合型证券投资基金	混合型	4.58	是	根据前一日资产净值提取
4	九泰久盛量化先锋灵活配置混合型证券投资基金	混合型	4.76	是	根据前一日资产净值提取
5	九泰日添金货币市场基金	货币型	19.12	是	根据前一日资产净值提取
6	九泰锐富事件驱动混合型发起式证券投资基金	混合型	6.62	是	根据前一日资产净值提取
7	九泰久稳保本混合型证券投资基金	保本型	9.41	是	根据前一日资产净值提取

8	九泰锐益定增灵活配置混合型证券投资基金	混合型	23.16	是	根据前一日资产净值提取
9	九泰锐丰定增两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金	混合型	9.52	是	根据前一日资产净值提取
10	九泰泰富定增主题灵活配置混合型证券投资基金	混合型	3.61	是	根据前一日资产净值提取
11	九泰久利灵活配置混合型证券投资基金	混合型	29.19	是	根据前一日资产净值提取
12	九泰久鑫债券型证券投资基金	债券型	1.00	是	根据前一日资产净值提取
13	九泰锐华定增灵活配置混合型证券投资基金	混合型	4.45	是	根据前一日资产净值提取
14	九泰久兴灵活配置混合型证券投资基金	混合型	2.16	是	根据前一日资产净值提取
15	九泰久益灵活配置混合型证券投资基金	混合型	3.35	是	根据前一日资产净值提取
16	九泰锐诚定增灵活配置混合型证券投资基金	混合型	2.16	是	根据前一日资产净值提取
17	九泰鸿翔服务升级灵活配置混合型证券投资基金	混合型	1.16	是	根据前一日资产净值提取
--	合计	--	135.59	--	--

资料来源：九鼎集团提供

2015年8月14日，九泰基金收到中国证券监督管理委员会《关于核准九泰基金管理有限公司设立子公司的批复》，九泰基金拟设立销售子公司九泰基金销售（北京）有限公司，进一步拓展基金销售渠道。

总体看，九鼎集团逐步发展公募基金业务，目前业务规模一般，后期有望进一步扩大。

保险业务

九鼎集团分别于2016年1月1日和2016年5月12日收购中捷保险98%股权和富通保险富通保险100%股权。中捷保险经纪持有境内保险经纪业务牌照，目前主要开展保险经纪、保险产品销售、客户服务等业务；富通保险持有境外寿险业务牌照，目前主要在香港开展人寿保障、储蓄寿险、医疗计划、意外保障、投资理财等多元化的保险及理财规划服务业务。截至2017年9月末，富通保险保险代理人数量为2,349人。

富通保险2016年实现保费收入61.87亿港元，同比增长29.08%，其中，保险代理及保险经纪业务渠道收入占比分别为85.06%和14.94%。从险种构成来看，富通保险以人寿保险和意外与健康保险为主，占2016年保费收入的比例分别为90.35%和8.94%，产品类别相对单一。

2016年，富通保险综合赔付率（只含意外及医疗短期保单）为49%，较上年降低4个百分点，全年净赔付支出4.5亿元，同比增长4.65%；当年末富通保险保险责任准备金提转差净额为26.7亿港元（按香港财务报告准则计算），较上年增加110.24%。受市场竞争加剧影响，2016年退保支出4.5亿港元，较上年增加28.57%。再保险业务方面，2016年再保险分出保费比例为4.7%，较上年下降1.5个百分点。截至2016年末，富通保险最大再保人为通用再保险（Gen Re），当年分出保费占全部分出保费比例60%，相关业务集中度较高。

2017年1~9月，富通保险实现保费收入（香港财务报告准则）32.32亿元，同比减少0.80%，其中保险代理及保险经纪业务渠道收入占比分别为81%和19%。从险种构成来看，仍以人寿保险和意外与健康保险为主，分别占2017年1~9月保费收入的89%和11%。2017年1~9月，富通保险净赔

付支出（香港财务报告准则）3.56 亿元，同比增长 6.30%，主要系大疾病产品赔付支出增长所致；退保支出 3.44 亿元，同比减少 4%，主要系保单继续率上升所致。

投资业务方面，富通保险以风险较低的固定收益类产品为主，占比达 98%以上，主要为债券及定期存款。截至 2016 年末，富通保险投资资产规模 277.80 亿港元，其中债券投资规模为 234.50 亿港元，占比 84.41%；银行存款规模为 34.40 亿港元，占比 12.38%；股票和证券投资基金规模 3.90 亿港元，占比 1.40%；其他类投资为 5.00 亿港元，占比 1.80%。

表 23 富通保险投资资产结构（单位：亿港元，%）

项目	2016 年末		2017 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比
银行存款	34.40	12.38	36.40	11.01
债券	234.50	84.41	261.00	78.97
股票和证券投资基金	3.90	1.40	28.30	8.56
其他投资	5.00	1.80	4.80	1.45
合计	277.80	100.00	330.50	100.00

资料来源：九鼎集团提供

截至 2017 年 9 月末，富通保险仍以债券投资为主（占比 78.97%），投资余额 261.00 亿元，较年初增长 11.30%，主要系 2017 年以来债券收益率上行，增加债券配置所致；此外，股票和证券投资基金配置规模由年初 3.90 亿元大幅增至 28.30 亿元，占比上升至 8.56%。

总体看，九鼎集团收购保险业务板块使集团收入大幅增长，富通保险业务规模平稳上升，投资资产以固定收益为主。

其他业务

2015 年 10 月，九鼎集团完成对江西中江集团有限公司（以下简称“中江集团”）收购，业务板块新增房地产业务。中江集团开发项目集中于江西南昌地区。2015~2016 年，九鼎集团获得房地产业务收入 6.65 亿元和 3.99 亿元，同比下降 39.96%，主要为紫金城项目当年无新增可交房的结算面积，达到收入确认条件的已售房源面积较上年同期大幅度减少所致。

截至 2017 年 9 月末，九鼎集团房地产开发板块在建项目及在售项目均为“紫金城”项目。“紫金城”项目地处南昌市核心区，濒临赣江，位置优越，配套健全，是南昌一线高端楼盘，销售情况良好，去化进程顺利。此前项目已销售部分回款顺利。截至 2017 年 9 月末，“紫金城”项目完成开发 71.92%，总可售面积为 92.96 万平方米，已售面积为 54.24 万平方米。

表 24 截至 2017 年 9 月末九鼎集团在建地产项目基本情况（单位：万平方米，%）

项目	开发进度	总建筑面积	总可售面积	已完工建筑面积	已售面积	待售面积
紫金城	71.92	107.71	92.96	77.47	54.24	16.50

资料来源：九鼎集团提供

“紫金城”项目预计未来三年销售及回款情况如下表所示。2018~2020 年预计回款金额分别为 14.29 亿元、2.54 亿元和 3.36 亿元，对九鼎集团营业收入形成一定补充。除继续开发与经营已有的存量房地产项目以外，九鼎集团无其他土地储备。九鼎集团未来将更专注于房地产项目收购、房地产基金（REITS）等不动产金融业务领域。

表 25 在售地产项目预计未来三年销售及回款情况（单位：万平方米，亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
预计签约销售面积	11.17	--	3.20
预计签约销售金额	16.83	--	4.79
预计销售回款金额	14.29	2.54	3.36

资料来源：九鼎集团提供

2015 年 8 月，九鼎集团完成对四川优博创信息技术股份有限公司（以下简称“优博创”，股票代码“831400.OC”）收购，九鼎集团新增计算机、通信和其他电子设备制造业。根据优博创 2015 年 9 月 2 日发布的《收购资产的公告》，优博创拟收购九鼎集团持有的九信投资管理有限公司 100% 股权。同年 12 月，优博创名称变更为“九信资产管理股份有限公司”（以下简称“九信资产”）并完成相关工商变更登记，2017 年九信资产已从新三板摘牌。九信资产主营业务包括光模块及晶体振荡器业务和不良资产经营业务等两部分。九信资产光模块及晶体振荡器业务专注于光通信领域中光电子器件的研发、生产及销售，主要产品为各种速率的光模块。九信资产具备 FTTX 市场上全系列各种速率突发模式光模块、组件和子系统研发技术，拥有五十余项发明专利；不良资产经营业务主要定位不良资产的购买、分类、管理、处置及相关服务业务。2015~2016 年，公司共获得计算机、通信和其他电子设备制造业收入 0.38 亿元和 3.53 亿元，主要系年内 10G 系列等高端产品实现了批量交付。

总体看，九鼎集团房地产业务板块发展较为缓慢，主要运营“紫金城”项目；九信资产受益于光电子器件业务高端产品放量，实现收入大幅增长。

证券业务

证券业务具体见九州证券经营与财务分析。

重大事项

2017 年 8 月 4 日全国中小企业股份转让系统对九鼎集团及相关责任人出具《关于对同创九鼎投资管理集团股份有限公司及相关责任人采取自律监管措施的决定》，对九鼎集团及时任董事长吴刚、董事会秘书聂巧明采取出具警示函的自律监管措施。九鼎集团据此出具了《同创九鼎投资管理集团股份有限公司关于收到全国中小企业股份转让系统有限责任公司对公司及相关责任人采取自律监管措施决定的公告》，就《自律监管措施》中提出的问题落实整改措施。

2018 年 3 月 21 日，九鼎集团收到了中国证券监督管理委员会的《调查通知书》（沪调查字 2018-1-068 号），因涉嫌违反证券法律法规，中国证监会对九鼎集团进行立案调查。联合评级将持续关注该事项进展情况。

总体看，随着九鼎集团在新三板的挂牌以及多次增资扩股，其资本实力大幅增长的同时，业务板块也由传统的私募股权投资业务拓展至公募基金、证券、保险、房地产等业务，综合控股多行业给公司带来了营业收入的大幅增长，但同时也给九鼎集团带来了多元业务的管控风险，对其管控能力提出了更高的要求。

（3）财务分析

九鼎集团提供的 2015~2016 年财务报告均已经北京兴华会计师事务所审计，并出具标准无保留审计意见，2017 年三季度财务数据未经审计。近年来，九鼎集团新增合并范围子公司家数较多且部分新增子公司规模很大，其中 2016 年九鼎集团纳入合并范围的子公司包括 116 家，净增加 26 家；财务数据可比性一般。

截至 2016 年末，九鼎集团合并资产总额 815.67 亿元，负债总额 572.27 亿元，所有者权益合计

243.41 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 235.66 亿元；2016 年，九鼎集团实现营业收入 103.09 亿元，净利润 22.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 20.47 亿元；经营活动现金流量净额 61.67 亿元，现金及现金等价物余额 77.15 亿元。

截至 2017 年 9 月末，九鼎集团合并资产总额 961.93 亿元，负债总额 635.10 亿元，所有者权益合计 326.83 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 266.24 亿元；2017 年 1~9 月，九鼎集团实现营业收入 59.02 亿元，净利润 7.52 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.97 亿元；经营活动现金流量净额 17.48 亿元，现金及现金等价物余额 93.95 亿元。

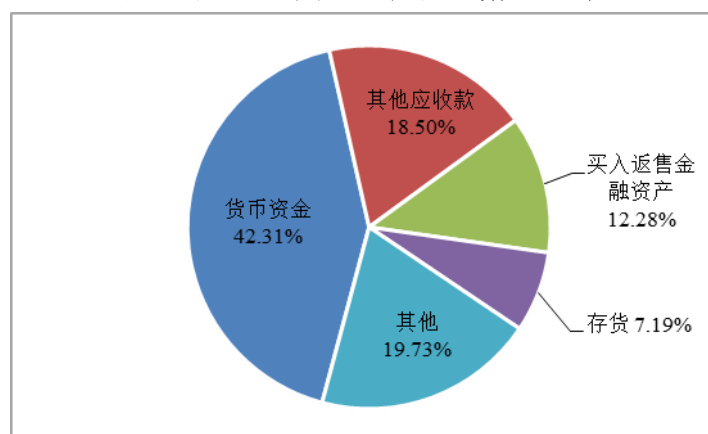
资产质量

近两年随着合并范围的扩大，九鼎集团资产规模快速增长，2016 年末九鼎集团资产总额 815.67 亿元，较 2015 年末增长 107.57%，主要是货币资金及可供出售金融资产增加所致，其中流动资产占比由 2015 年的 41.12% 降至 2016 年的 30.90%，非流动资产占比为 69.10%，资产结构较 2015 年有所变动，主要是投资业务规模增长使可供出售金融资产大幅增加所致。

流动资产

截至 2016 年末，九鼎集团流动资产 252.07 亿元，较 2015 年末增长 55.99%，主要系货币资金增加所致。九鼎集团流动资产以货币资金（占 42.31%）、其他应收款（占 18.50%）、买入返售金融资产（占 12.28%）和存货（占 7.19%）为主。

图 3 截至 2016 年末九鼎集团流动资产构成情况



资料来源：九鼎集团审计报告，联合评级整理。

截至 2016 年末，九鼎集团货币资金 106.65 亿元，较 2015 年末大幅增长 159.50%，主要由于年内新增合并富通保险所致，主要包括银行存款（占比 69.50%）和其他货币资金（占比 30.49%）。货币资金中使用受限的资金 41.15 亿元（占比 38.59%），主要为贷款保证金 40.97 亿元。受限比例偏高。

九鼎集团其他应收款以借款为主，平均借款利率约为 9%/年。截至 2016 年末，九鼎集团其他应收款 46.63 亿元，较 2015 年末下降 9.72%，已计提坏账准备 1.67 亿元，计提比例尚可。九鼎集团其他应收款主要由投资管理业务形成（占比达 96.02%），从账龄来看，1 年以内的占比 58.29%，1~2 年的占比 40.78%，2~3 年的占比 0.62%，3 年以上的占比 0.30%，账龄一般。从其他应收款整体集中度来看，前五大其他应收款占比 64.59%，集中度较高。

截至 2016 年末，九鼎集团买入返售金融资产 30.95 亿元，主要为纳入合并范围的九州证券股票质押式回购和同业买断式业务形成，其中以债券为标的物的类别占比 85.98%，债券类型包括企业债（占比 50.91%）、金融债（占比 40.24%）和国债（占比 8.85%）。

截至 2016 年末，九鼎集团存货账面价值 18.12 亿元，主要由于收购中江集团、九信资产新增，九鼎集团存货以已完工开发产品（占比 45.55%）和在建开发产品（占比 47.49%）为主，主要是在建和已建成待销售的房产，已对存货计提存货跌价 156.90 万元，计提比例较低。存货抵押比率为 9.60%，受限比例较低。

非流动资产

截至 2016 年末，九鼎集团非流动资产 563.60 亿元，较 2015 年末增长 143.58%，主要是可供出售金融资产和独立账户资产增加所致。九鼎集团非流动资产以可供出售金融资产（占比 72.25%）、独立账户资产（占比 12.73%）和商誉（占 10.95%）为主。

截至 2016 年末，九鼎集团可供出售金融资产 407.20 亿元，较 2015 年末大幅上升 132.40%，主要为九鼎集团投资业务规模增长加之九州证券自营业务投资规模增加所致，其中可供出售债务工具占比 60.92%，可供出售权益工具占比 39.08%。

2016 年，九鼎集团新增独立账户资产 71.74 亿元，全部为收购富通保险后的投资连结保险账户，其中股票占比 99.41%，货币资金占比 0.59%。

九鼎集团商誉主要是收购房地产、证券、保险企业等所付出合并成本和可辨认净资产公允价值的差额。截至 2016 年末，九鼎集团商誉 61.70 亿元，较 2015 年末增加 21.23 亿元，主要系富通保险、鹰皇金佰仕网络科技有限公司和中捷保险经纪股份有限公司新纳入合并范围所致。九鼎集团未对商誉计提减值准备。

截至 2017 年 9 月末，九鼎集团合并资产总额 961.93 亿元，较年初进一步增长 17.93%，主要受货币资金和可供出售金融资产增加影响。其中，流动资产占比小幅降至 26.77%，九鼎集团流动资产以货币资金（占比 48.77%）、其他应收款（占比 16.89%）、买入返售金融资产（占比 6.55%）和存货（占比 7.76%）为主；非流动资产 140.87 亿元，以可供出售金融资产（占比 76.71%）、商誉（占比 8.76%）和独立账户资产（占比 11.12%）为主。

总体看，近两年受合并范围变化影响，九鼎集团资产规模及结构有所变化，非流动资产占比呈波动上升趋势。九鼎集团流动资产中货币资金、其他应收款和买入返售金融资产占比较高，流动性尚可，非流动资产中可供出售金融资产受市场行情变动影响较大，九鼎集团整体资产质量尚可。

负债及所有者权益

负债

近两年，受收购九州证券及富通保险影响，九鼎集团合并范围变化较大，加之九鼎集团通过长期借款和发行债券方式大规模融资，负债规模大幅增长。截至 2016 年末，九鼎集团负债规模 572.27 亿元，较 2015 年末大幅增长 309.61%，主要系公司长期债务和保险责任准备金增长所致。其中，流动负债占比由 2015 年末的 77.54% 降至 2016 年末的 60.88%，九鼎集团负债结构仍以流动负债为主，与资产匹配度一般。

受寿险责任准备金和卖出回购金融资产款增加影响，九鼎集团流动负债规模大幅增长，截至 2016 年末，九鼎集团流动负债 348.40 亿元，较 2015 年末增长 221.62%，流动负债以短期借款（占比 15.12%）、卖出回购金融资产款（占比 20.85%）、寿险责任准备金（占比 36.90%）和其他应付款（占比 6.66%）为主。

截至 2016 年末，九鼎集团短期借款 52.68 亿元，较 2015 年末增长 57.83%，主要为随着业务规模的扩大融资需求增加，九鼎集团通过股票质押及保证担保等方式增加的短期借款，利率区间为 4.79%~7.95%。

卖出回购金融资产款是九鼎集团卖出协议回购债券融入资金。截至 2016 年末，九鼎集团卖出回购金融资产款 72.65 亿元，较 2015 年末上升 86.65%，主要是子公司九州证券自营业务规模增长所致。

2016 年九鼎集团收购富通保险，截至 2016 年末新增寿险责任准备金 128.55 亿元，其中 1 年以内寿险责任准备金 14.83 亿元，1 年以上寿险责任准备金 113.72 亿元。

截至 2016 年末，九鼎集团其他应付款 23.19 亿元，较 2015 年末小幅下降 3.90%。从账期看，1 年以内的其他应付款占比为 32.29%，1~2 年的其他应付款占比为 25.77%，2~3 年的其他应付款占比为 39.99%，其他应付款主要集中在 3 年以内。

近两年，受增加长期借款和发行债券影响，九鼎集团非流动负债规模大幅增长，截至 2016 年末，九鼎集团非流动负债 223.86 亿元，较 2015 年末大幅增长 613.31%，非流动负债以长期借款（占比 42.89%）、应付债券（占比 22.40%）和独立账户负债（占比 32.05%）为主。

截至 2016 年末，九鼎集团长期借款 96.01 亿元，较 2015 年末增长 1,096.20%，主要系九鼎集团投资业务扩张及收购子公司融资需求扩大所致，年内公司合计新增平安银行宁波分行营业部借款 84.07 亿元，利率区间为 2.80%~4.50%，借款到期期限集中于 2021 年 3 月和 4 月。

截至 2016 年末，九鼎集团应付债券余额 50.15 亿元，较上年末增长 235.40%，主要为 2016 年新增发行次级债券 15 亿元、10 年期债 17.19 亿元和收益凭证 3 亿元。

截至 2016 年末，九鼎集团独立账户负债 71.74 亿元，全部为投资连结保险账户期末余额，大部分投资于股票（占比 99.41%）。

截至 2016 年末，九鼎集团全部债务 296.60 亿元，较 2015 年末增长 164.50%，其中短期债务占比 50.72%，长期债务占比 49.28%，债务结构较为均衡。剔除代理买卖证券款后，九鼎集团（自有）资产负债率为 69.68%，负债水平一般；随着九鼎集团融资规模的扩大，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均大幅提升，2016 年九鼎集团全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.92%和 37.52%，较 2015 年末分别增长 24.23 个百分点和 29.20 个百分点，九鼎集团整体债务增速明显。

截至 2017 年 9 月末，九鼎集团负债合计 635.10 亿元，较 2016 年末增长 10.98%，主要九鼎集团进一步扩大融资所致，其中流动负债占 56.80%，比重较 2016 年末小幅下降 4.08%，但仍保持以流动负债为主的负债结构。截至 2017 年 9 月末，九鼎集团流动负债 360.74 亿元；非流动负债 274.36 亿元，较 2016 年末增长 22.56%，主要是长期借款和应付债券增加所致。截至 2017 年 9 月末，九鼎集团长期借款 123.33 亿元，较 2016 年末增长 28.45%；应付债券 64.31 亿元，较 2016 年末增长 28.22%；独立账户负债 78.33 亿元，较 2016 年末增长 9.18%。

截至 2017 年 9 月末，九鼎集团全部债务为 330.56 亿元，较年初增长 11.45%，其中，短期债务占比 43.24%，长期债务占比 56.76%，债务结构转变为以长期债务为主。剔除代理买卖证券款后，九鼎集团（自有）资产负债率为 65.50%，负债水平一般。截至 2017 年 9 月末，九鼎集团债务到期情况如下表所示。从债务期限分布情况来看，九鼎集团一年以内的短期债务占比 43.24%，存在一定的短期流动性压力，长期债务到期期限主要分布在 2~3 年和在 3~4 年，分别占比 16.89%和 19.54%，存在一定集中到付情况。

表 26 截至 2017 年 9 月末九鼎集团债务到期情况分析（单位：亿元，%）

到期日	金额	占比
1 年以内	142.93	43.24
1~2 年	22.65	6.85
2~3 年	55.83	16.89
3~4 年	64.60	19.54
4~5 年	23.55	7.12
5 年及以上	21.00	6.35
合计	330.56	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，近两年受融资需求及合并范围变更影响，负债规模大幅增长，但九鼎集团整体债务水平一般；短期债务占比较高，2~4 年到期的债务存在一定集中到付情况，届时需对九鼎集团资金流动性予以关注。

所有者权益

2015 年 11 月，九鼎集团以 20 元/股的价格发行股票 5 亿股，募集资金 100 亿元，资本金实力大幅提升。截至 2016 年末，九鼎集团所有者权益合计 243.41 亿元，其中归属母公司的所有者权益 235.66 亿元，较 2015 年末下降 4.13%，在归属于母公司的所有者权益中，股本和资本公积合计占 65.88%，未分配利润占 11.96%，其他综合收益占 21.54%，其他综合收益主要系可供出售金融资产公允价值变动形成，所有者权益稳定性一般。

截至 2017 年 9 月末，九鼎集团所有者权益合计 326.83 亿元，较 2016 年末增长 34.27%；其中归属于母公司的所有者权益 266.24 亿元，截至 2017 年 9 月末，九鼎集团归属于母公司的所有者权益中股本 150.00 亿元（占比 56.34%），资本公积 4.57 亿元（占比 1.72%），其他综合收益 75.06 亿元（占比 28.19%），未分配利润 35.04 亿元（占比 13.16%）。

总体看，近两年九鼎集团所有者权益增幅较大，由于其他综合收益及未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

盈利能力

2016 年九鼎集团实现营业总收入 103.09 亿元，同比增长 308.19%，主要系 2016 年新增保险业务，合并范围的变化导致收入有所增加加之私募股权业务较上年有所增长所致；近两年随着业务板块的增加，九鼎集团收入构成变化较大，2016 年九鼎集团营业总收入主要来源于投资管理业务收入、已赚保费和投资收益产生的收入，其中投资管理业务收入占营业总收入的比重为 14.21%；已赚保费收入 32.99 亿元，全部为 2016 年新增，占总营业收入比重为 32.00%；实现投资收益 38.59 亿元，同比增长 379.26%，占营业总收入比重 37.43%。投资管理业务收入及投资收益均呈现大幅增长，主要为私募股权业务发展较好，退出项目实现的收益较好所致。

从营业支出来看，近两年受合并范围变更影响，营业总成本规模大幅增长，2016 年九鼎集团营业总成本 77.88 亿元，同比增长 341.23%，主要为业务及管理费、财务费用和提取保险责任准备金，占比分别为 30.36%、13.70%和 20.67%；业务及管理费 23.65 亿元，主要为职工薪酬费用，同比增长 30.36%，系随着业务规模的扩大，员工工资及报酬增加所致；财务费用 10.67 亿元，同比增长 118.07 倍，主要系九鼎集团 2016 年有息债务规模大幅增长所致；2015~2016 年，九鼎集团营业费用率分别为 37.34%和 40.79%，2016 年有所增长主要系手续费及佣金支出增加所致。

从盈利能力指标来看，2016 年九鼎集团总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.97%和 9.06%，较 2015 年分别增长 1.93 个百分点和 5.40 个百分点，主要系公司业务增长利润规模上升所致。

2015~2016 年营业利润率分别为 30.11%和 24.45%，考虑到新纳入合并范围的子公司营业利润率较九鼎集团原有业务更低，九鼎集团营业利润增速低于收入增速，营业利润率有所下降，但整体盈利能力仍较好。

2017 年 1~9 月，随着保险业务规模进一步扩大，九鼎集团实现营业总收入 59.02 亿元，同比增长 67.96%；但由于营业总成本增幅大于营业总收入，同期九鼎集团净利润为 7.52 亿元，同比下降 44.69%；营业利润率 14.02%，较 2016 年下降了 17.90 个百分点。

总体看，近两年受合并范围变化影响，新增子公司业务导致九鼎集团营业收入水平大幅提升，但盈利能力有所下降。

现金流分析

从经营活动来看，2015~2016 年，九鼎集团经营活动现金流量净额分别为 1.21 亿元和 61.67 亿元，从现金流流入来看，2016 年九鼎集团经营活动现金流流入量为 123.55 亿元，同比下降 51.58%，主要是收到的其他与经营活动有关的现金大幅减少所致；从经营活动现金流出来看，经营活动现金流出量为 61.88 亿元，同比下降 75.63%，主要是支付其他与经营活动有关的现金减少所致。

从投资活动来看，2015~2016 年，九鼎集团投资活动现金流量净额分别为-107.03 亿元和-107.16 亿元，从投资活动现金流入来看，2016 年九鼎集团投资活动现金流入量为 120.33 亿元，同比增长 106.35%，主要是私募股权业务退出致收回投资收到的现金和投资收益增加所致；从投资活动现金流出来看，投资活动现金流出量为 227.49 亿元，同比增长 37.59%，主要是随着业务规模的扩大，投资规模大幅增长影响所致。

从筹资活动来看，2015~2016 年，九鼎集团筹资活动现金流净额分别为 145.17 亿元和 78.45 亿元，从筹资活动现金流入来看，2016 年九鼎集团筹资活动现金流入量为 199.62 亿元，同比增长 23.36%，主要是借款规模增加所致；从筹资活动现金流出来看，筹资活动现金流出量为 121.17 亿元，同比增长 627.79%，主要是偿还债务及支付其他与筹资活动有关的现金增长所致。

2017 年 1~9 月，九鼎集团经营活动现金流量净额 17.48 亿元；投资活动现金流量净额-102.31 亿元；筹资活动现金流量净额 103.33 亿元。

总体看，受私募股权业务规模扩大及退出项目实现收益影响，九鼎集团投资活动现金流量持续增长；随着业务规模的不断扩大，九鼎集团融资需求亦大幅攀升，因此筹资活动现金流入呈现增长态势，未来随着业务规模的持续扩大，融资规模或将进一步扩大。

偿债能力

从短期偿债能力来看，2015~2016 年九鼎集团流动比率分别为 1.49 倍和 0.72 倍，速动比率分别为 1.31 倍和 0.67 倍，受短期债务规模增长影响，九鼎集团短期偿债能力有所下降，但仍属较好。

从长期偿债能力来看，随着利润总额的大幅增长，2016 年九鼎集团 EBITDA 大幅提升，达 37.50 亿元，同比增长 232.48%，其中利润总额占 69.10%，计入财务费用的利息支出占 27.10%；2015~2016 年 EBITDA 利息倍数分别为 4.39 倍和 3.69 倍，2016 年 EBITDA 利息倍数有所下降，主要是随着资本市场业务规模的扩大，利息支出规模大幅增长，但保障程度仍较高；EBITDA 全部债务比分别为 0.10 倍和 0.13 倍，处于一般水平；截至 2016 年末，九鼎集团全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.92%和 37.52%，整体债务负担一般。考虑到九鼎集团大部分资产为资本市场业务所产生，资产变现能力较强，对整体偿债能力具有较大提升作用，但资产价值受市场行情影响较大，相关风险仍需保持关注。

截至 2017 年 9 月末，九鼎集团流动比率和速动比率分别为 0.71 倍和 0.66 倍，较 2016 年末变化不大；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.28%和 36.47%，偿债压力有所减轻。

截至 2017 年 9 月末，九鼎集团累计获得银行授信 202.75 亿元，已使用授信 199.55 亿元，间接融资空间较小，需进一步拓展融资渠道。

根据人民银行企业信用报告显示，截至 2017 年 12 月 28 日，九鼎集团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；对外担保余额 112.66 亿元，占九鼎集团 2017 年 9 月末所有者权益的 34.47%，存在一定的或有负债风险。

总体看，近两年九鼎集团业务规模不断扩大，业务板块不断丰富，盈利能力较好，融资需求加大导致债务水平有所上升，但债务负担一般，整体偿债能力很强。

3. 债权保护效果

以 2016 年末财务数据为基础，本期拟发行规模为 5.00 亿元进行测算，本期公司债券发行规模占九鼎集团资产总额的 0.61%，所有者权益总额的 2.05%，整体占比较低，九鼎集团 EBITDA 对本期公司债发行规模的覆盖倍数为 7.50 倍，九鼎集团 EBITDA 对本期债券保障能力很强。

总体看，九鼎集团资产规模较大，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积极作用。

十一、综合评价

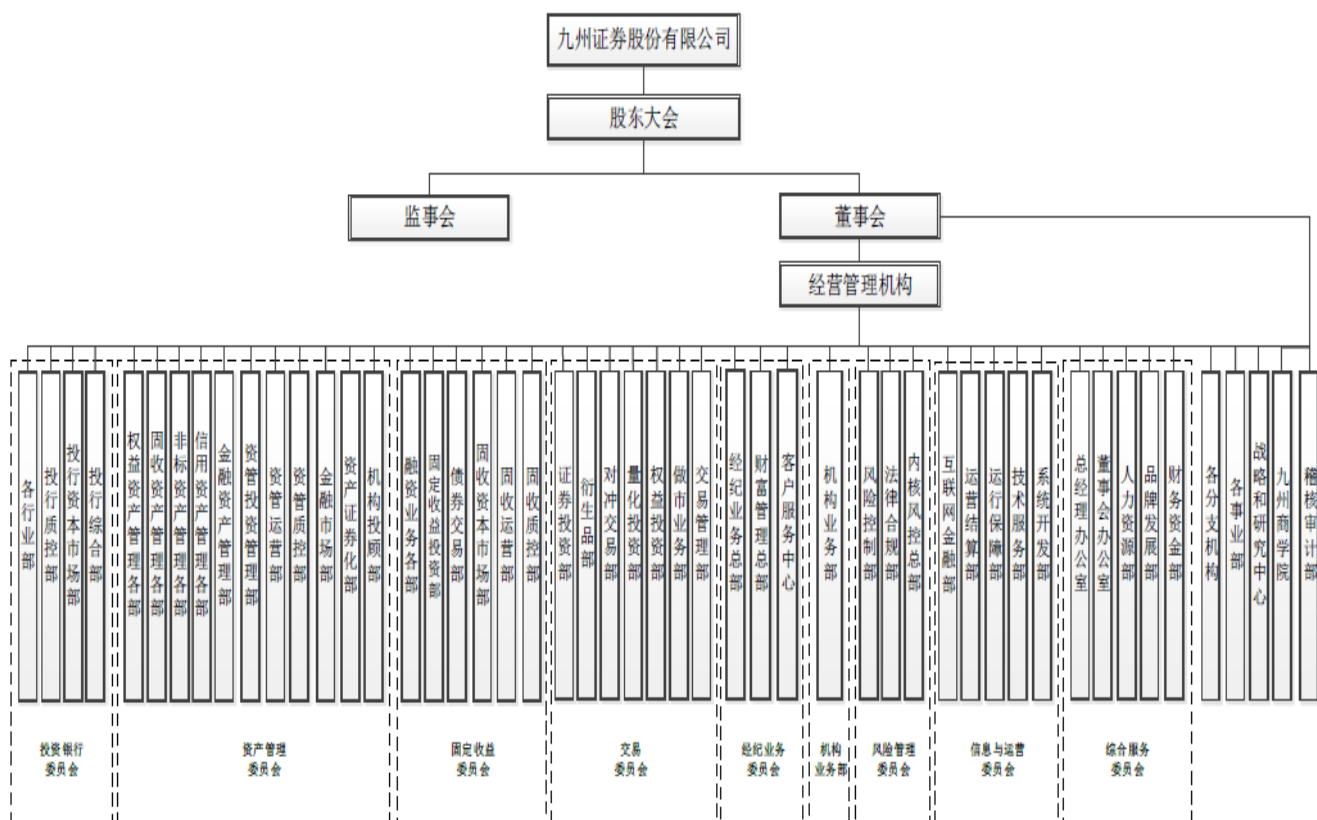
公司作为国内综合性券商之一，各项业务牌照齐全，近年来，依托控股股东九鼎集团的资金、业务和渠道支持，公司各项业务的发展迅速，营业收入规模实现快速增长。目前，公司资产以可快速变现资产为主，变现能力较强，资产质量较高。同时，联合评级也关注到经济周期变化、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。此外，公司发展较晚，2015 年以来快速发展的可持续性还有待于进一步检验，且 2017 年前三季度公司净利润出现亏损，需对公司未来盈利实现情况保持关注。

随着新投资者引入，公司资本实力有所增强，未来随着资本市场的持续发展和公司各项业务的逐步开展，公司业务规模和盈利能力有望进一步提升，整体竞争实力有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由九鼎集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。九鼎集团为国内知名私募股权投资机构，行业地位突出，且为新三板挂牌公司，资产规模较大，具有较强的综合实力。九鼎集团的担保对于提升本期债券的信用水平具有显著的积极作用。

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很低。

附件 1 九州证券股份有限公司组织结构图



附件 2 九州证券股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额（亿元）	16.15	73.37	148.91	211.21
负债总额（亿元）	13.32	49.04	113.84	117.92
自有资产（亿元）	3.17	70.33	136.04	196.61
可快速变现资产（亿元）	2.55	53.16	104.64	134.56
所有者权益（亿元）	2.82	24.33	35.07	93.29
自有负债（亿元）	0.35	46.00	100.97	103.33
自有资产负债率（%）	10.92	65.40	74.22	52.55
可快速变现资产/自有负债（倍）	7.37	1.16	1.04	1.30
营业收入（亿元）	1.37	6.03	8.59	5.70
净利润（亿元）	0.26	2.07	2.19	-1.05
营业利润率（%）	18.67	43.38	26.11	-18.95
营业费用率（%）	75.95	51.11	70.99	117.24
薪酬收入比（%）	46.79	32.26	48.40	86.18
平均自有资产收益率（%）	6.54	5.63	2.12	-0.63
平均净资产收益率（%）	9.60	15.25	7.38	-1.63
净资本（亿元）	2.31	25.45	24.08	53.25
风险覆盖率（%）	--	544.26	129.65	172.08
资本杠杆率（%）	--	29.01	12.03	28.35
流动性覆盖率（%）	--	818.54	442.96	465.88
净稳定资金率（%）	--	254.16	140.81	107.83
短期债务（亿元）	--	38.93	73.65	69.12
长期债务（亿元）	--	5.00	23.00	25.00
全部债务（亿元）	--	43.93	96.65	94.12
EBITDA（亿元）	--	3.12	5.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	172.30	9.99	2.23	--
EBITDA 全部债务比（倍）	--	0.07	0.05	--
EBITDA/本期发行额度（倍）	0.08	0.62	1.03	--

附件 3 同创九鼎投资管理集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额（亿元）	392.97	815.67	961.93
负债总额（亿元）	139.71	572.27	635.10
所有者权益（亿元）	253.24	243.41	326.83
短期债务（亿元）	89.16	150.43	142.93
长期债务（亿元）	22.98	146.16	187.63
全部债务（亿元）	112.14	296.60	330.57
营业总收入（亿元）	25.26	103.09	59.02
净利润（亿元）	6.73	22.49	7.52
EBITDA（亿元）	11.28	37.50	--
经营性净现金流（亿元）	1.21	61.67	17.48
应收账款周转次数（次）	9.32	29.81	31.28
存货周转次数（次）	1.77	4.09	2.54
总资产周转次数（次）	0.10	0.17	0.09
现金收入比率（%）	10.82	8.40	11.43
总资本收益率（%）	3.83	7.21	--
总资产报酬率（%）	4.04	5.97	--
净资产收益率（%）	3.66	9.06	2.59
营业利润率（%）	30.11	24.45	14.02
费用收入比（%）	37.34	40.79	46.03
（自有）资产负债率（%）	35.05	69.68	65.50
全部债务资本化比率（%）	30.69	54.92	50.28
长期债务资本化比率（%）	8.32	37.52	36.47
流动比率（倍）	1.49	0.72	0.71
速动比率（倍）	1.31	0.67	0.66
现金短期债务比（倍）	0.50	0.77	0.94
经营现金流动负债比率（%）	1.12	17.70	4.84
EBITDA 利息倍数（倍）	4.39	3.69	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.13	--

附件 4-1 有关计算指标的计算公式

指标	计算公式
年均增长率	$[(\text{本期}/\text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
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+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/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

注：全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债

长期债务=长期借款+应付债券

附件 4-2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业总成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业总收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业总收入-营业总成本) / 营业总收入×100%
营业利润率	(营业总收入-营业总成本-营业税金及附加) / 营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业总收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 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）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 九州证券股份有限公司 2018 年面向 合格投资者公开发行公司债券（第一期）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，联合评级将在本期（期）债券存续期内，在每年九州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，并在本期（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

九州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。九州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九州证券股份有限公司的相关状况，如发现九州证券股份有限公司或本期（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，据以确认或调整本期（期）债券的信用等级。

如九州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，直至九州证券股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本期（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九州证券股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一八年三月二十七日