跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1126 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 02”和“15 泛海 03” 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：

二零一八年 六月二十日

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

中国泛海控股集团有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券期限	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 泛海 02	6 年（3+3）	30.00 亿元	AA+	AA+	2017.6.23
15 泛海 03	6 年（3+3）	10.00 亿元	AA+	AA+	2017.6.23

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	2,731.10	3,167.85
所有者权益（亿元）	435.47	569.25
长期债务（亿元）	1,441.38	1,294.22
全部债务（亿元）	1,812.07	2,072.53
营业收入（亿元）	260.01	222.36
净利润（亿元）	64.70	20.98
EBITDA（亿元）	143.13	106.82
经营性净现金流（亿元）	-100.46	-214.98
营业利润率（%）	45.81	60.43
净资产收益率（%）	16.18	4.18
资产负债率（%）	84.05	82.03
全部债务资本化比率（%）	80.62	78.45
流动比率（倍）	2.07	1.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	1.32	0.83
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.58	2.67

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；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国内大型民营综合类企业集团，已形成了金融、房地产以及资本投资协调发展的多元化产业结构和业务格局。2017 年，公司金融板块业务不断扩大，信托和保险业务收入增长较快，证券业务保持稳定；同时，公司新增高科技服务业，成为其收入的重要补充；房地产板块保持较充足的土地储备，主要项目区位优势明显。

同时，联合评级也关注到，2017 年公司房地产业务受调控政策影响较大，盈利能力、开发及销售情况均有不同程度下滑；公司债务负担进一步加重且存在集中偿付压力，偿债指标表现较差；公司经营性净现金流持续大规模流出等因素对公司的信用水平可能造成的不利影响。

未来随着公司金融业务的持续发展、房地产在建项目的完工结转以及新收购的高科技服务业务贡献加大，公司收入规模有望进一步扩大；公司所投资股权优良，将有利于公司利润规模的扩大，提升公司的盈利能力。

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 02”和“15 泛海 03”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．公司作为国内大型民营综合类企业集团，已形成了房地产、金融以及资本投资协调发展的多元化产业结构和业务格局，在经营规模、产业布局、多元化经营等方面具有优势。

2. 2017 年，公司金融板块业务不断扩大，

信托和保险业务收入增长较快，证券业务保持稳定；同时，公司新增高科技服务业，成为其收入的重要补充；房地产板块保持较充足的土地储备，主要项目区位优势明显。

3. 公司资本投资项目资产质量优良，2017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

1．2017 年，公司房地产业务受房地产调控政策影响较大，盈利能力、开发及销售情况均有不同程度下滑；公司主要土地储备、在建项目主要位于一线及热点二线房地产调控城市，销售面临一定去化压力。

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。

3．2017 年，公司盈利能力下滑明显，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；公司债务负担进一步加重且面临短期集中偿付压力，偿债指标表现较差，经营性净现金流呈持续流出且规模扩大，需对公司流动性保持关注。

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。

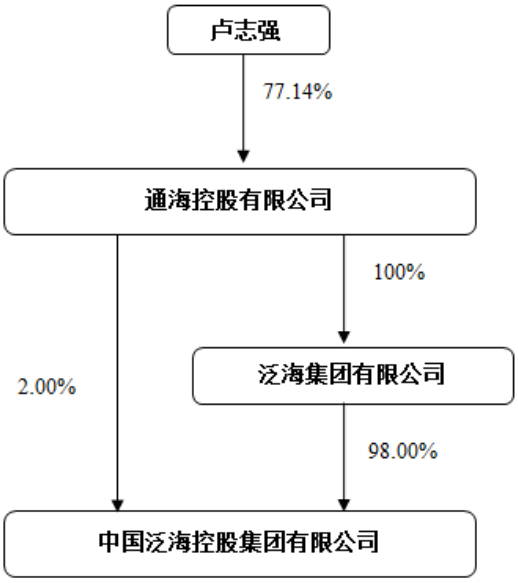
分析师：陈璐 陈嘉露

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。期间历经多次股权转让和增资，截至 2017 年底，公司注册资本为 200.00 亿元，实收资本为 150.00 亿元，其中泛海集团有限公司持股比例为 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%股份，通海控股有限公司股东为卢志强，因此公司实际控制人为卢志强。

图 1　截至 2017 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 2017 年末，公司下设行政管理总部、人力资源管理总部、资产财务管理总部、投资管理总部、风险控制总部、审计监察总部、法律合规总部、法规制度总部、公共事务管理总部、泛海管理学院 10 个职能部门；纳入合并范围的全资及控股公司 21 家，其中全资子公司 15 家，控股子公司 6 家。公司下属全资、控股和参股公司中包含多家上市公司：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；公司对其直接持股 67.15%）、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；公司对其直接持股 22.56%）、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；公司对其直接和间接持股 6.01%）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；通过控股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 2017 年底，公司合并资产总计 3,167.85 亿元，负债合计 2,598.60 亿元，所有者权益 569.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 322.95 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 222.36 亿元，净利润 20.98 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 9.36 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 -214.98 亿元，现金及现金等价物增加额-122.38 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、债券发行及募集资金使用情况

公司面向合格投资者公开发行面值不超过 40.00 亿元（含）的公司债券（以下简称“本次债券”）已获得中国证监督管理委员会证监许可[2015]2002 号文核准。公司分别于 2015 年 9 月 14 日和 2015 年 9 月 21 日发行两期公司债券，具体情况见下表所示。其中，中国泛海控股集团有限公司公开发行 2015 年公司债券（第一期）（债券简称：“15 泛海 02”；证券代码：122458.SH）发行总额为人民币 30.00 亿元，债券期限 6 年，附第 3 年底发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 5.10%；中国泛海控股集团有限公司公开发行 2015 年公司债券（第二期）（债券简称：“15 泛海 03”；证券代码：122470.SH）发行总额为人民币 10.00 亿元，债券期限为 6 年期，附第 3 年底发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 4.85%。

表 1　公司债券发行情况（单位：亿元，%）

名称	证券代码	金额	发行时间	期限（年）	票面利率（%）
15 泛海 02	122458.SH	30.00	2015 年 9 月 14 日	6（3+3）	5.10
15 泛海 03	122470.SH	10.00	2015 年 9 月 21 日	6（3+3）	4.85

资料来源：wind 资讯；联合评级整理

截至 2017 年 4 月 26 日，公司上述债券募集资金均已使用完毕，均按照债券募集说明书的约定用途使用。

公司于 2017 年 9 月 14 日支付“15 泛海 02”2016 年 9 月 14 日至 2017 年 9 月 13 日期间的利息；于 2017 年 9 月 21 日支付“15 泛海 03”2016 年 9 月 21 日至 2017 年 9 月 20 日期间的利息。

上述债券无担保。

三、行业分析

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、证券行业及保险行业分析其行业现状。

1. 信托行业

据中国信托业协会发布的数据显示，2017 年，信托业积极推进自身的供给侧结构性改革，加速转型升级，强化风险治理，寻求增长动力，实现行业可持续发展。

从信托资产规模来看，自 2016 年 3 季度开始呈增长态势至 2017 年 3 季度开始小幅下降。截至 2017 年末，全国 68 家信托公司管理的信托资产规模达到 26.25 万亿元，同比增长 29.81%，环比增长 7.54%。

在资金来源方面，近年来，单一类资金信托占比整体呈下降趋势，而集合类资金信托和管理财产类信托占比上行趋势愈加明显。截至 2017 年年末，单一类信托占比由 2016 年年末的 50.07%降至 45.73%，下降幅度为 4.34 个百分点；集合类信托占比由 36.28%增至 37.74%，上升幅度为 1.46 个百分点；管理财产类信托占比由 13.65%增至 16.53%，上升幅度为 2.88 个百分点。信托资金来源持续向多样化和均衡化发展。

在资产功能方面，2017 年年末事务管理类信托余额为 156,465.55 亿元，占比 59.62%；投资类信托余额为 61,702.72 亿元，占比 23.51%；融资类信托余额为 44,284.68 亿元，占比 16.87%。投资类、融资类和事务管理类信托产品三分天下局面进一步改变，事务管理类信托产品发展速度明显快于其他两类产品。

固有资产类别体现了信托公司主动配置资产的能力。截至 2017 年年末，信托行业固有资产规模达到 6,578.99 亿元（平均每家信托公司 96.75 亿元），同比增长 18.12%，环比增长 3.69%，同比增速较 2017 年 3 季度的 25.88%有所回落，但固有资产规模依旧持续增长。从固有资产的结构来看，投资类资产依然是主要形式，规模为 4,961.07 亿元，占固有资产的比例为 75.41%；货币类资产规模为 656.81 亿元，占比 9.98%；贷款类资产规模为 380.71 亿元，占比仅为 5.79%。固有业务杠杆率有所提升。在信托业保障基金建立后，信托公司可以获取流动性支持，一定程度上提高了行业的杠杆率水平。2017 年信托行业平均杠杆率 1.25，较 2016 年增长 0.01 个百分点。

随着信托行业评级的实施和信托监管评级的调整，信托公司资本扩张的动力增强。2017 年年末，信托全行业实收资本由 2016 年年末的 2,038.16 亿元上升至 2,417.70 亿元，同比增长 18.62%，环比增长 8.22%；未分配利润由 1,330.50 亿元上升至 1,550.09 亿元，同比增长 16.50%，环比降低 0.62%。实收资本增加是近两年来信托公司持续增资扩股效应的直接体现，留存利润积累进一步促进了固有资产和所有者权益的增长。就信托赔偿准备而言，截至 2017 年末，信托赔偿准备上升至 221.12 亿元，同比增长 18.23%，环比增长 12.78%，信托赔偿准备规模的不断扩大能直接提升信托公司抵御风险的能力。

2017 年，信托风险项目个数和规模有所上升；截至 2017 年末，信托行业风险项目有 601 个，比 2016 年年末增加 56 个，比 2017 年 3 季度增加 7 个；风险项目规模为 1,314.34 亿元，较 2016 年年末的 1,175.39 亿元同比增长 11.82%，较 2017 年 3 季度的 1,392.41 亿元环比下降 5.61%；全行业不良率水平为 0.50%，较 2016 年年末的 0.58%下降了 0.08 个百分点，较 2017 年 3 季度的 0.57%下降了 0.07 个百分点。尽管在管理信托资产规模稳步增长的背景下，全行业不良率水平在持续下降，但风险项目个数和规模的同比上升态势依然不容忽视，2017 年以来，信托产品违约案例增加，也给信托公司带来风险；信托公司应进一步增强防范风险的意识，提高防控风险的效率，丰富化解风险的手段。

从行业监管来看，2018 年 4 月，央行联合银保监会和外汇管理局共同发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，新规基本覆盖了集合资金信托业务的各方面，包括产品分类、投资者适当性、投资者门槛、抑制非标债权业务、禁止资金池业务、净值化管理、除嵌套、去通道、降杠杆、破刚兑、信息披露、报告制度、平等准入等，有利于提高金融服务实体经济的质效，引导信托公司规范发展，防范和化解金融风险。

总体看，2017 年信托公司积极调整业务结构，信托业务规模快速增长并创历史新高；信托业监管规则愈发完善，随着 2017 年以来各监管部门联合对资管机构加强整顿监管、压缩通道业务，信托业回归本源与加强主动管理将成为主基调，未来信托业将进一步优化资产规模结构，提升主

动管理水平。同时，联合评级关注到，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

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

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

2017 年，证券市场呈现结构性行情，绩优股涨幅较大，中小盘股连续下跌，指数处于震荡并小幅上升趋势，但整体市场活跃度较上年有所下降。从业务表现看，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，但降幅有所收窄；经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，2017 年，131 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,113.28 亿元，全年实现净利润 1,129.95 亿元，分别同比减少 5.08%和 8.47%。从收入结构来看，2017 年证券公司经纪业务和投行业务收入占比所下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源。2017 年，证券投资收益（含公允价值变动）占比 27.66%，较上年度提高 10.32 个百分比；代理买卖证券业务净收入收入占比较去年减少 5.73 个百分点至 26.37%；证券承销与保荐业务净收入占比 12.34%，较上年度减少 3.51 个百分点；财务顾问业务净收入、投资咨询业务净收入、资产管理业务净收入和利息净收入的占比分别为 4.03%、1.09%、9.96%和 11.18%。截至 2017 年底，131 家证券公司总资产为 6.14 万亿元，较 2016 年底增加 6.04%；净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，较 2016 年底分别增加 12.80%和 7.48%，资本实力有所提升。

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

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

随着监管强化和市场环境变化，证券行业竞争愈加激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。大、中、小型证券公司业绩分化格局将进一步显现，大型证券公司得

益于多元化的业务布局，经营业绩受市场环境和监管政策变动的影响较小。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势；同时《证券公司分类监管规定》利好综合性大证券公司，行业集中度可能进一步上升，中小券商的竞争压力将进一步提高。

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

3. 财险行业

2017 年，我国保险市场规模持续扩大，行业盈利水平较快提升，综合实力稳步增强。2017 年保险业总资产规模达 16.75 万亿元，同比增长 10.80%；其中，财险公司总资产 2.50 万亿元，同比增长 5.28%，占保险业总资产的 14.93%。从保险业务来看，我国保险公司原保费收入呈持续增长态势，2017 年达 3.66 万亿元，同比增长 18.16%。从投资业务来看，全行业保险资金运用余额持续快速增长，2017 年末达 14.92 万亿元，较年初增长 11.42%；2017 年，受股债两市剧烈波动影响，保险资金平均投资收益率下降至 5.77%。

从财产保险来看，财产保险与宏观经济发展的关系密切，财产险保费增长较依赖于产业经济的发展和消费水平的提高，财产险保费收入增速和 GDP 增速同步变动趋势显著。2017 年我国经济发展水平有所提升，财产险行业保持较快发展，保费规模逐年扩大；但随着我国经济进入“新常态”，财产险保费收入增速也逐步放缓；2017 年我国财险公司保费规模首次突破万亿元大关，达到 1.05 万亿元，同比增长 13.76%，增速较上年增加 3.76 个百分点。

从市场集中度来看，我国保险市场整体集中度较高，前十大保险公司的原保费收入占市场份额绝对比重。其中，财险行业集中度较高并保持了相当程度的稳定性，前十大财险公司市场份额近六年均在 85%左右，2017 年为 85.34%，前十大财产险公司的成员和位次保持基本稳定。

从行业监管来看，2017 年 6 月，保监会启动商业车险二次费改，从定价系数和风控指标两方面深化改革。定价系数下限下调将对车险保费增长造成一定负面影响，在新车销量增速下降的情况下，车险保费增长双重承压，车险市场化竞争将更为激烈，财险公司车险利润空间受到挤压，这对财险公司客户筛选能力、渠道整合能力及定价能力提出了更高要求。

2017 年，保监会持续开展各项专项检查，加大对违规查处力度。从财险市场来看，2017 年，保监会针对财险公司的行政处罚共 22 条，主要系针对业务开展过程中存在拒绝单独承保交强险、电话销售欺骗投保人、回访系统记录客户信息不真实、对投保人隐瞒与保险合同重要情况、编制提供虚假资料、未经批准设立分支机构的行为进行处罚。

总体看，2017 年，政策和监管的支持下，我国保险行业发展较快，财产保险业务发展良好，财险市场集中度高且保持稳定；未来随着各政策和监管的持续推进，财险行业结构调整将进一步深化，行业将迎来较好的发展环境。

4. 房地产行业

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开

工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

资金来源方面，2017 年，全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房企获得资金将愈发困难。

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长 18.70%；住宅销售额同比增长 11.30%，办公楼销售额同比增长 17.50%，商业营业用房销售额同比增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减少 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

竞争格局方面，2017 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 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 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 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

行业政策方面，2016 年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017 年 3 月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017 年 10 月 18 日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017 年 12 月 18 日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”。

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策

调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间

总体看，2017年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

四、管理与内控分析

2017年初至今，公司董事、监事、高管人员有一定变动；公司原董事秦定国、监事陈贤胜、郑东因个人原因离任；公司原副总裁冯鹤年离任，后在民生证券任董事长；杨科、王科进、张建军新任公司副总裁。

公司董事会、监事会任期已届满，经公司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，公司董事会成员由13位并更为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。

本次董事、监事人员变动属于正常的换届工作，对公司的日常管理、生产经营不存在重大不利影响。

截至本评级报告出具日，公司组织架构由原有的10个职能部门调整为董事会监事会办公室、行政管理总部、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、博士后工作站、服务中心等12个部门。

截至本评级报告出具日，公司正在起草相关内控管理制度的修订工作，修订范围包括全部制度。

总体看，跟踪期内，公司组织架构发生一定变化；内控制度有所修订；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。

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，此外，近年来公司在能源电力方面有所布局，是公司根据自身发展战略需要和国家能源发展战略实施的新投资领域。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；2017 年，公司实现营业总收入 222.36 亿元，同比下降 14.48%，主要系房地产收入大幅下滑所致。

从业务构成来看，随着房地产行业景气度下降导致公司房地产业务收入整体呈下降趋势，加之金融业中信托和保险业务收入大幅增长，公司第一大收入来源由房地产业转为金融业；2017 年，公司金融业收入 91.58 亿元，同比增长 46.76%，主要系子公司民生信托业务规模扩大且主动管理能力提升带动信托收入增长加之亚太财险完成整合和优化、收入增长较多所致，占营业总收入比重由 2016 年的 24.00%提升至 41.19%。2017 年，受房地产市场低迷以及“限购”“限售”等政策影响，公司房地产收入同比大幅下滑 55.54%至 78.65 亿元；房地产板块占比由 2016 年的 68.04%

下降至 2017 年的 35.37%。公司于 2017 年收购美国国际数据集团（International Data Group）（以下简称“IDG”），由此带来高科技服务业收入 27.33 亿元，占比为 12.29%，为公司收入来源的重要补充。公司租赁业收入主要来自写字楼及物业出租，2017 年为 7.34 亿元，同比下降 3.80%，占比为 3.30%；此外，商业、酒店服务业、物业管理及广告业在公司营业收入中占比仍较小，整体经营较稳定。

表2　2016~2017年公司营业总收入构成和毛利情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业	176.91	68.04	41.81	78.65	35.37	37.77
金融业	62.40	24.00	69.05	91.58	41.19	77.38
租赁业	7.63	2.93	83.09	7.34	3.30	89.32
商业	8.11	3.12	38.14	7.15	3.22	44.98
物资贸易	1.77	0.68	14.39	5.57	2.50	7.68
酒店服务业	0.50	0.19	66.31	0.52	0.24	67.75
物业管理	1.13	0.43	2.85	1.35	0.61	6.35
广告业	0.92	0.35	51.08	1.13	0.51	56.34
高科技服务业	--	--	--	27.33	12.29	42.31
其他	0.65	0.25	30.52	1.75	0.79	25.61
合计	**260.01**	**100.00**	**49.14**	**222.36**	**100.00**	**55.70**

资料来源：公司审计报告
注：尾数差异系四舍五入造成。

毛利率方面，2017 年金融板块毛利率为 77.38%，同比增长 8.33 个百分点，主要系民生信托加强主动管理能力以及亚太财险整合优化后收入增速高于成本增速所致。房地产业务方面，受房地产业务收入下降影响，房地产业务毛利率有所下降，2017 年为 37.77%，较 2016 年下降 4.04 个百分点。高科技服务业毛利率位于较高水平，2017 年为 42.31%；租赁业、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。受占比较高的金融业毛利率上升影响，公司综合毛利率上升 6.56 个百分点至 55.70%，整体仍处于较高水平。

公司资本投资业务形成的投资收益是公司利润的重要补充；2017 年，公司实现投资收益 38.34 亿元，同比下降 55.85%。2016 年公司实现投资收益 86.83 亿元，其中 64.05 亿元[1]来自持有民生银行股权获得的投资收益；2017 年，公司投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资，占投资收益比重为 75.94%，主要系公司持有的民生银行股权形成投资收益。2016 和 2017 年，公司投资收益对营业利润的贡献度分别为 129.81%和 131.37%，贡献度有所提升。

表3　2016~2017年公司投资收益及构成情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
权益法核算的长期股权投资收益	12.12	13.96	29.11	75.94
处置长期股权投资产生的投资收益	--	--	0.00	0.01
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益	5.87	6.76	0.06	0.15

[1] 2016 年 7 月，公司在二级市场购买约 75 亿元民生银行股权，持股比例大幅增长，对其已达到重大影响，故公司按照会计准则相关规定，将原持有民生银行股权由“可供出售金融资产”科目转至“长期股权投资”科目核算，按照其公允价值确认长期股权投资初始成本，同时将原计入其他综合收益中的公允价值变动收益确认为投资收益。

处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资在持有期间的投资收益	2.97	3.42	3.13	8.16
可供出售金融资产在持有期间的投资收益	0.09	0.10	-0.36	-0.94
处置可供出售金融资产取得的投资收益	65.77	75.75	6.39	16.67
其他	-	-	-	-
合计	**86.83**	**100.00**	**38.34**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

总体看，2017 年，公司收入结构仍保持多元化并新增高科技服务业务；受房地产业务收入下降影响，整体收入规模有所下降，但受益于金融业务毛利率增加，公司综合毛利率有所上升，保持在较高水平。公司资本投资业务形成投资收益是公司利润的重要补充且贡献度有所提升。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；公司房地产业务毛利率下滑明显以及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 2017 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和郑州银行股份有限公司（具体如下表）。

表4　截至2017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	458,061	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	直接持股 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	200,000	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	3,648,534	直接持股 4.61%，间接持股 1.40%
郑州银行股份有限公司	532,200	间接持股 0.13%
中信产业基金管理有限公司	180,000	直接持股 15%

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，近两年上述三个板块收入占比均保持在 90%以上。2017 年，民生信托业务规模扩大且主动管理能力提升带动信托收入增长加之亚太财险完成整合和优化、收入增长较多，公司金融板块实现收入合计 91.58 亿元，同比增长 46.76%；其中，证券、信托和保险业务收入占比分别为 18.78%、36.12%和 35.38%，同比增长-7.59、11.51 和-3.98 个百分点；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。

表5 公司金融板块收入及构成情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
证券	16.46	26.37	17.20	18.78
信托	15.35	24.61	33.08	36.12
保险	24.56	39.36	32.40	35.38
其他	6.03	9.66	8.90	9.72
合计	**62.40**	**100.00**	**91.58**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，受益于民生信托业务规模扩大且主动管理能力提升带动信托收入增长加之亚太财险完成整合和优化、收入增长较多，公司金融业务收入大幅增长。

（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 2017 年末，注册资本 70.00 亿元，公司间接持股比例为 93.42%。民生信托目前经营的业务品种主要包括信托业务和固有业务，其中信托业务品种主要包括单一资金信托、集合资金信托、财产信托等，信托财产的运用方式主要有贷款和投资；固有业务主要是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。截至 2017 年末，民生信托总资产 133.36 亿元，净资产 110.48 亿元，实际管理信托资产规模 1,871.11 亿元；2017 年，民生信托实现营业收入 33.08 亿元，净利润 18.15 亿元。2017 年，民生信托行业评级为 A 类。

2017 年，随着民生信托业务规模的扩大和主动管理能力的提高，民生信托营业收入同比增长 72.22%至 33.08 亿元，手续费及佣金收入、投资收益占比分别为 64.79%和 37.25%。

表6 民生信托收入及构成情况（单位：万元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金收入	14.71	76.60	21.43	64.79
利息净收入	0.64	3.34	-0.67	-2.03
投资收益	3.85	20.06	12.32	37.25
合计	**19.21**	**100.00**	**33.08**	**100.00**

资料来源：民生信托年报
注：信托业务业绩报酬计入手续费及佣金收入

信托业务

2017 年，民生信托在做大信托业务规模的同时，不断加强主动管理能力；截至 2017 年底，信托规模为 1,871.11 亿元，较年初增长 30.48%，主要来自主动管理规模的增长。截至 2017 年底，民生信托主动管理类信托规模 1,403.94 亿元，较年初增长 33.23%，占信托规模比重 75.03%；被动管理类信托规模 467.17 亿元，占信托规模比重 24.97%，被动管理型信托资产全部系事务管理类信托。从主动管理型信托资产来看，股权投资类和其他投资类增速较快，增速分别为 516.73%和 110.77%；从资产构成来看，截至 2017 年末，主动管理型信托资产主要以其他投资类（占比为 43.84%）、融资类（占比 30.50%）和证券投资类（占比 14.32%）和股权投资类（占比 11.33%）。

2017 年，民生信托信托年化报酬率为 1.17%，较 2016 年上升 0.26 个百分点，主要系民生信托主动管理能力提升使得主动管理业务占比增长所致；信托报酬率处于较好水平。

从信托资产投向行业来看，民生信托信托资金主要投向工商企业、房地产、证券市场、基础产业和其他类；截至 2017 年底，投向上述五类行业的信托资金占比分别为 30.61%、12.93%、10.51%、8.15%和 37.64%，工商企业和房地产行业占比较高，需关注到相关行业波动引起的信托风险的提升。

表 7　民生信托信托资产分布情况（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末
主动管理类信托		
证券投资类	239.75	201.06
股权投资类	25.80	159.12
融资类	496.17	428.26
事务管理类	--	--
其他投资	292.02	615.49
小计	**1,053.74**	**1,403.94**
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	380.31	467.17
其他投资	--	--
小计	**380.31**	**467.17**
合计	**1,434.05**	**1,871.11**

资料来源：民生信托年报

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。2017 年，民生信托秉承谨慎稳健原则，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。2017 年，民生信托实现投资收益 12.32 亿元，为 2016 年的 3.20 倍，其大幅增长主要系 2017 年民生信托赎回及到期规模较大带来收益所致。2017 年末，民生信托固有业务规模 133.36 亿元，较 2016 年末变动不大。

民生信托固有业务以可供出售金融资产为主，其占比为 73.48%；其余主要为贷款（占比 3.63%）。可供出售金融资产主要投资信托和基金。贷款主要是民生信托发放的贷款，民生信托对贷款计提损失准备 487.00 万元，系按照行业监管要求计提损失。

从固有业务行业分布来看，民生信托投资行业以金融机构、工商企业为主；截至 2017 年末，上述两个行业占比分别为 52.53%和 40.55%，行业集中度较高。

表 8　截至 2017 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	资产分布	金额	占比
货币资金	27.74	20.80	基础产业	3.69	2.77
交易性金融资产	--	0.00	房地产	2.73	2.05
可供出售金融资产	98.00	73.48	工商企业	54.09	40.55
贷款	4.82	3.62	金融机构	70.05	52.53
其他	2.80	2.10	其他	2.80	2.10
资产总计	**133.36**	**100.00**	**资产总计**	**133.36**	**100.00**

资料来源：民生信托年报

资本充足性方面，截至2017年末，民生信托净资产和净资本分别为110.48亿元和85.47亿元，较年初分别11.24%和8.18%；净资本/各项业务风险之和为244.13%，净资本/净资本为77.37%，分别较年初下降7.49和2.18个百分点，均符合监管标准。

总体看，2017年，民生信托整体业务规模增速较快，信托报酬率有所增长且处于较好水平，民生信托主动管理能力较好；资本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工商企业和房地产为主，固有业务投资以工商企业和金融机构为主，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

业务运营

公司证券业务主要由民生证券运营；民生证券成立于1986年，目前注册资本45.81亿元，公司间接持股比例为87.65%。民生证券主要经营业务包括证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、融资融券、代销金融产品等业务。截至2017年底，民生证券资产总额349.49亿元，负债总额235.20亿元，所有者权益114.29亿元；2017年，民生证券实现营业收入17.20亿元，净利润3.88亿元。

2017年，我国证券市场整体较为低迷，股基成交量呈下降趋势，行业佣金率持续下滑，对民生证券经纪业务和自营业务收入造成较大影响，但受益于投行及信用业务的较好发展，2017年，民生证券经营业绩逆势增长，实现营业收入17.20亿元，同比上升12.47%。从收入构成来看，经纪业务、投资银行业务和信用交易业务是民生证券主要收入来源。

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2017年底，民生证券共有证券营业部61家，其中河南省27家，证券营业部已基本覆盖直辖市和省会城市，分公司23家。2017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，由2016年的10,975.88亿元下降至2017年为8,642.41亿元；佣金率也有所下降；受上述价跌量缩因素影响，2017年民生证券经纪业务手续费及净收入同比下降26.88%至4.22亿元。

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。2017年，民生证券投资银行业务呈现了良好发展态势，投资银行手续费净收入同比增长5.95%至6.48亿元；2017年度完成德创环保等16个IPO项目；完成升华拜克等7个并购重组项目；完成新亚制程等5个再融资项目；完成同路人等11个债券项目以及南山租赁等3个ABS项目；完成财富无线等13个新三板挂牌项目以及三孚新材等24家新三板定增项目。

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。2017年，民生证投资规模有所增长，由2016年末的116.92亿元增长至2017年末的141.48亿元，主要来自债券规模的增长。受益于投资策略的调整，2017年民生证券自营业务扭亏为盈，实现投资收益1.66亿元。

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。2017年，资产管理业务重点发展基于“大投行”客户及业务范畴的主动管理业务，形成专业化的主动管理产品线并不断完善产品链条，引进ABS业务团队，积极搭建中台，建立统一的中后台支持和规范化服务流程，推进业务协同发展。2017年末主动资产管理业务规模达到155.88亿元，较年初增长79.01%。

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，由 2016 年末的 42.09 亿元下降至 2017 年末的 39.70 亿元；同时，近年来，民生证券股票质押式回购业务发展较快。

2017 年，民生证券分类监管评级由 CC 上升至 A，内控管理水平有所上升。

总体看，2017 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和民生保险经纪负责运营；民生保险经纪 2017 年收入为 0.10 亿元，收入规模较小，故本报告将重点分析亚太财险。亚太财险成立于 2001 年，2015 年泛海控股对亚太财险的收购获得中国保监会批准。2016 年，公司完成对亚太财险战略规划、组织架构、关键人员的优化调整，亚太财险各项工作渐入正轨；目前注册资本 40.01 亿元，公司间接持有其 51.00%股权。

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 2017 年末，亚太财险设有分公司 21 家；资产总额 55.53 亿元，负债总额 28.60 亿元，股东权益合计 26.94 亿元；2017 年，亚太财险实现营业收入 32.34 亿元，净利润 0.14 亿元。2017 年 1~4 季度，亚太财险保监会风险综合评级均为 B。

亚太财险营业收入主要来自已赚保费和投资收益，2017 年已赚保费占营业收入比重为 90.77%。2017 年，随着保险业务渠道的开拓、保险业务规模扩大带动已赚保费的增长，亚太财险实现营业收入 32.34 亿元，同比增长 22.49%；已赚保费全部来自保险业务收入，保险业务收入以原保险业务为主，其占比为 99.00%。

净利润方面，2016 年，亚太财险净利润为负值（-4.47 亿元），2016 年亏损金额较大主要系业务风险管控体系不够垂直化集约化导致车险赔付率较高、销售费用投放增长过快以及人才引进、信息化建设等战略性投入导致固定管理费用增加所致。2017 年以来，亚太财险推进集中核保核赔，挤压理赔水分，降低赔付成本，同时强化渠道清分、扩大保费规模摊薄固定成本，2017 年实现扭亏为盈。

表 9　亚太财险营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
已赚保费	**24.54**	**92.93**	**29.36**	**90.77**
--保险业务收入	28.79	--	31.57	--
其中：原保险合同	28.55	99.15	31.26	99.00
再保险合同	0.24	0.85	0.32	1.00
投资收益	**1.65**	**6.23**	**2.83**	**8.75**
其他	**0.22**	**0.84**	**0.15**	**0.48**
营业收入合计	**26.40**	**100.00**	**32.34**	**100.00**
净利润	**-4.47**	**--**	**0.14**	**--**

资料来源：亚太财险审计报告，联合评级整理。

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。分险种来看，商业车辆保险和交强险是亚太财险主要收入来源，2017 合计占比为 85.32%。此外，企业财产险、意外伤害险、责

任险也占有一定比重，但占比均在 5%以下。

表 10　亚太财险各险种收入构成情况（单位：%）

项目	2016 年	2017 年
商业车辆保险	52.78	50.21
交强险	33.45	35.11
企业财产险	4.31	4.06
意外伤害险	3.62	4.88
责任险	3.17	3.29
其他	2.67	2.45
合计	**100.00**	**100.00**

资料来源：亚太财险审计报告，联合评级整理。

从原保险业务渠道结构来看，近两年，亚太财险渠道结构发生一定变化；由直接保险为主、保险专业代理和兼业代理为辅的结构逐步转变为专业代理为主、直接保险和兼业代理为辅的结构，2017 年直接保险业务、保险专业代理、兼业代理销售收入占比分别为 32.45%、46.26%和 13.33%。此外，保险经纪、个人代理和其他占比均较小。

表 11　亚太财险各渠道收入构成情况（单位：%）

项目	2016 年	2017 年
直接保险业务	40.82	32.45
保险专业代理	36.96	46.26
保险兼业代理	12.70	13.33
保险经纪	4.28	4.19
个人代理	3.92	2.60
其他	1.33	1.17
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，2017 年再保险率为 4.78%，同比下降 0.78 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深圳分公司、瑞士再保险股份有限公司香港分公司、三井住友海上火灾保险（中国）有限公司等。

从保险赔付情况来看，2017 年，亚太财险净赔付支出为 15.20 亿元，同比增长 10.14%；综合赔付率为 54.12%，同比下降 9.70 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；2016 和 2017 年，亚太财险承保利润率分别为-24.27%和-10.33%，指标有所提高但仍处于亏损状态，主要是由于亚太财险赔付支出、职工薪酬、服务费等支出规模较大所致；2017 年承保利润率有所提高主要系已赚保费增加所致。

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 2017 年末，亚太财险投资资产为 40.78 亿元，较 2016 年末下降 8.89%。从投资资产结构来看，亚太财险投资资产日趋多样化；2016 年投资资产主要以信托计划和银行存款为主，上述两项合计占比为 83.45%；2017 年，投资资产以信托计划、银行存款、股票、债权计划、资产管理产品、其他权益投资和开放式基金为主，上述项目占比分别为 19.62%、18.35%、16.00%、15.45%、13.97%、5.89%和 5.18%，有利于分散投资

风险。

2017 年，亚太财险投资收益为 2.83 亿元，同比增长 71.52%，主要系投资品种丰富、投资收益率较高所致。

表 12　亚太财险投资资产结构（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	规模	占比	规模	占比
信托计划	6.80	15.19	8.00	19.62
银行存款	30.56	68.26	7.48	18.35
股票	1.15	2.58	6.52	16.00
债权计划	2.60	5.81	6.30	15.45
资产管理产品	0.22	0.50	5.70	13.97
其他权益投资	0.75	1.68	2.40	5.89
开放式基金	0.36	0.80	2.11	5.18
其他	2.32	5.18	2.26	5.54
合计	**44.76**	**100.00**	**40.78**	**100.00**

资料来源：亚太财险审计报告，联合评级整理。

从流动性来看，根据亚太财险偿付能力报告，截至 2017 年末，亚太财险一年内综合流动比率为 132.32%；亚太财险优质流动性资产充足，压力情景 1（签单保费较去年同期下降 80%）下流动性覆盖率为 383.50%，压力情景 2（预测期内到期的固定收益类资产 20%无法收回本息）下流动性覆盖率 252.24%，高于 100%的监管要求。资本充足性方面，截至 2017 年末，亚太财险“偿二代”下实际资本为 25.91 亿元，均为核心一级资本；综合偿付能力充足率为 326.05%，充足性较好。

总体看，2017 年，随着亚太财险渠道开拓和业务规模的扩大，其业务收入呈增长趋势，净利润扭亏为盈；同时，联合评级关注到，亚太财险赔付支出规模较大对利润形成侵蚀，综合承保利润为亏损，投资业务受市场波动影响较大、存在一定不稳定性以及亚太财险仍处于优化调整阶段，未来经营情况尚存在一定不确定性。

3. 房地产板块

公司房地产开发业务的主要由泛海控股运营。泛海控股目前业务主要集中在武汉、深圳、青岛、北京、上海、杭州、大连、沈阳等一、二线城市。

（1）房地产开发业务

泛海控股取得建设用地的方式包括一级市场招拍挂、二级市场交易以及收购控股股东土地储备等。土地储备方面，截至 2017 年底，公司土地储备（待开发土地）面积合计 469.10 万平方米，主要集中在北京、武汉、沈阳等一、二线城市（占比为 21.11%）以及美国索诺马郡和夏威夷（占比 78.86%）。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；公司有上海董家渡 12 号地、14 号地以及位于大连旅顺等项目尚处于开发或者拆迁阶段。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13 截至2017年底公司土地储备情况（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	拟建项目类型
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	14.69	88.21	住宅、商业、酒店、办公
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 KoOlina1#地项目	美国夏威夷 KoOlina 度假区	10.63	14.94（地上，暂估）	酒店、公寓
美国夏威夷 KoOlina2#地项目	美国夏威夷 KoOlina 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	33.50（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。

房地产开发方面，2017 年，受国家宏观经济运行及房地产调控政策影响，公司放缓了开发进度，房地产开发规模呈下降趋势。2017 年，公司新开工面积为 14.34 万平方米、竣工面积为 99.68 万平方米，分别同比下降 38.43%、16.74%；期末在建面积为 314.96 万平方米，较 2016 年末增长 56.31%；公司期末在建面积较大，能够满足未来一段时间销售需要。

表14 公司房地产业务项目开发情况（单位：万平方米）

期间	2016 年度	2017 年度
新开工面积	23.29	14.34
在建面积	378.27	314.96
竣工面积	63.77	99.68

资料来源：公司提供
注：表中数据不符合期末在建面积=上年期末在建面积+当年新开工面积-当年竣工面积的勾稽关系，主要系项目分期统计标准不同所致。

在建项目方面，截至 2017 年底，公司在建项目主要集中在北京、武汉、上海、沈阳、武汉等地；在建项目建筑面积合计 1,030.99 万平方米，计划总投资金额约为 1,337.88 亿元，累计投资金额为 424.24 亿元，尚需投资 913.64 亿元；此外，公司拟建项目 2 个，分别为北京星火站综合体项目和上海董家渡聚居区 12#、14#地块；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。未来该类项目的销售有望为公司房地产业务收入的稳定增长提供有力保障，但随着我国房地产市场调控政策收紧，该类项目的预期销售实现存在一定不确定性。

表 15 截至 2017 年底公司主要房地产开发项目情况（单位：万平方米，亿元）

序号	项目名称	项目位置	项目状态	建筑面积（万平方米）	预估投资额（亿元）	期末在建部分累计投资额（亿元）	预计完工时间
1	星火站综合体	北京	拟建	--	--	--	--
2	泛海国际居住区 1#地块	北京	住宅部分在建	66.85	431.34	137.00	2022 年
3	泛海国际居住区 2#地块	北京	在建，部分竣工	25.78			2019 年
4	泛海国际居住区 3#地块	北京					
5	泛海国际居住区二期 4#地块	北京	在建，部分竣工	22.85	66.17	3.65	--
6	上海泛海国际居住区（董家渡聚居区 10#地块）	上海	在建，部分竣工	22.89	104.94	51.89	2020 年
7	董家渡聚居区 12#、14#地块	上海	拟建	--	--	--	--
8	沈阳泛海国际居住区	沈阳	在建，部分竣工	16.59	5.09	2.65	2020 年

9	武汉中央商务区项目	武汉	在建，部分竣工	819.42	419.56	123.17	--
10	杭州泛海钓鱼台酒店	杭州	在建，部分竣工	10.36	9.98	7.25	--
11	美国洛杉矶泛海广场	洛杉	在建	24.93	18 亿美元	55.76	--
12	美国旧金山泛海中心	旧金	在建	21.32	29 亿美元	42.87	--

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；4、公司的权益比率为 100.00%。

房地产销售方面，2017 年，公司实现销售面积 25.59 万平方米，销售收入 51.80 亿元，同比分别大幅下降 29.31%和 59.81%，主要系 2017 年房地产调控政策出台对公司销售造成冲击所致。公司项目多处于政策调控热点城市，未来面临一定去化压力。从结转情况来看，2017 年，公司结转面积和收入有所下降；2017 年，公司结转面积 30.28 万平方米，结转收入 78.33 亿元，同比分别下降 41.86%和 55.67%，主要是受房地产行业不景气及调控政策影响当年销售情况不佳，加之结转项目主要位于武汉等地（2016 年结转项目主要位于北京，结转单价较高）所致。

表16　公司房地产业务项目销售情况（单位：万平方米、亿元，万元/平方米）

项目	2016 年	2017 年
销售面积	36.20	25.59
销售收入（合同口径）	128.90	51.80
签约销售均价（元/平方米）	35,607.73	20,242.28
结转面积	52.08	30.28
结转收入	176.70	78.33

资料来源：公司提供

从去化情况来看，2016 年，公司整体销售去化水平较好，去化率为 82.97%；2017 年，受政策及市场影响，公司销售去化水平较 2016 年下降 9.20 个百分点至 73.77%；分项目看，武汉项目整体去化水平良好，北京市和深圳市受调控影响去化一般，沈阳市项目去化水平稍差；分业态看，公司住宅项目去化水平较好，写字楼项目有所分化（武汉较高，深圳较低），商业项目去化较差。

表17　公司主要房地产销售项目（单位：万平方米）

地区	项目	业态	2016 年可售面积	2016 年销售面积	2016 年结转面积	2017 年可售面积	2017 年销售面积	2017 年结转面积
武汉	武汉中央商务区	住宅	17.04	16.20	27.87	10.57	7.20	7.35
		商业	3.16	1.55	1.81	1.62	0.14	0.17
		写字楼	11.10	10.42	10.98	18.21	17.63	18.84
		公寓	0.74	0.74	0.00	0.00	0.00	0.00
北京	泛海国际居住区（二期）	住宅	6.27	5.84	9.38	0.45	0.07	3.37
深圳	泛海城市广场	公寓	0.44	0.32	0.32	0.09	0.05	0.05
		写字楼	2.52	1.03	1.03	1.49	0.50	0.50
上海	泛海国际公寓	住宅	0.09	0.09	0.69	0.00	0.00	0.00
沈阳	泛海国际居住区	住宅	2.26	0.00	0.00	2.26	0.00	0.00
合计			**43.63**	**36.20**	**52.08**	**34.69**	**25.59**	**30.28**

资料来源：公司提供

总体看，受房地产调控及市场景气度下降影响，2017 年公司房地产开发有所放缓，销售下滑；

公司土地储备较充足且多位于国内一二线城市的核心位置并不断开拓国际市场，所持地块均具备一定升值潜力，未来有望为公司房地产收入的持续增长提供有力保障；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，若公司现金流与开发资金匹配不当将对公司经营产生一定影响。

（2）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，截至 2017 年底，公司房地产可租面积约为 28 万平方米。公司自持物业以商业中心、写字楼和酒店业态为主，可租面积主要分布区域为武汉市（占比 54.43%）、杭州市（占比 22.11%）、上海市（占比 13.93%）、北京市（占比 5.18%）和深圳市（占比 3.29%）等城市，公司自持物业区域分布较好。公司自持物业除杭州民生金融中心（可租面积 3.32 万平方米）和旧金山 78、88#楼（可租面积 0.10 万平方米）出租率较低外，其他自持物业出租率均在 90.00%以上。

总体看，2017 年，公司房产租赁业务运作良好，整体经营较稳定。

4. 高科技服务业

2017 年，公司通过子公司智海资本收购 IDG，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。2017 年末，IDG 总资产 3.08 亿美元，总负债 1.67 亿美元，营业总收入 4.18 亿美元，净利润 0.13 亿美元。

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 2017 年末，联想控股资产总额为 3,356.69 亿元，负债合计 2,560.92 亿元，所有者权益为 795.77 亿元；2017 年，实现营业收入 3,162.63 亿元，净利润 48.55 亿元，同比分别增长 7.29%

和 3.89%。

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（该项目未并入公司合并报表）。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。截至 2017 年底，民生银行总资产 59,020.86 亿元，净资产 3,898.12 亿元，营业收入 1,442.81 亿元，实现归属于母公司股东的净利润 498.13 亿元，基本每股收益 1.35 元。公司为民生银行主要发起人和主要股东之一，截至 2017 年底，公司共计持有民生银行股份有限公司 219,310.09 万股 A 股和 H 股股份，占总股本的 6.01%。

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，2017 年，上述投资项目经营情况良好。

6. 能源电力

能源电力是公司根据企业自身发展战略需要和国家能源发展战略实施的新投资领域。目前，公司投资和涉及的重点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。

包头甲醇制烯烃项目

公司包头甲醇制烯烃项目由全资子公司泛海能源投资包头有限公司运营，截至 2017 年底，公司持股比例 100%。该项目采用中科院大连物化所甲醇制烯烃技术，建设年产 30 万吨聚乙烯和 30 万吨聚丙烯，同时年副产 8.3 万吨 C4 和 3 万吨 C5，项目建设周期为 3 年，建成投产后可在十五年内实现销售总收入 981.90 亿元，年平均销售收入为 65.46 亿元，扣除各项成本及税费后年均实现税后利润 7.40 亿元。截至 2017 年底，该项目已取得备案文件，土地证已取得，环评、规划、安评文件均已取得批复；拟投资金额 67.70 亿元，已完成投资额 4.40 亿元。

新能凤凰（滕州）能源项目

新能凤凰（滕州）能源项目是山东省政府确立的重点建设项目，该项目以洁净煤技术为核心，采用自主知识产品煤化工技术，建设甲醇深加工项目，延伸甲醇等煤化工产品产业链，生产煤基清洁燃料等下游煤化工产品。该项目占地 985 亩，建设内容为 72 万吨/年甲醇。该项目于 2006 年 7 月正式开工建设，2009 年 12 月 24 日第一条生产线年产 36 万吨甲醇装置投料试车成功，顺利产出合格甲醇产品；二期 36 万吨甲醇生产线于 2011 年 12 月已建设完成，目前两条生产线已经并行达产，运行平稳。项目公司还积极销售液氧、液氮、液氩及电等副产品，2017 实现营业收入 16.84

亿元，实现利润 1.13 亿元（该项目计入可供出售金融资产科目，按成本核算）。

印尼棉兰燃煤电站工程项目

印度尼西亚棉兰 2×165MW 火力发电机组项目位于北苏门答腊省棉兰市境内，由棉兰工业园区管理公司以工业园区自备电厂形式提出，运营模式为 BOT。公司子公司中国泛海电力有限公司（以下简称“泛海电力”）与上海电力建设有限责任公司、PT. GARDA SAYAP GARUDA 于 2013 年 9 月成立项目公司 PT. MABAR ELEKTRINDO，联合投资建设该项目，泛海电力投资比例为 60%。2014 年 12 月，该项目与印尼国家电力公司（PLN）正式签署签订为期 30 年的《购售电协议》，锁定项目运营期 30 年，机组年利用小时数为 7,008 小时，向印尼国家电网输送电力 21.02 亿度/年。该项目预计总营业收入为 48.22 亿美元，年均营业收入为 1.61 亿美元，年均净利润为 0.24 亿美元。该项目已于 2014 年 3 月开工，现场 EPC 建设严格按照进度管理，2015 年 11 月 2 日开始打桩，2016 年 3 月 8 日第一砼混凝土浇灌；该项目计划投资总额 5.67 亿美元，截至 2017 年底，已投资 24.53 亿元人民币。

红墩界煤矿项目

红墩界煤矿项目（探矿权证号 T01120100601041188）位于国家规划能源基地-陕北榆横矿区（南区）的西北部，地处靖边县城北部的陕蒙接壤地区。井田东西长约 20km，南北宽约 7.3～21.1km，面积约 265.55km2，勘查区累计查明地质资源储量 20.9574 亿吨。该井田地质构造简单，煤质优良，灰分低、发热量高，是榆横矿区煤层厚度最大、资源最丰富的井田，规划建设年产千万吨的高产、高效、现代化矿井。为积极响应《国家大气污染防治行动计划》，实施西电东送工程，项目实施煤电一体化开发。2017 年 4 月红墩界煤矿项目正式启动征地工作，目前已基本满足开工建设要求。

总体看，2017 年，公司能源板块项目建设进度不断推进，部分项目已产生收入，未来随着项目全部建成投产，将对进一步扩大公司利润规模、提升综合竞争力有明显的促进作用；联合评级也同时关注到，公司能源板块项目未来投资需求较大，有一定的资本支出压力。

7. 重大事项

2016 年 10 月 24 日，公司对外宣布：拟斥资 27.00 亿美元收购纽交所上市的美国大型综合金融保险集团 Genworth Financial，Inc（以下简称 Genworth 金融集团）的全部已发行股份。在此次收购中，除了现金收购股份，公司还承诺在债务到期或到期前向 Genworth 金融集团注资 6 亿美元以偿还其在 2018 年到期的债务，并将 5.25 亿美元现金注入美国寿险业务。与此相对应，Genworth 金融集团也已承诺将 1.75 亿美元现金注入美国寿险业务。Genworth 金融集团（纽约证交所代码：GNW）是一家保险控股公司，总部位于弗吉尼亚州里士满，于 2004 年登陆纽交所，主要业务是在长期护理保险、住房按揭保险、寿险和年金领域开展业务。根据 Genworth 金融集团公布的数据，截止 2016 年 6 月 30 日，Genworth 金融集团的总资产为 1,082 亿美元，其中可投资资产总额为 776 亿美元；净资产为 170 亿美元，较 2015 年底上涨 16%；2016 年上半年共实现税后净利润 3.28 亿美元。

公司上述收购事项于 2018 年 6 月通过美国外国投资委员会（CFIUS）的交易审查。该项目涉及金额较大，公司未来将面临一定资金支出压力。

8. 未来发展

未来，公司本着战略性、前瞻性、指导性原则，坚持通过创新推动企业战略目标的确立和持续优化，提高公司各业务板块的利润水平，进一步整合企业现有资源，实现公司盈利能力的全面提升。

重点做好金融行业投资与发展，利用现有基础逐渐打造综合金融控股平台，实现金融资源整合，重点围绕保险、银行、信托、证券等目标进行战略整合，构建银行、证券、保险、典当、信托、基金各具体经营主体信息共享，协同经营的结构体系。

做好能源项目建设，未来五年包头煤制烯烃项目及印尼电厂将成为能源板块发展的主要方向，公司将加快能源项目建设，逐步形成稳定生产及现金流入、利润的稳定来源。

抓好“泛海控股”前期投资价值体现。充分利用近年来形成的土地优势和成本优势，集中建设与全面销售，实现房地产业务收入与利润的稳定高速增长。

适机及时变现前期各项战略投资形成的良好资产，实现投资收益，将投资收益进一步用于公司重点建设的能源板块，形成对能源产业的有力支撑。

总体看，公司未来将继续完善各产业和业务赢利模式，通过多元化发展，实现对收入规模及利润水平的有力支撑；但目前在国家“去杠杆”及房地产调控的大背景下，公司业务规模扩张存在一定压力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2017 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，2017 年末公司纳入合并范围子公司 21 家，其中新增中中国泛海国际金融有限公司、IDG、智海资本投资管理有限公司等 7 家子公司。本报告 2016 年财务数据选取 2017 年审计报告期初和上期数据。整体看，公司合并范围有一定变化，但考虑到公司新增子公司规模较小，财务报表可比性较好。

截至 2017 年底，公司合并资产总计 3,167.85 亿元，负债合计 2,598.60 亿元，所有者权益 569.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 322.95 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 222.36 亿元，净利润 20.98 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 9.36 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 -214.98 亿元，现金及现金等价物增加额-122.38 亿元。

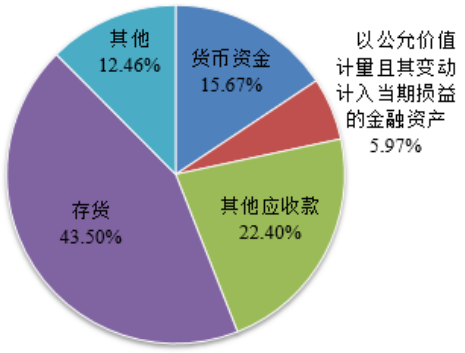
2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产合计 3,167.85 亿元，较年初增加了 15.99%，资产构成仍以流动资产为主，占比为 61.20%。

流动资产

截至 2017 年末，公司流动资产 1,938.77 亿元，较年初增长 10.87%，主要来自存货、其他应收款和应收账款的增长；公司流动资产主要由货币资金（占比 15.67%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 5.97%）、其他应收款（占比 22.40%）和存货（占比 43.50%）构成。

图 2　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

截至 2017 年末，公司货币资金 303.74 亿元，较年初减少 27.47%，主要系各项业务使用资金所致。截至 2017 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 79.12%；公司受限制的货币资金占自有资金比重为 33.28%，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产品。截至 2017 年末，公司存货为 843.38 亿元，较年初增长 26.47%，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 88.50%）和开发产品（占比 11.35%）构成，公司对存货计提存货跌价准备 656.48 万元（全部为对存货中非房地产业库存材料、在产品和库存商品的计提）；由于公司房地产项目开发周期较长，后续项目销售也受行业景气度影响而具有一定的不确定性；此外，公司目前在建项目投资规模增大，项目投资支出集中，与之对应的在售项目如果不能顺利进行销售，将对公司存货变现能力造成一定的不利影响。

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 2017 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 115.84 亿元，较年初增长 9.14%，主要系公司自营证券业务规模扩大所致；期末该科目以债务工具投资为主，占比为 81.19%。公司未对其计提减值准备。

截至 2017 年底，公司其他应收款 434.19 亿元，较年初增长 19.72%，主要系关联方往来款增加所致；公司对其他应收款计提坏账准备合计 3.38 亿元，计提比例为 0.77%，其中对来自河南安智盛投资有限公司的应收款 1.06 亿元全部计提坏账准备，主要系账龄时间长预计无法收回；期末其他应收款前五名单位期末余额为 332.87 亿元，占比为 76.07%，全部为往来款；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。

表 18　截至 2017 年末公司其他应收款金额前五名单位情况（单位：亿元，%）

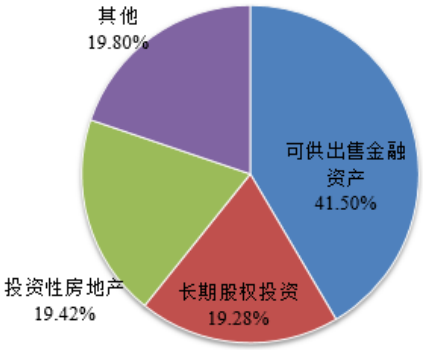
单位名称	是否为关联方	款项性质	金额	年限	占其他应收款总额的比例
客户一	是	往来款	147.70	1 年以内	33.75
客户二	是	往来款	105.12	1 年以内	24.02
客户三	是	往来款	35.81	1 年以内	8.18
客户四	是	往来款	26.20	1 年以内	5.99
客户五	否	往来款	18.05	1 年以内	4.12
合计			**332.87**	--	**76.07**

资料来源：公司审计报告

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 1,229.08 亿元，较年初增长 25.11%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资和投资性房地产增长所致。截至 2017 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 41.50%）、长期股权投资（占比 19.28%）和投资性房地产（占比 19.42%）构成。

图3　截至2017年底公司非流动资产构成



资料来源：审计报告

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 2017 年底，公司可供出售金融资产 510.12 亿元，较年初增长 20.17%，主要系民生证券和民生信托增加投资资产以及公司增加股权投资所致；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 73.56%和 22.49%；考虑到股票下跌及被投资单位经营不佳等因素，公司对可供出售权益工具计提减值准备 0.42 亿元，占可供出售权益工具比重为 0.11%。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 238.63 亿元，较年初增加 16.28%，主要由于公允价值变动增加所致；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、旧金山等地的核心位置，区域分布较佳。

公司长期股权投资主要由对民生银行（2017 年末占比 97.36%）的投资构成；截至 2017 年末，公司长期股权投资为 236.93 亿元，较年初增长 19.03%，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所致。

截至 2017 年末，公司自有资产 3,085.77 亿元，较年初增长 19.03%，自有资产占总资产比重为 97.41%，占比提高 0.86 个百分点，占比很高。

截至 2017 年底，公司有账面价值 1,189.19 亿元资产受限，受限比例 37.54%，较年初增加 1.02 个百分点，受限比例较高；各类资产受限情况如下。

表 19　截至 2017 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
存货	487.22	15.38
投资性房地产	217.50	6.87
长期股权投资	191.86	6.06
可出售金融资产	112.95	3.57
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	96.55	3.05

货币资金	79.99	2.53
固定资产	2.08	0.07
持有至到期投资	0.98	0.03
其他非流动资产	0.05	0.00
合计	**1,189.19**	**37.54**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主；存货和其他应收款增长较快，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投资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，流动性一般。

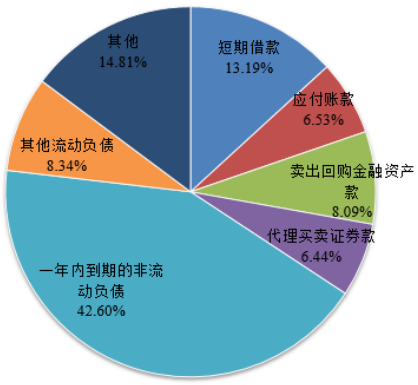
3. 负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债合计 2,598.60 亿元，较年初增长 13.20%，主要系流动负债增长所致；其中，流动负债占比 49.05%，非流动负债占比 50.95%，负债结构趋于均衡。

流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债为 1,274.65 亿元，较年初增长 50.81%，主要来自一年内到期的非流动负债和其他流动负债的增长；期末流动负债主要由短期借款（占比 13.19%）、应付账款（占比 6.53%）、卖出回购金融资产（占比 8.09%）、代理买卖证券款（占比 6.44%）、一年内到期的非流动负债（占比 42.60%）和其他流动负债（占比 8.34%）构成。

图4　截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：审计报告

截至2017年末，公司短期借款余额168.18亿元，较年初增长5.42%；期末短期借款中抵押、质押借款和抵押、质押及保证借款占比分别为50.34%和45.99%。

公司应付账款主要是应付房地产项目工程款。2017年末，公司应付账款83.28亿元，较2016年末变动不大；从账龄看，1年以内（含1年）的占75.52%、1至2年（含2年）的占18.25%、2至3年（含3年）的占3.92%，3年以上的占2.31%。

公司卖出回购金融资产主要是子公司民生证券债券回购合约。截至2017年底，公司卖出回购金融资产账面余额103.08亿元，较年初增长45.61%，主要系子公司民生证券卖出回购债券合约增长所致；期末卖出回购金融资产款以债券回购合约为主，占比为97.11%。

截至 2017 年底，公司代理买卖证券款账面余额 82.08 亿元，较年初下降 13.02%，主要系受证券市场低迷影响，公司子公司民生证券经纪业务下滑所致。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 543.05 亿元，较年初上升 180.66%，主要是一年内到期的长期借款转入所致；期末一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，占比为 92.50%。

截至 2017 年底，公司其他流动负债为 106.25 亿元，较 2016 年末增长 91.48%，主要是公司发行的短期债券，期限均在一年内；2017 年末其他流动负债主要由收益权转让款（占比 50.73%）和短期应付债券（占比 48.32%）构成。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 1,323.95 亿元，较年初减少 8.72%；期末非流动负债主要由长期借款（占比 60.53%）和应付债券（占比 36.94%）构成。

截至 2017 年末，公司长期借款为 801.44 亿元，较 2016 年末减少 11.77%，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。

截至 2017 年末，公司应付债券为 489.06 亿元，较 2016 年末减少 8.13%，主要系公司偿还部分债券所致。

从公司的债务规模来看，随着房地产业务及金融业务资金需求增加，截至2017年底，公司全部债务合计2,072.53亿元，较年初增长14.37%，主要系短期借款增加及公司发行短期债券带动短期债务增长所致；受此影响，短期债务占比有所增长，但公司债务结构仍以长期债务为主，期末短期债务和长期债务占比分别为37.55%和62.45%。从债务到期结构来看，公司债务主要集中于1年内和1~2年，占比分别为37.08%和28.12%，公司短期偿付压力较大，需关注流动性风险。

表20　截至2017年底公司债务期限结构（单位：亿元，%）

到期期限	2017 年末	
	余额	占比
1 年以内（含 1 年）	762.57	37.08
1~2 年（含 2 年）	578.29	28.12
2~3 年（含 3 年）	290.77	14.14
3~4 年（含 4 年）	314.95	15.31
4~5 年（含 5 年）	69.15	3.36
5 年以上	41.06	2.00
合计	**2,056.79**	**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2017年末，公司资产负债率、公司自有资产负债率分别为82.03%和81.55%，分别下降2.02和1.93个百分点，但仍处于较高水平；公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为69.45%、78.45%，分别下降7.35和2.17个百分点，但仍处于较高水平。

总体看，2017年，公司债务规模有所增加，债务负担指标有所下降但仍处于较高水平；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 2017 年底，公司所有者权益合计 569.25 亿元，较年初增长 30.72%，主要来自少数股东权益的增长；期末归属于母公司所有者权益合计 322.95 亿元，少数股东权益 246.31 亿元，占所有者权益比重分别为 56.73%和 43.27%，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 46.45%，资本公积占比 12.54%，未分配利润占比 44.35%，盈余公积占比 5.54%；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，2017 年，公司所有者权益稳定增长，所有者权益构成中少数股东权益和未分配利润占比高，公司权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2017 年，受房地产收入大幅下滑影响，公司实现营业总收入 222.36 亿元，同比下降 14.48%；公司营业总收入主要由营业收入（占比 69.97%）、手续费及佣金收入（占比 15.32%）、保费收入（占比 13.11%）和利息净收入（占比 1.60%）构成；其中营业收入主要来自房地产业、高科技服务业、租赁业、商业和物资贸易业务等；手续费及佣金收入主要来自民生证券、民生信托提供的金融服务业务收入；保费收入主要来自亚太财险保费收入。

公司营业总成本保持和营业总收入相同变动趋势；2017 年，公司营业总成本 254.17 亿元，同比下降 11.59%；2017 年，公司营业总成本主要由营业成本（占比 30.62%）、财务费用（占比 30.53%）、管理费用（占比 21.83%）和保险业务综合赔款（占比 8.14%）构成；其中，营业成本主要来自房地产业、高科技服务业、物资贸易和商业。费用控制方面，2017 年，公司期间费用总额为 144.43 亿元，同比增长 17.22%，主要来自管理费用和财务费用的增长；2017 年管理费用为 55.48 亿元（占期间费用比重 38.41%），同比增长 29.43%，主要系人力资源费与公杂费增加所致；2017 年财务费用 77.60 亿元（占期间费用比重 53.72%），同比增长 7.08%，主要系发行债券、扩大融资规模，融资量增加使利息支出增加所致。

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。2017年，公司获得公允价值变动收益22.40亿元，较上年增长199.84%，主要系投资性房地产的公允价值变动产生收益大幅增长所致。2017年公司实现投资收益38.34亿元，同比下降55.85%，主要系公司持有民生银行股权投资收益减少所致；2017年公司投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益为主，占比为75.94%。2017年，公司公允价值变动损益和投资收益合计值对利润贡献度为208.12%，同比提高67.14个百分点，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。

2017年，受公司投资收益大幅减少的影响，2017年，公司实现净利润20.98亿元，同比大幅下降67.58%。受公司利润规模的大幅下滑和资产总额、所有者权益规模以及全部债务规模增长的综合影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈逐年下降趋势，2017年，上述指标分别为4.13%、3.53%和4.18%，分别较2016年下降3.00、2.42和12.01个百分点，下滑明显。

总体看，2017年，受房地产业务收入下滑影响，公司营业总收入有所下降；投资收益和公允价值变动损益对利润贡献度提高，公司对其依赖度过高，投资收益和公允价值变动损益受市场因素影响较大，增长具有一定不稳定性；受投资收益下降及营业总收入下滑影响，公司盈利能力下降明显。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2017年，公司经营活动产生的现金流仍呈净流出态势且流出规模加大，2017年经营活动现金流量净额为-214.98亿元，年均复合增长132.53%，主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金以及支付往来款金额较大且往来款金额有所增加所致。

投资活动现金流方面，2017年，公司投资活动现金流呈净流出态势且有所减少，净额为-111.54亿元；2017年，投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金（主要是受限保证金）减少，加之收回投资收到的现金增加，公司投资活动现金流量净流出规模有所减少。

筹资活动现金流方面，2017年，公司筹资活动现金流均呈净流入态势且流入规模有所减少，净额为206.62亿元，同比减少63.93%，主要系偿还债务、收益凭证、投资项目收益权融资款等支付现金较多以及发行债券收到的现金减少所致。

总体看，2017 年，公司经营性现金流仍呈净流出状态，且净流出规模持续扩大；公司对外投资规模有所减少但投资活动净现金流为净流出状态，受筹资活动较多影响，筹资活动呈净流入态势；受上述情况影响，公司仍存在较大融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年末，公司流动比率和速动比率分别为1.52倍和0.86倍，较年初有所下降，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。2017年，公司经营活动现金流均表现为净流出，经营现金流动负债比为-16.87%，仍无法对流动负债形成覆盖。公司短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2017年，受利润下降影响，公司EBITDA为106.82亿元，同比下降25.37%；从EBITDA的构成来看，2017年公司EBITDA中计入财务费用的利息支出占比为73.87%，利润总额占比23.47%。受EBITDA下降及利息增加影响，同期公司EBITDA利息倍数下降，2016和2017年分别为1.32倍和0.83倍；同期公司EBITDA全部债务比分别为0.08倍和0.05倍，偿债能力指标较差。

截至 2017 年底，公司共获得银行授信 437.63 亿元，目前已使用 283.00 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司总担保金额 109.54 亿元，占期末净资产的 19.24%，其中，公司为商品房承购人提供抵押贷款担保余额 103.35 亿元；其余为公司为关联方泛海园艺技术工程有限公司提供担保金额 0.5 亿元；为上海电力建设有限责任公司办理印度尼西亚棉兰燃煤电厂项目内保外贷业务提供担保金额为 7,900 万美元；为深圳市安宇投资企业（有限合伙）提供贷款担保金额为 0.53 亿元。

截至 2017 年底，公司有未决诉讼案 6 件，案件标的金额总额 3.16 亿元，涉案金额较小，公司或有负债风险较小。

表 21　截至 2017 年末公司未决诉讼情况（单位：万元）

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	6,012.29	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	9,400.00	审理过程中
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	--	审理过程中
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	7,850.30	尚未审理
被诉	Superb Vision International Limited	中国泛海控股集团有限公司	财产纠纷	8,390.54	尚未审理

资料来源：公司提供

根据查询日期为2018年5月16日的中国人民银行企业基本信用信息报告（被查询机构信用代码：G1011010101241860E），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，公司负债规模处于较高水平，债务负担较重，偿债指标表现较差；但考虑到公司整体经营实力较强，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2017年底，公司现金类资产达419.82亿元，为“15泛海02”和“15泛海03”本金合计（40.00亿元）的10.50倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产为569.25亿元，约为债券本金合计（40.00亿元）的14.23倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15泛海02”和“15泛海03”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为106.82亿元，约为债券本金合计（40.00亿元）的2.67倍，公司EBITDA对“15泛海02”和“15泛海03”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动现金净流量为-214.98亿元，对债券本金不具备保障能力。

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02”和“15泛海03”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为国内大型民营综合类企业集团，已形成了金融、房地产以及资本投资协调发展的多元化产业结构和业务格局。2017年，公司金融板块业务不断扩大，信托和保险业务收入增长较快，证券业务保持稳定；同时，公司新增高科技服务业，成为其收入的重要补充；房地产板块保持较充足的土地储备，主要项目区位优势明显。

同时，联合评级也关注到，2017年公司房地产业务受调控政策影响较大，盈利能力、开发及销售情况均有不同程度下滑；公司债务负担进一步加重且存在集中偿付压力，偿债指标表现较差；公司经营性净现金流持续大规模流出等因素对公司的信用水平可能造成的不利影响。

未来随着公司金融业务的持续发展、房地产在建项目的完工结转以及新收购的高科技服务业务贡献加大，公司收入规模有望进一步扩大；公司所投资股权优良，将有利于公司利润规模的扩大，提升公司的盈利能力。

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02”和“15泛海03”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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	2,731.10	3,167.85
所有者权益（亿元）	435.47	569.25
短期债务（亿元）	370.69	778.31
长期债务（亿元）	1,441.38	1,294.22
全部债务（亿元）	1,812.07	2,072.53
营业收入（亿元）	260.01	222.36
净利润（亿元）	64.70	20.98
EBITDA（亿元）	143.13	106.82
经营性净现金流（亿元）	-100.46	-214.98
现金收入比率（%）	77.92	43.93
总资本收益率（%）	7.09	4.13
总资产报酬率（%）	5.94	3.53
净资产收益率（%）	16.18	4.18
营业利润率（%）	45.81	60.43
费用收入比（%）	47.39	64.96
资产负债率（%）	84.05	82.03
全部债务资本化比率（%）	80.62	78.45
长期债务资本化比率（%）	76.80	69.45
EBITDA 利息倍数（倍）	1.32	0.83
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.05
流动比率（倍）	2.07	1.52
速动比率（倍）	1.28	0.86
现金短期债务比（倍）	1.42	0.54
经营现金流动负债比率（%）	-11.89	-16.87
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.58	2.67

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。