跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1585 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”“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：

二〇二〇年 六月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 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+	2019.6.21
18 泛海 G1	5 年（3+2）	10.00 亿元	AA+	AA+	2019.6.21
18 泛海 G2	5 年	17.00 亿元	AA+	AA+	2019.6.21

跟踪评级时间：2020 年 6 月 16 日

分析师

陈　凝　登记编号（R0040215040001）

张　帆　登记编号（R0040219030002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

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，在经营规模、产业布局、多元化经营等方面具有突出优势；2019 年，公司金融板块业务不断扩大，业务格局以信托、证券、保险为主，同时持有优质银行股权，整体业务发展较好。2019 年，公司将北京和上海项目资产出售，资金回流同时减轻了公司债务负担；但公司无新开工和竣工项目且销售规模很小，房地产业务发展乏力。截至 2019 年末，公司资产规模较大，资本实力很强，债务规模呈下降趋势。

同时，联合评级也关注到，房地产调控政策趋严，公司主要房地产项目集中在调控热点城市武汉市，未来销售面临一定去化压力；公司位于美国的土地储备规模大，面临一定跨国经营风险和减值风险；公司地产板块未来投资支出规模较大；公司债务负担较重且存在集中偿付压力；公司资产受限规模较大；盈利稳定性不佳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。此外，公司质押所持有的泛海控股股份有限公司、民生银行股份有限公司、联想控股股份有限公司股份比例较高，后续融资空间有限；若未来股价出现较大下跌，或将给公司质押借款带来一定的压力。

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．**多元化经营，具有综合优势。**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．**2019 年，金融板块业务发展良好。**2019 年，公司证券、保险业务收入有所增加带动金融板块收入增长，同时持有优质银行股权，整体业务发展良好。

3．**持有优质股权且其形成的投资收益对利润形成较好补充。**公司资本投资业务获得投资收益规模较大，对利润形成有效补充；且投资股权较为优质，所持资产质量较好。

关注

1．**房地产行业受政策影响较大；公司地产板块面临去化压力及资金支出压力；关注美国项目处置进展。**房地产行业调控政策趋紧，房地产市场低迷对公司房地产业务造成一定影响；公司主要土地储备、在建项目集中于热点调控城市武汉市，销售面临一定去化压力；2019 年无新开工及竣工面积；美国项目面临较大异地经营风险、资本支出压力以及资产减值风险，同时需关注其后续处置情况。

2．**金融板块受监管政策影响较大，投资资产受市场波动影响较大，具有不稳定性。**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．**债务负担重且面临短期集中偿付压力，偿债指标表现较差。**2019 年，公司债务负担有所减轻但仍然较重且短期偿付压力大，受限资产占比较高，偿债指标表现较差，需对公司流动性及母公司口径偿债能力保持关注。

4．**持有子公司股权质押比例高。**公司质押所持有的泛海控股及民生银行股份比例较高，后续融资空间有限；若未来股价出现较大下跌，或将给公司质押借款带来一定的压力。此外，公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险，需关注后续情况。

主要财务数据

合并口径

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	3330.10	2,969.91
所有者权益（亿元）	550.88	605.54
归母所有者权益（亿元）	293.68	306.65
长期债务（亿元）	1,054.83	652.26
全部债务（亿元）	2,056.80	1,567.69
营业总收入（亿元）	183.58	189.70
净利润（亿元）	8.04	15.62
归母净利润（亿元）	3.05	3.34
EBITDA（亿元）	95.70	114.69
经营性净现金流（亿元）	158.82	104.70
营业利润率（%）	53.38	56.66
净资产收益率（%）	1.44	2.70
归母净资产收益率（%）	0.99	1.11
资产负债率（%）	83.46	79.61
全部债务资本化比率（%）	78.87	72.14
流动比率（倍）	1.18	1.12
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	0.71	0.81
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.50	4.20

母公司口径

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,372.90	1,342.45
短期债务（亿元）	445.58	420.05
全部债务（亿元）	764.15	660.40
所有者权益（亿元）	277.67	269.95
营业收入（亿元）	6.58	6.61
净利润（亿元）	7.47	-9.42
经营性净现金流（亿元）	74.06	153.85
资产负债率（%）	79.78	79.89
现金短期债务比（倍）	0.01	0.02
经营现金流动负债比（倍）	0.10	0.19
EBITDA（亿元）	60.19	38.24
EBITDA 利息倍数（倍）	1.16	0.65
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.06

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、其他流动负债中的短期应付债券和其他应付款中的有息部分计入短期债务；长期应付款中的有息部分计入长期债务；3. EBITDA/待偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

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他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：陈策定 张帆

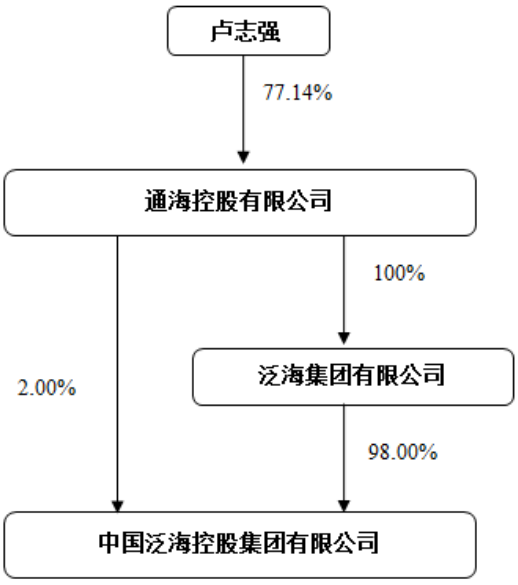
联合信用评级有限公司

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 年期间多次更名及业务范围变更，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。截至 2019 年末，公司注册资本和实收资本均为 200.00 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 100.00%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。

截至 2019 年末，公司股东持有公司股权无质押情况。

图 1　截至 2019 年公司股权结构图



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 2019 年末，公司下设集团公司办公室、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、审计监察总部等 11 个主要部门；纳入合并范围的全资及控股公司 14 家，其中全资子公司 9 家，控股子公司 5 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合计 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 2019 年末，公司持有泛海实业股份有限公司 60%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 100.00%；持有泛海控股 70.88%股份，股权质押占持有比例 96.86%；持有联想控股 16.97%股份，股权质押比例占持有比例的 100.00%；公司持有子公司股份质押比例很高。

截至 2019 年底，公司资产总额 2,969.91 亿元，负债总额 2,364.37 亿元，所有者权益合计 605.54 亿元，其中归属于母公司所有者权益 306.65 亿元；2019 年实现营业总收入 189.70 亿元，净利润 15.62 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 3.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 104.70 亿元，现金及现金等价物增加额 6.59 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”第三次利息，截至 2019 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（2019 年）》信息显示，截至 2019 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”均已按期足额支付第二次利息。

表 1　跟踪债券情况（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）	8.60	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，联合评级整理

三、行业分析

1. 信托行业

随着金融去杠杆、去通道政策的推进，信托行业逐步调整业务结构，信托资产规模逐年下降，业务转型效果逐步显现，同时风险暴露更为真实。

信托行业近年来发展迅速，2010年，全行业的信托资产规模首次超过公募基金规模；2012年超过保险业规模，成为仅次于银行业的第二大金融业务；2016年信托业跨入了“20万亿时代”，信托已

经成为服务实体经济的重要力量。截至2019年末，全国68家信托公司管理的信托资产规模为21.60万亿元，较上年末下降4.83%。从信托资金来源看，以单一信托为主的通道业务受限，单一资金信托规模和占比持续下降，信托利用自身制度优势逐步推进转型，集合资金信托规模波动、占比逐步上升，管理财产信托规模持续下降、占比基本稳定，主动管理能力逐步增强。从信托功能看，受压缩通道业务影响，事务管理类信托规模和占比持续下降，但仍为最主要类型，2019年末占比49.30%；融资类信托规模总体增长、占比持续上升；投资类信托规模总体下降后趋稳、占比基本稳定。

2019年，监管部门加大了风险排查，风险暴露更为真实；信托公司净资产对风险资产的覆盖倍数1.09倍，整体仍在可承受范围。

从信托行业平均报酬率来看，2019年随着主动管理能力的提升，行业平均报酬率有所回升。

信托公司固有资产规模持续增长，资本实力稳步提升，财务杠杆持续回落，行业风险应对能力稳步提升。

固有资产规模是信托公司综合实力的重要体现之一，信托公司固有资金主要支持资本市场投资、金融机构股权投资以及信托业务的发展。近年来，随着金融去杠杆政策的推进，信托行业财务杠杆持续回落，但资本实力逐步提升，推动固有资产规模持续增长。截至2019年末，信托行业固有资产规模为7,677.12亿元，较上年末增长6.73%；其中，货币类资产、贷款和投资类资产分别占比7.90%、5.90%和78.80%，投资类在固有资产运用中占比呈稳步上升趋势。

资本是金融机构抵御风险，确保自身长期稳健发展的基础。信托公司资本的增长主要依靠资本内生增长机制和增资扩股。2019年末信托行业实收资本2,842.40亿元，占所有者权益的45.00%，占比小幅下降。

资本内生增长方面，信托行业处于转型发展阶段，2019年营业收入同比增长5.22%；信托业务收入占经营收入的主导地位，占比小幅提升至2019年的69.48%，信托回归本源的转型方向日益明确。此外，《信托公司管理办法》要求信托公司每年提取税后利润的5%作为赔偿准备金，近年来去通道导致业务规模收缩，行业利润总额逐年下降，但信托赔偿准备累积规模不断增加，2019年末信托赔偿准备余额291.24亿元，占所有者权益的比重4.61%，占比持续提升，行业应对风险的能力稳步提升。

2. 证券行业

2019 年监管层继续强化对证券公司的监管并多维度完善监管框架；2019 年受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善，自营投资和信用业务占比明显提升，受益于 IPO 审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；股票质押业务规模收缩，业务风险得以缓释。

2019 年 7 月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施<证券公司股权管理规定>有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。2019 年 10 月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020 年 1 月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力。据不完全统计，截至 12 月 13 日，年内至少有 42 家证券公司因存在各种违规行为遭处罚，涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理问题等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国

泰君安证券对华信证券实施托管。监管层多维度完善监管框架，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。从业务表现看，2019 年，证券公司业绩大幅改善，但收入水平较易受到市场行情的影响。从目前收入结构来看，证券公司前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。2019 年以来，受益于 IPO 审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长； A 股 IPO 过会率明显提升，2019 年过会率达 88.21%，远高于 2018 年 57.51%过会率，IPO 发行规模合计 2,532.48 亿元，较 2018 年增长 83.76%；再融资市场依然低迷；债券市场方面，2019 年证券公司承销各类债券金额 7.78 万亿元，同比增长 31.92%。股票质押业务方面，2019 年，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至 2019 年 11 月末，深沪两市股票质押回购融资余额 9,429 亿元，较 2018 年末下降 20.94%；截至 2020 年 2 月末，市场质押总股数 5,705.83 亿股，市场质押股数占总股本的 8.41%，分别较 2019 年末进一步下降 1.73%和 0.17 个百分点，股票质押风险有所化解。

截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,604.83 亿元和净利润 1,230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

2020 年一季度，受新冠疫情全球化扩散影响，各国经济均出现滑坡，国家出台流动性宽松政策修复市场恐慌情绪，A 股指数振幅加大，沪深交易额稳中有升，债券市场利率持续下行；其中上证综指跌幅 9.83%，深成综指跌幅 4.49%，沪深交易额同比增长 47.61%。截至 2020 年 3 月底，133 家证券公司总资产为 7.89 万亿元，较 2019 年底增加 11.92%；净资产为 2.09 万亿元，较 2019 年底增加 7.73%，净资本为 1.67 万亿元，较 2019 年增加 3.09%。2020 年一季度，133 家证券公司中，118 家公司实现盈利，实现营业收入 983.30 亿元，实现净利润 388.72 亿元，分别同比下降 3.50%和 11.69%，经营业绩同比有所下滑。

资本市场利好政策的不断推出将改善证券公司经营环境，证券市场预计将保持长期回暖趋势；但疫情全球蔓延背景下，证券市场短期内承压。未来证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向。

2019 年 12 月，中央经济工作会议指出“今年以来，金融风险有效防控；我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力”；“实现明年预期目标，要坚持稳字当头”。预计随着金融监管制度进一步完善，资本市场将保持平稳运行。证券市场稳中向好、两融标的扩容将助力自营、经纪及信用业务的发展；资本市场利好政策将为投行业务带来增量，加之证券公司持续推进资管业务向主动管理转型，预计证券公司 2020 年业务发展将稳中向好。但风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

受新冠疫情影响，一季度经济数据惨淡，资本市场避险情绪上升，为稳定市场预期、提振市场信心，国家推出一系列流动性宽松政策，疫情短期内未对股市造成较大影响。随着疫情全球化蔓延，国际资本市场走弱使我国证券市场承压。长期来看，A 股回暖趋势不改，疫情对证券行业中长期基本面影响不大，监管层面逆周期调控及资本市场改革政策的出台，有利于驱动证券公司全年业绩的提升。

近年来证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，未来业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。2020 年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，2019 年 11 月证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向。

3. 财险行业

财险行业监管环境趋严，财险公司总资产规模收缩、原保费收入保持增长；行业集中度较高且整体竞争格局保持稳定。

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。2019 年，受益于宏观经济企稳和政策支持，财产险业务原保险保费收入 13,016 亿元，同比增长 9.93%，增幅比上年增长个 5.29 个百分点；产品结构方面，2019 年财产险的险种结构优化，车险占比下降而非车险占比增长迅速。车险方面，2019 年实现保费收入 8,188.32 亿元，同比增长 4.52%，增速仍然较低，但下半年汽车市场表现出较强的自我恢复能力，12 月份汽车产销量环比上升，车险单月增速 5.42%，全年增速较上年提升 0.36 个百分点。非车险方面，实现保费收入 4,828.01 亿元，同比增长 23.16%，其中，健康险、保证险、意外险、责任险增速高于 25%；非车占比达到 37.09%，同比提升 3.74 个百分点。资产方面，财险公司总资产 22,940 亿元，较年初下降 1.17%，财险公司总资产规模收缩。

从市场竞争格局来看，2019 年我国财险市场主体数量无变化，截至 2019 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。集中度方面，我国财产保险行业市场集中度高且竞争格局稳定，人保财险、平安财险和太保财险合计市场份额 71.66%，同比上升 0.08%。整体来看，我国财险行业马太效应凸显，财险公司经营分化较为明显。

2019 年财产险行业综合成本率仍徘徊在盈亏平衡点。2019 年初，行业综合成本率高于 100%，连续 4 个月出现行业性承保亏损；二季度经营效益有所改善，5 月实现承保盈利，至 6 月底综合成本率降至 99.2%左右，但三季度后受暴雨、台风等大灾影响，成本又上升，承保盈利空间非常有限。从成本结构看，随着监管对于成本端管控力度加大，“高赔付、低费用”趋势将继续。

从行业监管与政策支持来看，2019 年银保监会开出的罚单中，针对财险公司的行政处罚共 8 例，被处罚原因包括聘任不具有任职资格人员担任公司董事或高管、虚列车险业务费用、违规销售保险产品、准备金提取不足、编制虚假资料、违规通过批单的方式延长保险止期等；其中上年存在的重点问题得到明显改善，编制提交虚假资料行为由上年同期的 16 例下降至 2 例，监管效果显现。政策方面，2017 年以来商业车险费率改革的逐步推进已取得显著成效，银保监会针对当前车险市场未按照规定使用车险条款费率和业务财务数据不真实两个方面突出问题，进一步加强业务财务数据真实性管理，强调“报行合一”严格执行，车险成本端管控力度加大；同时，明确推动我国农险改革发展，扩大农险覆盖面，完善大灾风险机制。2020 年 2 月，银保监会印发了《关于进一步加强和改进财产保险公司产品监管有关问题的通知》，将使用示范产品的机动车辆商业保险、1 年期以上信用保

险和保证保险产品由审批改为备案，并提出了实施产品分类监管，以及细化具体的产品监管要求，有利于财产保险公司产品监管体系进一步完善，激发市场活力。

未来保险业将进一步扩大对外开放的局面，外资主体加速涌入，主体构成更加丰富，这将有利于促进保险主体提升经营管理水平，推动产品、服务与管理创新。车险综合改革或将全面推开，将交强险与商业险、条款与费率、保障与服务、市场和监管改革统筹推进，将对保险主体精细管理、防灾防损、综合服务、风险定价等方面提出更高要求。

4. *房地产行业*

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019 年，“房住不炒”和“因城施策”仍是主基调。2020 年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020 年 2 月 21 日，人民银行召开 2020 年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020 年 4 月 17 日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

四、管理与内控分析

跟踪期内，公司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。

2019 年初至今，公司高管人员有一定变动。2020 年上半年，公司高管岗位由 15 位调整为 13 位，副总裁岗位由 5 位减少至 3 位，将风险控制总监岗位调整为审计监察总监，仍由赵岩担任。2020 年 5 月，原董事长兼总裁卢志强不再担任公司总裁，公司任命宋宏谋为总裁；2020 年 4 月，公司新任命原燕飞为公司助理总裁。截至 2020 年 5 月末，高管层共 13 人，包括董事长 1 人、总裁 1 人、执行副总裁 4 人、执行副总裁兼财务总监 1 人、副总裁 1 人、副总裁兼董事会秘书 1 人、人力资源总监 1 人、审计监察总监 1 人、助理总裁 2 人。高管层职能包括公司日常经营管理、落实董事会经营计划等。总裁宋宏谋先生，管理学博士。先后在中国农业银行、中国农业发展银行、中央金融工委（国有重点金融机构监事会办公室）、中国银行业监督管理委员会等机构工作。历任新疆维吾尔自治区人民政府金融工作办公室主任、党组书记，泰康保险集团股份有限公司助理总裁，泛海控股股份有限公司第九届董事会副董事长、总裁等。2020 年 5 月至今任公司总裁，兼任泛海控股第十届董事会董事长。

子公司处罚方面，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2019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。

根据《中国银保监会四川监管局行政处罚决定书》（川银保监罚字〔2019〕23 号），亚太财险四川分公司下辖机构新都支公司未经监管部门批准变更机构营业场所。上述行为违反了《保险法》第八十四条第（三）项规定，中国银保监会四川监管局决定给予亚太财险四川分公司和新都支公司分别罚款 4 万元的处罚；对时任四川分公司行政总监魏力平和时任新都支公司经理龙元才分别警告并罚款 2 万元的处罚。

2019年11月，民生信托收到《北京银保监局行政处罚决定书（中国民生信托有限公司）》（京银保监罚决字〔2019〕52号），主要内容为：（1）主要违法违规事实：“收益权投资”项下信托资金违规用于缴纳土地出让价款；信托资金运用与信托计划投资方向和投资策略不一致；违规接受保险资金投资于事务管理类信托产品；（2）行政处罚决定：责令民生信托改正，并给予合计90万元罚款的行政处罚；目前民生信托已整改完毕。

2020 年 5 月，泛海控股收到中国证券监督管理委员会北京监管局《关于对泛海控股股份有限公司采取出具警示函监管措施的决定》〔2020〕84 号。2019 年 12 月 19 日以来，泛海控股在 100%质押民生证券股权的情况下，对其中 50.24%的股权进行了质押展期。泛海控股未在上述情形发生后 5 个工作日内通知民生证券。上述行为违反了《证券公司股权管理规定》第二十六条第一款和《证券公司治理准则》第十条第（二）项规定。

从子公司分类评级来看，2019 年，民生信托行业评级仍为 A 类，处于较好水平；民生证券分类评价仍为 BBB 级，处于行业中游水平；亚太财险 2019 年第 3－第 4 季度风险综合评级均为 A，较 2018 年有所提升。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司收入规模有所提升，金融业务仍为公司第一大收入来源且占比继续提升，高科技服务业占比上升而房地产业务占比下降；综合毛利率变大不大且仍保持较高水平；资本投资业务形成投资收益对利润贡献度仍偏高。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；投资收益对利润贡献度较高，存在一定不确定性。

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来自金融业、高科技服务业和房地产业，其中金融业主要包括信托业务、证券业务和保险业务。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。

2019 年，受益于金融板块较好发展，公司营业总收入有所增加；实现营业总收入 189.70 亿元，同比增长 3.34%。2019 年，公司实现净利润 15.62 亿元，同比增长 94.39%，主要是处置子公司形成投资收益增加及所得税减少所致。

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下降，加之金融业收入增长，公司保持第一大收入来源为金融业且占比有所增加；2019 年金融业务收入占比为 55.79%。2019 年，随着房地产业务收入的持续减少及高科技服务业务[1]收入的增加，公司第二大收入来源由房地产业务转变为高科技服务业；房地产业务和高科技服务业占比分别为 11.85%和 20.68%。公司租赁业收入主要来自写字楼及物业出租，占比不高；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较小，整体经营较稳定。

表2　公司营业总收入构成和毛利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业	43.49	23.69	54.20	22.49	11.85	56.02
金融业	79.51	43.31	70.97	105.84	55.79	68.70
租赁业	8.24	4.49	69.06	9.14	4.82	73.61
商业	8.48	4.62	43.18	9.32	4.91	45.16
物资贸易	1.61	0.88	4.90	0.00	0.00	--
酒店服务业	0.52	0.28	67.87	0.45	0.24	69.31
物业管理	1.75	0.95	7.05	1.81	0.96	7.73
广告业	1.25	0.68	41.08	0.44	0.23	39.29
高科技服务业	37.09	20.20	45.95	39.23	20.68	44.86
其他	1.64	0.89	35.67	0.99	0.52	9.30
合计	**183.58**	**100.00**	**58.85**	**189.70**	**100.00**	**60.39**

注：尾数差异系四舍五入造成
资料来源：公司审计报告

[1] 公司于 2017 年收购美国国际数据集团（International Data Group）（以下简称“IDG”），2017 年纳入合并范围为其 4－12 月收入。

毛利率方面，金融板块受行业特点影响，整体毛利率较高，2019 年毛利率为 68.70%，同比小幅下降主要是毛利率较低的保险业务占比提升所致。2019 年房地产业务毛利率提升主要是当期结算的北京和武汉项目毛利率偏高所致。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，但因占比较小，对公司毛利率影响不大。受上述因素影响，2019 年，公司综合毛利率变大不大，2019 年为 60.39%，整体处于较高水平。

2019 年，公司实现投资收益 84.06 亿元，同比增长 100.35%，主要系权益法核算的长期股权投资收益 45.98 亿元（主要来自民生银行、联想控股及北京泛海东风置业有限公司）、处置长期股权投资（主要是处置泛海建设控股有限公司股权）产生的投资收益 28.38 亿元、持有交易性金融资产期间获得的投资收益 3.98 亿元（主要包括持有中信产业投资基金管理有限公司、绵阳科技城产业投资基金、新能凤凰（滕州）能源有限公司等）以及处置交易性金融资产获得的投资收益 4.62 亿元。2019 年，投资收益对营业利润贡献度为 2,110.00%，同比下降 2,313.94 个百分点，公司利润对投资收益依赖度仍过高。

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。近年来，公司金融业务收入波动增长，金融业务收入主要来自证券、信托和保险业务。

截至 2019 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（具体如下表）。

表3　截至2019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	36,100	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服务有限公司	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%
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，上述三个板块合计收入占比均保持在 90%以上。2019 年，证券及保险业务发展较好，收入规模均有所提升；证券、信托和保险业务收入占比分别为 25.40%、22.15%和 41.52%；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，收入规模不大。

表4 公司金融板块收入及构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比
证券	14.58	18.34	26.88	25.40
信托	23.69	29.79	23.44	22.15
保险	35.47	44.61	43.94	41.52
其他	5.77	7.26	11.58	10.93
合计	**79.51**	**100.00**	**105.84**	**100.00**

资料来源：公司提供

（2）信托板块

民生信托业务规模呈增长趋势，业务结构仍以主动管理为主且占比有所增加；风险控制指标均符合监管标准。联合评级关注到，民生信托信托资产和固有业务投资均以金融机构和工商企业为主，行业集中度较高，需关注行业波动可能带来的风险；同时，民生信托净利润有所下滑，需关注其盈利能力的下降。

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，初始注册资本 2.30 亿元。截至 2019 年末，注册资本及实收资本均为 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 2019 年末，民生信托总资产 142.04 亿元，负债总额 32.43 亿元，所有者权益 109.61 亿元。

2019 年，民生信托营业总收入稳中有降，主要是手续费及佣金收入减少所致。民生信托营业总收入主要由手续费及佣金收入和投资收益构成，但手续费及佣金收入占比整体呈下降趋势，2019 年上述两项收入占比分别为 73.24%和 31.49%。2019 年，民生信托净利润有所下降，实现净利润 0.93 亿元，同比下降 13.57%。

表5 民生信托营业总收入及构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金收入	20.36	85.95	17.16	73.24
利息净收入	-1.79	-7.57	-1.10	-4.68
投资收益（含公允价值变动损益）	5.12	21.62	7.38	31.49
合计	**23.69**	**100.00**	**23.44**	**100.00**

资料来源：民生信托年报

2019 年，民生信托业务规模有所增长，截至 2019 年底，民生信托受托资产规模为 1,964.06 亿元，较年初增长 8.28%；其中，主动管理型信托占比 85.96%，占比有所增加；从主动管理型信托资产来看，股权投资类、融资类和其他投资增速较快；主动管理型信托以其他投资和融资类为主，2019 年末占比分别为 43.51%和 37.85%。被动管理型信托资产全部系事务管理类信托。2019 年，民生信托信托年化报酬率为 0.81%，同比小幅下降 0.28 个百分点。

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、金融机构、房地产、证券市场和基础产业；截至 2019 年底，投向上述五类行业的信托资金占比分别为 40.20%、33.49%、11.45%、6.02%、5.52%，工商企业和金融机构行业占比较高，需关注到相关行业波动引起的信托风险的提升。

表 6　民生信托信托资产情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末
主动管理型信托资产		
证券投资类	31.60	66.87
股权投资类	188.63	247.78
融资类	345.56	639.04
事务管理类	0.00	0.00
其他投资	849.95	734.64
小计	**1,415.73**	**1,688.33**
被动管理型信托资产		
证券投资类	0.00	0.00
股权投资类	0.00	0.00
融资类	0.00	0.00
事务管理类	398.16	275.73
其他投资	0.00	0.00
小计	**398.16**	**275.73**
合计	**1,813.89**	**1,964.06**

资料来源：民生信托年报

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。2019 年，民生信托固有业务规模为 142.01 亿元，较年初下降 6.71%。民生信托固有业务以交易性金融资产为主，2019 年末其占比为 83.95%，主要投资信托产品和基金；其余为货币资金和其他，占比分别为 11.60%和 3.70%，其他主要是贷款、其他权益工具等。截至 2019 年末，民生信托信用风险资产五级分类中正常类资产占比为 100.00%。民生信托对贷款计提损失准备 200.00 万元。

从固有业务行业分布来看，民生信托固有业务主要投向工商企业、金融机构和基础产业；2019 年末上述三个行业占比分别为 67.72%、17.02%和 10.11%，行业集中度较高。

表 7　截至 2019 年末民生信托固有业务情况（单位：亿元、%）

资产运用	金额	占比
货币资金	16.48	11.60
交易性金融资产	119.22	83.95
可供出售金融资产	0.00	0.00
贷款	1.06	0.74
其他	5.25	3.70
资产总计	**142.01**	**100.00**

资料来源：民生信托年报，联合评级整理

资本充足性方面，截至 2019 年末，民生信托净资产为 109.60 亿元，净资本为 86.14 亿元，较年初变动不大；净资本比各项业务风险资本之和为 193.48%，净资本比净资产为 78.59%，分别较年初下降 14.12 个百分点和 2.05 个百分点，均符合监管标准。

（3）证券板块

2019 年，公司证券业务经营较好，但内控管理水平有待提高；同时，联合评级也关注到，公司证券业务受市场和政策影响较大，其收入具有一定不稳定性。

公司证券业务主要由泛海控股子公司民生证券运营。民生证券成立于 1986 年，后于 1991 年重新注册登记，注册资本为 1,000 万元。截至 2019 年末，民生证券注册资本和实收资本均为 96.19 亿

元；2020 年 4 月，民生证券引入 15 家战略投资者合计增资 25.00 亿元，增资后，公司对其间接持股比例下降至 73.59%，泛海控股仍为民生证券控股股东，本次增资尚未完成工商变更。截至 2019 年末，民生证券合并资产总额 444.58 亿元，其中客户资金存款 63.27 亿元；负债总额 331.34 亿元，其中代理买卖证券款 79.24 亿元；所有者权益 113.25 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 113.06 亿元，母公司口径下净资本 72.26 亿元。

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。2019年，民生证券营业收入26.88亿元，同比增长84.28%，净利润5.32亿元，同比增长4.64倍，增幅均高于行业平均增幅，民生证券盈利规模大幅提升。从收入结构上来看，2019年，随着证券自营收入增长，其他业务板块收入占比均有所下降，民生证券收入结构更加均衡；证券自营、投资银行、证券经纪及信用交易业务占比分别为30.02%、28.37%、20.56%和16.55%。

表 8　民生证券营业收入及占比情况（单位：亿元、%）

业务类别	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	4.39	30.08	5.53	20.56
投资银行业务	4.67	32.02	7.63	28.37
资产管理业务	0.68	4.64	0.69	2.58
证券自营业务	1.35	9.26	8.07	30.02
信用交易业务	5.20	35.67	4.45	16.55
期货业务	0.55	3.80	2.04	7.58
其他业务	-2.26	-15.47	-1.52	-5.66
合计	**14.58**	**100.00**	**26.88**	**100.00**

注：其他业务为投资咨询、合并抵消等
资料来源：民生证券年报

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 2019 年底，民生证券共有 78 家分支机构，分布在全国近 30 个省（市、直辖市及自治区）的重要中心城市，形成辐射全国的服务网络体系。随着市场回暖，2019 年民生证券经纪业务代理股票、基金交易量为 9,027.59 亿元，同比上升 39.22%；经纪业务收入 5.53 亿元，同比增长 25.97%。

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。2019 年，民生证券共完成 15 个股权类项目，3 个并购重组项目，17 个债券权类项目；过会待发行项目 26 个，包括 4 个 IPO 项目、3 个再融资项目、2 个并购重组项目、15 个债券类项目、2 个 ABS 项目；在审项目 37 个。2019 年实现投资银行业务收入 7.63 亿元，同比增长 63.38%，主要是股权及债权类业务增加所致。

自营业务方面，从投资结构来看，民生证券投资结构以债券为主。2019 年实现证券自营收入 8.07 亿元，同比增长 4.98 倍，主要由于市场行情较好。

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。2019 年，民生证券落实资管新规，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；主动管理能力有所提升。2019 年，民生证券合并口径资产管理业务收入为 0.69 亿元，与 2018 年基本持平。

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。2019 年，随着股票质押规模大幅下降，民生证券信用交易业务收入实现 4.45 亿元，同比下降 14.42%。

（4）保险板块

2019 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；扩大商业车辆险、较强险和保证保险业务规模和占比，保险结构仍为车险和交强险为主。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。

公司保险业务主要由子公司亚太财险负责运营。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 2019 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 2019 年末，亚太财险资产总额 66.41 亿元、负债总额 38.72 亿元、所有者权益 27.69 亿元；2019 年实现营业收入 43.94 亿元、净利润 0.43 亿元。

资本充足性方面，2019 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 327.62%，均较 2018 年末下降 32.42 个百分点，是由于保险风险最低资本增加所致；亚太财险偿付能力充足。

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商业车辆保险、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 2019 年末，亚太财险设有 23 家省级分支机构。

亚太财险营业收入主要来自已赚保费和投资收益，2019 年亚太财险实现营业收入 43.94 亿元，同比增长 23.88%，主要来自商业车辆险、保证保险、意外伤害险及责任险收入的增加。

净利润方面，2019 年亚太保险净利润继续保持增长，实现净利润为 0.43 亿元，同比增长 25.95%。

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，但其合计占比持续下降至 2019 年的 66.78%。2019 年，公司扩大商业车辆险、保证保险及意外伤害险业务，同时增加种植险、养殖险等，进一步丰富了保险险种；2019 年保证保险及意外伤害险占比分别上升至 12.69%和 7.69%。此外，企业财产险、责任险也占有一定比重，但占比均在 5%以下。

表 9　亚太财险各险种收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
商业车辆保险	17.27	45.64	20.39	42.04
交强险	11.19	29.56	12.00	24.74
保证保险	3.24	8.56	6.16	12.69
企业财产险	1.39	3.67	1.83	3.76
意外伤害险	1.88	4.96	3.73	7.69
责任险	1.44	3.81	2.15	4.44
其他	1.44	3.79	2.25	4.64
合计	**37.84**	**100.00**	**48.50**	**100.00**

资料来源：亚太财险审计报告，联合评级整理

亚太财险投资资金主要来源于保费收入和自有资金。截至 2019 年末，其投资资产规模为 50.17 亿元，较年初增长 37.26%。从投资资产结构来看，2019 年，亚太财险收缩信托计划、股票、资产管理产品/项目资产支持计划等品种的投资，增加银行存款、债权计划及债券投资，截至 2019 年末，亚太财险投资结构以银行存款、债权计划、债券、信托计划、其他为主，占比分别为 22.70%、20.93%、12.36%、6.98%和 18.35%。其他主要是存出资本保证金，以定期存款形式存放。

2019 年，亚太财险实现投资收益为 2.48 亿元，同比增长 12.73%。

表 10　亚太财险投资资产结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	规模	占比	规模	占比
信托计划	6.20	13.89	3.50	6.98
银行存款	6.06	13.57	11.39	22.70
股票	3.94	8.82	3.76	7.49
债权计划	9.70	21.73	10.50	20.93
债券	3.70	8.29	6.20	12.36
资产管理产品/项目资产支持计划	1.00	2.24	1.00	1.99
其他权益投资	2.66	5.97	2.96	5.91
基金	1.68	3.76	1.65	3.30
其他	9.70	21.73	9.20	18.35
合计	**44.64**	**100.00**	**50.17**	**100.00**

资料来源：亚太财险审计报告，联合评级整理

3. 房地产板块

2019 年，公司房地产开发及销售规模有所下滑；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；公司土地储备及在建项目主要集中在热点调控城市武汉市，2019 年，公司房地产未有新开工和竣工项目且销售规模很小，房地产开发业务发展乏力；同时，考虑到我国房地产调控政策趋严，公司未来销售面临一定不确定性。

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 2019 年末，泛海控股注册资本和实收资本均为 51.96 亿元，公司直接及间接持有其 70.88%股份；截至 2019 年末，泛海控股资产总额为 1,778.72 亿元，负债总额为 1,447.65 亿元，所有者权益为 331.07 亿元；2019 年，泛海控股实现营业收入 125.02 亿元，净利润 14.26 亿元。

房地产开发业务

泛海控股取得建设用地的方式主要是协议转让以及收购控股股东土地储备。土地储备方面，2019 年，公司未有新增土地储备。2019 年 1 月，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》，武汉公司向融创房地产转让其子公司泛海建设控股有限公司（以下简称“泛海建设”）持有的“上海项目 10#、12#、14#地块”和“北京泛海国际居住区 1#地块”相关资产，本次交易中融创房地产需现金支付的金额为 125.53 亿元，截至 2020 年 5 月末，上述股权转让已办理完毕，但融创房地产仍有约 17.00 亿元尾款尚未支付。交易完成后，公司持有优质核心房地产资产有所减少，但本次交易有利于公司减轻债务负担实现资金回流。

截至 2019 年底，公司土地储备（待开发土地）总占地面积合计 521.95 万平方米，主要集中在武汉、美国索诺马郡和夏威夷。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）。

上述相关资产转出后，公司国内房地产业务将以武汉中央商务区项目为重点，该项目土地规模较大、获取时间较早因此土地成本低、区域位置较好，涵盖住宅、商业、酒店、写字楼等丰富业态，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；美国项目土地储备规模较大，但面临一定跨国经营风险。

表11 截至2019年底公司未开发土地储备情况（单位：万平方米）

项目/区域名称	总占地面积	总计容建筑面积	剩余可开发计容建筑面积
武汉中央商务区	96.51	414.29	299.71
北京泛海国际居住区二期	33.53	84.32	23.77
沈阳泛海国际居住区	21.51	18.82	7.17
美国夏威夷科琳娜 1 号地项目	10.63	14.94	14.94
美国夏威夷科琳娜 2 号地项目	7.00	9.20	9.20
美国夏威夷卡波雷西区项目	206.63	33.50	33.50
美国纽约南街 80 号项目	0.14	8.36（暂估）	8.36（暂估）
索诺马项目	146.00	待定	待定
总计	**521.95**	--	--

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；另有泛海国际旅游度假区项目尚处于一级开发阶段，该项目涉及规划平整土地面积96.03万平方米，截至2019年末已完成83.63万平方米，该项目未列入上表
资料来源：泛海控股年报

房地产开发方面，2019 年，公司未有新开工面积和竣工面积；在建面积呈下降趋势。

表12 公司房地产业务项目开发情况（单位：万平方米）

期间	2018 年	2019 年
新开工面积	54.33	0.00
期末在建面积	274.62	196.42
竣工面积	1.91	0.00

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；
资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2019 年末，公司在建项目建筑面积合计 222.61 万平方米，计划总投资金额约为 571.22 亿元，累计投资金额为 338.62 亿元，尚需投资 232.60 亿元。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。而且，我国房地产市场调控政策严格，该类项目的预期销售实现存在一定不确定性。根据泛海控股 2019 年年报信息，截至 2019 年末，美国房地产项目账面价值合计 36.69 亿美元，存在重大减值风险。

表 13 截至 2019 年底公司主要房地产开发项目情况（单位：万平方米，亿元）

城市及区域	项目名称	项目业态	开发进度	规划计容建筑面积	累计竣工面积	预计总投资金额	累计投资总金额
武汉中央商务区	宗地 17 北时代中心 1、2、3、4 号楼	办公	部分竣工，部分在建	28.33	18.54	28.31	19.86
	宗地 16B 武汉中心	办公、商业、公寓、酒店	在建	26.61	0.00	64.63	54.09
	宗地 2 泛海城市广场二期	商业、公寓	部分竣工，部分在建	14.35	15.06	17.36	17.85

	宗地 14B（万怡酒店、平安银行、艾迪逊酒店、商业街)	酒店	部分竣工，部分在建	14.93	17.35	25.24	16.35
	宗地 24A 芸海园	住宅	竣工	30.37	40.70	47.63	26.70
北京朝阳区东风乡	泛海国际居住区二期（2#地、3#地）	住宅、商业、办公	部分竣工，部分在建	17.44	21.97	16.16	12.20
辽宁抚顺	泛海国际居住区	住宅、商业	部分竣工，部分在建	11.65	5.06	7.24	6.36
旧金山	旧金山泛海中心项目	住宅、商业、写字楼、酒店等	在建	22.00	0.00	29 亿美元	79.52
洛杉矶	洛杉矶泛海广场	住宅、商业、写字楼、酒店等	在建	13.83	0.00	22 亿美元	105.69
合计		--	--	**222.61**	**118.68**	**571.22**	**338.62**

资料来源：公司提供

房地产销售方面，2019 年，公司销售主要集中在武汉市，销售面积及销售收入均较少。从结转情况来看，2019 年，公司结转面积和收入规模均较小，主要集中在北京和武汉项目。公司项目处于政策调控热点城市且武汉市受到疫情影响较大，未来面临一定去化压力。

表14　公司房地产业务销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2018 年	2019 年
销售面积	28.08	9.78
销售收入（合同口径）	116.04	35.74
签约销售均价	41,319.00	36,543.97
结转面积	8.41	6.10
结转收入	43.22	22.09

资料来源：公司提供

表15　公司主要房地产销售项目（单位：万平方米、亿元）

城市/区域	项目名称	项目业态	计容建筑面积	可售面积	累计预售（销售）面积	本期预售（销售）面积	本期预售（销售）金额	累计结算面积	本期结算面积	本期结算金额
武汉	武汉中央商务区项目	住宅	134.06	85.01	76.49	8.94	26.86	68.01	4.30	12.85
		商业		8.08	6.67	0.05	0.17	6.67	0.05	0.16
		写字楼		40.30	40.08	0.00	0.00	40.08	1.24	1.93
北京	泛海国际居住区二期（泛海世家）	住宅	12.93	12.93	12.68	0.42	4.75	12.13	1.20	12.60

北京	泛海国际居住区二期（泛海容郡）	住宅	6.44	6.44	6.44	0.10	0.96	6.42	0.13	1.27
深圳	泛海城市广场	写字楼	2.58	1.84	1.64	0.00	0.00	1.64	0.00	0.00
抚顺	泛海国际居住区	住宅	11.65	7.38	0.08	0.04	0.02	0.08	0.04	0.02
		商业		1.70	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
洛杉矶	洛杉矶泛海广场	住宅、商业、写字楼、酒店	13.83	8.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：泛海控股年报

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 2019 年底，公司房地产可租面积约为 57.55 万平方米，主要分布区域为武汉市（占比 55.16%）、杭州市（占比 15.50%）、深圳市（占比 10.45%）、青岛市（占比 8.72%）、上海市（占比 6.95%）、北京市（占比 1.62%）等城市，自持物业区域分布较好。公司自持物业除武汉泛海创业中心（平均出租率 35.00%）、抚顺泛海国际居住区东商业（平均出租率 36.71%）、深圳泛海城市广场 2 栋（平均出租率 62.59%）、上海港陆黄埔中心（平均出租率 73.86%）出租率较低外，其他自持物业出租率均在 80.00%以上。

4. 高科技服务业

IDG 经营较为稳定；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。

2017 年，公司通过子公司智海资本投资管理有限公司收购 IDG，2019 年末，公司持有 IDG 90.00%股权；IDG 总资产 3.69 亿美元，总负债 1.88 亿美元，营业总收入 5.49 亿美元，净利润 0.27 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 IDG Communications（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。

5. 资本投资

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。

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、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。2019 年，公司取得

长期股权投资投资收益 45.98 亿元，占投资收益比重为 54.71%。

联想控股

联想控股（股票代码：3396.HK）成立于 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 2019 年末，联想控股资产总额为 6,240.75 亿元，负债合计 5,322.51 亿元，所有者权益为 918.24 亿元；2019 年，实现营业总收入 3,892.18 亿元，净利润 36.07 亿元，同比分别变动+8.44%和-17.30%。

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 2019 年末，民生银行资产总额为 66,818.41 亿元，负债总额为 61,510.12 亿元，所有者权益为 5,308.29 亿元，资产负债率为 92.06%。2019 年，民生银行实现营业收入 1,804.41 亿元，净利润 549.24 亿元。

渤海银行

渤海银行股份有限公司（以下简称“渤海银行”）成立于 2005 年，注册资本 23.56 亿元；公司持有其 9.49%股份。截至 2019 年末，渤海银行资产总额为 11,131.17 亿元，负债总额为 10,303.35 亿元，所有者权益为 827.81 亿元，资产负债率为 92.56%。2019 年，渤海银行实现营业收入 282.82 亿元，净利润 83.36 亿元。

6. 能源电力

公司投资和涉及的重点能源项目主要是印尼棉兰燃煤电站新建工程项目和红墩界煤矿项目。根据公司战略规划，公司计划将部分能源电力项目逐步出售。

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 20.96 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。

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 月开始打桩，2016 年 3 月第一砼混凝土浇灌；该项目计划投资总额 5.67 亿美元，截至 2019 年底，已投资 3.99 亿美元。

7. 重大事项

境外项目处置交易如能顺利完成，公司将不再持有美国旧金山项目，有利于优化公司境外资产布局，有效减轻公司的境外经营风险，实现资金回流；但该交易尚存较大不确定性，联合评级将持续关注该交易进展情况。

2020 年 1 月，泛海控股全资子公司 Oceanwide Center LLC 和 88 First Street SF LLC（以下合称“转让方”或“卖方”）与非关联第三方 SPF SAN FRANCISCO OWNER, LLC（以下简称“交易对方”）签署了《买卖协议》，转让方拟以 10.06 亿美元向交易对方转让其拥有的位于美国旧金山 First Street 和 Mission Street 的相关境外资产（以下简称“本次交易”）。经友好协商，双方于 2020 年 2 月 26 日签署了《买卖协议第一修正案》，对本次交易涉及的尽职调查期间、交割时间等事项进行调整，其中尽职调查期间截止日为太平洋时间 2020 年 3 月 25 日 23:59，交割截止日为太平洋时间 2020 年 3 月 31 日 23:59。太平洋时间 2020 年 3 月 25 日，转让方收到交易对方发来的终止通知。据此，本次转让方与交易对方的交易不再继续进行。双方将根据相关协议约定，协商处理后续事宜。

2020 年 3 月，卖方与非关联第三方 Hony Capital Mezzanine Fund 2019 Limited（以下简称“弘毅”、“买方”）签署《框架协议》，卖方拟向弘毅转让其拥有的位于美国旧金山 First Street 和 Mission Street 的相关境外资产，交易总金额为 12 亿美元，其中 7 亿美元在交割时支付，剩余 5 亿美元作为盈利能力款。

本次拟出售的标的资产，由以下两部分组成：（1）OCEANWIDE CENTER LLC 持有的 First Street Tower Site 办公塔建设用地（40/50/62 First Street 等 3 个地块）和对应在建工程、Mission Street Tower Site 酒店塔建设用地（512/516/526 Mission Street 等 3 个地块）和对应在建工程、78 First Street 现有物业；（2）88 FIRST STREET SF LLC 持有的 88 First Street、510 Mission/ 82-84 First Street 的 2 栋现有物业（合称“项目”）。本次交易结构为，弘毅或其关联方将作为普通合伙人设立一支投资基金，而基金募资完成后将成立一家特殊目的公司作为本次交易的买方。该买方将从卖方按照“现状”以资产交易的方式购买项目并进行后续开发。

双方约定尽调期截至 2020 年 6 月 30 日，但如果由于新冠病毒疫情或其他传染病或流行病、交通系统受阻、劳动力受阻、检疫或其他任何政府机构的任何行为导致买方实质性地被阻碍进行尽职调查或实质上不可能或不便进行尽职调查，则双方应商讨相应延长尽调期。

本次交易如能顺利完成，公司将不再持有美国旧金山项目，有利于优化公司境外资产布局，有效减轻公司的境外经营风险；实现资金回流。本次交易方案需进一步协商，形成买卖协议，且本次交易需按相关监管规定的要求履行必要的审议程序，尚存较大不确定性。联合评级将持续关注该交易进展情况。

民生证券增资扩股有助于公司金融板块的进一步发展；如泛海控股转让民生证券股权顺利进行，有利于实现公司资金回流；但增资扩股和股权转让将稀释公司持有民生证券股权。联合评级将持续关注交易进展情况。

根据泛海控股 2020 年 3 月 30 日公告，泛海控股子公司民生证券拟实施增资扩股，计划以非公开发行股份的方式向不超过 20 名投资者（不包括公司关联方）募集资金合计不超过 25.00 亿元，泛海控股决定放弃对民生证券本次增资的认缴出资权。经磋商，共有 15 名投资者参与民生证券上述增资扩股，共计出资 25.00 亿元，认购民生证券股份共计 18.37 亿股。本次增资后，民生证券股本将增加至 114.56 亿元，泛海控股持股比例下降至 73.59%，仍为民生证券控股股东。

依据中资评估以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日出具的《追溯资产评估报告》中确定的民生证券净资产评估值（130.79 亿元，折合 1.361 元/股），双方协商确定本次认购价格为 1.361 元/股。本次

交易应于2020年6月30日（“最晚交割日”）前完成交割。

此外，民生证券拟将其注册地由北京市东城区迁至上海市浦东新区；具有上海国资背景的企业入股民生证券事宜正在磋商中，定价拟为1.361元/股，涉及金额不超过40亿元，初步计划采用泛海控股转让民生证券部分股权的方式，具体投资者、协议条款等要素尚在洽商中。

本次增资扩股完成后，民生证券仍为公司合并财务报表内企业。对民生证券的增资扩股有效优化了民生证券股权结构，增强了其资本实力，有助于进一步提升公司金融业务发展质量。泛海控股转让民生证券股权如顺利进行，将进一步稀释公司持有民生证券股权，但有利于实现公司资金回流，缓解资金压力。

8．未来发展

公司战略目标清晰，明确提出加强流动性管理和资产优化处置，有利于公司稳健发展；但在目前宏观经济下行压力较大和融资环境紧缩的情况下，公司作为民营企业且负债水平较高存在一定发展压力。

2020年，公司将继续把转型发展作为当前头等大事，全面贯彻落实“总结、反思、优化、调整、改变、提升”十二字工作方针，以“保安全、控风险、促发展”为主线，有序抓好疫情期间复工复产，着力推进业务品质与盈利能力提升，加快资产负债结构优化，推进公司治理与管控优化，持续改善公司基本面，提升公司持续健康发展能力。

公司将着重做好以下几个方面工作：一是抓好新冠肺炎疫情防控，全力推进复工复产、抢抓经营进度。二是以核心能力建设和“引战”为抓手，促进金融业务活力释放。公司金融平台将努力挖掘金融改革开放、消费升级和市场变化带来的业务机遇，加快核心能力建设。此外，公司将加快落实金融子公司引入战略投资者工作，以进一步增强资本实力和对接战略性资源，同时统筹利用好现有金融牌照资源，提高综合金融服务水平。三是综合采取多种措施，促进房地产业务稳健发展；主动适应国家政策和市场变化，以现有土地储备和在建工程为基础，持续推进房地产业务转型升级，主要包括：继续把“促销售、抓回款”作为核心任务，加速在售项目和新增可售资源的销售去化及回款；大力推进武汉中心、武汉芸海园、宗地23E、宗地24B等重点工程建设；持续加强公司旗下酒店运营和物业经营工作，提高入住率和出租率，提升品牌价值；创新做好武汉中央商务区商业的招商运营。四是加强流动性管理，多措并举力保流动性合理充裕。五是继续推进资产优化处置，完善公司资产布局。六是加强全面风险管理，为公司稳健发展保驾护航。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供了2019年财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了无保留的审计意见。同时认为商誉价值评估、以公允价值计量的金融工具估值和流动性风险为关键审计事项。

从合并范围变化来看，2019年末，公司纳入合并范围子公司14家，其中，减少3家一级子公司，另有1家一级子公司并入其他子公司名下。会计政策方面，财政部于2017年修订颁布了《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》和《企业会计准则第37号--金融工具列报》，公司于2019年1月1日起开始执行前述新金融工具准则。

本报告 2018 年财务数据选取 2019 年审计报告比较数据。整体看，财务报表数据可比性较好。

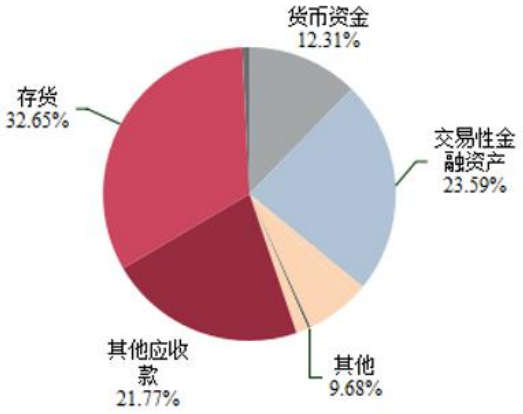
2. 资产质量

由于房地产项目大规模处置，公司资产规模呈下降趋势，资产结构以流动资产为主；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，对公司再融资带来一定影响。

截至 2019 年底，公司资产总额 2,969.91 亿元，较年初下降 10.82%，其中流动资产占 62.76%，非流动资产占 37.24%，资产结构以流动资产为主。

截至 2019 年底，公司流动资产 1,863.95 亿元，较年初下降 6.09%，主要是公司将部分资产转让给融创房地产后致使存货减少。公司流动资产主要包括货币资金（占 12.31%）、其他应收款（占 21.77%）、交易性金融资产（占 23.59%）和存货（占 32.65%）。

图 2　截至 2019 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 2019 年底，公司货币资金 229.54 亿元，较年初下降 12.58%，主要包括银行存款（含公司及民生证券业务形成的客户存款）、库存现金以及其他货币资金；其中境外子公司存款金额共计 30.86 亿元、民生证客户存款 74.47 亿元；受限货币资金合计 82.62 亿元，占比为 35.99%，主要是开具银行保函的履约保证金。

截至 2019 年底，公司交易性金融资产 439.72 亿元，主要为民生证券与民生信托持有的债券、股票以及基金等。

公司其他应收款主要为应收往来款、应收股利和利息；截至 2019 年底，公司其他应收款（不含应收利息和应收股利）398.72 亿元，较年初下降 3.73%，主要为与关联方形成的往来款。公司其他应收款账龄主要集中在一年以内、1~2 年和 2~3 年，占比分别为 52.80%、14.25%和 27.59%。公司其他应收款前 5 名单位合计应收 323.05 亿元，占其他应收款总额的 80.42%，集中度很高，对公司资金形成占用。

表 16　截至 2019 年底公司前五名其他应收款情况（单位：亿元、%）

序号	单位名称	关联关系	期末余额	占其他应收款比例	形成原因
1	泛海集团	关联方	161.30	40.15	公司向股东泛海集团提供借款，用于对泛海实业增资；以及为子公司泛海控股委托泛海集团代拆迁提供资金支持
2	泛海绿能投资有限公司	关联方	104.21	25.94	公司代原下属子公司泛海绿能投资有限公司支付股权转让款，后因子公司出表形成其他应收款
3	通海控股有限公司	关联方	31.23	7.78	公司与通海控股有限公司委托公司孙公司北京泛海东风置业有限公司为其定向开发建设办公和住宅用房，公司通过往来款形式向通海控股有限公司提供购房资金
4	海锋投资有限公司	非关联方	18.45	4.59	中国泛海与海锋投资有限公司签署了合作协议，委托其寻找境外投资机会并管理境外投资事宜。通过往来款形式向海锋投资提供投资资金，从而形成上述其他应收款项
5	多润国际有限公司	非关联方	7.86	1.96	中国泛海与多润国际签署了合作协议，委托其寻找境外投资机会并管理境外投资事宜。发行人通过往来款形式向多润国际提供投资资金，从而形成上述其他应收款项
合计			**323.05**	**80.42**	--

注：1.根据通海控股有限公司、海锋投资有限公司出具的承诺函，上述应收款项预计在2022年偿还；2.应收泛海绿能投资有限公司（以下简称“绿能投资”）款项：2011年，公司为获得陕西红墩界煤项目开采权，购买事通恒运公司作为项目公司并出资获得90%股权；后将90%股权转让给中信信托并融资105亿元，此资金用于购买开采权及项目前期开发；2015年借款到期，公司原子公司泛海绿能赎回股权。此后，泛海集团对泛海绿能增资到84%，绿能投资出表，该笔款项形成关联交易
资料来源：公司审计报告、公司提供，联合评级整理

截至 2019 年底，公司存货 608.57 亿元，较年初下降 34.46%，主要系处置泛海国际居住区 2#和 3#、武汉中央商务区泛海国际居住区一芸海园实现销售等项目所致；公司存货中房地产开发成本账面价值 417.32 亿元，开发产品账面价值 76.81 亿元；公司存货共计提跌价准备 26.22 亿元，主要来自于公司美国地产项目。截至 2019 年底，公司存货中体量较大的项目主要包括美国洛杉矶泛海广场（105.69 亿元）、美国旧金山泛海中心（79.52 亿元）、美国纽约项目（36.45 亿元）、夏威夷项目（54.95 亿元）以及武汉中央商务区（185.16 亿元）。公司现有房地产项目主要包括武汉中央商务区和美国多处地产项目，2020 年 3 月，公司前期美国项目处置计划终止，未能如期完成。本次新冠疫情或将对公司武汉中央商务区的销售产生较大影响，美国项目处置进度也或将受到较大的影响。

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 1,105.95 亿元，较年初下降 17.79%，主要系会计政策变更导致科目调整所致。公司非流动资产主要包括长期股权投资（占比 45.37%）和投资性房地产（占比 25.64%）。

截至 2019 年底，公司长期股权投资主要由对民生银行（占比为 62.60%）的投资构成。截至 2019 年底，公司长期股权投资为 501.72 亿元，较年初增长 25.80%，主要来自联营企业民生银行权益法下确认的投资收益大幅增加 37.15 亿元及渤海银行股份有限公司增加 59.59 亿元。

截至 2019 年底，公司投资性房地产 283.60 亿元，较年初下降 0.54%。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。公司投资性房地产采用公允价值计量，2019 年公允价值变动 7.46 亿元，当期转出 17.55 亿元，主要系处置北京泛海国际居住区（二期）2#地商业楼和上海泛海国际公寓一期商业。

截至 2019 年底，公司商誉 74.60 亿元，较年初下降 1.15%，主要为子公司智海资本收购 IDG 公司股权及亚太财险股权形成的商誉。

受限资产方面，截至 2019 年底，公司受限资产合计 1,264.03 亿元，占总资产比例为 42.56%，比例与 2018 年基本持平。受限资产主要系为金融机构借款设定的担保资产以及卖出回购交易质押，其中存货、长期股权投资、投资性房地产以及交易性金融资产的受限金额分别为 360.14 亿元、424.36 亿元、274.96 亿元和 119.29 亿元；占比较大的受限资产对公司后续融资造成一定压力。

3. 负债及所有者权益

公司负债规模呈下降趋势，债务负担处于较高水平，短期债务占比上升；短期内集中偿付压力大，需关注流动性风险。

截至 2019 年底，公司负债总额 2,364.37 亿元，较年初下降 14.93%，主要系长期有息负债减少所致。从构成来看，流动负债占比为 70.55%，非流动负债占比为 29.45%，流动负债占比进一步上升。

截至 2019 年底，公司流动负债 1,667.97 亿元，较 2018 年基本保持稳定；流动负债结构主要包括短期借款（占 15.78%）、其他应付款（占 17.41%）和一年内到期的非流动负债（占 36.68 %）。

截至 2019 年底，公司短期借款 263.17 亿元，较年初增长 20.25%。从构成来看，2019 年底公司短期借款中的抵押、质押借款所占比重为 51.19%；抵押、质押和担保借款（即以现金、股权、可供出售金融资产、投资性房地产作为抵押或质押，公司及子公司提供连带责任担保的借款）所占比重为 31.55%。

截至 2019 年底，公司预收款项 74.29 亿元，较年初大幅下降 20.17%；公司预收款项主要是预收房款 14.65 亿元、预收股权（以色列手游项目 playtika）转让款 50.15 亿元以及 IDG 部分账款。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 290.36 亿元，较年初增长 70.72%，主要是新增常新资本投资管理有限公司的关联往来款 31.37 亿元、泛海控股购房款意向款 35.59 亿、土地返还款 21.90 亿元以及子公司泛海投资集团有限公司（以下简称“泛海投资”）应付北京万威投资基金管理有限公司 40.14[2]亿元；账龄在 1 年以内的占 73.07%，综合账龄较短。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 611.78 亿元，主要为一年内到期的长期借款（占 67.52%）。

截至 2019 年底，公司非流动负债 696.40 亿元，较年初下降 36.49%，主要系长期借款和应付债券下降所致。非流动负债主要由长期借款（占 58.27%）和应付债券（占 32.55%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 405.80 亿元，较年初下降 34.84%，其中抵押、质押借款 286.00 亿元，占比 70.48%；抵押、质押和担保借款 115.77 亿元，占比 28.53%。

截至 2019 年底，公司应付债券 226.68 亿元，较年初下降 44.31%。主要包括企业债券 10.00 亿元、公司债券 151.76 亿元、中期票据 18.81 亿元、次级债 28.60 亿元、资产证券化债务 3.86 亿元和收益凭证 6.97 亿元。

从公司的债务规模来看，截至2019年底，公司全部债务合计1,567.69亿元，较年初年下降23.78%；

[2] 泛海投资基金管理有限公司成立基金募集资金用于提供给泛海投资作为购买人购买 alpha 手游项目，因暂不满足基金赎回及结算条件，泛海投资将从泛海投资基金管理有限公司取得的资金计入“其他流动负债”科目；2019 年巨人集团要求回购手游项目，泛海投资将原计入“其他流动负债”的资金转入“其他应付款”科目，待与巨人集团结算完后将会把转让价款（含收益）作为基金结算款进行分配。

债务结构由以长期债务为主转变为以短期债务为主，2019年末短期债务占比上升至58.39%。从债务负担情况来看，2019年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈下降趋势，2019年末分别为79.61%、72.14%和51.86%；上述指标仍处于较高水平。

表17　截至2019年底公司债务及债务指标情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	1,001.97	915.42
长期债务	1,054.83	652.26
全部债务	2,056.80	1,567.69
资产负债率	83.46	79.61
全部债务资本化比率	78.87	72.14
长期债务资本化比率	65.69	51.86

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从债务期限分布来看，公司债务主要集中在1年内到期为主，占比为56.10%，存在集中偿付压力。

表18　截至2019年底公司债务期限结构（单位：亿元、%）

到期期限	2019 年末	
	余额	占比
1 年以内（含 1 年）	878.98	56.10
1~2 年（含 2 年）	323.87	20.67
2~3 年（含 3 年）	148.37	9.47
3 年以上	215.58	13.76
合计	**1,566.80**	**100.00**

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
资料来源：公司提供

公司所有者权益整体呈增长趋势，所有者权益构成中少数股东权益占比较高，公司权益稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 605.54 亿元，较年初增长 9.92%。所有者权益结构方面，截至2019年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比50.64%、少数股东权益占比49.36%，主要是泛海控股及其子公司民生控股、泛海实业、泛海能源、文化传媒、智海资本少数股东的权益构成；归属于母公司所有者权益中，实收资本和资本公积分别占65.22%和24.71%，盈余公积占3.46%，未分配利润占 11.38%。公司所有者权益中少数股东权益占比较高，公司权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2019年，公司营业收入呈增加趋势，因处置子公司形成投资收益规模较大带动净利润回升，但该笔投资收益不具有持续性，盈利能力仍较低；投资收益和公允价值变动损益对利润贡献度很高，盈利稳定性较差。

2019 年，公司实现营业总收入 189.70 亿元，同比增长 3.34%，营业成本 75.15 亿元，同比下降 0.51%。

期间费用方面，2019 年，公司期间费用为 174.63 亿元，同比增长 17.78%，主要是管理费用及财务费用增加较多；期间费用中，销售费用 15.07 亿元，管理费用 63.99 亿元，研发费用 0.59 亿元，财务费用 94.97 亿元。2019 年，公司费用收入比为 92.05%，公司期间费用对公司利润侵蚀很大。

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。2019 年，公司实现投资收益 84.06 亿元，同比增长 100.35%，主要系权益法核算的长期股权投资收益 45.98 亿元（主要来自民生银行、联想控股及北京泛海东风置业有限公司）、处置长期股权投资（主要是处置泛海建设控股有限公司股权）产生的投资收益 28.38 亿元、持有交易性金融资产期间获得的投资收益 3.98 亿元（主要包括持有中信产业投资基金管理有限公司、绵阳科技城产业投资基金、新能凤凰（滕州）能源有限公司等）以及处置交易性金融资产获得的投资收益 4.62 亿元。2019 年，投资收益对营业利润贡献度为 2,110.00%，同比下降 2,313.94 个百分点，公司利润对投资收益依赖度仍过高。

2019 年，公司获得营业外收入 12.07 亿元，较 2018 年变动不大；2019 年公司对渤海银行新增一名董事席位，对渤海银行股权产生重大影响，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。

2019 年，公司实现净利润 15.62 亿元，同比增长 94.39%，主要是投资收益增加及所得税减少所致。

从盈利指标来看，2019年，公司营业利润率[3]、总资本收益率、净资产收益率呈增加趋势，分别为56.66%、4.60%和2.70%，但仍处于较低水平。

5. 现金流

经营活动和投资活动现金流净额均由净流出转为净流入，筹资活动由净流入转为净流出。整体来看，公司加速了现金流回并收缩投资活动以偿还债务。

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入量为466.28亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金102.50亿元；收到其他与经营活动有关的现金217.09亿元，主要为往来款项。公司现金收入比为54.03%，同比大幅下降，主要系当期销售项目大幅减少，收入结转错配导致。经营活动现金流出方面，2019年，公司经营活动现金流出361.58亿元。其中购买商品、接受劳务支付的现金66.82亿元；支付其他与经营活动有关的现金为159.34亿元，主要为关联方往来款。2019年，公司经营活动产生的现金流量净额为104.70亿元。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流流入285.96亿元，主要系收回投资收到的现金131.19亿元；同期，公司投资活动现金流出81.33亿元，主要为投资支付的现金75.27亿元。2019年，公司投资活动产生的现金流量净额为204.63亿元。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入612.25亿元，主要为取得借款收到现金362.55亿元；同期，筹资活动现金流出金额为915.28亿元，用于偿还债务支付的现金共计652.85亿元。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-303.03亿元。

表 19　公司现金流情况（单位：亿元 ）

项目	2018 年	2019 年
经营活动产生的现金流量净额	158.82	104.70
投资活动产生的现金流量净额	-31.12	204.63
筹资活动产生的现金流量净额	-210.81	-303.03
现金及现金等价物净增加额	-82.44	6.59
期末现金及现金等价物余额	163.72	170.32

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

[3] 营业利润率公式是中的营业收入采用营业总收入计算。

6. 母公司财务分析

公司母公司口径资产主要以往来款、股权投资和投资性房地产为主，资产流动性一般；债务负担有所下降，杠杆率水平较高且短期债务占比高；本部盈利主要依靠投资收益及公允价值变动损益，财务费用偏高，2019 年盈利为亏损状态；公司与关联方往来款较为频繁，投资活动有所收缩，融资活动减少，需关注公司流动性管理情况。

2019 年，公司母公司口径资产总额继续下降，截至 2019 年末为 1,342.45 亿元，较年初下降 2.01%；资产结构以其他应收款（占比 29.68%）、长期股权投资（占比 51.46%）、投资性房地产（占比 10.24%）为主；其他应收款主要是子公司及关联方往来款，账龄主要集中在一年以内和 2~3 年，存在一定资金占用情况；公司对其他应收款计提减值 0.78 亿元，计提规模很小。

2019 年，公司母公司口径负债总额较为稳定，截至 2019 年末为 1,072.51 亿元；负债来源以短期借款（占比 6.94%）、其他应付款（占比 36.80%）、一年内到期的非流动负债（占比 30.64%）、长期借款（占比 18.28%）和应付债券（占比 4.13%）为主；短期借款主要是抵质押借款；其他应付款主要为应付关联方往来款；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和债券。

2019 年，公司母公司口径资产负债率稳中有升；截至 2019 年末，该指标为 79.89%，较年初增长 0.12 个百分点，处于较高水平。截至 2019 年末，公司母公司口径全部债务规模继续下降，短期债务占比为 63.61%，短期债务占比偏高，债务结构有待优化；公司一年以内到期债务占比为 57.59%。2019 年，公司母公司口径所有者权益继续下降，主要是未分配利润减少所致（2019 年，公司将联想控股股权调整至长期股权投资科目，同时调整以前年度各相关科目，视同中国泛海自始至终对联想控股按照权益法进行核算）；截至 2019 年末，母公司所有者权益为 269.95 亿元，较年初下降 2.78%。

表 20　公司母公司口径主要债务指标（亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	445.58	420.05
长期债务	318.57	240.35
全部债务	764.15	660.40
资产负债率	79.78	79.89

资料来源：母公司口径审计报告，联合评级整理

表21　截至2019年底公司母公司债务期限结构（单位：亿元，%）

到期期限	2019 年末	
	余额	占比
1 年以内（含 1 年）	380.35	57.59
1~2 年（含 2 年）	105.62	15.99
2~3 年（含 3 年）	30.90	4.68
3 年以上	143.54	21.74
合计	**660.40**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司主要从事投融资业务，母公司口径营业收入主要是租金收入及利息收入，但规模很小；2019 年，营业利润主要来自投资收益，投资收益主要是对联营企业和合营企业的投资收益；2019 年，公司母公司口径营业利润为亏损，主要是利息支出规模较大，加之按公允价值计量的投资性房地产产生的公允价值变动损益较少所致；2019 年，公司母公司口径净利润为-9.42 亿元。

2019 年，公司母公司口径经营活动现金流量净额仍为净流入，主要收到往来款规模较大所致。2017 年，公司母公司口径投资活动现金流为净流出，主要是致使投资支付的现金较多所致；2019 年，

投资活动现金流仍表现为净流入且流入规模扩大，主要是公司收缩投资规模所致。2019 年，公司筹资活动仍表现为净流出且流出规模有所增加，主要是是筹资活动减少及偿还债务支付现金较多所致。

7. 偿债能力

公司偿债指标表现较差；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，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2019 年，公司流动比率和速动比率分别为 1.12 倍和 0.75 倍，较 2018 年基本持平。同时，公司流动资产中存货占比较大，短期偿债能力受存货变现影响较大，公司短期偿债能力一般。2019 年，经营现金流动负债比为 0.06 倍，较 2018 年的 0.09 倍小幅下降，经营活动净现金流对流动负债保障程度较差。

从长期偿债能力指标看，2019年EBITDA为114.69亿元，同比增长19.84%；从EBITDA的构成来看，2019年公司EBITDA中计入财务费用的利息支出占比为82.87%，利润总额占比12.82%；公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比整体呈上升趋势，2019年分别为0.81倍和0.07倍，偿债能力指标较差。

从母公司口径来看，截至2019年末，流动比率、速动比率呈下降趋势，均为0.57倍；现金短期债务比和经营现金流动负债比均同比有所增长，2019年末上述指标分别为0.02倍和0.19倍；短期偿债指标较差。2019年，母公司口径EBITDA呈下降趋势，2019年为38.24亿元；EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比呈下降趋势，2019年分别为0.65倍和0.06倍；长期偿债能力较差。

表 22　公司合并口径偿债指标（单位：倍）

指标名称	2018 年	2019 年
流动比率	1.18	1.12
速动比率	0.63	0.75
经营现金流动负债比	0.09	0.06
EBITDA 利息倍数	0.71	0.81
EBITDA 全部债务比	0.05	0.07

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

表 23　公司母公司口径偿债指标（单位：倍）

指标名称	2018 年	2019 年
流动比率	0.59	0.57
速动比率	0.59	0.57
经营现金流动负债比	0.10	0.19
现金短期债务比	0.01	0.02
EBITDA（亿元）	60.19	38.24
EBITDA 利息倍数	1.16	0.65
EBITDA 全部债务比	0.08	0.06

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

公司银行授信主要来自于公司本部及子公司泛海控股，截至 2019 年末，公司合计授信额度 839.50 亿元，已使用额度 695.80 亿元，未使用额度 143.70 亿元。

根据查询日期为 2020 年 6 月 5 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；正常类业务中存在贷款展期情况。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。

按房地产经营惯例开发商为商品房承购人提供抵押贷款担保，截至 2019 年末公司为商品房承购人提供抵押贷款累计余额为 65.70 亿元。此外，泛海控股为北京泛海东风置业有限公司[4]提供抵押贷款担保，截至 2019 年末余额为 133.28 亿元。公司对外担保金额较大，存在或有负债风险，联合评级将关注后续情况。

截至 2019 年底，公司有未决诉讼案 5 件，其中，洛杉矶泛海广场案件涉案金额较大，可能给公司造成或有负债风险。

表 24　截至 2019 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	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	一审判决
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	二审审理中
被诉	工程分包商	泛海广场有限公司及洛杉矶泛海广场项目总承包商	--	4.21	审理过程中
民生证券胜利股份案				1.86	审理过程中

注：1.公司已针对那海斌案计提 0.42 亿元预计负债；2.2019 年 1 月，公司子公司泛海广场有限公司（以下简称“子公司”）美国洛杉矶泛海广场项目（以下简称“泛海广场项目”）的一名工程分包商（以下简称“分包商”）向洛杉矶高级法院(Los Angeles County Superior Court)起诉子公司及泛海广场项目总承包商，并登记了泛海广场项目业权的施工留置权约 5,290 万美元，后经更改申诉，目前分包商登记的施工留置权为 6,030 万美元。就此子公司及泛海广场项目总承包商向法院提出申请解除留置权金额中的 4,000 万美元及强制分包商进行仲裁，被法院否决。现公司已向加州上诉法院（California Court of Appeal）提出上诉并准备积极抗辩，继续就取消留置权担保进行登记并从泛海广场项目业权中剔除并保留所有法律权利。与此同时，也寻求协商和解以解决纠纷
资料来源：公司提供

七、跟踪债券偿还能力分析

考虑到公司业务布局多元化，资产规模较大，综合实力较强等因素，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。

从合并口径来看，以 2019 年的财务数据为基础，截至 2019 年底，公司净资产为 605.94 亿元，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 22.17 倍，公司较大规模的净资产能够对“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。公司 EBITDA 为 114.69 亿元，为待偿本金合计（27.33 亿元）的 4.20 倍；2019 年经营活动现金净流量为 104.70 亿元，对待偿本金合计（27.33 亿元）的保障倍数为 3.83 倍，具有较好保障能力。

从母公司口径来看，以 2019 年的财务数据为基础，截至 2019 年底，公司母公司口径净资产为 269.95 亿元，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 9.88 倍，较大规模的净资产能够对“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；母公司口径 EBITDA 为 38.24 亿元，为待偿本金合计（27.33 亿元）的 1.40 倍，保障能

[4] 泛海控股及其控股子公司为东风公司及泛海建设提供担保事项发生时，被担保对象均为泛海控股控股子公司。因公司向融创房地产出售资产事项，东风公司及泛海建设不再纳入公司合并报表范围。鉴于泛海控股及其控股子公司向东风公司及泛海建设提供的担保、泛海控股及其控股子公司接受泛海建设及东风公司提供的担保均暂未解除，上述资产出售事项将导致一定期限内存在泛海控股及其控股子公司向第三方提供担保和接受第三方提供担保的情况。根据约定，东风公司及泛海建设将与金融机构沟通协商，尽快解除泛海控股及其控股子公司已提供的担保。在解除担保之前，泛海控股及其控股子公司将继续为相关贷款提供担保，东风公司及泛海建设就此担提供相应反担保。

力一般；2019 年经营活动现金净流量为 153.85 亿元，对待偿本金合计（27.33 亿元）的保障倍数为 5.63 倍，具有较好保障能力。

八、综合评价

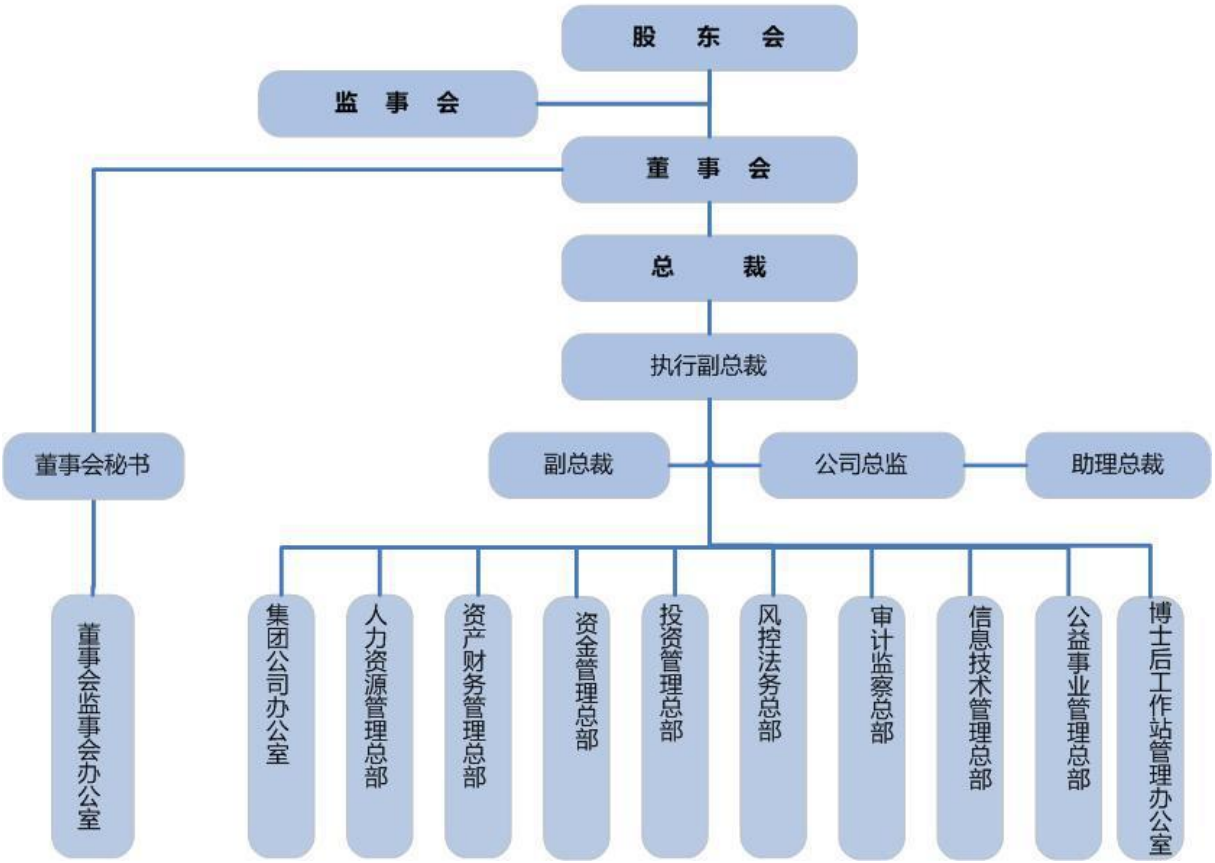
公司作为大型民营综合类企业集团，在经营规模、产业布局、多元化经营等方面具有突出优势；2019 年，公司金融板块业务不断扩大，业务格局以信托、证券、保险为主，同时持有优质银行股权，整体业务发展较好。2019 年，公司将北京和上海项目资产出售，资金回流同时减轻了公司债务负担；但公司无新开工和竣工项目且销售规模很小，房地产业务发展乏力。截至 2019 年末，公司资产规模较大，资本实力很强，债务规模呈下降趋势。

同时，联合评级也关注到，房地产调控政策趋严，公司主要房地产项目集中在调控热点城市武汉市，未来销售面临一定去化压力；公司位于美国的土地储备规模大，面临一定跨国经营风险和减值风险；公司地产板块未来投资支出规模较大；公司债务负担较重且存在集中偿付压力；公司资产受限规模较大；盈利稳定性不佳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。此外，公司质押所持有的泛海控股股份有限公司、民生银行股份有限公司、联想控股股份有限公司股份比例较高，后续融资空间有限；若未来股价出现较大下跌，或将给公司质押借款带来一定的压力。

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　截至 2019 年末中国泛海控股集团有限公司组织结构图



附件 2　中国泛海控股集团有限公司
主要财务指标

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	3330.10	2,969.91
所有者权益（亿元）	550.88	605.54
短期债务（亿元）	1,001.97	915.42
长期债务（亿元）	1,054.83	652.26
全部债务（亿元）	2,056.80	1,567.69
营业总收入（亿元）	183.58	189.70
净利润（亿元）	8.04	15.62
EBITDA（亿元）	95.70	114.69
经营性净现金流（亿元）	158.82	104.70
总资本收益率（%）	3.27	4.60
总资产报酬率（%）	2.78	3.46
净资产收益率（%）	1.44	2.70
归母净资产收益率（%）	0.99	1.11
营业利润率（%）	53.38	56.66
费用收入比（%）	80.76	92.05
资产负债率（%）	83.46	79.61
全部债务资本化比率（%）	78.87	72.14
长期债务资本化比率（%）	65.69	51.86
EBITDA 利息倍数（倍）	0.71	0.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.07
流动比率（倍）	1.18	1.12
速动比率（倍）	0.63	0.75
经营现金流动负债比（倍）	0.09	0.06
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.50	4.20

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；已将应付短期融资款、其他流动负债中的短期应付债券和其他应付款中的有息部分计入短期债务；长期应付款中的有息部分计入长期债务

附件 3　中国泛海控股集团有限公司
母公司口径主要财务指标

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,372.90	1,342.45
负债总额（亿元）	1,095.23	1,072.51
短期债务（亿元）	445.58	420.05
长期债务（亿元）	318.57	240.35
全部债务（亿元）	764.15	660.40
所有者权益（亿元）	277.67	269.95
营业收入（亿元）	6.58	6.61
净利润（亿元）	7.47	-9.42
经营性净现金流（亿元）	74.06	153.85
资产负债率（%）	79.78	79.89
现金短期债务比（倍）	0.01	0.02
经营现金流动负债比（倍）	0.10	0.19
EBITDA（亿元）	60.19	38.24
EBITDA 利息倍数（倍）	1.16	0.65
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.06

附件 4　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 5　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。