

北京同创九鼎投资管理股份有限公司 2015 年公司 债券跟踪评级报告（2020）

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：齐 鹏 pqi@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 23 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1180 号

同创九鼎投资管理集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，并将其列入可能降级的观察名单；

维持“15 九鼎债”的债项信用等级为 **AA⁺**，并将其列入可能降级的观察名单。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持同创九鼎投资管理集团股份有限公司（以下简称“九鼎集团”或“公司”，曾用名“北京同创九鼎投资管理股份有限公司”）主体信用等级为 **AA⁺**，维持“15 九鼎债”的债项信用等级为 **AA⁺**，并将主体和债项信用等级列入可能降级的信用评级观察名单。2019 年以来，公司财务杠杆指标向好，子公司股份质押比例有所降低；同时，中诚信国际也关注到公司投资业绩波动性较大、核心资产转让，主营业务持续性不足以及公司财务弹性不足，缺乏再融资能力、到期债务压力很大等因素可能对公司未来经营及整体信用状况造成的影响，公司信用等级短期内面临下调压力。

概况数据

九鼎集团（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	991.55	909.76	462.63
所有者权益合计（亿元）	317.70	276.10	293.91
总负债（亿元）	673.84	633.66	168.72
总债务（亿元）	277.05	217.01	116.62
营业总收入（亿元）	88.46	111.69	124.78
净利润（亿元）	12.57	7.40	19.48
EBIT（亿元）	27.35	25.06	38.08
EBITDA（亿元）	29.05	26.41	39.61
经营活动净现金流（亿元）	3.47	84.95	23.91
营业毛利率（%）	48.77	50.07	52.93
总资产收益率（%）	3.03	2.64	5.55
资产负债率（%）	67.96	69.65	36.47
总资本化比率（%）	46.58	44.01	28.41
总债务/EBITDA(X)	9.54	8.22	2.94
EBITDA 利息倍数(X)	2.25	1.63	2.41

注：公司各期财务报表均按新会计准则编制。

正 面

■ **财务杠杆指标向好。**2019 年公司降低借款规模偿还部分债务，

公司财务杠杆指标向好，截至 2019 年末公司资产负债率及总资本化比率分别降至 36.47% 和 28.41%。

■ **子公司股份质押比例有所降低。**昆吾九鼎投资控股股份有限公司（以下简称“昆吾九鼎”）股东将原抵押给中信银行股份有限公司的 60,660,000 股无限售流通股解除质押。子公司股份质押比例较上年有所降低。

关 注

■ **投资业绩的波动性。**随着减持新规实施以及 IPO 审核趋严，公司私募股权投资业务的项目退出方式、节奏受到较大制约，中诚信国际将对公司在管投资项目的退出安排及投资收益的实际情况予以持续关注。

■ **核心资产转让，主营业务持续性不足。**2019 年，公司出售富通保险有限公司（以下简称“富通保险”）100% 股权，交割完成后公司将不再运营保险业务，对公司业务规模及后续盈利表现造成重大影响。

■ **公司财务弹性不足，缺乏再融资能力，到期债务压力很大。**银行授信方面，截至 2019 年末，公司获得银行授信 37.85 亿元，已全部使用，公司财务弹性不足，再融资能力缺乏，此外，公司短期债务 87.03 亿元，到期债务压力很大。

同行业比较

2019 年部分投资控股企业主要指标对比表					
公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	所有者权益合计（亿元）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
元禾控股	260.39	45.02	143.15	17.88	8.82
深创投	387.14	49.23	196.54	16.69	16.03
九鼎集团	462.63	36.47	293.91	124.78	19.48

注：“元禾控股”为“苏州元禾控股股份有限公司”简称；“深创投”为“深圳市创新投资集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
15 九鼎债	AA ⁺	AA ⁺	10.00	8.63	2015/08/31~2020/08/31

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“15 九鼎债”募集资金使用严格履行了相应程序，截至目前募集资金的使用与募集说明书承诺的用途一致。“15 九鼎债”于 2018 年 8 月 31 日发生回售事项，回售有效期登记数量为 136,790 手，回售金额为 1.3679 亿元，当前债券余额为 8.6321 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关

系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年我国股权投资市场募资情况呈下降趋势，投资市场持续降温，退出渠道有所改善；2020 年一季度，受疫情影响，全球经济受到冲击，我国股权投资市场亦受到影响

根据清科研究中心数据显示：2019 年中国股权投资市场新募基金 2,710 支，共募集 12,444.04 亿元人民币，同比下降 6.6%；投资市场持续降温，活跃度下降，投资金额为 7,630.94 亿元，同比下降 29.3%，涉及 8,234 起投资案例，同比下降 17.8%；随着科创板的正式开板，投资机构退出渠道有所改善，退出案例总数 2,949 笔，同比上涨 19.0%，被投资企业 IPO 案例数 1,573 笔，同比上涨 57.9%。

募资方面，2019 年受宏观经济金融环境及监管政策影响，我国股权投资市场募资难度仍然较大，对于国有资本与外商的依赖度提升。2020 年一季度，受全球新冠疫情影响，我国大额基金募集受阻，募集期被动拉长，预计募资仍面临较大困难。从募集基金类型看，根据清科研究中心统计数据，成长型基金仍占据主要地位，创业基金亦占比较大。

投资方面，2019 年在募资收紧及二级市场疲软

的大环境下，我国股权投资机构的投资活跃度和投资金额均大幅下降；在国内产业升级的政策引导下，股权投资市场科创领域布局继续加深；可投资金量的下滑和经济下行压力带来的不确定性增加，致使投资机构更加谨慎。2020 年一季度，在新冠疫情和全球宏观经济下滑等的影响下，国内投资节奏放缓。

退出方面，2019 年我国股权投资机构的退出方式继续多元化发展，科创板 IPO 占比高达 41.4%，退出渠道有所改善；但受国内经济增长放缓和一级、二级市场价差回归理性等因素影响，投资回报走低。2020 年一季度，受疫情影响，退出数量同比下降，但在科创板带动下，被投资企业 IPO 数量同比大幅增长。

跟踪期内，房地产业务受结算确认影响收入大幅增加；保险业务收入受 2019 年底出售富通保险影响收入略有下降

2019 年公司营业总收入 124.78 亿元，同比增长 11.72%。主营业务收入方面，公司房地产业务实现收入 15.79 亿元，同比大幅增加，主要系跟踪期内紫金城住宅项目四期达到交付条件，结转确认收入金额大幅增加所致。公司房地产业务将继续聚焦“紫金城”项目的开发和销售，目前公司房地产业务仅剩紫金城项目五期的开发建设，未来投资业务仍是公司的主业，房地产业务将不会是公司重点发展方向。此外，公司保险业务收入略有下滑，主要系公司于 2019 年 11 月出售富通保险所致，未来公司主营范围内将不再包含保险业务。2019 年，公司公允减值变动损益大幅降至-16.11 亿元，主要系公司所持金融资产价格下跌所致。

表 1：2017~2019 年公司营业总收入构成情况（单位：万元）

项目名称	2017	2018	2019
营业收入	109,389	87,724	239,344
1、主营业务收入	106,411	82,143	227,580
其中：计算机、通信和其他电子设备制造业	26,604	10,867	21,251
房地产业	3,675	9,900	157,892
技术服务业	3,163	530	-
第三方支付业	7,066	-	-
其他金融服务	5,729	248	1,398
保险业务	60,175	60,596	47,039

2、其他业务	2,978	5,580	11,764
投资管理业务收入	95,710	46,894	58,123
其中：基金管理费收入	45,253	29,513	22,571
项目管理报酬	43,856	15,757	32,749
投资顾问费	6,582	1,624	2,804
其他	19	-	-
利息净收入	-24,005	-28,630	10,203
已赚保费	393,132	501,281	487,235
手续费及佣金净收入	39,059	32,019	29,233
公允价值变动损益	5,775	-3,123	-161,142
投资收益	263,741	482,839	585,136
汇兑收益	1,832	-2,089	-287
营业总收入	884,633	1,116,915	1,247,846

注：各项业务收入总和与营业总收入合计数的差异系四舍五入引起。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，出售核心资产给公司经营及信用状况带来不确定性，需持续关注富通保险股权出售事项对公司经营和信用状况的影响

2019 年 11 月 1 日，公司发布《同创九鼎投资管理集团股份有限公司关于出售富通保险 100%股权交割完成的公告》，公司全资子公司富通亚洲控股有限公司（简称“富通控股”）出售其下属全资子公司富通保险 100%股权，交易对手是港股上市公司新创建集团有限公司（证券代码：00659.HK）间接全资控股公司 Earning Star Limited，交易对价 215 亿港元（未包括锁箱期利息），公司已按交易协定收到所有价款。

公司出售富通保险事项交割完成后，公司合并范围内将不再包含保险业务，由于富通保险的资产和负债规模较大，并且是公司重要的收入和利润来源，公司的总资产、总负债以及营业总收入等财务指标将出现较大幅度的变化。同时，公司出售富通保险收回的资金用于偿还部分债务，公司财务杠杆指标大幅下降。

中诚信国际认为，通过出售富通保险，公司获得较大规模收益，并使其负债及债务规模得以控制，利于达成降低财务杠杆水平的战略，但核心企业转让将对公司业务规模及后续盈利表现造成重大影响。

跟踪期内，控股股东及其关联方股份增持计划已实施完毕

公司于 2018 年 3 月 23 日披露了《关于公司控股股东计划增持公司股份的公告》，公告称，“自 2018 年 3 月 23 日起十二个月内，同创九鼎投资控股有限公司（以下简称“九鼎控股”）或其关联方将通过全国中小企业股份转让系统择机增持公司股份，合计金额为人民币 10 亿元，增持价格不高于 5 元/股”。2019 年 3 月 21 日，公司发布《关于控股股东增持进展暨增持计划延期的公告》，公告称：“截至本公告日出具之日，九鼎控股已增持公司股份数量为 6,089,391 股，增持金额为 6,109,125.80 元，尚未实施完毕增持计划”。2020 年 3 月 18 日，公司发布《关于承诺事项履行完毕的公告》，公告称：“九鼎控股及其关联方通过集合竞价交易和盘后大宗交易方式增持公司股份数量为 781,813,176 股，增持金额 10.01 亿元，控股股东及其关联方股份增持计划已实施完毕。

随着减持新规实施以及 IPO 审核趋严，公司私募股权投资业务的项目退出方式、节奏受到较大制约，未来资产变现能力和盈利水平或面临下降压力

公司私募业务板块的经营主体为昆吾九鼎投资管理有限公司（以下简称“昆吾九鼎”）。昆吾九鼎主要经营私募股权投资管理业务，为境内外的机构及个人提供 PE 投资基金、VC 与创业投资基金等资产管理及投资理财服务。

截至 2019 年末，昆吾九鼎及其下属子公司作为基金管理人的家数为 14 家，均已完成备案；同期，管理基金 280 支，其中存续基金 229 支，目前已有 202 支基金完成了在基金业协会的备案并取得《私募投资基金备案证明》，因无对外募集行为等原因无需在协会进行备案的基金共 20 支，7 支基金正在基金业协会的备案审核中。截至 2019 年末在管基金合计认缴规模 410.06 亿元，实缴规模 376.31 亿元，累计投资项目 359 个，投资金额 332.36 亿元，

已退出项目投资金额为 123.10 亿元，在管项目投资金额为 197.55 亿元。

截至 2019 年末，昆吾九鼎在管基金累计退出 146 个项目，投资金额 123.10 亿元，退出金额 331.43 亿元，综合 IRR 为 29.60%。同期末，昆吾九鼎在管项目 205 个，累计投资金额为 197.55 亿元，分布于消费、服务、医药和装备等 9 个行业，投资的行业分布较为分散。2019 年昆吾九鼎在管基金收到项目获得管理费收入 2.26 亿元，管理报酬收入为 3.27 亿元。

表 2：截至 2019 年末公司股权基金投资项目概况

行业	累计投资项目			已经退出项目			在管项目		
	数量 (个)	投资金额 (亿元)	占比 (%)	数量 (个)	投资金额 (亿元)	占比 (%)	数量 (个)	投资金额 (亿元)	占比 (%)
消费	48	27.73	8.34	21	14.08	11.44	26	13.32	6.74
服务	74	95.94	28.87	27	40.99	33.30	46	49.89	25.25
医药	57	37.69	11.34	25	14.52	11.80	32	23.17	11.73
农业	32	22.21	6.68	11	5.57	4.52	21	16.64	8.42
材料	34	41.44	12.47	11	11.02	8.95	23	30.42	15.40
装备	45	42.61	12.82	21	10.78	8.76	24	31.83	16.11
新兴产业	54	45.18	13.59	27	21.63	17.57	28	23.56	11.93
矿业	8	13.24	3.98	3	4.51	3.67	5	8.72	4.42
房地产	7	6.31	1.90	0	-	-	0	-	-
小计	359	332.36	100.00	146	123.10	100.00	205	197.55	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在管项目退出安排方面，截至 2019 年末昆吾九鼎在管的 205 个项目中已上市项目 14 个，投资总额 17.96 亿元；已挂牌新三板 37 个，投资总额 27.52 亿元；拟申报 IPO 或新三板 26 个，投资总额 16.74 亿元，与上年相比均有所下降；拟并购或回购方式退出项目 119 个，投资总额为 123.53 亿元，较上年有所增加。此外，公司股权项目投资的平均周期相对较长，且在股权退出时受到政策、市场、时

机等多种不确定性因素制约。受上述因素影响，昆吾九鼎项目拟退出方式发生较大转变，拟并购或回购方式退出项目，已成为公司最主要的退出方式。从退出估值情况来看，昆吾九鼎拟并购或回购方式退出项目的增值空间相对有限，未来项目退出的内部报酬率或面临下降压力，中诚信国际将持续关注公司盈利水平变化及其对资信水平产生的影响。

表 3：截至 2019 年末公司在管项目的退出进展/退出规划

退出进展/退出规划	数量 (个)	占比 (%)	投资总金额 (亿元)	已收回金额 (亿元)	估值金额 (亿元)	预计退出金额 (亿元)
已上市	14	6.83	17.96	35.27	19.44	54.71
已经申报 IPO 并在审核过程	9	4.39	11.79	1.20	27.45	28.65
拟申报 IPO 或新三板	26	12.68	16.74	4.44	49.39	53.83
拟并购或回购方式退出	119	58.05	123.53	25.46	104.55	130.01
已挂牌新三板	37	18.05	27.52	9.95	16.07	26.02
合计	205	100.00	197.55	76.33	216.90	293.23

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，昆吾九鼎在管 14 家¹已上市公司中股权已解禁家数为 12 家，合计估值为 18.11 亿元；2 家企业股权在 2021 年内解禁，合计估值为 1.33 亿元。

2018 年 9 月 27 日因对私募股权基金是否纳入合并范围判断不恰当等问题，公司收到中国证券监督管理委员会北京监管局出具的《关于对同创九鼎投资管理集团股份有限公司采取出具警示函措施的决定》。根据监管要求，公司对私募股权基金是否应纳入合并范围进行判断，根据“参与私募股权基金的相关活动而享有可变回报，并且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额”的原则，2019 年末公司共有 84 只私募股权基金因公司享有的可变回报重大而纳入公司财务报表的合并范围。

中诚信国际认为，昆吾九鼎具备较强品牌和经验优势，管理基金规模较大，但募集环境 IPO 政策、审查进度及股份减持政策的变动对其经营产生较大影响，需持续关注其资产变现能力及盈利能力变化情况。

公司证券业务收入规模进一步下滑，加之九州证券受监管处罚使其资产管理业务自 2018 年 11 月起停业 6 个月将较大程度影响九州证券该业务的后续发展

公司证券业务板块的经营主体为九州证券股份有限公司（以下简称“九州证券”）及其子公司（含期货子公司）。2018 年 2 月九州证券与山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）签署了增资协议，约定山东高速集团认购九州证券新增股份 790,493,827 股，占本次增资后九州证券总股份的 19%。此外，山东高速集团有意在条件具备并经相关监管机构批准后，进一步增持九州证券的股份并成为九州证券控股股东，截至目前上述事项已确定终止。

截至 2019 年末，九州证券无新增分公司，并减少 1 家证券营业部，主要分布于北京、上海和深圳等省市核心地区，因合规管理和风险控制的整体状况欠佳，在证监会公布的 2019 年证券公司分类结果中已连续两年评为 C 类 CC 级券商。

2019 年九州证券全年实现营业收入 5.13 亿元，较上年同比减少 17.26%，其中资产管理业务、信用交易业务和其他业务均较上年有较大下滑，投资银行业务和证券自营业务收入有所增长，全年实现净利润 2,480.22 万元，跟踪期内公司利息支出大幅下降导致九州证券净利润大幅增加。

表 4：2017~2019 年九州证券收入构成（单位：亿元）

业务类别	2017	2018	2019
证券经纪业务	1.05	0.60	0.75
证券自营业务	5.07	-2.60	1.17
投资银行业务	1.61	1.65	1.72
资产管理业务	1.33	1.02	0.65
信用交易业务	1.00	1.20	0.70
其他业务	0.89	4.33	0.14
合计	10.95	6.20	5.13

注：其他业务收入主要系处置子公司西藏九证资本投资有限公司产生的投资收益。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年九州证券无首次公开发行及再融资发行主承销金额，债券承销业务出现较大下滑。资产管理业务方面，九州证券 2019 年资产管理业务收入 0.65 亿元，同比减少 36.27%。未来，九州证券将调整业务方向，股权投资及股票质押回购等业务将逐渐退出，向传统投行业务和经纪业务靠拢。2018 年 11 月 6 日暂停资产管理业务六个月的处罚将较大程度影响九州证券该业务的后续发展。

中诚信国际认为，在金融强监管趋势下，九州证券各项业务资质取得时间较晚，合规运营、内部控制、风险管理能力以及持续发展和盈利能力受到较大考验；同时，九州证券业务重点调整以及资产管理业务停业 6 个月，将进一步影响公司证券业务未来发展，中诚信国际将对后续公司业务的稳定性及持续性保持关注。

财务分析

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年~2019 年审计报告，公司各期财务报表均采用新会计准则编制，各期财务数据均使用期末数。2019 年 1 月 1 日起，公司执行财政部修订并发

¹ 该数据中包含作为通道等方式投资实现上市的项目。

布的《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号—套期会计》、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》。

出售富通保险导致公司投资收益增加，跟踪期内公司净利润有所增长

2019 年，公司净利润增长主要由于出售富通保险导致投资收益增加，但证券、创投等行业受政策、经济环境影响波动较大，加之公司外币资产规模较大，盈利稳定性受政治、经济环境影响较大。期间费用方面，2019 年公司研发及管理费用为 22.25 亿元，较上年小幅下降；财务费用方面，较上年基本持平。2019 年公司三费合计 39.90 亿元，三费收入占比为 31.98%，较上年下降 6.70 个百分点，但仍较大幅度吞噬经营所得。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

项目名称	2017	2018	2019
研发及管理费	26.04	25.95	22.25
财务费用	2.29	17.25	17.66
三费合计	28.33	43.20	39.90
三费收入占比	32.03	38.68	31.98
投资收益	26.37	48.28	58.51
利润总额	14.54	8.83	21.65
净利润	12.57	7.40	19.48

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

2019 年随着富通保险的出售，以及公司偿还大量债务，公司资产及负债规模均大幅下降，资产负债率和总资本化比率均大幅下降

跟踪期内，由于公司出售富通保险导致并表资产减少，固定资产、商誉、其他应收款、独立账户资产等科目的下降均受此影响。公司将出售富通保险收回的资金一部分用来偿还债务，公司总负债的规模亦大幅下降。2019 年末，公司一年内到期的而非流动负债大幅增至 56.24 亿元，主要系公司应付债券将在一年内到期偿付所致。此外，公司其他债权投资、其他非流动金融资产以及可供出售金融资产科目就有较大变化，主要系公司执行新金融工具准则调整引起。截至 2019 年末，公司总资产和总负债分别为 462.63 亿元和 168.72 亿元，较上年末下降 49.15%和 73.37%。同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别降至 36.47%和 28.41%。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计增至 293.91 亿元，主要系公司未分配利润执行新金融工具准则调整引起。

表 6：近年来公司主要资产、负债和权益情况（亿元）

项目名称	2017	2018	2019
货币资金	99.43	80.57	67.92
其他应收款	44.66	47.61	31.28
商誉	61.59	61.53	40.46
独立账户资产	79.49	74.01	--
可供出售金融资产	579.64	555.59	0.00
其他非流动金融资产	0.00	0.00	218.52
其他债权投资	0.00	0.00	30.49
总资产	991.55	909.76	462.63
短期借款	74.36	18.09	30.66
保险合同准备金	141.84	170.67	--
一年内到期的非流动负债	0.26	19.66	56.24
长期借款	125.51	108.84	29.59
应付债券	76.40	70.35	--
总负债	673.84	633.66	168.72
未分配利润	38.10	35.01	87.05
所有者权益合计	317.70	276.10	293.91

注：依据中诚信国际计算模板，部分数据系审计报告子科目数据。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司偿还大量债务，债务规模下降至 116.62 亿元，其中长期债务大幅降至 29.59 亿元，同期末，短期债务由于应付债券全部在一年内到期大幅增至 87.03 亿元，公司短期债务压力很大，中诚信国际将对公司到期债券兑付保持高度关注。

2019 年以来，公司投资活动和经营活动产生现金流入用于偿还大量债务，筹资活动净现金流缺口仍较大，债务规模有所下降，但公司整体偿债能力仍有待提高

公司经营活动产生的净现金流较上年同期减少 71.86%，主要系跟踪期内公司金融资产减持减少所致；投资活动净现金流较上年增长 307.02%，主要系公司出售富通保险所致。公司总债务规模较上年末有所下降，EBITDA 对债务的覆盖能力有所增加。由于公司经营活动净现金流大幅下降，其对债务本息的覆盖能力大幅下降，公司整体偿债能力有待提高。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

项目名称	2017	2018	2019
经营活动净现金流	3.47	84.95	23.91
投资活动净现金流	-115.72	24.33	99.01
筹资活动净现金流	88.49	-110.93	-109.89

货币资金/短期债务	1.32	2.13	0.78
EBITDA 利息保障系数	2.25	1.63	2.41
总债务/EBITDA	9.54	8.22	2.94
经营活动净现金流/总债务	0.01	0.39	0.21
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.27	5.23	1.45
总债务	277.05	217.01	116.62

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司财务弹性不足，缺乏再融资能力；被质押的昆吾九鼎股份数量较上年有所下降

银行授信方面，截至 2019 年末，公司获得银行授信 37.85 亿元，已全部使用，公司财务弹性不足，再融资能力缺乏。

到期债务方面，截至 2019 年末，公司总债务 116.62 亿元，2020 年到期债务 87.03 亿元，此外，2020 年公司母公司口径到期债务规模 34.62 亿元，公司短期债务压力很大。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产账面价值合计 176.70 亿元，占总资产比重为 38.19%，其中货币资金受限账面价值 33.73 亿元；其余大部分为公司所持股权的质押。此外，根据昆吾九鼎 2019 年 11 月 20 日公告，公司子公司江西中江集团有限责任公司（以下简称“中江集团”）将原抵押给中信银行股份有限公司总行营业部的 60,660,000 股无限售流通股解除质押，目前剩余被质押股份数量为 250,327,197 股，占其持股总数的比例为 79.79%，较上年有所下降。中诚信国际对公司较高的股权质押率予以持续关注。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司无对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的由中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 15 日，公司无未结清不良信贷信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

外部支持

公司持有优秀的金融牌照，跟踪期内控股股东及其关联方对公司进行股份增持计划

公司本部定位为一家综合性投资集团，业务模式包括控股经营型投资和参股财务型投资两类，其

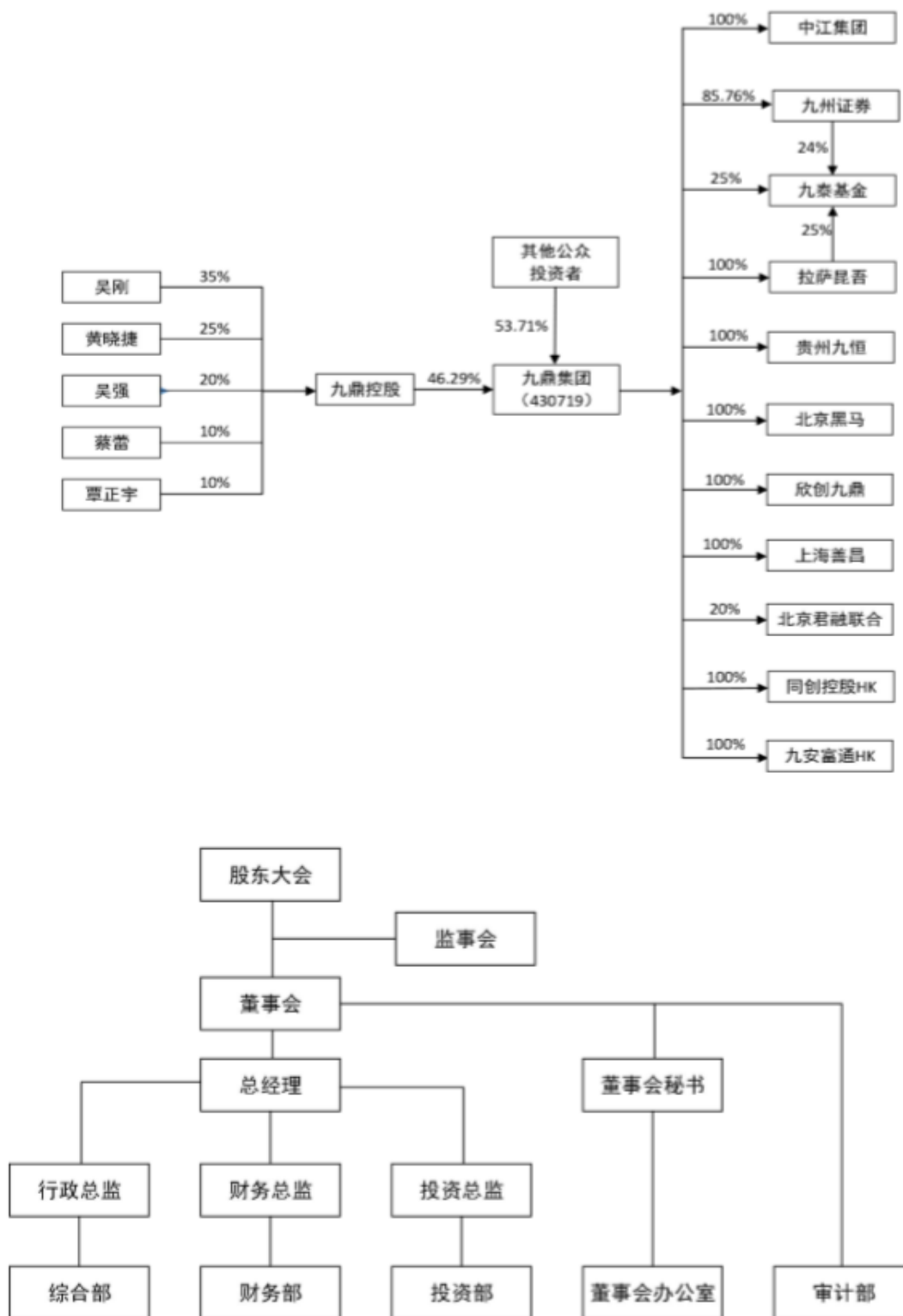
中控股经营型投资倾向于较长期限持有并经营投资标的，主要通过投资标的经营某一项或几项业务获取经营利润，在价格合适时也通过增持或减持投资标的股权的方式增加权益或取得投资收益；参股财务型投资倾向于中短期持有投资标的，通常不参与投资标的的经营，通过持有期间获取分红及适当时机出售投资标的获取投资收益。公司先后通过并购方式控股多家金融机构，目前持有证券等金融牌照企业，下属控股企业主要涉及证券、私募、公募、房地产和通信设备制造等行业。

2019 年，公司控股股东增持公司股份，九鼎控股及其关联方通过集合竞价交易和盘后大宗交易方式增持公司股份数量为 781,813,176 股，增持金额 10.01 亿元，控股股东及其关联方股份增持计划已实施完毕。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持同创九鼎投资管理集团股份有限公司主体信用等级为 **AA+**，维持“15 九鼎债”的债项信用等级为 **AA+**，并将主体和债项信用等级列入可能降级的信用评级观察名单。

附一：同创九鼎投资管理集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：同创九鼎投资管理集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2017	2018	2019
货币资金	994,336.67	805,711.08	679,210.84
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	106,139.86	45,273.42	0.00
其他应收款	446,633.04	476,073.44	312,842.30
可供出售金融资产	5,796,380.58	5,555,887.36	0.00
长期股权投资	10,339.94	4,091.87	2,375.80
固定资产	25,974.10	22,835.16	10,089.10
在建工程	232.57	466.21	59.33
无形资产	16,575.62	18,035.64	11,753.90
总资产	9,915,487.74	9,097,584.88	4,626,303.32
其他应付款	262,130.94	587,513.94	58,577.05
短期债务	751,302.76	378,223.29	870,320.47
长期债务	2,019,155.66	1,791,876.68	295,900.00
总债务	2,770,458.42	2,170,099.97	1,166,220.46
净债务	1,776,121.75	1,364,388.89	487,009.62
总负债	6,738,442.91	6,336,610.52	1,687,202.72
费用化利息支出	128,163.55	162,308.46	164,276.13
资本化利息支出	1,201.19	0.00	356.57
实收资本	1,500,000.04	1,500,000.04	1,500,000.04
少数股东权益	536,527.48	529,358.09	460,083.97
所有者权益合计	3,177,044.83	2,760,974.37	2,939,100.61
营业总收入	884,633.21	1,116,915.58	1,247,845.66
三费前利润	429,093.27	555,317.34	634,576.69
营业利润	142,804.71	99,518.87	218,410.77
投资收益	0.00	0.00	0.00
营业外收入	2,806.55	602.81	2,296.63
净利润	125,684.62	73,954.78	194,783.62
EBIT	273,528.31	250,573.72	380,797.93
EBITDA	290,456.10	264,068.00	396,080.73
销售商品、提供劳务收到的现金	152,072.45	184,280.24	29,923.44
收到其他与经营活动有关的现金	66,022.21	406,339.48	77,222.05
购买商品、接受劳务支付的现金	103,933.40	24,733.05	33,146.64
支付其他与经营活动有关的现金	64,278.83	259,230.41	35,144.48
吸收投资收到的现金	444,570.91	16,059.73	1,260.82
资本支出	13,513.60	20,480.28	8,644.64
经营活动产生现金净流量	34,735.45	849,533.94	239,083.83
投资活动产生现金净流量	-1,157,225.67	243,263.56	990,130.12
筹资活动产生现金净流量	884,921.24	-1,109,313.23	-1,098,948.57
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	48.77	50.07	52.93
三费收入比(%)	32.03	38.68	31.98
总资产收益率(%)	3.03	2.64	5.55
流动比率(X)	0.64	0.52	1.15
速动比率(X)	0.59	0.47	1.02
资产负债率(%)	67.96	69.65	36.47
总资本化比率(%)	46.58	44.01	28.41
长短期债务比(X)	0.37	0.21	2.94
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.39	0.21
经营活动净现金/短期债务(X)	0.05	2.25	0.27
经营活动净现金/利息支出(X)	0.27	5.23	1.45
总债务/EBITDA(X)	9.54	8.22	2.94
EBITDA/短期债务(X)	0.39	0.70	0.46
货币资金/短期债务(X)	1.32	2.13	0.78
EBITDA 利息倍数(X)	2.25	1.63	2.41

注：公司各期财务报表均按新会计准则编制。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	净债务	总债务-货币资金
	长短期债务比	短期债务/长期债务
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+所有者权益合计)
盈利能力	营业毛利率	(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	营业成本合计	营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加-期间费用+其他收益
	三费前利润	营业总收入-营业成本合计-营业税金及附加
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息倍数	EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	流动比率	流动资产/流动负债
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。