跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1457 号

中国泛海控股集团有限公司：

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

中国泛海控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

中国泛海控股集团有限公司公开发行的“15 泛海 03”、“18 泛海 G1”和“18 泛海 G2”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年 六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

中国泛海控股集团有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券期限	债券余额	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 泛海 03	6 年（3+3）	0.33 亿元	AA+	AA+	2018.6.25
18 泛海 G1	5 年（3+2）	10.00 亿元	AA+	AA+	2018.5.28
18 泛海 G2	5 年	17.00 亿元	AA+	AA+	2018.6.7

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	3,167.85	3,296.39
所有者权益（亿元）	568.94	533.60
长期债务（亿元）	1,294.22	1,054.83
全部债务（亿元）	2,072.53	2,056.80
营业收入（亿元）	222.36	183.58
净利润（亿元）	20.67	2.55
EBITDA（亿元）	106.82	90.22
经营性净现金流（亿元）	-214.98	158.82
营业利润率（%）	51.13	53.38
净资产收益率（%）	4.12	0.46
资产负债率（%）	82.04	83.81
全部债务资本化比率（%）	78.46	79.40
流动比率（倍）	1.52	1.18
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	0.83	0.67
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.91	3.30

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、已将应付短期融资款和其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务；长期应付款计入长期债务；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国泛海控股集团有限公司（以下简称“泛海集团”或“公司”）的跟踪评级反映了其作为大型民营综合类企业集团，跟踪期内，仍保持金融、房地产以及资本投资的多元化业务格局。2018 年，公司金融板块业务稳步开展，仍是公司主要收入来源且占比进一步提高，其中保险业务收入保持增长；高科技业务对收入贡献度进一步提升，成为其收入的重要补充，房地产板块主要项目区位优势明显；资本投资项目资产质量优良，2018 年所投项目获得的投资收益对利润形成有效补充。另外，2019 年 1 月，公司将北京和上海项目资产出售，有利于实现资金回流并减轻债务负担。

同时，联合评级也关注到，2018 年公司房地产业务和金融业务受政策影响收入有所下降，公司债务负担仍然较重且存在集中偿付压力，盈利能力明显下滑以及偿债指标表现较差等因素对公司的信用水平可能造成的不利影响。

未来随着公司各业务板块的持续发展以及公司主动加强流动性和负债管理，将有利于公司的健康发展，公司整体经营情况有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+，评级展望为“稳定”，同时维持“15 泛海 03”、“18 泛海 G1”和“18 泛海 G2”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．公司作为大型民营综合类企业集团，已形成了金融、房地产及资本投资的多元化业务格局，在经营规模、产业布局、多元化经营等方面具有优势。

2．跟踪期内，公司金融板块业务稳步开展，保险业务收入保持增长；高科技业务对收入贡献度进一步提升；房地产板块主要项目区位优势明显，2019 年 1 月，北京和上海项目资产出售，有利于减轻债务负担实现资金回流。

3. 公司资本投资项目资产质量优良，2018 年所投项目经营情况良好，公司获得的投资收益对利润形成有效补充。

关注

1．2018 年，公司房地产业务受房地产调控政策影响较大，收入出现大幅下滑；公司主要土地储备、在建项目位于热点二线房地产调控城市，销售面临一定去化压力；美国项目面临较大异地经营风险及资本支出压力。

2．公司金融板块涉及的证券、信托、保险、银行行业受国家监管政策和市场波动影响较大，具有一定不稳定性；金融板块持有较大规模投资资产，如果未来金融市场和宏观经济环境出现大幅波动，或将对其资产及盈利造成不利影响。

3．2018 年，公司盈利能力下滑，利润对易受市场波动影响的投资收益和公允价值变动损益依赖度加重，盈利稳定性偏弱；公司债务负担仍较重且面临短期集中偿付压力，偿债指标表现较差。

分析师

陈　凝
电话：010-85172818
邮箱：chenn@unitedratings.com.cn

张晨露
电话：010-85172818
邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

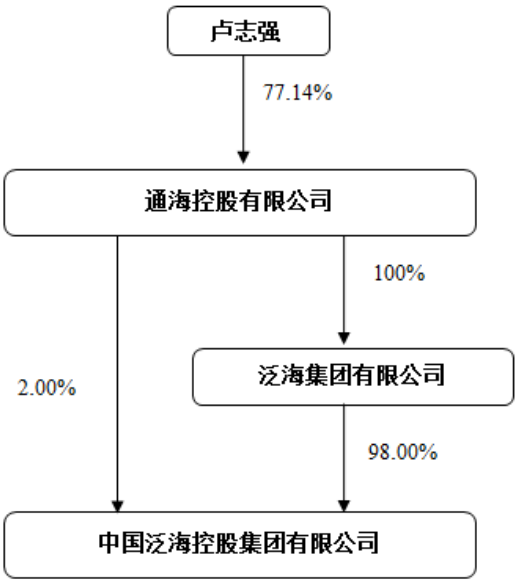
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国泛海控股集团有限公司（以下简称“泛海集团”或“公司”）前身为成立于 1988 年的“中国电子玻璃有限公司”；1988 年~2006 年期间多次更名，2006 年 10 月，公司更名为现名。后经多次股权转让和增资，截至 2017 年末，公司注册资本 200.00 亿元，实收资本 150.00 亿元。2018 年公司股东将未分配利润转增实收资本，截至 2018 年末，公司实收资本为 200.00 亿元；其中泛海集团有限公司出资额为 196.00 亿元，持股比例为 98.00%，通海控股有限公司（原名“泛海控股有限公司”，后于 2014 年 3 月更名为现名）持股比例为 2.00%；通海控股有限公司同时持有泛海集团有限公司 100.00%股份，通海控股有限公司控股股东为卢志强，因此公司实际控制人为卢志强。

图 1　截至 2018 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：科技、文化、教育、房地产、基础设施项目及产业的投资；资本经营、资产管理；酒店及物业管理；会议及会展服务；出租商业用房、办公用房、车位；通讯、办公自动化、建筑装饰材料及设备的销售；与上述业务相关的经济、技术、管理咨询；汽车租赁。

截至 2018 年末，公司下设董事会监事会办公室（集团公司办公室）、人力资源管理总部、资产财务管理总部、资金管理总部、投资管理总部、风控法务总部、审计监察总部、制度及公共事务管理总部、国际业务发展总部、信息技术管理总部、公益事业管理总部、博士后工作站管理办公室等 12 个主要职能部门；纳入合并范围的全资及控股公司 18 家，其中全资子公司 12 家，控股子公司 6 家。公司下属控股和参股公司中包含多家上市公司，其中，控股上市公司包括泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”，证券简称“泛海控股”，证券代码 000046.SZ，公司直接持股 68.49%）和民生控股股份有限公司（以下简称“民生控股”，证券简称“民生控股”，证券代码 000416.SZ，公司直接持股 22.56%）；参股公司包括中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”，证券简称“民生银行”，证券代码 600016.SH、1988.HK，公司直接和间接持股 6.94%）和联想控股股份有限公司（以下简称“联想控股”，证券简称“联想控股”，证券代码 3396.HK，公司对其直接持股 16.98%）等。公司通过泛海控股控股民生证券股份有限公司（以下简称“民生

证券”）、中国民生信托有限公司（以下简称“民生信托”）、亚太财产保险有限公司（以下简称“亚太财险”）等主要业务运营子公司；通过民生控股控股北京民生典当有限责任公司（以下简称“民生典当”）和民生保险经纪有限公司（以下简称“民生保险经纪”）等主要运营子公司。

截至 2018 年末，公司持有泛海实业股份有限公司 60.00%股权，股权质押占持有比例 79.17%；持有民生控股股份有限公司 22.56%股份，股权质押占持有比例 99.99%；持有陕西九州映红实业发展有限公司 100.00%股权，股权质押占持有比例 100%。截至 2019 年 4 月 18 日，持有泛海控股 35.59 亿股，持股比例 68.49%，公司质押总股数为 34.85 亿股，占公司所持有泛海控股股份的 97.93%，占泛海控股总股本的 67.07%。公司持有子公司股份质押比例很高。

截至 2018 年底，公司合并资产总计 3,296.39 亿元，负债合计 2,762.79 亿元，所有者权益 533.60 亿元，其中归属于母公司所有者权益 276.31 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 183.58 亿元，净利润 2.55 亿元，其中归属于母公司所有者净利润-2.53 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 158.82 亿元，现金及现金等价物增加额-82.44 亿元。

公司注册地址：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 C 座 23 层；法定代表人：卢志强。

二、跟踪债券概况

本报告所跟踪的公司债券包括“15 泛海 03”、“18 泛海 G1”和“18 泛海 G2”，债券余额合计 27.33 亿元，均为面向合格机构投资者发行的公司债券，均为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，具体情况见下表。

2018 年 9 月 21 日，公司将“15 泛海 03”票面利率上调至 8.60%，并兑付投资者回售债券金额 9.67 亿元。跟踪期内，公司已按期足额兑付“15 泛海 03”利息，截至 2018 年末，募集资金已使用完毕，资金用途与募集资金说明书约定的用途一致。

公司分别于 2018 年 6 月 5 日和 14 日发行“18 泛海 G1”和“18 泛海 G2”，根据《中国泛海控股集团有限公司公司债券年度报告（2018 年）》信息显示，截至 2018 年末，公司已经使用全部募集资金，资金用途与募集资金说明书约定的用途一致。截至本报告出具日，“18 泛海 G1”和“18 泛海 G2”均已按期足额付息。

表 1　公司债券发行情况（单位：亿元，%，年）

名称	证券代码	发行规模	余额	发行时间	期限	票面利率	付息日
15 泛海 03	122470.SH	10.00	0.33	2015 年 9 月 21 日	6（3+3）	4.85	2016~2021 年的 9 月 21 日
18 泛海 G1	143661.SH	10.00	10.00	2018 年 6 月 05 日	5（3+2）	7.55	2019~2023 年的 6 月 5 日
18 泛海 G2	143688.SH	17.00	17.00	2018 年 6 月 14 日	5	7.80	2019~2023 年的 6 月 14 日

资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

三、运营环境

公司是大型民营企业集团，经过三十多年的发展，形成了房地产、信托、证券、保险以及资本投资协调发展的多元化产业结构和业务格局；本报告将重点从房地产行业、信托行业、证券行业及财险行业分析其行业现状。

1．信托行业

2018 年以来，监管部门持续加强对信托行业的监管，推动金融去杠杆，信托通道业务规模明显减少，多数信托公司主动控制规模和增速，导致信托行业整体资产规模有所下降。截至 2018 年末，全国 68 家信托公司管理的信托资产规模为 22.70 万亿元，较 2017 年末下降 3.5 万亿元；其中，主动管理类信托规模为 7.45 万亿元，较 2017 年末下降 3.72%；被动管理类信托规模为 15.00 万亿元，较 2017 年末下降 17.72%，金融强监管带来的影响明显。

信托公司经营收入来源于固有业务和信托业务，其中固有业务带来的收益包括利息收入和投资收益。2018年以来，在强监管、去杠杆的背景下，通道业务收缩使得信托资产规模下降，信托行业经营收入有所下滑；同时，在银行控制同业投资规模的影响下，市场资金面偏紧，报酬率较高的主动管理类信托产品资金募集困难，导致平均年化综合信托报酬率进一步下降，人均利润率较上年同期略有降低，整体盈利能力进一步下滑。2018年，信托行业收入1,140.63亿元亿元，同比下降4.20%；年化综合报酬率为0.35%，同比下降0.07个百分点；人均利润为275.02亿元，同比下降11.59%。从收入结构来看，2018年，信托业务收入占经营收入的比重仍保持在较高水平，利息收入、信托业务收入和投资收益占比分别为5.78%、68.54%和21.43%。

从信托业务风险水平来看，融资环境收紧以及债券违约事件的频发加剧了信托行业的风险聚集，但行业整体抗风险能力较强。由于信托行业在高速发展阶段时，将信托资金大多投向房地产和地方政府融资平台领域，2018 年以来，政府加大了对房地产和地方政府融资的政策调控力度，收紧了融资渠道，因此对部分信政合作项目和房地产信托项目产生一定的流动性影响；同时，在金融去杠杆的影响下，银行抽贷断贷导致企业融资环境恶化，流动性紧张，致使信托产品违约风险有所上升；此外，由于部分信托产品以债券作为基础资产，债券市场违约事件频发亦对信托产品的信用风险造成较大冲击。整体看，2018 年以来，信托行业风险资产规模明显增长；截至 2018 年末，我国信托业的风险项目个数为 872 个，较 2017 年末新增 99 个，风险资产规模为 2,221.89 亿元，较 2017 年末增长 16.15%。

2018 年 4 月，由人民银行、银保监会、证监会及外汇管理局联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）正式落地。2018 年 8 月，银保监会下发了《信托部关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》（信托 37 号文）（以下简称“通知”》），对信托行业实施资管新规的细则进行了明确。具体来看，“通知”明确了资管新规主要适用于资金信托，公益（慈善）信托、家族信托等信托本源业务不属于资产管理产品的范畴；对于事务管理类信托业务实施区别对待，强调严控为委托人监管套利、违法违规提供便利的事务管理类业务的同时，支持符合监管要求、资金投向实体经济的事务管理类信托业务，并强调资管产品嵌套情况下，受托人需对其进行主动管理，对严控通道业务的态度有一定缓和；制定了过渡期的整改计划，为接续存量产品所投资的未到期资产，信托公司可以发行存量产品对接以减缓流动性压力。

未来信托公司将更加紧密地贴近实体经济需求开展业务，信托业将进一步优化资产规模结构，提升主动管理水平，提高信托资产规模的快速增长对行业收入和利润的带动作用，增强行业发展质效。

总体看，2018 年以来，在监管政策持续收紧的作用下，信托公司传统通道业务发展受阻，面临较大业务转型压力；信托风险项目个数和规模呈上升趋势且违约案例不断增多，信托公司面临风险增加。

2．证券行业

证券行业严监管和证券市场低迷的环境下，2018 年证券公司收入水平延续下降趋势，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成；传统业务高度依赖市场行情，业绩承压；信用业务风险暴露但 11 月以来有所缓解，主动管理能力为资管业务核心竞争力；2019 年一季度，证券公司业绩有所好转。

2018 年，证券行业延续严监管趋势，行业监管积极出台政策引导证券公司规范经营和业务转型，防范和化解金融风险；证监会进一步强化了对证券公司的现场检查力度，证券公司罚单激增；截至 2018 年底，证监会及其派出机构已对 40 家券商开出 58 份行政监管措施或行政处罚书，较 2017 年全年 4 张罚单大幅增加；58 张罚单中，29 张罚单涉及合规风控问题，另有 9 张罚单涉及债券承销业务，8 张涉及并购重组类处罚且罚没款金额较大，投行业务为重点监管范畴。

2018 年以来，证券市场股债分化，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌，而在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓自营业务降幅；受市场行情和监管政策等多方面因素影响，证券公司业绩明显下滑；从收入结构来看，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，自营业务收入占比进一步增加至 30%以上，超过经纪业务成为第一大业务收入来源，投行和经纪业务收入占比下降，资管和信用业务占比变动不大。经纪、自营业务与证券市场关联度较高，收入水平有所下降且面临较高市场风险；信用业务规模收缩，股票质押业务风险暴露但 11 月以来随着纾困资金的逐步到位有所缓解，主动管理能力成为资管业务核心竞争力。根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，截至 2018 年底，131 家证券公司总资产为 6.26 万亿元，较 2017 年底增加 1.95%；净资产为 1.89 万亿元，较 2017 年底增加 2.16%，净资本为 1.57 万亿元，较 2017 年底变动不大，资本实力保持稳定。2018 年，131 家证券公司中，106 家公司实现盈利，全年实现营业收入 2,662.87 亿元，全年实现净利润 666.20 亿元，分别同比减少 14.47%和 41.04%，降幅较 2017 年分别扩大 9.39 和 32.57 个百分点，经营业绩大幅下滑。截至 2019 年 3 月底，131 家证券公司总资产为 7.05 万亿元，较 2018 年底增加 12.62%；净资产为 1.94 万亿元，较 2018 年底增加 2.65%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年增加 3.18%。2019 年一季度，131 家证券公司中，119 家公司实现盈利，实现营业收入 1,018.94 亿元，实现净利润 440.16 亿元，分别同比增长 54.47%和 86.83%，经营业绩大幅改善。

2019 年，资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司业务转型加速行业集中度提升，证券行业“强者恒强”的局面凸显；资本市场利好政策有利于改善证券公司经营环境，但国际形势复杂化、证券市场震荡走势难以改善等不利因素依然存在，需对中小证券公司保持关注。

2018 年，证券公司经营业绩受市场和政策影响呈现较大下滑态势，资管新规的落地、佣金率的探底、业务同质化的加剧以及传统业务牌照红利的渐失将倒逼证券公司业务转型，预计 2019 年机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点，随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力、金融科技运用，将加速证券行业集中度的提升；而《证券公司分类监管规定》也进一步突出监管导向，加分指标方面有利于大型综合券商通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力以及跨境业务能力等获得加分优势；由此，证券公司行业格局会进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面将进一步凸显，中小证券公司面临竞争更加激烈。

自 2018 年 10 月国务院金融稳定发展改革委员会召开会议以来，资本市场改革持续释放积极信号，包括并购重组、再融资松绑、设立科创板试点注册制、中金所对对股指期货交易安排进一步松绑等；2018 年 12 月，中央政治局会议强调稳中求进工作总基调，再次提出“六个稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）将成为 2019 年我国经济工作的主要方向，并首

次提出“提振市场信心”；同时，随着纾困资金的落地，股票质押业务风险有所缓解，证券公司政策环境或有所改善。但是，中美贸易战引发的国际形势复杂化、我国经济下行压力较大以及资本市场振幅加剧、市场信心短期内难以恢复等不利因素依然存在，证券公司盈利仍具有较大不确定性。若市场或政策出现超预期的不利情况，需关注受市场影响较大、资本实力较弱且股东背景一般的中小证券公司信用风险将加大的情况。

总体看，资本市场改革和行业监管将推动证券公司加速转型，行业集中度将进一步提升；同时，中小券商经营压力加大，需对中小券商保持关注。

3．财险行业

近年来，受宏观经济增长放缓影响，我国实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，为保险行业的发展提供了良好的政策环境。2018 年，受益于宏观经济企稳和政策支持，部分非车险业务快速发展；受汽车保有量增速的持续放缓影响，车险业务保费收入增速明显放缓；行业保费收入结构有所变化。2018 年，财产险业务保费收入 10,770.08 亿元，同比增长 9.51%，增幅比上年下降 3.21 个百分点。产品结构方面，商业车险仍然是财产保险中占比最高的险种，2018 年，全国车险保费收入 7,946.76 亿元，同比增长 5.66%；与国计民生密切相关农业保险业务继续保持较快增长，实现原保险保费收入 572.65 亿元，同比增长 19.54%。资产方面，财险公司总资产 23,484.85 亿元，较年初下降 5.92%，财险公司总资产规模收缩。

财险市场集中度方面，从市场竞争格局来看，整体上各市场主体的变化不大，市场集中度略有下降，截至 2018 年末，我国共有财产保险公司 88 家，其中中资公司 66 家，外资公司 22 家，主体数量稳步增长。我国财产保险行业市场集中度高且市场格局稳定，2018 年，原保费收入前 10 大公司市场份额合计占比保持在 85%左右，其中前 3 大财险公司市场占比保持在 64%左右。

保险公司盈利来自两方面，一是保费收入与赔付及费用支出的差额，即承保利润；二是保险资金运用收益，即投资收益。承保利润方面，2018 年，产险业务赔付金额和赔付率均较快增长，全年产险业务赔款 5,897.32 亿元，同比增长 15.92%。由于保险行业竞争日益激烈，保险公司为保持市场竞争力，逐步压缩承保利润空间，保险公司盈利水平越来越依赖于投资收益。2018 年，受股市低迷，上证指数累计下跌 24.59%，股票型基金全线亏损，使得保险公司在股票和股票型基金投资方面多有亏损；并且之前年度较好的蓝筹股跌幅明显；此外，多家险企在 2018 年中期加大久期国债等固定收益资产的配置，且下半年，部分债券出现违约，致使部分险企投资收益下滑；整体看，受公开权益市场下跌等多方面影响，险资投资收益水平明显下滑。

从投资结构来看，截至 2018 年末，国内保险资金运用余额 16.41 万亿元，较上年末增长 9.97%，占国内保险行业资产总额的 89.51%。保险资金运用配置更趋优化，截至 2018 年末，银行存款与债券投资合计占比 49.21%，较 2017 年末上升 1.7 个百分点；股票和证券投资基金占比 11.71%，下降 0.59 个百分点；其他投资占比 39.08%，下降 1.11 个百分点，其中长期股权投资规模逐年个上升，非标类投资呈下降趋势。总体看，2018 年，银行存款及债券投资规模较大，收益相对稳定，仍是保险资金运用最重要资产配置选项；股票和证券投资基金在平稳增长一段时间后规模有所有压缩；非标类投资总额和占比有所下降。由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司利润水平受投资收益水平影响大。2018 年，受资本市场下跌影响投资收益水平明显下降；2018 年资金运用收益率 4.30%，同比下降 1.43 个百分点。2019 年以来，随着保险公司投资端继续放开，股票市场估值处于相对低位，权益类资产投资收益率有相对改善的空间且权益资产对投资收益率的影响相对较大，未来险企投资收益水平有望得到改善。

从偿付能力来看，2016 年“偿二代”正式实施，行业整体偿付能力充足水平稳定，但呈下降趋势。2018 年第四季度财产险公司偿付能力披露数据显示，除长安责任外所有财产险公司的核心偿付能力充足率均高于 50%，综合偿付能力充足率均高于 100%，长安责任核心和综合偿付能力充足率均为负。2018 年第四季度末，财产险公司平均综合偿付能力充足率为 290%。2018 年，监管机构在从严从重加强保险资金运用监管背景下，资本补充债发行申请通过数量较上年基本持平，全年财产险行业审批通过发行 115 亿元。同时，部分保险公司寻求通过增加注册资本的方式补充资本，2018 年财产险险公司累计补充注册资本金 197.56 亿元。

从行业监管与政策支持来看，2018 年全国保险监管系统累计公布了 1,450 张行政处罚决定书，共计罚款 24,105.5 万元。2018 年银保监会开出的罚单中，对欺骗投保人处罚最多、最重。此外，银保监会还针对保险分红骗局、银保渠道销售误导、人身保险“退旧保新”等现象进行了风险提示。2018 年以来，银保监会不断加强保险行业监管细分，并针对保险市场主体在产品开发、业务经营、资金运用等方面存在的问题，相继发布一系列监管措施。财产险业务方面，2018 年 3 月，原保监会下发《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》三次费改拉开帷幕。7 月，《关于商业车险费率监管有关要求的通知》（57 号文）的发布，要求各财险公司重新报送商车险审批材料，为此次“报行合一”增加监管背书。8 月，全行业财险公司分两批，依次在 33 个地区开始切换手续费上限新标准。9 月，陕西、广西、青海三地作为首批试点地区，全面放开自主系数。此外，2018 年，保监会已经公开披露 47 份监管函，同比增加 24%；涉及 39 家保险机构，其中财产险公司 28 家。主要涉及电网销不合规，问题产品，境外投资业务违反规定及资金运用不规范等方面。其中，问题产品和电网销不合规的监管函最多。

总体看，2018 年，财险行业监管环境趋严，财险公司总资产规模收缩、保费收入保持增长；行业集中度较高且整体竞争格局保持稳定，行业偿付能力保持充足水平，资本补充渠道将进一步丰富。

4．房地产行业

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较上年回升 2.46 个百分点；其中，住宅投资 85,192 亿元，同比增长 13.37%，增速提高 3.99 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.84%；办公楼投资 5,996 亿元，同比减少 11.31%，占房地产开发投资比重为 4.99%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比减少 9.35%，占房地产开发投资比重为 11.79%。从地区分布看，2018 年，东部地区房地产开发投资 64,355 亿元，同比增长 10.9%；中部地区投资 25,180 亿元，同比增长 5.4%；西部地区投资 26,009 亿元，同比增长 8.9%；东北地区投资 4,720 亿元，同比增长 1.3%。2019 年 1~3 月，全国房地产开发投资 23,803.00 亿元，同比增长 11.80%，主要系土地购置费依旧高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。

土地供应方面，2018 年，全国 300 个城市成交面积 105,492 万平方米，同比增加 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比增加 2%。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018 年，全年房地产开发企业到位资金 165,963 亿元，同比增长 6.40%，增速较上年下降 1.80 个百分点。其中，国内贷款 24,004 亿元，同比下降 4.90%；利用外资 107.98

亿元，同比下降 35.80%；自筹资金 55,831 亿元，同比增长 9.70%；其他资金 86,020 亿元，同比增长 7.84%。在其他资金中，定金及预收款 55,418 亿元，同比增长 13.81%；个人按揭贷款 23,706 亿元，同比下降 0.84%。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，2019 年以来房企融资环境有所改善但主要聚焦于头部房企。

市场供需方面，2018 年，全国商品房销售面积 171,654 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国商品房销售额 149,973 亿元，同比增长 12.20%。其中，住宅销售面积同比增长 2.20%，办公楼销售面积同比减少 8.30%，商业营业用房销售面积同比减少 6.80%；住宅销售额同比增长 14.70%，办公楼销售额同比减少 2.60%，商业营业用房销售额同比增长 0.70%。从供应来看，2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550 万平方米，同比增长 5.20%；商品房待售面积 52,414 万平方米，同比减少 11.00%，其中住宅待售面积同比减少 16.80%，办公楼待售面积同比减少 0.40%，商业营业用房待售面积同比减少 9.30%。

销售价格方面，2018 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速基本保持稳定，三线城市价格指数增速明显下行。其中，一线城市同比增速从年初的 1.43%下降至年末的 0.40%；二线城市同比增速从年初的 7.70%下降至年末的 7.08%；三线城市百城住宅价格指数增速较年初的 12%左右下降至 8.71%。

竞争格局方面，2018 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%，分别较上年提高 2.79 和 5.82 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，分别较上年提高 3.70 和 5.71 个百分点。据克而瑞统计，2018 年千亿房企阵营数量继续增加，再次呈现强者恒强局面。

行业政策方面，2018 年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019 年的两会和 4 月份中央政治局会议定调房住不炒、因城施策，继续推进长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。

行业关注方面，房地产行业资产负债率较高，且房企融资渠道收窄，违约风险加大。房地产调控政策不放松，但实行差异化调控；从 2019 年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及 2019 年 3 月住建部副部长在中国发展高层论坛 2019 年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍是各地的主要目标。中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，中小房企面临被整合风险。

总体看，2018 年以来，政府仍强调稳定房地产市场，房地产开发投资平稳增长，市场预期较稳定，房企拿地趋于理性，融资环境有所改善；未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续；行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理与内控分析

2018年初至今，公司董事、监事、高管人员有一定变动；公司董事会、监事会任期已届满，2018年3月，经2018年第一次股东大会通过，公司原董事刘金燕、邱晓华、徐建兵、王宏、李能、齐子鑫不再担任公司董事，根据公司《章程》，公司董事会成员由13位变更为7位。苏刚、王辉、李强分别担任公司新一届监事、职工代表监事和职工代表监事。

2018年6月，公司原副总裁、董事会秘书李能离任，由公司行政总监、人力资源总监担任公司

董事会秘书；公司原执行董事、执行副总裁、风险控制总监刘冰不再担任风险控制总监，仍为公司执行董事、执行副总裁，风险控制总监由赵岩接任；公司新增助理总裁一位，由黄克宙担任。2018年9月，原监事苏刚离任，由臧炜担任监事。以上人士变动对公司的日常管理、生产经营不存在重大不利影响。

2018年7月，因发布“保千里”（股票代码600074）相关研究报告质量控制和合规审查不严，民生证券收到中国证券监督管理委员会北京监管局下发的《关于对民生证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》[2018]53号。民生证券将强化内部管理，提升业务人员执业素质，防范类似事件再次发生。

2018年9月17日至2018年9月30日，原北京银监局对公司开展了深化整治银行业市场乱象专项现场检查，并出具了《北京银保监局关于中国民生信托有限公司深化整治银行业市场乱象的现场检查意见书》（京银保监发〔2018〕15号，以下简称“《监管意见书》”）。收到《监管意见书》后，民生信托高度重视，组织相关部门召开专题会议并制定整改方案，以整改促提升。截至2018年末，整改工作仍在进行中。

根据《中国保监会重庆监管局行政处罚决定书》（渝保监罚〔2018〕16号），亚太财险重庆分公司在2017年7月至11月期间，虚增24名非全日制销售人员，并向上述人员虚假发放车险绩效类工资，套取费用共计41.44万元；上述行为违反《保险法》第八十六条第二款规定，中国保监会重庆监管局决定给予亚太财险重庆分公司罚款20万元的处罚；对时任重庆分公司市场渠道发展部临时负责人杨海涛处以警告并罚款4万元的处罚。

总体看，跟踪期内，公司董事、监事、高管团队发生一定变化，但核心管理团队未发生变化，不会对公司经营管理造成重大不利影响；同时，需加强子公司内控管理水平。

五、经营分析

1. 经营概况

公司为国内大型民营集团公司，现已形成了以金融、房地产及资本投资协调发展的多元化产业结构和业务格局。公司营业总收入主要自金融业、房地产业和高科技服务业，其中金融业主要包括信托业务、证券业务和保险业务。2018 年，受房地产及金融业务收入大幅下滑影响，公司实现营业总收入 183.58 亿元，同比下降 17.44%；实现净利润 2.55 亿元，同比下降 87.65%，主要是资产质量下降计提减值损失较大所致。

从业务构成来看，2018 年，受调控政策等因素影响，公司房地产业务收入同比下降 44.70%，房地产收入占比继续下降至 23.69%；证券及信托业务收入下降导致金融业务收入同比下降 13.18%至 79.51 亿元，但仍是公司第一大收入来源，占比为 43.31%；高科技服务业收入同比增长 35.72%至 37.09 亿元，占比进一步上升至 20.20%，高科技同比增长较多主要是 2017 年纳入合并范围为其 4~12 月收入；公司租赁业、商业、物资贸易、酒店服务、物业管理等收入在营业收入中占比仍较小，整体经营较稳定，其中物资贸易收入下降主要是澳洲矿产量下降导致子公司中国泛海国际投资有限公司贸易业务规模下降影响。

表2　公司营业总收入构成和毛利情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业	78.65	35.37	37.77	43.49	23.69	54.20

金融业	91.58	41.19	77.38	79.51	43.31	70.97
租赁业	7.34	3.30	89.32	8.24	4.49	69.06
商业	7.15	3.22	44.98	8.48	4.62	43.18
物资贸易	5.57	2.50	7.68	1.61	0.88	4.90
酒店服务业	0.52	0.24	67.75	0.52	0.28	67.87
物业管理	1.35	0.61	6.35	1.75	0.95	7.05
广告业	1.13	0.51	56.34	1.25	0.68	41.08
高科技服务业	27.33	12.29	42.31	37.09	20.20	45.95
其他	1.75	0.79	25.61	1.64	0.89	35.67
合计	**222.36**	**100.00**	**55.70**	**183.58**	**100.00**	**58.85**

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

毛利率方面，2018 年，公司房地产业务毛利率有所增长主要是 2018 年结转的武汉项目占比较高而其毛利率偏高所致；受毛利率较低的保险业务收入占比提高影响，金融业务毛利率由 77.38%下降至 70.97%；商业、酒店服务业、物业管理和广告业毛利率均有所波动，但波动不大。受占比较高的房地产业务毛利率上升影响，公司综合毛利率上升 3.15 个百分点至 58.85%，整体仍处于较高水平。

资本投资业务形成的投资收益是公司利润的重要补充；2018 年，公司实现投资收益 36.53 亿元，同比下降 4.71%，主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益减少所致，投资收益主要由持有民生银行股权形成的投资收益为主，占比为 94.10%。2018 年，公司营业利润为负值，公司对投资收益依赖度提升且依赖度过高。

总体看，2018 年，受房地产和金融板块业务收入下降影响，整体收入规模有所下滑；收入结构仍保持多元化但金融、高科技业务占比进一步上升；综合毛利率有所上升并保持在较高水平，但受计提减值损失规模较大影响，净利润大幅下滑。同时，联合评级也关注到公司收入构成中房地产和金融业占比高，上述两行业受市场和政策影响较大，收入增长稳定性弱；公司投资收益对利润贡献度偏高，投资收益受市场波动影响较大，存在一定不确定性。

2．金融业务板块

（1）业务概况

公司在金融领域的主要业务包括信托、证券、保险、期货、典当、融资担保和银行等。

截至 2018 年底，公司主要控股的金融机构有民生证券、民生信托、亚太财险等；重要参股公司为民生银行、郑州银行股份有限公司和渤海银行股份有限公司（具体如下表）。

表3　截至2018年底公司金融板块主要控、参股公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例
民生证券股份有限公司	961,928	间接持股 87.645%
中国民生信托有限公司	700,000	间接持股 93.42%
亚太财产保险有限公司	400,138	间接持股 51.00%
北京民生典当有限责任公司	30,000	间接持股 100.00%
民生保险经纪有限公司	5,000	间接持股 100.00%
民生财富投资管理有限公司	200,000	间接持股 100.00%
民生期货有限公司	43,600	间接持股 100.00%
民生融资担保有限公司	20,000	间接持股 100.00%
北京民金所金融信息有限公司	100,000	间接持股 100.00%

民生金服（北京）投资管理有限公司	100,000	间接持股 100.00%
北京云金所投资管理有限公司	10,000	间接持股 100.00%
民生银行股份有限公司	4,378,200	直接持股 4.61%，间接持股 2.33%
郑州银行股份有限公司	532,200	间接持股 0.13%
渤海银行股份有限公司	1,445,000	间接持股 9.45%
中信产业基金管理有限公司	180,000	直接持股 15.00%

资料来源：公司提供

从收入构成来看，公司金融板块收入主要来自证券、信托和保险业务，2018 年，上述三个板块收入占比仍保持在 90%左右；受金融强监管及市场波动影响，证券和信托业务收入下降较多导致公司金融板块收入合计 79.51 亿元，同比下降 13.18%，但保险业务收入有所增长；从构成来看，证券、信托和保险业务收入占比分别为 18.34%、29.79%和 44.61%，同比变动-0.44、-6.33 和 9.23 个百分点，保险业务收入占比提高；其他业务收入主要包括典当收入、民生财富投资管理有限公司等收入及内部抵消，收入规模变动不大。

表4　公司金融板块收入及构成情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
证券	17.20	18.78	14.58	18.34
信托	33.08	36.12	23.69	29.79
保险	32.40	35.38	35.47	44.61
其他	8.90	9.72	5.77	7.26
合计	**91.58**	**100.00**	**79.51**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司证券和信托业务收入下降导致金融板块收入下滑，证券、信托、保险收入仍为金融板块主要收入来源，其中保险板块收入占比上升。

（2）信托板块

业务概况

公司信托业务主要由子公司民生信托负责；民生信托成立于 1994 年，截至 2018 年末，注册资本 70.00 亿元，公司间接持股比例为 93.42%。截至 2018 年末，民生信托总资产 152.33 亿元，负债总额 45.05 亿元，所有者权益 107.27 亿元，分别较年初增长 14.22%、96.82%和-2.90%，负债增加较多主要是拆入资金增加所致；2018 年，民生信托实现营业收入 23.69 亿元，同比下降 28.42%，主要是利息支出增加以及投资收益减少所致，利息净收入、手续费及佣金净收入、投资收益占比分别为-7.57%、77.58%、22.80%；净利润 10.80 亿元，同比下降 40.50%，主要是收入下降以及资产减值损失增加所致。2018 年，民生信托行业评级为 A 类。

信托业务

2018 年，民生信托继续加强主动管理能力，信托规模保持稳定，主动管理型信托占比小幅上升；截至 2018 年底，信托规模为 1,813.89 亿元，较年初下降 3.06%；其中，主动管理型信托占比 78.05%，较年初上升 3.02 个百分点，主动管理型信托仍以其他投资类为主，其占比进一步上升至 60.04%，证券投资类和融资类占比均有所下降；被动管理型信托资产全部系事务管理类信托。

表 5　民生信托信托资产分布情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末
主动管理类信托		
证券投资类	201.06	31.60
股权投资类	159.12	188.63
融资类	428.26	345.56
事务管理类	-	-
其他投资类	615.49	849.95
小计	**1,403.94**	**1,415.73**
被动管理类信托		
证券投资类	--	--
股权投资类	--	--
融资类	--	--
事务管理类	467.17	398.16
其他投资类	-	-
小计	**467.17**	**398.16**
合计	**1,871.11**	**1,813.89**

资料来源：民生信托年报，联合评级整理。

2018 年，民生信托信托年化报酬率为 1.09%，较 2017 年下降 0.08 个百分点，信托报酬率处于较好水平。

从信托资产投向行业来看，投向金融机构规模和占比均有所增长，投向基础产业、房地产、证券市场、工商企业、其他类的则有所下降；截至 2018 年底，投向上述六类行业的信托资金占比分别为 48.50%、5.05%、11.38%、2.15%、29.02%和 3.90%，金融机构和工商企业行业占比较高，需关注到相关行业波动引起的信托风险的提升。

固有业务

民生信托固有业务主要包括自有资金的同业存款、发放信托贷款和投资信托产品、资管计划等。2018 年，民生信托继续秉承谨慎稳健原则，在提高资金运用效率的同时，进一步强化业务风险防范与风险监控，确保资产的稳健增长。2018 年末，民生信托固有业务规模 152.33 亿元，较年初增长 14.22%。2018 年，民生信托实现投资收益 5.40 亿元，同比下降 56.17%。

民生信托固有业务以可供出售金融资产为主，2018 年末其占比为 87.39%，主要投资信托产品和基金；其余为货币资产和贷款，民生信托对贷款计提损失准备 200.00 万元，计提比例一般。

从固有业务行业分布来看，2018 年，民生信托增加了对工商企业、基础产业的投资，减少了金融机构投资；2018 年末投资行业以工商企业、金融机构、基础产业为主，上述三个行业占比分别为 74.20%、10.28%和 8.43%，行业集中度仍较高。

表 6　截至 2018 年末民生信托固有业务资产情况（单位：亿元，%）

资产运用	金额	占比
货币资金	13.58	8.91
交易性金融资产	0.68	0.44
可供出售金融资产	133.11	87.39
贷款	1.98	1.30
其他	2.98	1.96
资产总计	**152.33**	**100.00**

资料来源：民生信托年报，联合评级整理。

资产质量来看，截至 2018 年末，民生信托信用风险资产 66.96 亿元，全部为正常类资产；资产减值准备 2.67 亿元，主要是由于权益类项目中证券定增项目对应股票价格下跌幅度超过 50%，对可供出售金融资产计提。

资本充足性方面，截至 2018 年末，民生信托净资产和净资本分别为 107.27 亿元和 86.73 亿元，较年初变动不大；净资本/各项业务风险之和为 207.60%，较年初下降 36.53 个百分点，净资本/净资本为 80.64%，较年初上升 3.27 个百分点，均符合监管标准。

总体看，2018 年，民生信托整体业务规模保持稳定，主动管理信托规模有所增长；风险控制指标均符合监管标准。联合评级关注到，民生信托信托资产投向以金融机构和工商企业为主，固有业务投资以工商企业为主，行业集中度较高，需关注行业波动可能带来的风险。

（3）证券板块

公司证券业务主要由民生证券运营。民生证券成立于 1986 年，截至 2018 年末，注册资本 96.19 亿元，公司间接持股比例为 87.65%；合并资产总额 398.79 亿元，较年初增长 14.10%，其中客户资金存款 41.13 亿元；负债总额 289.69 亿元，较年初增加 23.17%，其中代理买卖证券款 55.35 亿元；所有者权益 109.10 亿元，较年初减少 4.55%；母公司口径下净资本 80.75 亿元，较年初下降 21.13%，主要系对子公司民生证券投资增资 25.00 亿元所致。2018 年，民生证券实现营业收入 14.58 亿元，同比下降 15.42%，主要是投资银行业务和证券经纪业务同比减少所致，从收入构成来看，经纪、投行和信用交易业务为主要收入来源；实现净利润 0.94 亿元，同比下降 75.68%，降幅高于行业平均降幅 34.64 个百分点，主要系营业收入下滑，同时业务及管理费等刚性支出增加所致。

民生证券经纪业务主要包括代理买卖证券、代理证券还本付息业务和 IB 业务、代销金融产品业务等。截至 2018 年底，民生证券共有证券营业部 51 家，证券营业部已基本覆盖直辖市和省会城市，分公司 35 家。2018 年，受证券市场交投低迷影响，民生证券股、基交易额呈下降趋势，2018 年交易量为 6,484.35 亿元，同比下降 24.97%；面对市场大幅下滑的不利局面，经纪业务条线逐步建立完整的金融产品库向财富管理转型，全年各类金融产品累计销量 89.73 亿元，同比增长 46.6%。2018 年民生证券经纪业务手续费及净收入同比下降 28.39%至 3.02 亿元。

投资银行业务方面，民生证券投资银行业务主要包括股票承销保荐业务、债券承销业务、并购重组业务以及其他创新业务。2018 年，投资银行业务在加强业务管理与质量控制的基础上，巩固传统业务优势，在做好 IPO 业务的同时，加大对可转换债券的开发力度，强化拓展配股、优质定增项目、优先股等多种再融资业务，均衡发展多元化投行业务。2018 年全年共完成 2 家 IPO 项目，8 家可转债项目，10 家再融资项目，5 家并购重组项目。2018 年，民生证券获《证券时报》评选的“2018 中国区新锐投行君鼎奖”。2018 年民生投行业务手续费及净收入同比下降 26.91%至 4.74 亿元。

自营业务方面，民生证券自营业务以权益类证券投资、固定收益类证券投资和债券撮合交易为主。固定收益方面，民生证券将高风险的投资交易业务向做市交易业务转型，逐步调整业务模式，重点打造机构间金融产品专业销售平台，债券交易量券商排名从 2017 年的第 57 名上升至 2018 年第 15 名。权益投资方面，在 2018 年市场持续大幅下跌态势下，民生证券加强风险管理，完成了传统股票投资、量化投资、衍生品以及收益凭证业务的多元投融资体系构建。从投资结构来看，民生证券投资结构仍以债务融资工具为主。受益于投资策略的调整，2018 年民生证券实现投资收益 6.22 亿元，同比增长 276.09%。

资管业务方面，民生证券资产管理业务主要包括集合资产管理业务、定向资产管理业务、专项资产管理业务。2018 年，民生证券资产管理业务积极布局和构建了包括股票投资、固定收益投

资、FOF 投资和 ABS 等的完整业务体系，初步建立起覆盖华东、华北、华南的销售体系；进一步落实资管新规，持续对不符合监管新规的存续产品进行整改，并主动压缩通道业务。截至 2018 年底，民生证券资产管理业务规模有所下降，通道业务为主的定向产品规模同比下降 24.31%，月均主动管理规模同比提升 77.04%，“去通道”效果明显。2018 年，民生证券资管业务手续费及佣金净收入同比增长 31.17%至 0.50 亿元。

信用交易业务方面，民生证券开展的信用交易业务包括融资融券、股票质押回购。受证券市场行情影响，民生证券融出资金规模持续下降，截至 2018 年末为 29.04 亿元，较年初下降 26.85%；股票质押业务规模也有所下降。

2018 年，民生证券分类监管评级由 A 下降至 BBB，内控管理水平有待提高。

总体看，2018 年，公司证券业务经营正常，证券收入主要来自经纪业务、投行业务和信用业务；同时，联合评级也关注到，公司证券业务受市场和证券影响较大，其收入具有一定不稳定性。

（4）保险板块

业务概况

公司保险业务主要由子公司亚太财险运营。亚太财险成立于 2001 年，2015 年泛海控股获得中国保监会批准收购亚太财险，截至 2018 年末，亚太财险注册资本 40.01 亿元，公司间接持有其 51.00%股权。截至 2018 年末，亚太财险资产总额 57.63 亿元、负债总额 31.35 亿元、所有者权益 26.28 亿元，分别较年初波动 3.77%、9.63%和-2.46%；2018 年实现营业收入 35.47 亿元、净利润 0.34 亿元，同比分别增长 9.67%和 150.78%，主要是随着保险业务渠道的开拓、保险业务规模扩大带动收入增长所致；其中，已赚保费占营业收入比重为 92.74%，主要是原保险业务收入。

亚太财险主营保险业务及投资业务，其中保险业务主要包括财产损失保险、责任保险、信用保险和意外伤害保险等业务；截至 2018 年末，亚太财险设有 22 家省级分支机构；2018 年 1~4 季度，亚太财险保监会风险综合评级均为 B。

保险业务

亚太财险保险业务主要为原保险业务，以及少量再保险业务。2018 年，公司扩大保证保险业务，同时增加种植险、养殖险等，进一步丰富了保险险种。分险种来看，2018 年，商业车辆保险和交强险仍是亚太财险主要收入来源，但其占比有所下降，合计占比为 75.20%；保证保险收入占比大幅上升至 8.56%，成为第三大保险收入来源。

表 7　亚太财险各险种收入构成情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年
商业车辆保险	50.21	45.64
交强险	35.11	29.56
保证保险	0.25	8.56
企业财产险	4.06	3.67
意外伤害险	4.88	4.96
责任险	3.29	3.81
其他	2.20	3.79
合计	**100.00**	**100.00**

资料来源：亚太财险审计报告，联合评级整理。

再保险业务方面，亚太财险再保险业务规模较小，2018 年再保险率为 3.62%，同比下降 1.16 个百分点，系公司再保险业务减少所致。亚太财险分保公司主要系中国财产再保险股份有限公司、Mitsui Sumitomo Insurance (China) Company Limited 等公司。

从保险赔付情况来看，2018 年，亚太财险综合赔付率继续下降至 48.06%，同比下降 6.06 个百分点，主要是保险业务收入增速快于赔付支出增速所致。

投资业务

亚太财险投资资金主要来源于保费收入和自有资金。截至 2018 年末，亚太财险投资资产为 44.64 亿元，较 2018 年末下降 8.57%。从投资资产结构来看，2018 年，亚太财险增加了对债券、债权计划的投资，减少了信托计划、银行存款、股票、资产管理产品等资产的配置，2018 年末投资主要以债权计划、信托计划、银行存款、股票和债券为主，占比分别为 21.73%、13.89%、13.57%、8.82%和 8.29%，有利于分散投资风险。其他主要是存出资本保证金，以定期存款形式存放。

2018 年，亚太财险投资收益为 2.20 亿元，同比下降 22.26%。

表 8　亚太财险投资资产结构（单位：亿元，%）

项目	2017 年末		2018 年末	
	规模	占比	规模	占比
信托计划	8.00	16.39	6.20	13.89
银行存款	7.48	15.33	6.06	13.57
股票	6.52	13.36	3.94	8.82
债权计划	6.30	12.90	9.70	21.73
持有至到期投资（债券）	-	-	3.70	8.29
资产管理产品	5.70	11.67	1.00	2.24
其他权益投资	2.40	4.92	2.66	5.97
基金	2.11	4.33	1.68	3.76
其他	10.30	21.10	9.70	21.73
合计	**48.82**	**100.00**	**44.64**	**100.00**

资料来源：亚太财险审计报告，联合评级整理。

偿付能力方面，2018 年末，亚太财险核心偿付能力充足率及综合偿付能力充足率均为 360.04%，均较 2017 年末上升 34.05 个百分点，主要原因是在 2018 年亚太财务随金融市场变化，优化投资资产结构，降低权益资产配置所致；亚太财险偿付能力充足。

总体看，2018 年，随着亚太财险渠道开拓和业务规模的扩大，其收入及利润呈增长趋势；同时，联合评级关注到，亚太财险投资业务受市场波动影响较大、存在一定不稳定性。

3．房地产板块

公司房地产业务主要由泛海控股运营。泛海控股成立于 1989 年，1994 年于 A 股上市。截至 2018 年末，注册资本 51.96 亿元，公司持有 68.49%股份；泛海控股资产总计 2,120.97 亿元，负债总计 1,836.67 亿元，所有者权益合计 284.30 亿元；2018 年实现营业收入 124.04 亿元，净利润 13.46 亿元。

房地产开发业务

土地储备方面，截至 2018 年底，公司土地储备（待开发土地）面积合计 462.91 万平方米，主要集中在北京、武汉、沈阳等一、二线城市（占比为 20.06%）以及美国索诺马郡和夏威夷（占比 79.91%），较上年变动不大。同时，公司尚有位于北京市朝阳区星火区域 23 万平方米回迁房项目（涉及建筑面积合计约 200 万平房米），该项目已于 2016 年 12 月摘牌，已取得房产证。公司土地储备规模大，区域位置较好，可以满足公司未来开发与销售需求。但公司国内土地储备主要位于政策重点调控区域，未来销售存在一定的不确定性；位于美国的土地储备规模大，目前尚未

开始开发，面临一定跨国经营风险。

表9　截至2018年底公司未开发土地储备情况（单位：万平方米）

地块名称	所在城市及区域	待开发土地面积	总建筑面积	规划用途
武汉中央商务区项目	武汉中央商务区	74.78	358.86	住宅、商业、酒店、办公
北京泛海国际居住区二期	北京东四环主干道东侧	8.50	33.88	住宅
沈阳泛海国际居住区	沈抚新城东北部	9.56	7.17	住宅、商业
美国索诺马项目	美国索诺马郡	145.67	1.98（暂估）	酒店、酒庄、别墅、庄园
美国纽约南街 80 号项目	美国纽约	0.14	8.36（暂估）	酒店、公寓
美国夏威夷 Ko Olina 1#地项目	美国夏威夷 Ko Olina 度假区	10.63	14.94（地上，暂估）	酒店、公寓
美国夏威夷 Ko Olina 2#地项目	美国夏威夷 Ko Olina 度假区	7.00	9.23（地上，暂估）	酒店、公寓
美国夏威夷西区项目	美国夏威夷 Kapolei 市	206.63	33.5（地上，暂估）	住宅、商业

资料来源：公司提供；
注：美国索诺马项目的部分业态尚需根据市场定位进行设计，暂时无法确定规划建筑面积；大连项目尚处于一级开发阶段，该项目涉及的建筑面积约130万平方米未列入上表；经公司第九届董事会第二十九次临时会议、2019年第二次临时股东大会审议通过，公司控股子公司泛海建设控股有限公司的股权及其持有的上海泛海国际公寓/上海泛海国际住区项目、北京泛海国际居住区二期（1#地）已转让给融创房地产集团有限公司（具体见“重大事项”）。

房地产开发方面，公司在建项目主要集中在北京、武汉、上海、美国等地；2018 年，公司新开工面积主要来自为北京泛海国际居住区二期（1#地），新开工面积为 54.33 万平方米；主要在建项目为武汉中央商务区、北京泛海国际居住区二期（1#地）、美国洛杉矶泛海广场、旧金山泛海中心等项目，期末合计在建面积为 208.98 万平方米。截至 2018 年末，公司在建项目建筑面积合计 997.78 万平方米，计划总投资金额约为 1,238.07 亿元，累计投资金额为 587.10 亿元，尚需投资 650.97 亿元，但随着公司上海泛海国际公寓/上海泛海国际住区项目、北京泛海国际居住区二期（1#地）的出售，未来投资金额将大幅减少；公司房地产开发业务投资规模大，未来面临较大资金支出压力；且因我国房地产市场调控政策，该类项目的预期销售实现存在一定不确定性。

表 10　截至 2018 年底公司主要房地产开发项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	项目位置	项目状态	总建筑面积（含地上、地下）	累计已竣工	报告期内在建面积	预计总投资金额	期末在建部分累计投资额	预计完工时间
武汉中央商务区	武汉	在建，部分竣工	819.42	350.40	67.36	371.93	141.96	--
上海泛海国际公寓（即董家渡 10 号地项目）	上海	在建，部分竣工	22.89	4.25	18.64	104.94	60.29	2020 年
沈阳泛海国际居住区	抚顺	在建，部分竣工	16.59	4.95	6.07	5.09	2.81	2020 年
北京泛海国际居住区二期（2#地、3#地）	北京	在建，部分竣工	25.78	21.97	3.81	431.34	232.35	2020 年
北京泛海国际居住区二期（1#地）	北京	在建	66.85	0.00	66.85			2022 年
美国洛杉矶泛海广场	洛杉矶	在建	24.93	0.00	24.93	18.00 亿美元	89.67	2020 年
美国旧金山泛海中心	旧金山	在建	21.32	0.00	21.32	29.00 亿美元	60.02	2023 年

资料来源：公司提供；
注：1、星火站综合体涉及铁路客运专线的规划设计，截至目前尚未动工建设；董家渡聚居区 12#、14#地块由于地块地上房屋的征收、拆迁工作尚未完成，该宗土地无法办理国有土地使用证且不具备开工条件，故上述两个项目无法提供建筑面积和投资金额等相关数据；2、

每个项目按子项目分批办理竣工，预计完工时间以全部完成竣工备案时间为准；3、武汉中央商务区项目又名武汉 CBD 项目，曾用名武汉市王家墩商务区项目。

房地产销售方面，2018 年，公司实现销售面积 28.08 万平方米，销售收入 116.04 亿元，同比分别增长 9.73%和 124.02%，主要系武汉、北京和上海项目销售情况良好且销售单价较高所致。从结转情况来看，2018 年，公司结转面积和收入分别同比大幅下降 72.23%和 44.82%至 8.41 万平方米和 43.22 亿元，主要是武汉项目尚未办理竣工未结转所致。

表11　公司房地产业务项目销售情况（单位：万平方米、亿元，元/平方米）

项目	2017 年	2018 年
销售面积	25.59	28.08
销售收入（合同口径）	51.80	116.04
签约销售均价	20,242.28	41,319.00
结转面积	30.28	8.41
结转收入	78.33	43.22

资料来源：公司提供

从去化情况来看，2018 年，受政策及市场影响，公司销售去化水平较 2017 年下降 17.43 个百分点至 56.34%；其中，武汉住宅项目受政策及面积较大影响去化较差。

表12　公司主要房地产销售项目（单位：万平方米）

地区	项目	业态	2017 年可售面积	2017 年销售面积	2017 年结转面积	2018 年可售面积	2018 年销售面积	2018 年结转面积
武汉	武汉中央商务区	住宅	10.57	7.20	7.35	20.18	6.19	6.18
		商业	1.62	0.14	0.17	1.47	0.02	0.02
		写字楼	18.21	17.63	18.84	17.65	17.12	0.35
		公寓	0.00	0.00	0.00	—	—	—
北京	泛海国际居住区（二期）	住宅	0.45	0.07	3.37	4.31	1.94	1.81
深圳	泛海城市广场	公寓	0.09	0.05	0.05	—	—	—
		写字楼	1.49	0.50	0.50	0.19	0.05	0.05
上海	泛海国际公寓	住宅	0.00	0.00	0.00	3.78	2.76	—
沈阳	泛海国际居住区	住宅	2.26	0.00	0.00	2.26	—	—
合计			**34.69**	**25.59**	**30.28**	**49.84**	**28.08**	**8.41**

资料来源：公司提供

房产租赁业务

公司持有一定规模的自持物业，主要用于房屋出租。公司自持物业以商业中心、写字楼和酒店业态为主，截至 2018 年底，公司房地产可租面积约为 40.94 万平方米，主要分布区域为武汉市（占比 44.85%）、杭州市（占比 21.79%）、上海市（占比 9.72%）、北京市（占比 3.54%）、青岛市（占比 8.57%）、深圳市（占比 11.04%）和旧金山（占比 0.49%）等城市，自持物业区域分布较好。公司自持物业除青岛泛海国际购物中心（可租面积 3.31 万平方米）（出租率 20.87%）、北京光彩国际公寓部分地上（可租面积 1.45 万平方米）（出租率 42.12%）和杭州民生金融中心（可租面积 3.32 万平方米）（出租率 83.59%）出租率较低外，其他自持物业出租率均在 85.00%以上。

总体看，公司房地产项目保持较好区位优势，受房地产调控及市场景气度下降影响，2018 年公司房地产开发有所放缓，虽销售好转但结转收入规模较小，项目去化程度一般；房地产租赁业务经营稳定。同时，联合评级也关注到，公司在建项目规模大，未来面临较大资金支出压力，考

虑到我国房地产调控政策趋严，公司土地储备及在建项目均处于热点调控区域，未来销售面临一定不确定性。

4．高科技服务业

2017 年，公司通过子公司智海资本投资管理有限公司收购 IDG，2018 年末，公司持有 IDG 90.00%股权；IDG 总资产 3.38 亿美元，总负债 1.85 亿美元，营业总收入 5.40 亿美元，净利润 0.19 亿美元。IDG 创建于 1964 年，总部设在美国马萨诸塞州波士顿，是世界领先的市场研究、科技媒体、数据和营销公司。IDG 的业务主要包括了两个板块：IDC（数据和市场研究业务）和 IDGCommunications（媒体和市场营销业务）。IDC（国际数据公司）是全球著名的信息技术研究、咨询和会展服务专业提供商，在全球 50 个国家设有办公室，拥有超过 1,100 名分析师，为 110 多个国家的技术和行业发展机遇提供全球化、区域化和本地化的专业视角及服务，每年发表超过 5,000 份研究报告。IDG Communications（国际数据传媒公司）是世界上最大的科技媒体、数据和市场营销服务公司，致力于协助全球客户做出最明智的科技采购决策，在全球 13 个国家设有办公室，旗下拥有多个顶级品牌，包括“CIO®”、“PCWorld®”、“Macworld®”、“计算机世界”等，在移动互联网时代均已成功转型为领先的数字媒体品牌。

总体看，公司收购 IDG 后，收入规模进一步扩大，收入来源更加多元化，有利于公司综合竞争力的提升。

5．资本投资

除上述产业板块外，公司还通过控股、参股的方式进行各类优质业务的战略投资，主要包括联想控股、中信产业基金管理公司、民生银行、上海金融发展投资基金、绵阳科技城产业投资基金、天津赛富创业投资基金、澳大利亚铜矿项目、长白山国际旅游度假区项目等。上述公司全部为参股公司。

联想控股

联想控股（股票代码：3396.HK）成立以 1984 年 11 月，于 2015 年 6 月完成了向境外投资者发行股票（H 股）并在香港联合交易所挂牌上市交易；目前，联想控股股本为人民币 23.56 亿股，公司持有联想控股股权比例为 16.98%。联想控股为金融控股型公司，业务涵盖战略投资与财务投资两大范畴，其投资范围主要包括 IT、金融服务、现代服务、农业与食品、房地产和化工与能源等领域。截至 2018 年末，联想控股资产总额为 5,582.67 亿元，负债合计 4,752.49 亿元，所有者权益为 830.18 亿元；2018 年，实现营业收入 3,589.69 亿元，净利润 43.62 亿元，同比分别增长 13.46%和-13.60%。

澳大利亚铜矿项目

澳大利亚 CuDeco Ltd.（ASX：CDU）为澳大利亚上市公司，公司通过旗下全资香港子公司—中国泛海国际投资有限公司认购其流通股股票，截至 2017 年底，公司持有该公司约 7,881.62 万股，占其总股本 19.99%，是其核心战略投资者和第一大股东（该项目计入可供出售金融资产）。CuDeco Ltd.（全资持有 Rocklands 铜矿项目，该项目占地面积 2,200 公顷，是一个世界级的铜/钴和黄金资源项目。根据最新的可行性研究报告，总探明、控制和推断的资源量为 56.7 百万吨 0.64%铜。另外，矿区也发现含有磁铁矿资源，将被纳入未来的开采计划，资源储量为 1.78 亿吨 15.10%磁铁矿。目前，Rocklands 项目于 Las Minerals 矿田已进行过前期的挖掘，矿石库存已达逾 220 万吨；矿区的主要基础设施和设备安装大部分已完成，选矿厂电力设施也已通电，现正进行调试，2016 年 8 月已正式投产运营。此外，公司已与 CuDeco 签署铜矿包销协议，未来将拥有稳定的资源销售收

益。

民生银行

民生银行是我国首家主要由非公有制企业入股的全国性股份制商业银行，自成立以来，业务不断地拓展，规模不断地扩大，效益逐年递增，并保持了良好的资产质量。公司为民生银行主要发起人和主要股东之一，截至 2018 年底，公司共计持有民生银行股份有限公司 6.94%的股份，民生银行投资收益是公司投资收益重要来源。截至 2018 年底，民生银行总资产 59,948.22 亿元，净资产 4,310.10 亿元，营业收入 1,567.69 亿元，净利润 503.30 亿元。

总体看，公司通过参股方式进行各类优质资产的战略投资，投资范围较为广泛，所投资产质量较好，2018 年，上述投资项目经营情况良好。

6．能源电力

公司投资和涉及的重点能源项目包括包头甲醇制烯烃项目、新能凤凰（滕州）能源项目、印尼棉兰燃煤电站新建工程项目和红墩界煤矿项目。公司计划将能源电力项目逐步出售，2018 年未继续投入。

7．重大事项

2019 年 1 月 20 日，泛海控股控股子公司武汉中央商务区股份有限公司（以下简称“武汉公司”）与融创房地产集团有限公司（以下简称“融创房地产”）签署了《协议书》，武汉公司拟向融创房地产转让其持有的泛海建设控股有限公司（以下简称“泛海建设”）剥离以下资产后的 100%股权：（1）泛海建设持有的浙江泛海建设投资有限公司 100%股权、上海御中投资管理有限公司 100%股权；（2）泛海建设全资子公司北京泛海东风置业有限公司（以下简称“东风公司”）持有的北京泛海国际居住区 2#、3#地块的相关资产和负债。

交易双方以泛海建设在交易基准日（2018 年 11 月 30 日）的净资产评估值为基础，协商确定总对价为 148.87 亿元，其中标的股权转让价款为 111.76 亿元，融创房地产代目标公司（指泛海建设和东风公司的合称）向武汉公司或其关联方清偿债务金额 37.12 亿元。武汉公司或其关联方欠付目标公司的债务余额 23.34 亿元（前述余额为武汉公司及其关联方与泛海建设完成往来款冲抵后的净额），前述债务由融创房地产在完成标的股权交割后承继，因此本次交易中需由融创房地产现金支付的部分为：总对价减去武汉公司或其关联方欠付泛海建设的债务余额，即 125.53 亿元（以下简称“交易价款”）。根据《协议书》约定，交易价款分三笔支付，支付比例分别为交易价款的 50%、30%、20%。

本次交易完成后，泛海建设持有的上海董家渡项目（以下简称“上海项目”）及东风公司持有的北京泛海国际居住区 1#地块项目（以下简称“北京项目”）均将由融创房地产持有和开发经营；泛海建设、东风公司将不再纳入公司合并报表范围。

表13　本次交易核心资产情况（万平方米）

项目名称	权属	占地面积	建筑面积（含地上、地下）	目前规划业态
上海项目 10#地块	泛海建设	4.39	22.89	住宅、商业
上海项目 12#地块	泛海建设	3.99	20.84（暂估）	
上海项目 14#地块	泛海建设	3.65	19.07（暂估）	
北京泛海国际居住区 1#地块	东风公司	7.52	66.85	住宅、商业、酒店、办公

资料来源：《泛海控股股份有限公司关于控股子公司武汉中央商务区股份有限公司出售资产的公告》

截至 2019 年 3 月 22 日，泛海建设、东风公司已完成管理权移交，交易双方根据《协议书》相关约定，对过渡期间（自交易基准日至管理权移交日）由公司承担的下述事宜相关部分金额进行了结算：（1）引起泛海建设权益变动的事宜（包括关联往来及费用）；（2）与泛海建设后续经营无关的业务合同（包括但不限于房屋租赁合同）新增的费用；（3）公司或公司控股子公司与东风公司签署的合同解除产生的费用；（4）北京泛海国际居住区 1 号地项目承担的金融负债所实际发生的利息等部分融资成本。

过渡期间，泛海建设新增应收泛海控股及控股子公司往来款 11.12 亿元，加上过渡期间泛海建设房屋租赁合同新增的费用、东风公司与泛海控股全资子公司北京山海天物资贸易有限公司解除合同后应退还给东风公司的价款、东风公司部分融资成本等，共计 1.84 亿元，上述款项在融创房地产应付武汉公司的第二笔款项中予以冲抵。冲抵后，融创房地产应支付给武汉公司的第二笔款项为 35.82 亿元。截至 2019 年 3 月 22 日，融创房地产已完成上述冲抵后款项的支付。至此，融创房地产已向武汉公司累计支付交易价款的 80%（含冲抵款项）。在《协议书》签署后 6 个月内，融创房地产支付交易价款剩余的 20%，即 25.11 亿元。

总体看，本次交易完成后，公司持有优质核心房地产资产将有所减少，但本次交易有利于公司减轻债务负担实现资金回流，未来投资压力减小；联合评级将持续关注后续交易价款支付情况。

8．未来发展

2019 年初，公司在审慎研究后做出了出售北京泛海国际居住区 1 号地块以及上海董家渡项目（以下简称“北京、上海项目”）的重大决定。本次交易完成后，公司房地产业务比重大为下降，产业结构实现大幅优化。

2019 年，公司将着重抓好以下几个方面工作：一是严格落实高质量发展要求，促进金融业务提质增效；公司金融平台将重点提升服务能力，逐步缩小与对标企业、头部企业的差距。二是加快房地产业务转型升级，实现新定位下的优化发展；鉴于北京、上海项目已经整体出售，公司房地产业务布局将聚焦于发展空间广阔且更符合公司未来发展战略的武汉中央商务区项目（以下简称“武汉 CBD”），通过深入挖掘该项目的优势，增强公司地产业务发展新动能，加快地产业务由“以开发为主”向“以经营为主”的转型升级。三是稳健推进投资业务，有效防范投资风险；2019 年，公司投资业务将继续着眼于提升投融资能力及风控合规水平，坚持稳健审慎投资策略，积极响应国家关于支持创新创业、助力实体经济发展的政策导向，围绕公司整体转型战略，精准把握投资机会，重点布局公司核心产业之外具有广阔发展前景的项目；提升资产管理水平，并择机通过项目上市、并购重组等方式实现退出，释放项目投资收益。四是加强流动性和资产负债管理，优化公司资产负债结构；2019 年，公司将进一步加强流动性和资产负债统筹管理，多渠道开展融资工作，适当控制负债规模和负债率水平，并积极推动股权融资项目，包括子公司引进战略投资者、“119 亿元非公开发行股票项目”等，力争实现负债规模、负债率明显双降。五是持续强化风险合规，筑牢企业的防护屏障。

总体看，公司战略目标清晰，明确提出加强流动性和负债管理控制，有利于公司稳健发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2017~2018 年财务数据经中兴华会计事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留意见的审计意见。从合并范围变化来看，2018 年末，公司纳入合并范围子公司 18 家，其中，

减少 3 家一级子公司。根据财政部于 2018 年 6 月发布了《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），公司根据相关要求按照一般企业财务报表格式（适用于尚未执行新金融准则和新收入准则的企业）编制财务报表并相应追溯重述了比较报表。本报告 2017 年财务数据选取 2018 年审计报告期初和上期数据。整体看，财务报表数据可比性较好。

截至 2018 年底，公司合并资产总计 3,296.39 亿元，负债合计 2,762.79 亿元，所有者权益 533.60 亿元，其中归属于母公司所有者权益 276.31 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 183.58 亿元，净利润 2.55 亿元，其中归属于母公司所有者净利润-2.53 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 158.82 亿元，现金及现金等价物增加额-82.44 亿元。

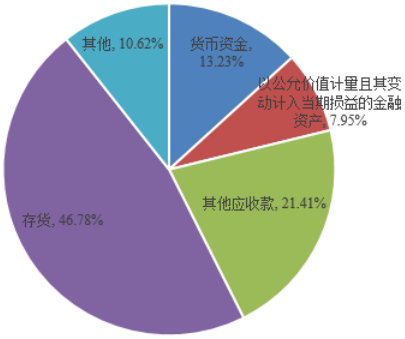
2．资产质量

截至 2018 年末，公司资产合计 3,296.39 亿元，较年初增加了 4.06%，资产构成仍以流动资产为主，占比为 60.21%。

流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产 1,984.78 亿元，较年初增长 2.37%，主要来自以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和存货的增长；公司流动资产主要由货币资金（占比 13.23%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 7.95%）、其他应收款（占比 21.41%）和存货（占比 46.78%）构成。

图 2　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2018 年末，公司货币资金 262.56 亿元，较年初减少 13.56%，主要系各项业务使用资金及偿还债务所致。截至 2018 年末，公司自有货币资金（剔除客户存款）为 240.32 亿元，占货币资金比重 79.93%；公司受限制的货币资金占自有资金比重为 45.71%，主要由开具银行保函的履约保证金构成，公司货币资金受限比率较高。

公司存货主要是房地产开发成本和开发成品。截至 2018 年末，公司存货为 928.50 亿元，较年初增长 10.09%，主要系工程推进带动开发成本增加所致；期末存货主要由房地产业务开发成本（占比 80.28%）和开发成品（占比 10.19%）构成，公司对存货计提存货跌价准备 12.23 亿元，主要为对开发成本计提，系针对美国洛杉矶、夏威夷、纽约房地产项目。

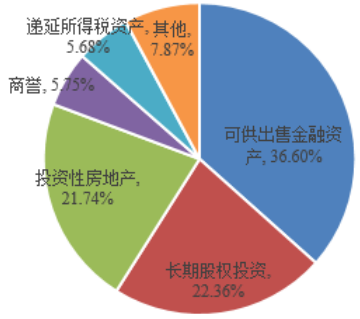
公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要是子公司民生证券和民生信托的投资资产。截至 2018 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 157.89 亿元，较年初增长 36.30%，主要系公司投资债券、基金等业务规模扩大所致；期末该科目以债务工具投资为主，占比为 83.06%；公司未对其计提减值准备。

公司其他应收款主要为应收往来款、应收股利和利息；截至 2018 年末，公司其他应收款 425.02 亿元，较年初减少 3.98%；公司对其他应收款计提坏账准备合计 1.45 亿元，计提比例为 0.35%；从账龄来看，其他应收款账龄主要集中在 2 年以内，占比为 89.80%；期末其他应收款前五名单位期末余额为 326.86 亿元，占比为 78.64%，全部为往来款，主要是关联方形成；公司其他应收款规模较大且前五大客户占比高，对公司资金形成占用。

非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产合计 1,311.61 亿元，较年初增长 6.71%，主要系长期股权投资和投资性房地产增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 36.60%）、长期股权投资（占比 22.36%）、投资性房地产（占比 21.74%）、商誉（占比 5.75%）和递延所得税资产（占比 5.68%）构成。

图3　截至2018年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

公司可供出售金融资产主要是公司及子公司持有的股权投资及投资资产。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 480.01 亿元，较年初减少 5.90%，主要系减少部分权益投资所致；期末可供出售金融资产以可供出售权益工具和其他为主，占比分别为 68.52%和 30.99%；考虑到股票下跌等因素，公司针对可供出售权益工具计提减值准备 0.91 亿元；针对其他计提减值准备 2.63 亿元，主要是民生信托投资定增项目中股票价格下跌所致；合计计提比例 0.73%。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 285.15 亿元，较年初增加 19.49%，主要由于公允价值变动增加、存货及在建工程转入所致；公司投资性房地产采用公允价值计量。公司投资性房地产主要由商业中心、写字楼和酒店构成，分布于北京、武汉、青岛、深圳、西安、上海、杭州等地的核心位置，区域分布较佳。

公司长期股权投资主要由对民生银行（2018 年末占比 97.87%）的投资构成；截至 2018 年末，公司长期股权投资为 293.26 亿元，较年初增长 23.78%，主要来自联营企业民生银行权益法下确认的投资损益大幅增加及追加部分投资所致。

截至 2018 年底，公司有账面价值 1,401.73 亿元资产受限，受限比例 42.52%，较年初增加 4.98 个百分点，受限比例较高；各类资产受限情况如下。

表 14　截至 2018 年底公司资产受限情况(单位：亿元，%)

受限资产类型	账面价值	占总资产比例	受限原因
货币资金	120.03	3.64	保证金
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	74.46	2.26	卖出回购交易质押
存货	655.88	19.90	借款抵押
可出售金融资产	65.46	1.99	借款抵押

投资性房地产	273.00	8.28	借款抵押
长期股权投资	210.35	6.38	借款抵押
固定资产	2.30	0.07	借款抵押
其他非流动资产	0.26	0.01	行业监管要求
合计	**1,401.73**	**42.52**	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2018 年，公司资产规模小幅增长，资产结构仍以流动资产为主；存货、其他应收款及投资类资产占比较高，存货变现能力和其他应收款对公司资金形成占用情况值得关注；股权投资、房地产投资和权益类金融资产等相关资产质量较高；总体看公司资产质量尚可，但受限资产比例较高，流动性偏弱。

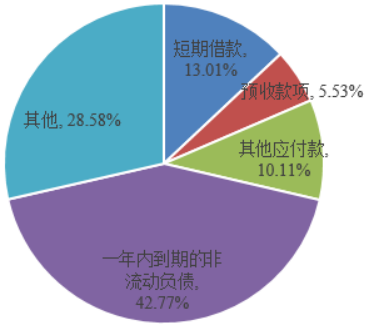
3．负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债合计 2,762.79 亿元，较年初增长 6.31%；从负债结构来看，流动负债占比增加 11.85 个百分点至 60.90%，非流动负债占比 39.10%。

流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债为 1,682.62 亿元，较年初增长 31.98%，主要来自一年内到期的非流动负债、其他应付款、拆入资金、预收款项及短期借款等的增长；期末流动负债主要由短期借款（占比 13.01%）、预收款项（占比 5.53%）、其他应付款（占比 10.11%）、一年内到期的非流动负债（占比 42.77%）构成。

图4　截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至2018年末，公司短期借款余额218.84亿元，较年初增长30.13%，主要来自抵、质押借款的增加；期末短期借款中抵押、质押借款，担保借款，抵押、质押和担保借款占比分别为69.51%、10.97%和19.51%。

公司预收款项主要是预收房屋销售款；截至2018年末，公司预收款项93.06亿元，较年初增长404.13%，主要是北京及上海项目取得预售证带动带动预收款项增长较多所致。

公司其他应付款主要包括应付股利、应付利息和因应付往来款及土地返还款形成的其他应付款；截至2018年末，公司其他应付款170.08亿元，较年初增长188.88%，主要是应付土地返还款增加所致，其他应付款账龄主要集中在一年以内，占比为88.58%。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 719.66 亿元，较年初上升 32.52%，主要是一年内到期的长期借款和应付债券转入所致；其中，一年内到期的长期借款和应付债券占比分别为 86.28%和 13.08%。

非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 1,080.17 亿元，较年初减少 18.41%；主要由长期借款（占比 57.65%）和应付债券（占比 37.68%）构成；期末长期借款为 622.76 亿元，较年初减少 22.30%，主要系公司将部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；应付债券为 407.02 亿元，较年初减少 16.78%，主要系公司偿还部分债券所致。

从公司的债务规模来看，2018年，公司全部债务较年初微幅下降0.76%，截至2018年底，公司全部债务合计2,056.80亿元，债务结构仍以短期债务为主且占比进一步上升至48.72%。从债务到期结构来看，公司债务主要集中于1年内以内，占比为49.88%，公司短期偿付压力较大，需关注流动性风险。

表15　截至2018年底公司债务期限结构（单位：亿元，%）

到期期限	2018 年末	
	余额	占比
1 年以内（含 1 年）	1,005.83	49.88
1~2 年（含 2 年）	353.25	17.52
2~3 年（含 3 年）	372.35	18.47
3~4 年（含 4 年）	73.11	3.63
4~5 年（含 5 年）	101.44	5.03
5 年以上	110.51	5.47
合计	**2,016.48**	**100.00**

资料来源：公司提供
注：上表中合计数与全部债务合计值有差异系公司与联合评级公式所选取的债务范围有差异所致。

从债务负担情况来看，截至2018年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率均小幅上升，分别为83.81%和79.40%，分别较2017年末增长1.77和0.94个百分点；长期债务资本化比率下降至66.41%；上述指标均处于较高水平。

总体看，2018年，公司负债规模有所增加，债务负担指标处于较高水平；公司债务结构仍以长期债务为主，但短期内集中偿付压力大，需关注流动性风险。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 533.60 亿元，较年初减少 6.21%，主要是其他综合收益和未分配利润减少所致；期末归属于母公司所有者权益合计 276.31 亿元，少数股东权益 257.29 亿元，占所有者权益比重分别为 51.78%和 48.22%，少数股东权益占比较高；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 72.38%，资本公积占比 12.73%，未分配利润占比 32.72%，盈余公积占比 6.47%；期末其他综合收益为负值且较年初减少主要是可供出售金融资产公允价值变动导致，公司所有者权益中少数股东权益占比和未分配利润占比均较高，公司权益稳定性一般。

总体看，2018 年，公司所有者权益有所减少，所有者权益构成中少数股东权益和未分配利润占比仍较高，公司权益稳定性一般。

4．盈利能力

2018 年，受房地产及金融业务收入大幅下滑影响，公司实现营业总收入 183.58 亿元，同比下降 17.44%。公司营业总成本有所下降，但降幅少于营业总收入；2018 年，公司营业总成本 250.04 亿元，同比下降 1.63%；营业总成本主要由营业成本（占比 30.21%）、管理费用（占比 22.07%）、财务费用（占比 31.30%）和资产减值损失（占比 6.47%）构成；其中，营业成本主要来自房地产

业、金融、保险业、高科技服务业等。费用控制方面，2018 年，公司期间费用总额为 148.27 亿元，同比增长 2.65%，变动不大。2018 年，公司资产减值损失 16.18 亿元，同比增长 1,414.04%，主要是当期计提较多存货跌价损失、可供出售金融资产减值损失所致。

此外，公司为投资控股型集团企业，除主业带来的收入外，还可获得较大规模的投资收益和公允价值变动收益。2018年，公司获得公允价值变动收益22.49亿元，较为稳定，主要系投资性房地产的公允价值变动产生收益；公司实现投资收益36.53亿元，同比下降4.71%，主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益减少所致，公司投资收益主要由持有民生银行股权形成的投资收益为主，占比为94.10%。2018年，公司营业利润为负值，公司对公允价值变动损益和投资收益依赖度提升且依赖度过高。

2018年，受公司营业收入大幅减少及资产减值损失增加影响，2018年，公司营业利润为亏损4.48亿元，因获得营业外收入12.86亿元（公司非同一控制下企业合并隆亨资本而新增民生银行股权，合并后为统一会计政策，对该股权投资由公允价值计量改按权益法核算产生的收益计入营业外收入），公司实现利润总额7.01亿元，同比下降72.05%；实现净利润2.55亿元，同比下降87.65%；归属于母公司所有者净利润为-2.53亿元，主要是母公司财务费用规模较大所致。

从盈利指标来看，受公司利润规模的大幅下滑的影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈下降趋势，2018年，上述指标分别为3.07%、2.62%和0.46%，分别较2017年下降1.00、0.90和3.65个百分点，下滑明显。

总体看，2018年，受房地产及金融业务收入下滑和计提较大规模资产减值损失影响，公司收入和利润规模均有所下滑，盈利能力下降明显，处于较低水平；公司投资收益和公允价值变动损益对利润贡献度仍较高，盈利稳定性较差。

5．现金流

经营活动现金流方面，2018年，公司经营活动产生的现金流由净流出转为净流入，主要系公司房地产业务销售收到的现金和收到的土地返还款增加，加之支付往来款规模减少所致。

投资活动现金流方面，2018年，公司投资活动现金流仍呈净流出态势但流出额有所减少，主要是投资支付的现金大幅减少所致。

筹资活动现金流方面，2018年，公司筹资活动现金流净额由净流入转为净流出，主要是偿还债务支付的现金较多所致。

表 16　公司现金流情况(单位：亿元)

项目	2017 年	2018 年
经营活动产生的现金流量净额	-214.98	158.82
投资活动产生的现金流量净额	-111.54	-31.12
筹资活动产生的现金流量净额	206.62	-210.81
现金及现金等价物净增加额	-122.38	-82.44
期末现金及现金等价物余额	246.16	163.72

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2018 年，公司经营活动表现为较大规模的净流入，投资活动有所减少且偿还较多债务，使得投资活动现金流净流出规模减少而筹资活动现金流转为净流出。整体来看，公司加速了现金流回并缩减投资活动偿还债务。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年末，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为1.18倍和0.63倍，主要系存货增加以及流动负债增速较大所致。同时，考虑到公司流动资产中应收款项和存货占比较大，短期偿债能力受应收款项回收以及存货变现影响较大。2018年，经营现金流动负债比为9.44%，经营活动净现金流可对流动负债形成较好保障。

从长期偿债能力指标看，2018年，受利润下降影响，公司EBITDA为90.22亿元，同比下降15.54%；从EBITDA的构成来看，2018年公司EBITDA中计入财务费用的利息支出占比为86.20%，利润总额占比7.77%；受EBITDA下降影响，公司EBITDA利息倍数下降至0.67倍；同期，公司EBITDA全部债务比下降至0.04倍，偿债能力指标较差。

2018 年末，公司获得总授信额度 617.91 亿元，已使用 551.85 亿元，未使用 66.06 亿元。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 6.03 亿元。此外，公司按房地产经营惯例向商品房承购人提供抵押贷款担保余额 92.66 亿元。

截至 2018 年底，公司有未决诉讼案 7 件，涉案金额较小，公司或有负债风险较小。

表 17　截至 2018 年末公司未决诉讼情况（单位：亿元）

案件性质	原告	被告	案由	案件金额	案件阶段
被诉	郑州银行股份有限公司	民生证券及民生证券河南分公司	财产纠纷	0.60	审理过程中
被诉	南昌农村商业银行股份有限公司	内蒙古银行股份有限公司（将泛海控股和民生证券投资公司列为第三人）	管理的债券无法兑付	0.94	立案审查过程中
起诉	民生通海投资有限公司	西安威尔罗根能源科技有限公司	股权纠纷	--	审理过程中
起诉	民生控股股份有限公司	青岛裕泰物业发展有限公司	财产纠纷	0.51	提起二审诉讼
被诉	深圳南油（集团）有限公司	泛海控股股份有限公司、海港城实业发展（深圳）有限公司、港华电子集团有限公司	财产纠纷	0.79	审理过程中
被诉	Superb Vision International Limited	中国泛海控股集团有限公司	财产纠纷	0.85	尚未审理
被诉	那海斌、苏丽华	民生证券及民生证券太原长风街证券营业部	合同纠纷	1.18	一审判决结束
民生证券奥特佳案				1.30	审理过程中
民生证券胜利股份案				1.86	审理过程中

资料来源：公司提供；
注：西安威尔罗根案已于 2019 年 2 月结案；公司已针对那海斌案计提 0.42 亿元预计负债。

根据查询日期为 2019 年 6 月 17 日的中国人民银行企业基本信用信息报告，公司无未结清关注类、不良类信贷信息记录；已结清业务中，公司有三笔贷款存在欠息记录。其中，2005 年 6 月 27 日主要系公司与交通银行北京分行的贷款计息天数没有核对准确，造成了少付一天利息；2005 年 11 月 2 日及 2006 年 7 月 20 日系公司的经办人员就贷款利率水平沟通不到位，同时兴业银行未尽到提示责任，导致公司还息数目出现差错。上述欠息均已结清。

总体看，2018 年，公司负债规模仍处于较高水平，偿债指标表现较差；但考虑到公司整体经营实力很强，旗下金融、房地产等多板块整体发展良好，同时持有较为优质的股权资产，整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产 225.96 亿元（已剔除受限资产），为“15 泛海 03”、“18 泛海 G1”和“18 泛海 G2”，待偿本金合计（27.33 亿元）的 8.27 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产为 533.60 亿元，约为待偿本金合计（27.33 亿元）的 19.52 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 泛海 03”、“18 泛海 G1”和“18 泛海 G2”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 90.22 亿元，约为待偿本金合计（27.33 亿元）的 3.30 倍，公司 EBITDA 对“15 泛海 03”、“18 泛海 G1”和“18 泛海 G2”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动现金净流量为 158.82 亿元，对待偿本金合计（27.33 亿元）的保障倍数为 5.81 倍，具有较好保障能力。

综合以上分析，考虑到公司作为国内大型民营综合类企业集团，在经营规模、产业布局、多元化经营等方面具有的突出优势，加之公司资产规模较大，综合实力强，业务涉及地产、金融、资本投资等多个领域，联合评级认为公司对“15 泛海 03”、“18 泛海 G1”和“18 泛海 G2”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为大型民营综合类企业集团，跟踪期内，仍保持金融、房地产以及资本投资的多元化业务格局。2018 年，公司金融板块业务稳步开展，仍是公司主要收入来源且占比进一步提高，其中保险业务收入保持增长；高科技业务对收入贡献度进一步提升，成为其收入的重要补充，房地产板块主要项目区位优势明显；资本投资项目资产质量优良，2018 年所投项目获得的投资收益对利润形成有效补充。另外，2019 年 1 月，公司将北京和上海项目资产出售，有利于实现资金回流并减轻债务负担。

同时，联合评级也关注到，2018 年公司房地产业务和金融业务受政策影响收入有所下降，公司债务负担仍然较重且存在集中偿付压力，盈利能力明显下滑以及偿债指标表现较差等因素对公司的信用水平可能造成的不利影响。

未来随着公司各业务板块的持续发展以及公司主动加强流动性和负债管理，将有利于公司的健康发展，公司整体经营情况有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+，评级展望为“稳定”，同时维持“15 泛海 03”、“18 泛海 G1”和“18 泛海 G2”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　中国泛海控股集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	3,167.85	3,296.39
所有者权益（亿元）	568.94	533.60
短期债务（亿元）	778.31	1,001.97
长期债务（亿元）	1,294.22	1,054.83
全部债务（亿元）	2,072.53	2,056.80
营业收入（亿元）	222.36	183.58
净利润（亿元）	20.67	2.55
EBITDA（亿元）	106.82	90.22
经营性净现金流（亿元）	-214.98	158.82
总资本收益率（%）	4.07	3.07
总资产报酬率（%）	3.53	2.62
净资产收益率（%）	4.12	0.46
营业利润率（%）	51.13	53.38
费用收入比（%）	64.67	80.46
资产负债率（%）	82.04	83.81
全部债务资本化比率（%）	78.46	79.40
长期债务资本化比率（%）	69.46	66.41
EBITDA 利息倍数（倍）	0.83	0.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.04
流动比率（倍）	1.52	1.18
速动比率（倍）	0.86	0.63
现金短期债务比（倍）	0.31	0.23
经营现金流动负债比率（%）	-16.86	9.44
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.91	3.30

注：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；将应付款期融资款和其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务；长期应付款计入长期债务。

附件 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	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(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%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×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
保险业务相关指标	
自留保费	保险业务收入-分出保费
承保费用	分保费用-摊回分保费用+承保业务的税金及附加+手续费及佣金支出+业务及管理费
净赔付支出	赔付支出-摊回赔付支出
综合赔付支出	赔付支出-摊回赔付支出+提取未决赔款准备金变动额-摊回未决赔款准备金

承保利润	已赚保费-综合赔付支出-承保费用
综合赔付率	综合赔付率
综合赔付支出/（自留保费－未到期责任准备金变动额）×100%	综合赔付支出/（自留保费－未到期责任准备金变动额）×100%
实际资本	认可资产-认可负债

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+融资租赁款+其他非流动负债

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 3　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。