

# 信用等级公告

联合[2018]771 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中国泛海控股集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月 七 日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 中国泛海控股集团有限公司

## 2018 年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：本次发行规模不超过 27.00（含）亿元；本期发行规模不超过 17.00（含）亿元

债券期限：5 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2018 年 6 月 7 日

主要财务数据

| 项目               | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年   |
|------------------|----------|----------|----------|
| 资产总额（亿元）         | 1,993.53 | 2,731.10 | 3,167.85 |
| 所有者权益（亿元）        | 364.04   | 435.47   | 569.25   |
| 长期债务（亿元）         | 930.19   | 1,441.38 | 1,294.22 |
| 全部债务（亿元）         | 1,235.76 | 1,812.07 | 2,072.53 |
| 营业收入（亿元）         | 140.98   | 260.01   | 222.36   |
| 净利润（亿元）          | 91.27    | 64.70    | 20.98    |
| EBITDA（亿元）       | 147.32   | 143.13   | 106.82   |
| 经营性净现金流（亿元）      | -39.76   | -100.46  | -214.98  |
| 营业利润率（%）         | 52.62    | 45.81    | 60.43    |
| 净资产收益率（%）        | 26.92    | 16.18    | 4.18     |
| 资产负债率（%）         | 81.74    | 84.05    | 82.03    |
| 全部债务资本化比率（%）     | 77.24    | 80.62    | 78.45    |
| 流动比率（倍）          | 2.12     | 2.07     | 1.52     |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.12     | 0.08     | 0.05     |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 1.73     | 1.32     | 0.83     |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 8.67     | 8.42     | 6.28     |

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，除特别说明外，均指人民币；已将应付款项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。

### 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”）的评级反映了其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突出优势；经过多年发展，公司已形成了房地产、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。近年来，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，整体发展良好；房地产业务土地储备充足，主要项目区位优势明显。

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较为集中且位于调控城市，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；公司地产板块未来投资支出规模较大；公司债务负担进一步加重且存在集中偿付压力；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，发展前景良好，将进一步扩大公司的利润规模，提升公司的盈利能力，公司整体竞争实力也将得以提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 公司作为国内大型民营综合类企业集团，经过多年发展，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. 公司金融板块业务规模持续扩大，已形成信托、证券和保险为主的业务格局，同时持有优质银行股权，整体业务发展良好。

3. 公司房地产业务销售收入规模较大，土地储备充足，房地产项目主要处于一二线城市，区位优势良好，资产质量较好。

4. 近年来，公司资本投资业务获得较大投资收益，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；公司地产板块计划投资规模较大，未来存在一定的资金支出压力以及地产板块毛利率下降对公司盈利和偿债能力造成一定影响。

2. 公司金融板块涉及的证券、信托、保险、银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. 公司债务负担较重，对公司再融资能力提出了较高的要求，且公司债务面临短期集中偿付压力，公司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：chen@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

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

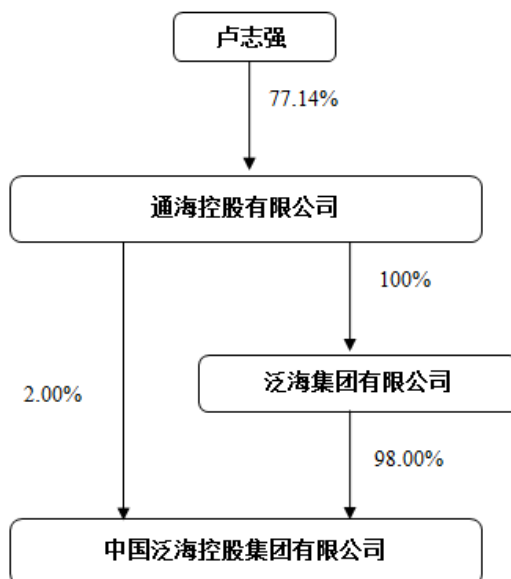


联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

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出资额为 196.00 亿元，持股比例为 98.00%，通海控股有限公司（原名“泛海控股有限公司”，后于 2014 年 3 月更名为现名）持股比例为 2.00%；通海控股有限公司同时持有泛海集团有限公司 100% 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 14 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；公司对其直接持股 4.61%）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、本期债券概况

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“中国泛海控股集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）”，本次债券发行规模不超过 27.00 亿元（含），本期债券发行规模不超过 17.00 亿元（含）；债券期限为 5 年。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利。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。本期债券为固定利率，票面利率将根据簿记建档结果确定。

本期债券无担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券发行募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还公司有息债务。

## 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

#### （1）行业概况

据中国信托业协会发布的数据显示，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，目前信托行业已经成为服务实体经济的重要力量和创造国民财富的重要途径。

自 2015 年 2 季度以来，信托资产同比增速是逐季下降的，从 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升趋势愈加明显。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 万亿元，占比 59.62%；投资类信托余额为 61,702.72 万亿元，占比 23.51%；融资类信托余额为 44,284.68 万亿元，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。

从所有者权益来看，2017 年年末信托全行业规模为 5,250.67 亿元（平均每家信托公司 77.22 亿元），同比增长 16.63%，环比增长 5.10%。从所有者权益的构成来看，2017 年年末实收资本占所有者权益的比例为 46.05%，与 2016 年年末相比，所占比例提高了 0.78 个百分点；未分配利润占比 29.52%，所占比例下降了 0.03 个百分点；信托赔偿准备占比 4.21%，所占比例上升了 0.06 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 13,30.50 亿元上升至 15,50.09 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。

信托风险项目个数和规模有所上升；截至 2017 年年末，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。

总体看，信托公司依赖于外部市场环境刺激、利用相对灵活的制度安排追求“短平快”短期套利模式已经不可持续，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；但近年来，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）行业政策与监管

从行业监管视角来看，中国信托登记有限责任公司的成立使信托业“一体三翼”监管框架建成，信托产品统一的交易、流转平台的出现将极大促进行业健康发展。近年来，监管层相继出台《关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》、《银行业金融机构全面风险管理指引》，从强调实质风险化解、引导配资业务、加大非标资金池清理力度、强化资本管理等方面明确提出信托公

司要严守风险底线，促进行业稳健发展。信托行业评级体系和信托监管评级体系分别建立，信托公司风险控制、资产质量、合规经营全面纳入监管体系。

2017年12月，《信托公司受托责任尽职指引》已由中国信托业协会理事会和会员单位大会表决通过。《指引》旨在明确信托公司开展信托业务受托责任尽职要求，达到约束受托人和委托人“卖者尽责、买者自负”的目的，未来该指引落地后有望建立打破刚兑的自律制度基础，有利于重塑行业委托人和受托人之间的良好的信任机制与文化，长期而言支持信托业的转型发展及主动管理能力提升。

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，信托业风险的监管规则将愈发完善，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。

### （3）未来发展

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

一是大力推进新兴产业投融资业务，信托公司未来需要更加贴近十九大报告中提出的“提高供给体系质量”的新兴领域的投融资机会，在中高端消费、创新引领、绿色低碳、共享经济、现代供应链等领域培育新增长点、形成新动能。

二是继续推进基础设施建设投融资业务，转变传统政府平台融资业务模式，积极推进PPP、基础设施投资信托、基建资产证券化等业务。

三是积极支持房地产租赁市场，从传统的房地产开发投融资业务逐步转向REITs、租赁资产证券化等存量房地产业务。

此外，信托公司应围绕新时代下社会主要矛盾的转换，进一步加大金融服务创新力度，推进财富管理水平持续提升。通过进一步提升客户服务能力，坚持以客户为中心，满足不同财产规模、不同风险偏好客户的财富管理需求；继续大力推进资产管理业务，拓宽资产配置领域，不断丰富信托公司产品线，满足客户多样化、特色化、个性化的需求；从资金端和消费端入手，创新模式搭建渠道，在财富管理的基础上促进消费信托等特色业务发展，形成财富管理和其他业务之间的良性互动。

总体看，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，围绕新时代下社会主要矛盾的转换，加大金融服务创新力度，推进财富管理水平持续提升。

## 2. 证券行业

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。我国证券市场经过逾20年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。

## (1) 证券市场发展概况

### 证券市场的规模不断扩大，市场活跃度不断提升

股票市场方面，根据交易所公布的数据，截至 2017 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,485 家，股票市场总市值为 63.18 万亿元，较 2016 年底增加 13.33%，平均市盈率为 19.51 倍，较 2016 年减少 1.90 个倍数；2017 年全部 A 股成交额为 111.76 万亿元，日均成交额为 0.46 万亿元，同比减少均为 11.66%。融资融券业务规模较 2016 年有所增加。截至 2017 年底，市场融资融券余额为 1.03 万亿元，其中融资余额占比为 99.56%，融券余额占比为 0.44%。股票一级市场发行方面，2017 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.54 万亿元，同比减少 24.42%，共完成 IPO 为 438 家、增发 540 家、配股 7 家、优先股 1 家。

债券市场方面，根据 Wind 资讯统计数据，截至 2017 年底，债券余额为 74.69 万亿元，较 2016 年底增加 16.25%。债券发行方面，2017 年国内共发行各类债券 3.73 万只，发行额达 40.80 万亿元。2017 年国内债券交易总金额为 1,052.59 万亿元，其中，现券交易成交金额为 99.26 万亿元，回购交易成交金额为 874.39 万亿元，同业拆借 78.93 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2017 年全国期货市场累计成交额为 187.90 万亿元，同比下降 3.95%；其中，中国金融期货交易所的交易金额为 24.59 万亿元，占全国市场份额 13.09%，同比增长 34.98%。

## (2) 证券公司发展概况

近年来，随着资本市场建设力度的加大以及整体市场环境的逐步好转，证券公司的数量呈稳步增长态势，同时总资产、净资产规模逐年扩大，杠杆水平有所提高，盈利能力显著提升。一方面，证券市场整体业务规模的扩张和监管政策的推动使证券公司资本规模不断得到补充，这也在一定程度上提升了证券公司的抗风险能力；另一方面，创新类业务的发展进一步丰富了证券公司的收入来源。随着证券公司对创新类业务的重视和推进，以及自身资本规模增长带动业务杠杆效应的显现，证券公司的盈利能力得到提升，逐步形成了传统业务和创新业务相互促进的稳定格局。但从目前收入结构来看，仍以传统的经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主。

表 1 证券行业概况

| 项目        | 2013 年   | 2014 年   | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年   |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 证券公司家数(家) | 115      | 120      | 125      | 129      | 131      |
| 盈利家数(家)   | 104      | 119      | 124      | 124      | 120      |
| 盈利家数占比(%) | 90.43    | 99.17    | 99.20    | 96.12    | 91.60    |
| 营业收入(亿元)  | 1,592.41 | 2,602.84 | 5,751.55 | 3,279.94 | 3,113.28 |
| 净利润(亿元)   | 440.21   | 965.54   | 2,447.63 | 1,234.45 | 1,129.95 |
| 总资产(万亿元)  | 2.08     | 4.09     | 6.42     | 5.79     | 6.14     |
| 净资产(万亿元)  | 0.75     | 0.92     | 1.45     | 1.64     | 1.85     |
| 净资本(万亿元)  | 0.52     | 0.68     | 1.25     | 1.47     | 1.58     |

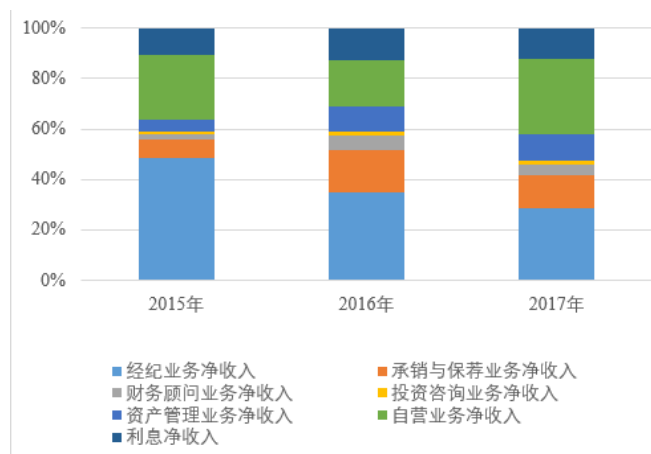
数据来源：中国证券业协会

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

全年业绩降幅收窄。2017 年，证券公司经纪业务和投行收入占比有一定下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升。截至 2017 年底，131 家证券公司总资产为 6.14 万亿元，较 2016 年底增加 6.04%；净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，较 2016 年底分别增加 12.80%和 7.48%，资本实力有所提升。2017 年，131 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,113.28 亿元，全年实现净利润 1,129.95 亿元，分别同比减少 5.08%和 8.47%，经营业绩有所下滑。

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。证券经纪业务是我国证券公司最主要的业务组成部分，是收入的主要来源，证券经纪业务收入占比虽不断下降，但收入占比仍保持在 28%以上。近年来，证券公司各项业务板块持续发展，但受市场行情影响较大。2015 年，受益于证券整体成交量的持续增加，行业经纪业务、自营业务均实现大幅增长，2016 年，整体行情较为低迷，经纪业务和自营业务收入下滑较大，但受益于债券市场的繁荣，承销与保荐业务收入增长较快。2017 年以来，经纪业务和投行收入占比有一定下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小。

图 2 我国证券行业业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站

由于证券公司的收益水平与证券市场交易量及市场指数正相关，2016 年我国证券行业净利润随着市场指数回落而大幅下降；2017 年，市场指数小幅上升，证券公司由于竞争加剧，净利润水平仍小幅下降。

从市场集中度来看，近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2017 年证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计 1,949.94 亿元，净利润 719.60 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 62.63%和 63.68%；截至 2017 年底，前十大证券公司资产总额为 3.51 万亿元，占全行业总资产的 57.14%，前十大证券公司以上指标占比均超过 50%，行业集中度较高。

表 2 2017 年主要证券公司财务数据（单位：亿元）

| 序号 | 证券公司 | 所有者权益    | 资产总额     | 营业收入   | 净利润    |
|----|------|----------|----------|--------|--------|
| 1  | 中信证券 | 1,531.43 | 6,255.75 | 432.92 | 119.77 |
| 2  | 国泰君安 | 1,336.95 | 4,316.48 | 238.04 | 104.83 |

|    |      |          |           |          |        |
|----|------|----------|-----------|----------|--------|
| 3  | 海通证券 | 1,296.94 | 5,347.06  | 282.22   | 98.76  |
| 4  | 广发证券 | 886.26   | 3,569.05  | 215.76   | 90.83  |
| 5  | 华泰证券 | 885.90   | 3,814.83  | 211.09   | 94.08  |
| 6  | 招商证券 | 793.34   | 2,856.44  | 133.53   | 58.05  |
| 7  | 中国银河 | 648.86   | 2,548.15  | 113.44   | 40.19  |
| 8  | 东方证券 | 535.01   | 2,318.60  | 105.32   | 36.03  |
| 9  | 国信证券 | 521.43   | 1,996.38  | 119.24   | 45.79  |
| 10 | 光大证券 | 500.23   | 2,058.64  | 98.38    | 31.27  |
| 合计 |      | 8,936.35 | 35,081.38 | 1,949.94 | 719.60 |

数据来源: wind 资讯

证券公司业务收入来源集中和盈利模式单一雷同, 导致证券公司间竞争激烈的同时伴有不正当竞争现象。如 IB 业务市场资源有限, 个别券商在投资者合规方面放水并因此被证监会立案调查; 同时, 为大力开展业务, 多数券商在创新业务的风险控制上都滞后于产品设计。随着监管的日益加强, 整个行业发展分化也日益明显, 违规者将受到监管层的严肃治理, 规范者且竞争力强的公司则会取得相应发展。未来随着我国证券业的逐步成熟, 业务专业化程度的提高, 具有丰富经验、业务规范 and 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, 行业集中度将进一步上升。

### (3) 未来动向

#### 风险管理水平有所提高, 监管力度加强

证券公司风险主要包括市场风险、信用风险、流动性风险以及操作风险。目前, 证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系, 以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制, 为公司决策提供依据。2017 年 7 月, 证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》, 对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化, 引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控, 在风险可控的基础上, 鼓励券商回归主业, 促进证券公司业务质量的改观和提升, 带动证券公司综合实力的增强。

2018 年 1 月, 沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018 年修订)》(以下简称“业务办法”), 中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》(以下简称“风险管理指引”), 对股票质押业务集中度、质押比例、资金用途等做出了限制, 使股票质押市场回归理性; 通过严控风控指标和强化业务流程管理, 引导证券公司加强信用风险和流动性风险管理能力, 有效控制系统性风险。

在证监会调整风控指标、修订分类监管规定等举措下, 体现出监管层对证券公司风险管理能力提出了更高要求, 对证券公司保持了较强的监管力度, 同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

**资本市场改革和行业监管持续推进, 证券公司将不断推动业务转型, 并在相关业务面临较好的发展机遇, 同时对自身风控能力提出更高要求。**

2018 年, 伴随着我国经济增速和结构的调整, 资本市场将在强监管的背景下持续深化改革, 并逐渐回归资源有效配置的本质功能。“十九大”报告明确提出“深化金融体制改革, 增强金融服务实体经济能力, 提高直接融资比重”, 资本市场承担着为实体经济提供必要的资金支持的重要作用, 预计 2018 年证券市场将延续结构性行情, IPO 保持常态化发行趋势, 同时出现系统性风险的概率较低, 从而推动证券行业的业务转型, 以创新能力带动直接融资市场, 更好的服务实体经济,

持续优化收入结构，全行业业绩将保持平稳。同时，2018 年预计强监管的态势将会进一步延续，《证券公司分类监管规定》更加强调全面风险管理，引导行业聚焦主业发展；《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）将继续倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点。

总体看，未来一段时间，证券公司将迎来业务创新和发展的良好外部机遇，同时也对自身风控能力提出了更高的要求。

### 3. 财险行业

#### （1）行业概况

近年来，随着经济发展水平的提升，我国保险行业发展迅速，保险密度和保险深度持续提高，2016 年，我国保险深度为 4.15%，保险密度为 2,241.83 元/人；其中，财产险保险深度为 1.25%，保险密度为 672.15 元/人。截至 2016 年末，我国共有 203 家保险机构，其中财险公司 85 家。

近年来，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，近年来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%；保险资金平均投资收益率自 2011 年起逐年提升至 2015 年的 7.56%达近年来的峰值，之后受股债两市剧烈波动影响，投资收益率下降至 2017 年的 5.77%。从经营效益来看，受益于保费收入较快增长以及投资收益的大幅提升，全行业利润规模总体呈快速提升趋势，2015 年利润总额 2,823.60 亿元；受车险业务整体陷入亏损的影响，财产险承保利润自 2013 年起一落千丈，车险业务直到 2015 年才扭亏为盈，财产险承保利润也于 2015 年取得大幅增长。

表 3 我国保险行业发展概况

| 项目                | 2013 年   | 2014 年   | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年 |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 保险密度（元/人）         | 1,268.78 | 1,483.75 | 1,770.88 | 2,241.83 | --     |
| 保险深度（%）           | 2.93     | 3.18     | 3.59     | 4.15     | --     |
| 保险公司家数（家）         | 174      | 180      | 194      | 203      | --     |
| 其中：财险公司家数（家）      | 64       | 65       | 73       | 81       | 85.00  |
| 总资产（万亿元）          | 8.29     | 10.16    | 12.36    | 15.12    | 16.75  |
| 其中：财险公司总资产（万亿元）   | 1.09     | 1.41     | 1.85     | 2.37     | 2.50   |
| 原保费收入（万亿元）        | 1.72     | 2.02     | 2.43     | 3.10     | 3.66   |
| 其中：财险公司原保费收入（万亿元） | 0.65     | 0.75     | 0.84     | 0.93     | 0.98   |
| 资金运用余额（万亿元）       | 7.69     | 9.33     | 11.18    | 13.39    | 14.92  |
| 资金运用平均收益率（%）      | 5.04     | 6.30     | 7.56     | 5.66     | 5.77   |
| 利润总额（亿元）          | 991.42   | 2,046.59 | 2,823.60 | --       | --     |
| 其中：财险公司承保利润（亿元）   | 22.02    | 42.60    | 99.60    | --       | --     |

数据来源：wind 资讯、保监会，联合评级整理。

注：2016 年部分行业数据暂未获取。

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。近年来，我国经济发展水平不断提升，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。

总体看，我国保险行业近年来快速发展，财产保险业务发展良好；财险市场集中度高且稳定，前十大财产保险公司占绝对市场份额。

## （2）行业监管

我国保险行业建立了以《保险法》为主要法律、各类法规规章等为配套制度，以中国保监会为主要监管机构、以中保协为主要自律组织的监督管理体系。近年来，保监会依照“放开前端、管住后端”<sup>1</sup>的总体思路逐步推进监管改革，取得了许多积极成效。

对保险公司偿付能力的监管是现代保险监管的核心。保监会于 2015 年发布了中国风险导向偿付能力体系——《保险公司偿付能力监管规则（1-17 号）》（下称“偿二代”），“偿二代”监管体系于 2016 年 1 月 1 日起正式实施。“偿二代”侧重于控制保险企业经营中的风险，在风险分层理论、资产负债评估框架、市场约束机制等多个方面，体现了中国新兴保险市场的特征。截至 2016 年末，保险公司整体的偿付能力充足率达到 247%，行业风险总体可控。

承保业务监管方面，近年来，保监会主要从保险产品设计、销售渠道、保险服务和消费者权益保护等方面加强。财产险费率市场化改革围绕主要险种车险进行，2016 年已将商业车险改革试点推广到全国范围。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。

同时，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，我国较健全的保险监管体系、严格的监管政策以及相关支持政策均有助于我国保险业持续稳健地经营和发展，近年来开展的各个保险领域的市场化改革也取得了积极的成效。

## （4）行业展望

**“放开前端，管住后端”监管改革深化，“偿二代”实施有利于提升行业整体抗风险能力。**

保监会将继续沿着“放开前端，管住后端”深化监管改革，一方面通过减少事前审批和加快保险市场化改革来激发保险市场活力，另一方面更加强调风险管控的监管，未来强监管的态势将会进一步延续，保险公司合规管控能力需要进一步提升。同时，“偿二代”的实施对保险公司的偿付能力提出了更高要求，保险公司补充资本金的需求增加。资本实力提升将有助于行业整体抗风险能力增强，并对保险公司业务规模的扩大具有直接的推动作用。

**财险继续围绕车险定价和结构调整深化行业转型，车险发展企稳、非车险提速。**

偿二代和车险费改全面实施，保险业监管逐步加强，有利于全面控制行业风险。同时，行业利好政策等多重因素将共同促使财险行业继续围绕完善车险定价、创新产品服务、优化业务结构

<sup>1</sup> 放开前端，指的是减少事前的行政许可，改变主要依靠审批、核准等事前管制手段来防范风险的监管方式，把经营权还给市场主体，也把管控风险的主要责任交给市场；管住后端，是指加强事中和事后的监管，有效防范风险，及时化解风险，切实坚决守住风险底线，切实保护保险消费者的利益。

等进行转型。在目前宏观经济持续低迷的大环境下，预计财险市场规模将进一步扩大，但增速仍然会持续放缓。其中，车险仍将占据财险市场主体地位，但车险收入增长或将进一步放缓，市场竞争也将更为激烈。非车险方面，在国家政策的推动下，农业保险、巨灾保险、责任保险、保证保险等将加速发展，未来对财险收入贡献度有望得到提升，促进财险业务结构优化。此外，近年来基于互联网的相互保险和信用保证保险快速发展，随着《互联网保险业务监管暂行办法》出台和 2016 年 3 家相互保险组织获批筹建，相互保险和信用保证保险未来有望获得进一步发展。

总体看，在政策和监管的支持下，财险公司近年来发展良好，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。

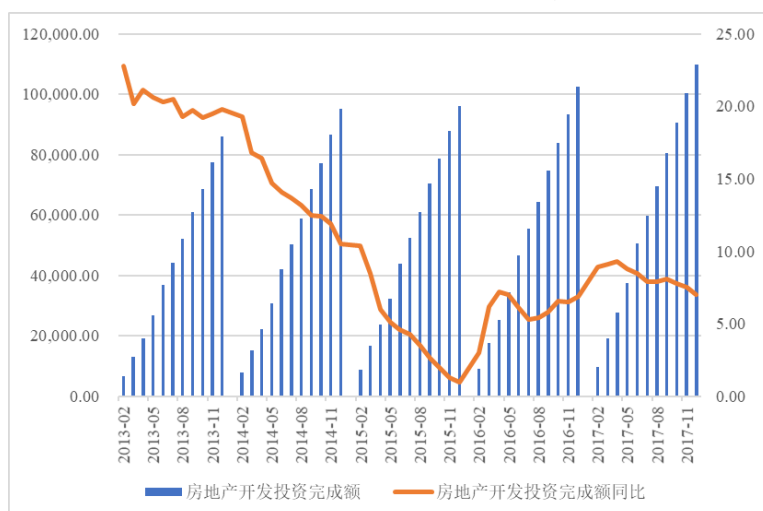
#### 4. 房地产行业

##### (1) 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元，名义同比增长 6.88%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。

图 3 2013~2017 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016 年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

## （2）市场供需

### 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017 年，除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一二三线城市土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

### 开发资金来源状况

2015 年国内融资环境全面宽松，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。受益于宽松的信贷政策，2016 年 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。

### 市场供需情况

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%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。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 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%。

### 销售价格情况

从商品房销售价格看，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。

总体看，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企融资环境趋紧，需重点关注非标融资的政策变化情况；房地产销售平均价格呈震荡上行态势，但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

## （3）行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。2015~2017 年，房地产行业集中度不断提高；2017 年，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分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧

面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 4 2014~2017 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

| 项目             | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 前 10 大企业销售额占比  | 17.19  | 16.87  | 18.81  | 24.10  |
| 前 20 大企业销售额占比  | 23.15  | 22.82  | 25.33  | 32.50  |
| 前 10 大企业销售面积占比 | 10.51  | 11.31  | 12.19  | 15.38  |
| 前 20 大企业销售面积占比 | 13.74  | 14.62  | 15.94  | 20.03  |

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

#### （4）行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 5 近年来主要房地产调控政策

| 年份           | 调控政策                                                                |
|--------------|---------------------------------------------------------------------|
| 2015 年 3 月   | 国务院《不动产登记暂行条例》                                                      |
| 2015 年 3 月   | 央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例                                             |
| 2015 年 9 月   | 央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%    |
| 2015 年 9 月   | 住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》                                          |
| 2016 年 2 月   | 央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例                             |
| 2016 年 6 月   | 国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》                                       |
| 2016 年“十一假期” | 2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整 |
| 2016 年 11 月  | 上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷                        |
| 2017 年 3 月   | 2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大        |
| 2017 年 4 月   | 住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期            |
| 2017 年 7 月   | 中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”           |
| 2017 年 8 月   | 《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见      |

|             |                                                                                                                                                 |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2017 年 10 月 | 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                                                                                          |
| 2017 年 12 月 | 发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控                                                            |
| 2018 年 3 月  | 启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法 |

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，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，实行差别化调控，加快房产税落地。

#### （5）行业关注

##### 行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

##### 房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

##### 中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

#### （6）未来发展

##### 调控政策趋于常态化、精细化和长期化

2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

##### 行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。

### 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。

### 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，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，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。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司是大型民营企业集团，现已形成了以金融产业、房地产、资本投资协调发展的多元化产业结构和业务格局。

公司在金融领域业务涉及信托、证券、保险、银行、期货、典当等。公司金融业务主要运营主体有民生信托、民生证券、亚太财险等多家金融企业；同时参股民生银行、郑州银行等。

民生信托经营的业务品种主要包括信托业务和固有业务，2016年民生信托管理资产规模行业排名46位，截至2017年末，民生信托实际管理信托资产规模达1,871.11亿元，较2016年末增长30.48%；近年来，民生信托主动管理能力不断提高，2015~2017年，民生信托信托年化报酬率分别为0.93%、0.91%和1.17%；2015和2016年，年化信托报酬率行业排名分别为第13位和第15位。

民生证券为全国综合性证券公司之一，业务牌照齐全。依据中国证券业协会发布的2016年证券公司经营业绩排名，民生证券净资本规模居于行业第40位，处于行业中上水平。此外，民生证券投行实力较强，人才储备充足，截至2017年底，民生证券拥有保荐代表人95人、准保荐代表人116人。2016年，民生证券投资银行股票主承销总规模位居行业第21位，股票主承销家数排名第7位。

亚太财险主营财险业务和投资业务，财险业务覆盖车险、交强险、企财险、意外险等多险种；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，亚太财险经营业绩大幅提升，2017年实现营业收入32.34亿元，为2016年收入的1.22倍；净利润扭亏为盈。

房地产业务是公司主要产业之一，上市公司泛海控股是公司房地产业务的经营主体。泛海控股开发的项目分布于北京、深圳、武汉、上海沈阳等中心城市，拥有可开发面积约800万平方米的项目储备。公司开发房地产项目包括武汉中央商务区项目、泛海城市广场、北京泛海国际居住区、泛海国际公寓等高端住宅和商业地产。

目前公司投资和涉及的重点公司和项目主要包括联想控股、民生银行、中信产业基金管理公司、上海金融发展投资基金、绵阳科技城产业投资基金等。

总体看，公司业务发展呈现多元化布局，整体竞争能力较强。

## 2. 人员素质

公司主要高级管理人员包括董事长兼总裁 1 人、执行副总裁 2 人、执行副总裁兼财务总监 1 人、执行副总裁兼风险控制总监 1 人、副总裁 5 人、副总裁兼董事会秘书 1 人、助理总裁 1 人。公司高管人员全部具有大学本科及以上学历。

公司董事长兼总裁卢志强先生，67 岁，中共党员，复旦大学经济学硕士，现任全国政协常委、中国民间商会副会长、泛海公益基金会副理事长、中国光彩事业基金会副理事长、中国民生银行副董事长等职。卢志强先生多年来获全国“优秀中国特色社会主义事业建设者”、“中华慈善奖”特别贡献奖、“2009 中国企业十大卓越管理年度人物”、“2012 年中国企业社会责任杰出企业家”、2014 年“全国社会扶贫先进个人”，“中国光彩事业 20 周年突出贡献奖”等多项荣誉。

公司执行副总裁李明海先生，52 岁，博士研究生学历，副研究员职称。曾任泛海集团有限公司副总裁，光彩事业投资集团有限公司副董事长，泛海控股副董事长兼总裁；现任公司执行董事、执行副总裁，民生信托副董事长。

公司执行副总裁余政先生，58 岁，博士研究生学历，副教授职称。曾任浙江财经学院教研室副主任、马列部副主任、社科部主任，兼任院学术委员会委员、职称评审委员会委员，光彩事业投资集团有限公司总裁，泛海控股常务副总裁，公司执行董事兼执行副总裁，泛海集团有限公司副总裁，民生证券董事长；现任公司执行董事、执行副总裁，民生控股董事长。

截至 2017 年末，公司拥有职工 14,521 人，从学历程度看，本科及以上学历员工占 55.30%，大专学历占 22.90%，中专及以下学历占 21.80%；从年龄构成看，30 岁以下员工占 35.30%，30~50 岁占 61.00%，50 岁以上占 3.70%。

总体看，公司高层管理人员具有深厚的专业背景和丰富的管理经验；公司员工素质及结构符合公司主营行业特点，能够满足公司发展需求。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司依据《中华人民共和国公司法》和《公司章程》的相关规定，建立了较为完善的法人治理结构。

股东会是公司的最高权力机构。公司股东会负责决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换董事、由股东代表出任的监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会或监事的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损的方案等。

公司董事会由 7 名董事组成，董事会设董事长 1 名，副董事长 1 名。公司董事由股东会选举或更换，每届任期三年，可连选连任。公司董事会的职能包括决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会，设监事 5 人，监事会设主席 1 人，职工监事 2 人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事每届任期三年，监事连选可以连任。公司监事具体负责对董事会决定提出质询并要求答复；检查公司的经营和财务状况；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

公司设高管层，高管层共 12 人，包括高级管理人员包括董事长兼总裁 1 人、执行副总裁 2 人、执行副总裁兼财务总监 1 人、执行副总裁兼风险控制总监 1 人、副总裁 5 人、副总裁兼董事会秘书 1 人、助理总裁 1 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。

总体看，公司法人治理结构较为完善，实际运行情况良好。

## 2. 管理体制

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。同时，公司管理体制也日趋完善，建立了针对资金和财务管理、子公司管理、风险控制管理等方面的制度体系。公司根据发展情况，不断更新和完善相关制度，保障公司健康平稳运行。

资产财务类制度方面，为保证公司资产财务的稳健、高效运转，维护公司资金运转秩序和财务安全，公司已执行制度包括资产、财务、会计基本管理制度、财务预算管理制度、内部会计控制制度、货币资金内部控制制度、成本费用管理制度、固定资产管理制度、或有事项管理制度、会计档案管理制度、会计人员管理制度、会计人员行为规范及准则、财产清查管理制度及信托融资实施办法等 13 项管理制度。

风险控制类制度方面，为了公司的风险管理建立规范、有效的风险控制体系，提高风险防范能力，保证公司安全、稳健运行，公司制订了包括合同管理制度、内部审计管理规定、全面风险管理制度、反舞弊管理办法、审计工作操作办法等 12 项管理制度。

子公司管理方面，公司对于非金融类非上市控股子公司，采取直属管理的模式：财务管理方面，对所属子公司单线直控管理，各子公司财务总监均由总公司直接委派，财务部门中层干部实行总公司备案制，同时对子公司实行预算管理；资金管理方面，公司采取高度集中集权式管理，子公司所有大额资金调度必须经由总公司批准；投融资管理方面，公司以总部作为统一融资平台，由子公司针对每个项目上报融资方案并做筹资预算，经由集团决策统一开展融资行为。经营管理方面，公司总部直接向子公司下达经营计划。对于金融类非上市控股子公司及上市子公司，公司根据《公司法》及相关监管机构的规定，通过董事会实施对子公司的管理。对于参股公司，公司通过委派董事、监事的方式实施管理，此外，要求参股公司定期向公司提供财务报表，实时掌握参股公司经营动态。

总体看，公司管理体制完善，对于下属控、参股公司的管控较为严格，能够及时了解及掌握下属公司经营情况并有效作出反应。但是由于公司控股、参股企业较多，且公司还在不断扩大投资领域，对未来其管理效率提出了一定的挑战。

## 六、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。2015~2017 年，公司营业总收入波动增长，分别为 140.98 亿元、260.01 亿元和 222.36 亿元，公司营业总收入主要来源于金融业、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。

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；近三年，公司金融业收入逐年增长，年均复合增长 53.53%，2017 年实现收入 91.58 亿元，同比增长 46.76%，主要系公司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 2015 年的 27.56% 提升至 41.19%。近三年，房地产板块收入波动下降，分别为 86.72 亿元、176.91 亿元和 78.65 亿元，其中 2016 年收入增幅较大主要系 2016 年房地产市场行情较好带动公司结转收入增加；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%；房地产板块占比由 2015 年的 61.52% 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%，为公司收入的重要来源。公司租赁业收入主要来自写字楼及物业出租，近三年该收入呈逐年下降趋势，年均复合下降 5.56%，2017 年为 7.34 亿元，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较小，整体经营较稳定。

表6 2015~2017年公司营业总收入构成和毛利情况（单位：亿元，%）

| 项目     | 2015 年 |        |       | 2016 年 |        |       | 2017 年 |        |       |
|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
|        | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率   |
| 房地产业   | 86.72  | 61.52  | 48.36 | 176.91 | 68.04  | 41.81 | 78.65  | 35.37  | 37.77 |
| 金融业    | 38.85  | 27.56  | 95.46 | 62.40  | 24.00  | 69.05 | 91.58  | 41.19  | 77.38 |
| 租赁业    | 8.23   | 5.84   | 91.08 | 7.63   | 2.93   | 83.09 | 7.34   | 3.30   | 89.32 |
| 商业     | 4.19   | 2.97   | 42.43 | 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  | 0.53   | 0.38   | 68.20 | 0.50   | 0.19   | 66.31 | 0.52   | 0.24   | 67.75 |
| 物业管理   | 0.94   | 0.66   | 0.18  | 1.13   | 0.43   | 2.85  | 1.35   | 0.61   | 6.35  |
| 广告业    | 0.98   | 0.70   | 45.76 | 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     | 0.53   | 0.37   | 53.32 | 0.65   | 0.25   | 30.52 | 1.75   | 0.79   | 25.61 |
| 合计     | 140.98 | 100.00 | 63.41 | 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，金融板块受行业特点影响，整体毛利率较高，2016 年该板块毛利率下降主要系公司保险业务赔付支出增加所致；2017 年毛利率为 77.38%，同比增长 8.33 个百分点，主要系信托和保险业务收入增长幅度高于成本所致。房地产业务方面，由于公司拿地较早，成本较低，该业务板块毛利率较高，但受房地产业务成本增加影响，房地产业务毛利率呈逐年下降趋势，2017 年为 37.77%，较 2015 年下降 10.59 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。受占比较高的房地产板块毛利率下降及金融业毛利率波动下降影响，公司综合毛利率波动下降，近三年分别为 63.41%、49.14% 和 55.70%，但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；2015~2017 年，公司投资收益逐年下降，三年复合下降 38.75%；2015 年，公司实现投资收益 102.18 亿元，其中 83.48 亿元<sup>2</sup>来自持有联想控股股权获得的投资收益；2016 年公司实现投资收益 86.83 亿元，其中 64.05 亿元<sup>3</sup>来自

<sup>2</sup> 2015 年，公司持有的长期股权投资权益法核算的联想控股 20% 的股权在联想控股 IPO 上市并增发股票后，所持股权比例被稀释，对其不再具有重大影响或共同控制，故将其变更为公司的可供出售金融资产，变更时按照联想控股公允价值确认的可供出售金融资产成本的账面价值与原长期股权投资下其成本的账面价值的差额在当年确认为投资收益。

<sup>3</sup> 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。

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。近三年，公司投资收益对营业利润的贡献度分别为107.86%、129.81%和131.37%，贡献度持续提升。

表7 2015~2017年公司投资收益及构成情况（单位：亿元，%）

| 项目                               | 2015年  |        | 2016年 |        | 2017年 |        |
|----------------------------------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|
|                                  | 金额     | 占比     | 金额    | 占比     | 金额    | 占比     |
| 权益法核算的长期股权投资收益                   | 2.11   | 2.07   | 12.12 | 13.96  | 29.11 | 75.94  |
| 处置长期股权投资产生的投资收益                  | 83.48  | 81.69  | --    | --     | 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 | 4.34   | 4.25   | 5.87  | 6.76   | 0.06  | 0.15   |
| 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                | 3.43   | 3.36   | 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               | 4.58   | 4.49   | 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                | 3.05   | 2.99   | 65.77 | 75.75  | 6.39  | 16.67  |
| 其他                               | 1.18   | 1.15   | -     | -      | -     | -      |
| 合计                               | 102.18 | 100.00 | 86.83 | 100.00 | 38.34 | 100.00 |

资料来源：公司审计报告

总体看，公司收入结构呈多元化，收入主要来自金融、房地产业和高科技服务业；受房地产业务收入波动及金融业收入增加影响，整体收入规模呈波动上升态势；受房地产业务毛利率下滑和金融业务毛利率波动影响，公司综合毛利率呈波动下降态势，但仍保持较高水平。公司资本投资业务形成投资收益是公司利润的重要补充，近三年占比均达到营业利润的100%以上。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，收入增长稳定性弱以及投资收益对利润贡献度较高，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8 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，上述三个板块收入占比均保持在 90%以上。近三年，公司金融板块收入逐年增长，三年复合增长 53.53%，主要来自信托和保险板块收入的大幅增长；2017 年，公司证券业务实现收入 17.20 亿元，占比 18.78%；信托业务实现收入 33.08 亿元，占比为 36.12%；保险业务实现收入 32.40 亿元，占比为 35.38%；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9 公司金融板块收入及构成情况（单位：亿元，%）

| 项目 | 2015 年 |        | 2016 年 |        | 2017 年 |        |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|    | 收入     | 占比     | 收入     | 占比     | 收入     | 占比     |
| 证券 | 24.46  | 62.96  | 16.46  | 26.37  | 17.20  | 18.78  |
| 信托 | 8.75   | 22.52  | 15.35  | 24.61  | 33.08  | 36.12  |
| 保险 | 2.23   | 5.74   | 24.56  | 39.36  | 32.40  | 35.38  |
| 其他 | 3.41   | 8.78   | 6.03   | 9.66   | 8.90   | 9.72   |
| 合计 | 38.85  | 100.00 | 62.40  | 100.00 | 91.58  | 100.00 |

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司金融业务收入逐年增长，金融业务收入主要来自证券、信托和保险业务。

## （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，目前注册资本 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。

2015~2017 年，随着民生信托业务规模的扩大和主动管理能力的提高，民生信托营业收入实现快速增长，三年复合增长 74.84%；民生信托营业收入主要由手续费及佣金收入、投资收益和其他业务收入构成；2017 年，民生信托实现营业收入 33.08 亿元，同比增长 72.22%，手续费及佣金收入、投资收益占比分别为 64.79%和 37.25%；其中手续费及佣金收入全部来自信托业务手续费收入，其增长系民生信托主动管理能力的提高所致；投资收益主要为固有业务形成的收益。

表10 民生信托收入及构成情况（单位：万元）

| 项目       | 2015 年 |       | 2016 年 |       | 2017 年 |       |
|----------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
|          | 金额     | 占比    | 金额     | 占比    | 金额     | 占比    |
| 手续费及佣金收入 | 8.04   | 74.26 | 14.71  | 76.60 | 21.43  | 64.79 |
| 利息净收入    | 0.71   | 6.57  | 0.64   | 3.34  | -0.67  | -2.03 |

|           |              |               |              |               |              |               |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 投资收益      | 2.07         | 19.17         | 3.85         | 20.06         | 12.32        | 37.25         |
| <b>合计</b> | <b>10.82</b> | <b>100.00</b> | <b>19.21</b> | <b>100.00</b> | <b>33.08</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：民生信托年报

## 信托业务

近年来，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；2015~2017 年，信托规模呈快速增长趋势，三年复合增长 28.47%；其中，主动管理规模增速较快，三年复合增长率 47.50%。截至 2017 年末，主动管理类信托规模 1,403.94 亿元，占信托规模比重 75.03%，较 2015 年增加 18.11 个百分点；被动管理类信托规模 467.17 亿元，三年复合下降 2.19%，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增速较快，三年复合增长分别为 427.13%和 378.86%；融资类呈下降趋势，三年复合减少 9.67%；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（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%）。民生信托

2015~2017 年，民生信托信托年化报酬率分别为 0.93%、0.91%和 1.17%，呈逐年上升趋势，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。2015 和 2016 年，民生信托年化信托报酬率行业排名分别为第 13 位和第 15 位，行业排名上游。

表 11 民生信托信托资产分布情况（单位：亿元）

| 项目               | 2015 年末         | 2016 年末         | 2017 年末         |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>主动管理型信托资产</b> |                 |                 |                 |
| 证券投资类            | 87.84           | 239.75          | 201.06          |
| 股权投资类            | 5.73            | 25.80           | 159.12          |
| 融资类              | 524.87          | 496.17          | 428.26          |
| 事务管理类            | --              | --              | --              |
| 其他投资             | 26.84           | 292.02          | 615.49          |
| <b>小计</b>        | <b>645.28</b>   | <b>1,053.74</b> | <b>1,403.94</b> |
| <b>被动管理型信托资产</b> |                 |                 |                 |
| 证券投资类            | --              | --              | --              |
| 股权投资类            | --              | --              | --              |
| 融资类              | --              | --              | --              |
| 事务管理类            | 488.38          | 380.31          | 467.17          |
| 其他投资             | --              | --              | --              |
| <b>小计</b>        | <b>488.38</b>   | <b>380.31</b>   | <b>467.17</b>   |
| <b>合计</b>        | <b>1,133.66</b> | <b>1,434.05</b> | <b>1,871.11</b> |

资料来源：民生信托年报

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。

## 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。近年来，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。2015~2017 年，民生信托固有业务规模分别为 47.10 亿元、126.47 亿元和 133.36 亿元，其中 2016 年较 2015 年增长较大主要系 2016 年公司子公司武汉中央商务区建设投资股份有限公司对民生信托增资 56.87 亿元从而补充了其自有资金。

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 12 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          |
| <b>资产总计</b> | <b>133.36</b> | <b>100.00</b> | <b>资产总计</b> | <b>133.36</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：民生信托年报

### 风险管理和资本充足性

民生信托的风险管理组织架构是在目前的组织结构上，根据不同职能构建而成，形成了股东会、董事会、监事会和高级管理层“三会一层”管理架构下，业务线、风险合规管理线、稽核审计线三道主要防线的风险管理体系。民生信托在经营活动中可能遇到的主要风险包括信用风险、市场风险和操作风险，同时还可能承担合规风险、流动性风险、法律风险和声誉风险及战略风险等其他风险。

信用风险压力主要表现在融资类业务中，对于此类风险，民生信托严格要求前期的详细尽调、中期的独立审查与评估、后期的及时跟踪管理，同时针对交易对手信用资质情况，要求提供相应的抵押、质押、保证以及其他一些增信措施，防范信用风险；投资业务相关的信用风险，主要体现在交易对手的履约意愿和履约能力，民生信托严格按照内部决策流程对投资类业务进行信用评估，选取具有较高信用资质的交易对手，同时从多个维度对投资业务设定风险额度来控制信用风险。截至 2017 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%。民生信托市场风险主要涉及证券投资和股权投资自营业务、信托业务以及上市公司股权质押融资、不动产投资信托业务等。对于此类业务，民生信托本着审慎原则，合理配置资产，通过合理的交易安排和严密的管理措施，勤勉、尽职履行受托人职责，最大限度上保障受益人的资金安全。同时，市场风险还具有很强的传导效应，如销售下降、成本上升等因素导致交易对手的信用风险，因此对于此类业务同样采取严格的流程要求以及尽可能取得增信措施来防范风险。对于操作风险，民生信托建立了有效的风险内控体系，明确并不断优化各项业务的操作规程，同时，由稽核管理总部按期对业务开展情况进行稽核，对各职能部门进行管理审计，通过规范各项业务流程、加强内控等手段有效防控操作风险，报告期内未发生重大操作风险事件。民生信托面临的其他风险主要还有法律风险、合规风险、声誉风险、战略风险等。法律风险管理方面，民生信托高度重视法律风险的防范，定期对合同范本进行修订，不断加强对合同的审查力度。合规风险管理方面，民生信托积极稳妥地推进合规管理体系建设，充分借鉴银行业、证券业和保险业良好的合规管理经验，按

照监管机构政策，结合自身合规工作积累，持续完善合规管理的组织框架、管理范围、运行机制和 workflow。声誉风险管理方面，民生信托及时向投资者和监管层进行信息披露，持续关注新闻舆情，还借助信托业协会的《信托资讯》、《每日舆情》等做好舆情监测，就重点事件积极采取应对措施，防范和化解声誉风险。战略风险管理方面，民生信托强调以当前宏观环境、自身实际经营情况及未来发展潜力为基础，建立以风险为导向的战略规划和实施方案，并定期进行修订。

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；净资本/各项业务风险之和为 244.13%，净资本/净资本为 77.37%，均符合监管标准。

总体看，民生信托整体业务规模增速较快，信托业务以主动管理为主且其占比呈上升趋势，信托报酬率处于较好水平，民生信托主动管理能力较好；固有业务主要为信托和基金投资；民生信托风险管理情况良好且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。

## （2）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。

2015 年年中以来，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，2017 年，民生证券实现营业收入 17.20 亿元，三年复合下降 24.64%；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。近三年，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 2015 年的 23,313.09 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，民生证券经纪业务手续费及净收入呈下滑态势，由 2015 年的 14.76 亿元下降至 2017 年的 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。近年来，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保持增长，由 2015 年的 5.09 亿元增长至 2017 年的 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。近年来，民生证券投资规模不断增长，由 2015 年末的 56.26 亿元增长至 2017 年末的 141.48 亿元，主要来自债券规模的增长。受证券市场波动影响，民生证券投资收益波动较大，近三年分别为 5.15 亿元、-11.37 万元和 1.66 亿元，2016 年为负值系证券市场波动，加之公司投资策略判断

失误所致。

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。近年来，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。近三年，受证券市场行情影响，民生证券融出资金规模持续下降，由 2015 年末的 48.74 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。

### 风险管理及资本充足性

风险管理方面，民生证券在日常经营活动中面临的风险主要包括市场风险、流动性风险、信用风险和操作风险等。民生证券形成了各业务部门及分支机构作为第一道风险防线，风险管理总部、稽核监察总部、合规管理总部作为第二道风险防线，董事会合规管理与风险控制委员会作为最后一道风险防线的三级风险管控体系，分工明确、各司其职，实现了对风险的有效防范和控制。

市场风险方面，民生证券根据资金配置情况，由董事会确定证券投资业务（自营）、资产管理业务（自有资金投入）、固定收益业务、证券承销业务、做市业务、衍生品投资业务的规模，执行委员会根据面临的的市场风险以及各项业务发展现状确定运作规模。同时，民生证券建立了风险管理信息系统，实现了与业务系统的对接，能够有效结合业务开展情况对市场风险进行实时、动态监控。信用风险主要涵盖融资融券业务、股票质押业务、约定购回业务、固定收益投资业务、投资银行业务（债权融资）等。民生证券建立健全了业务部门与风险管理的双重信用风险管理机制，在充分了解交易对手经营状况、历史履约情况等资信信息的基础上，通过对投资标的、交易对手进行信用评级、合理授信、加强合同管理等手段，实现对信用风险的识别与评估。民生证券对流动性风险管理的措施主要包括：执行委员会在董事会批准的总规模内制定各项业务的运作规模，在确保流动性安全的前提下，实现综合效益最大化；对资金实行集中管理与调控，确保流动性管理覆盖全部业务；建立流动性管理指标体系，对关键指标进行测算，一旦指标达到预警标准，及时采取措施等；截至 2017 年末，民生证券净稳定资金率和流动性覆盖率分别为 142.89% 和 402.07%，均符合监管要求。民生证券通过严格权限管理、实行前、中、后台相互制衡，重要岗位双人、双职、双责等方法，从源头上防范操作风险。同时，通过采取风险自我评估、关键风险指标、风险归因等多种方法，注重对业务开展过程中所面临的各类操作风险进行识别。2015~2017 年，民生证券分类监管评级分别为 BB、CC 和 A，内控管理水平有所上升。

总体看，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；民生证券资本充足性较好，各项风险控制指标均符合监管标准；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。

### （3）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。截至 2017 年底，亚太财险资产总额 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，近三年，已赚保费占营业收入比重均保持在 90%以上；2015~2017 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，亚太财险营业收入呈增长趋势，三年复合增长率为 13.24%；2017 年，亚太财险实现营业收入 32.34 亿元，其中已赚保费和投资收益占比分别为 90.77%和 8.75%。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，近三年其占比均保持在 98%以上。

净利润方面，2015 和 2016 年，亚太财险净利润均为负值，分别为-0.97 亿元和-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 13 亚太财险营业收入情况（单位：亿元，%）

| 项目       | 2015 年 |        | 2016 年 |        | 2017 年 |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|          | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 已赚保费     | 23.05  | 91.38  | 24.54  | 92.93  | 29.36  | 90.77  |
| --保险业务收入 | 24.31  | --     | 28.79  | --     | 31.57  | --     |
| 其中：原保险合同 | 24.03  | 98.84  | 28.55  | 99.15  | 31.26  | 99.00  |
| 再保险合同    | 0.28   | 1.16   | 0.24   | 0.85   | 0.32   | 1.00   |
| 投资收益     | 2.01   | 7.98   | 1.65   | 6.23   | 2.83   | 8.75   |
| 其他       | 0.16   | 0.64   | 0.22   | 0.84   | 0.15   | 0.48   |
| 营业收入合计   | 25.22  | 100.00 | 26.40  | 100.00 | 32.34  | 100.00 |
| 净利润      | -0.97  | --     | -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，且其合计占比较为稳定，近三年均合计占比均保持在 85%以上。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 14 亚太财险各险种收入构成情况（单位：%）

| 项目     | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|--------|--------|--------|--------|
| 商业车辆保险 | 54.65  | 52.78  | 50.21  |
| 交强险    | 30.97  | 33.45  | 35.11  |
| 企业财产险  | 4.35   | 4.31   | 4.06   |
| 意外伤害险  | 3.29   | 3.62   | 4.88   |
| 责任险    | 2.78   | 3.17   | 3.29   |
| 其他     | 3.96   | 2.67   | 2.45   |
| 合计     | 100.00 | 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，近三年，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 15 亚太财险各渠道收入构成情况（单位：%）

| 项目     | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|--------|--------|--------|--------|
| 直接保险业务 | 48.94  | 40.82  | 32.45  |
| 保险专业代理 | 27.12  | 36.96  | 46.26  |
| 保险兼业代理 | 13.94  | 12.70  | 13.33  |
| 保险经纪   | 4.28   | 4.28   | 4.19   |
| 个人代理   | 4.25   | 3.92   | 2.60   |
| 其他     | 1.48   | 1.33   | 1.17   |
| 合计     | 100.00 | 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；近三年，分入保费收入分别为 0.28 亿元、0.24 亿元和 0.32 亿元；分出保费分别为 2.22 亿元、1.60 亿元和 1.51 亿元；再保险率分别为 9.13%、5.56%和 4.78%，逐年降低，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，近三年，亚太财险净赔付支出分别为 14.83 亿元、13.80 亿元和 15.20 亿元，整体呈增长趋势；综合赔付率分别为 66.19%、63.82%和 54.12%，呈下降趋势，主要是保险业务收入增速快于赔付支出增速所致；承保利润率分别为-12.53%、-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。2015~2017 年，亚太财险投资资产波动增长，分别为 26.37 亿元、44.76 亿元和 40.78 亿元，2016 年投资资产增长主要系股东增资后可用于投资的资金较多所致。从投资资产结构来看，亚太财险投资资产日趋多样化；2015 年和 2016 年投资资产主要以信托计划和银行存款为主，上述两项合计占比分别为 71.28%和 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%。

近三年，随着投资规模的增加，投资收益整体呈波动上升趋势，分别为 2.01 亿元、1.65 亿元和 2.83 亿元，2016 年较 2015 年下降主要系当年投资收益率普遍较低且亚太财险银行存款占比较多所致，2017 年投资收益上升主要是投资品种丰富、投资收益率较高所致。

表 16 亚太财险投资资产结构（单位：亿元，%）

| 项目   | 2015 年 |       | 2016 年 |       | 2017 年 |       |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
|      | 规模     | 占比    | 规模     | 占比    | 规模     | 占比    |
| 信托计划 | 7.10   | 26.92 | 6.80   | 15.19 | 8.00   | 19.62 |
| 银行存款 | 11.70  | 44.36 | 30.56  | 68.26 | 7.48   | 18.35 |

|           |              |               |              |               |              |               |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 股票        | 0.05         | 0.18          | 1.15         | 2.58          | 6.52         | 16.00         |
| 债权计划      | 1.80         | 6.83          | 2.60         | 5.81          | 6.30         | 15.45         |
| 资产管理产品    | 3.50         | 13.29         | 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     | 0.62         | 2.37          | 0.36         | 0.80          | 2.11         | 5.18          |
| 其他        | 1.60         | 6.06          | 2.32         | 5.18          | 2.26         | 5.54          |
| <b>合计</b> | <b>26.37</b> | <b>100.00</b> | <b>44.76</b> | <b>100.00</b> | <b>40.78</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：亚太财险审计报告，联合评级整理。

## 风险管理和资本充足性

亚太财险面临的风险包括保险风险、市场风险、信用风险和流动性风险。

亚太财险面临的主要保险风险为实际的理赔给付金额超出保险负债的账面价值的风险；亚太财险已经建立起分散承保风险类型的保险承保策略，并在每个类型的保险合同中保持足够的保单数量，从而减少保险风险的不确定性。亚太财险通过承保策略、再保险安排和理赔管理来减轻保险风险。这些再保险合同分散了保险风险，降低了潜在损失对亚太财险的影响。同时，亚太财险通过加强对承保核保工作和理赔核赔工作的管理来减少保险风险。

市场风险是指因利率、外汇价格或市场价格的波动而引起损失的可能性。亚太财险在法律和监管政策允许前提下，通过适当的多样化投资组合来分散市场风险。亚太财险通过调整投资组合的结构和期限来管理利率风险，并尽可能使资产和负债的期限相匹配；当利率变动 100 个 BP 时，亚太财险 2017 年利润将变动 99.97 万元。汇率风险方面，当外币对人民币变动 5% 时，亚太财险 2017 年利润将变动 795.09 万元。价格风险主要由亚太财险持有的股权型投资（主要是股票和基金投资）价格的不确定性而引起。亚太财险每年对部分该类投资进行减值准备测试，2017 年末，基金和股票减值金额 7,111,921.59 元，占亚太财险的总体投资资产总量的 0.16%，除此之外其他项目未发现减值迹象。其它的金融资产主要是定期存款、保险资管产品、债权投资计划、集合资金信托计划等，其账面价值受该风险影响较小。

信用风险是指金融交易的一方或某金融工具的发行机构因不能履行义务而使另外一方遭受损失的风险。亚太财险的投资品种遵循中国保监会的监管要求，投资组合中主要是基金、保险资管产品、存放在四大国有银行和其他全国性商业银行的货币资金、定期存款、存出资本保证金以及债权项目投资和信托计划投资，其中债权投资计划均投向于基础设施和不动产的相关项目，具有符合保监会规定的担保措施，信用等级高；信托投资计划均有抵押物或质押物以及担保人。截至 2017 年末，亚太财险无重大金融资产项目发生逾期。

流动性风险是指亚太财险无法获得足够的现金流归还到期负债的风险。在正常的经营活动中，亚太财险寻求通过匹配投资资产与保险负债的到期日以降低流动性风险。亚太财险根据监管要求按季度报送流动性风险指标，对基本现金流情况和压力下的流动性风险进行评估。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，近年来，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；目前业务主要包括保险业务和投资业务，保险业务以车险和交强险为主；投资业务主要投资信托计划、

银行存款、股票、债券计划和资产管理产品。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。

## 2. 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，2016年，泛海控股新增美国纽约南街80号项目、美国夏威夷Ko Olina 1#和2#地项目、美国夏威夷西区项目土地储备，土地面积合计224.40万平方米。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17 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，近三年，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。公司新开工面积三年复合下降23.94%，2017年为14.34万平方米；竣工面积三年复合增长5.76%，2017年为99.68万平方米；期末在建面积三年复合下降17.99%，2017年为314.96万平方米。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18 公司房地产业务项目开发情况（单位：万平方米）

| 期间    | 2015年度 | 2016年度 | 2017年度 |
|-------|--------|--------|--------|
| 新开工面积 | 24.79  | 23.29  | 14.34  |
| 在建面积  | 468.31 | 378.27 | 314.96 |
| 竣工面积  | 89.11  | 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 19 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<br>(万平方米) | 预估投资<br>额（亿元） | 期末在建部分<br>累计投资<br>额（亿元） | 预计完工<br>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           | 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               | 洛杉矶  | 在建      | 24.93          | 18 亿美元        | 55.76                   | --         |
| 12 | 美国旧金山泛海中心               | 旧金山  | 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，截至目前尚未开工建设；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，近三年，公司房地产销售情况伴随房地产行业景气度下降和调控政策收紧有所下滑；2015 年，房地产市场回暖，公司房地产业务当年签约销售面积 46.92 万平方米，实现签约销售金额 150.84 亿元；2016 年，公司房地产业务当年签约销售面积 36.20 万平方米，较上年下降 22.85%，主要系当年可售面积有所下降所致；公司开发项目定位于高端客户群，2016 年签约销售项目主要位于北京市和武汉市，公司签约销售均价较高，为 3.56 万元/平方米，较上年增长 10.76%，主要系北京、武汉两地房地产市场景气度持续提高所致；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。

表 20 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            | 2015 年    | 2016 年    | 2017 年    |
|---------------|-----------|-----------|-----------|
| 销售面积          | 46.92     | 36.20     | 25.59     |
| 销售收入（合同口径）    | 150.84    | 128.90    | 51.80     |
| 签约销售均价（元/平方米） | 32,148.00 | 35,607.73 | 20,242.28 |
| 结转面积          | 35.18     | 52.08     | 30.28     |
| 结转收入          | 86.63     | 176.70    | 78.33     |

资料来源：公司提供

从结转情况来看，公司结转面积和收入呈波动下降趋势；2016 年，公司销售结转面积 52.08 万平方米，较上年增加 48.04%；实现销售结转收入 176.70 亿元，较上年增加 103.97%；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所致。

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21 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<br>售面积 | 2016 年销<br>售面积 | 2016 年结<br>转面积 | 2017 年可<br>售面积 | 2017 年销<br>售面积 | 2017 年结<br>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<br>（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，公司土地储备较充足且多位于北京市、武汉市、上海市等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及成本优势，未来有望为公司房地产收入的持续增长提供有力保障；但受房地产调控及市场景气度下降影响，公司房地产开发有所放缓，销售下滑；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，公司房产租赁业务运作良好，整体经营较稳定。

## 3. 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 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。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。

#### 4. 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 16.97%。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，公司持有民生银行股份有限公司 168,265.22 万股 A 股股份，占总股本的 4.61%。

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，所投资资产质量较好。

## 5. 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。项目包括甲醇制烯烃（MTO）装置、PP、PE 等生产装置和配套的公用工程、辅助生产装置，实施计划大体分为项目前期工作阶段、勘探和设计工作阶段、设备材料采购及施工前期准备工作阶段、施工安装工作阶段及试车与考核验收工作阶段共五个阶段，项目建设周期为 3 年。项目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 日第一砣混凝土浇灌；该项目计划投资总额 5.67 亿美元，截止 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 265.55km<sup>2</sup>，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，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。

## 6. 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。

目前，公司上述收购事项正在中国和美国相关政府机构进行审批，未来能否成功收购 Genworth 金融集团存在不确定性。

## 7. 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。

适时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。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年财务数据经中兴华会计事务所(特殊普通合伙)审计,并对 2015~2016 年财务报告出具了标准无保留意见的审计意见;对 2017 年财务报告出具了无保留意见的审计意见。从合并范围变化来看,2016 年末公司纳入合并范围的子公司共计 16 家,新增泛海资产管理有限公司、青岛民生经济信息服务有限公司和亚太寰宇投资有限公司。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 2015 年财务数据选取 2016 年期初和上期数据,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。

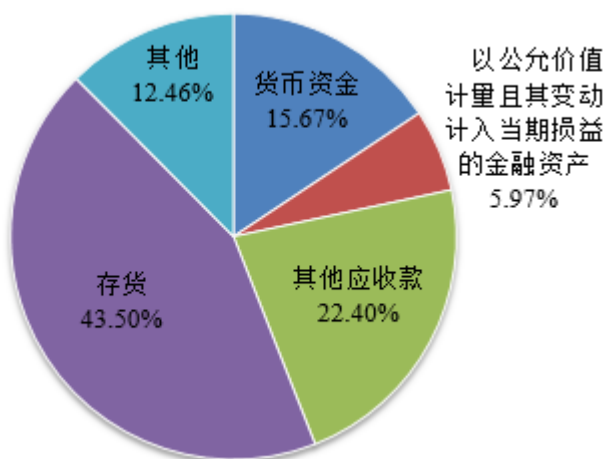
### 2. 资产质量

2015~2017 年,公司资产规模持续增长,年均复合增长 26.06%。截至 2017 年底,公司资产合计 3,167.85 亿元,较年初增加了 15.99%,资产构成以流动资产为主,占比为 61.20%。

#### 流动资产

2015~2017 年末,公司流动资产三年复合增长 16.80%,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 4 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源:审计报告

2015~2017 年末,公司货币资金波动减少,分别为 384.27 亿元、418.76 亿元和 303.74 亿元;2016 年末公司货币资金较 2015 年末增长 8.98%,主要系公司发行债券以及取得银行借款所致;2017 年末公司货币资金较年初下降 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。2015~2017 年末，公司存货年均复合增长 28.04%，分别为 514.47 亿元、666.87 亿元和 843.38 亿元，主要系工程推进带动开发成本增加所致；截至 2017 年末，公司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。2015~2017 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分别为 51.34 亿元、106.14 亿元和 115.84 亿元，三年年均复合增长 50.21%，主要系公司自营证券业务规模扩大所致；2016 年较 2015 年增幅较大主要系子公司民生信托与民生证券大幅增加债券投资所致；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。

2015~2017 年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 16.81%，主要系公司业务发展、关联方往来款项增加所致；截至 2017 年底，公司其他应收款 434.19 亿元，较年初增长 19.72%；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 22 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，%）

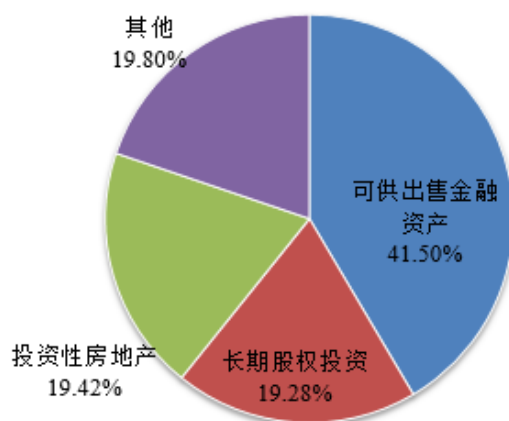
| 单位名称 | 是否为关联方 | 款项性质 | 金额     | 年限    | 占其他应收款总额的比例 |
|------|--------|------|--------|-------|-------------|
| 客户一  | 是      | 往来款  | 147.70 | 1 年以内 | 33.75       |
| 客户二  | 是      | 往来款  | 105.12 | 1 年以内 | 24.02       |
| 客户三  | 是      | 往来款  | 35.81  | 1 年以内 | 8.18        |
| 客户四  | 是      | 往来款  | 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

2015~2017 年末，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 46.52%；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5 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。2015~2017 年末，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 33.16%；截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 510.12 亿元，同比增长 20.17%。2016 年末较 2015 年末增长 47.55%，主要系 2016 年公司投资手游项目、参与某全国性银行股权投资以及民生证券和民生信托增加信托产品和资管计划产品所致；2017 年末较 2016 年末增长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；2017 年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%。

2015~2017 年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 17.90%；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（占比 97.36%）的投资构成。2015~2017 年末，公司长期股权投资大幅增长，分别为 0.55 亿元、199.04 亿元和 236.93 亿元，年均复合增长 1,975.19%；2016 年末较 2015 年末增幅较大主要系公司大幅增加对民生银行投资同时将民生银行由“可供出售金融资产”调整至本科目所致（2016 年 7 月，公司在二级市场增持民生银行股权，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做出调整）；2017 年末较 2016 年末增长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。

近三年，公司自有资产年均复合增长 28.37%，截至 2017 年末，公司自有资产 3,085.77 亿元，自有资产占总资产比重为 97.41%，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%，受限比例较高；各类资产受限情况如下。

表 23 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，近年来，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主；流动资产中存货和其他应收款占比较大，存货变现能力值得关注，其他应收款对公司资金形成一定占用；公司非流动资产以股权投资、房地产投资和权益类金融资产投资为主，相关资产质量较高；公司资产受限比例一般，总体看公司资产质量尚可，但流动性一般。

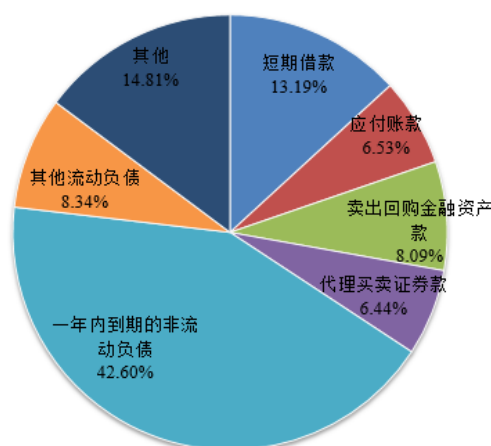
### 3. 负债及所有者权益

2015~2017 年末，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 26.28%；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%。

#### 流动负债

2015~2017 年末，公司流动负债大幅增长，年均复合增长 37.95%；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%）、卖出回购金融资产款（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6 截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：审计报告

2015~2017年末，公司短期借款逐年增长，年均复合增长56.11%，系公司流动资金需求增加所致；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。2015~2017年末，公司应付账款波动增长，分别为60.88亿元、84.05亿元和83.28亿元；2016年末较2015年末增长38.05%，主要系房地产开发

项目应付工程款增加所致；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。2015~2017年末，公司卖出回购金融资产款大幅增长，年均复合增长96.71%，主要系子公司民生证券卖出回购债券合约增长所致；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%；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%。

2015~2017年末，公司代理买卖证券款逐年减少，年均复合减少17.61%，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，公司代理买卖证券款账面余额82.08亿元，较年初下降13.02%。

2015~2017年末，公司一年内到期的非流动负债逐年上升，年均复合上升55.52%，主要是一年内到期的长期借款转入所致；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%；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%。

2015~2017年末，公司其他流动负债持续快速增长，三年复合增长300.29%；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

2015~2017年末，随着长期借款和应付债券的波动，公司非流动负债呈波动增长态势；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。

2015~2017年末，公司长期借款波动增长，分别为581.52亿元、908.36亿元和801.44亿元；2016年末较2015年末增长56.21%，主要系房地产业务资金需求大所致；2017年末较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。

2015~2017年末，公司应付债券规模波动增长，分别为347.80亿元、532.33亿元和489.06亿元；2016年末较2015年末大幅增长53.06%，主要系公司2016年新发行债券规模较大所致；2017年末较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，2015~2017年末，公司全部债务年均复合增长29.50%，主要系房地产业务及金融业务资金需求大所致。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24 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数有差异系公司与联合评级公式差异所致。

从债务负担情况来看，2015~2017年末，公司资产负债率保持较高水平且波动增长，分别为81.74%、84.05%和82.03%；公司自有资产负债率分别为80.56%、83.48%和81.55%，也保持较高水平；公司长期债务资本化比率波动增长，分别为71.87%、76.80%和69.45%；公司全部债务资本化比率波动增长，分别为77.24%、80.62%和78.45%。

总体看，近年来，公司债务规模有所增加，且处于较高水平，债务负担较重；公司债务结构以长期债务为主，但短期内集中偿付压力大。

### 所有者权益

2015~2017 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）稳步增长，年均复合增长率为 25.05%；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，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

2015~2017 年，随着公司房地产和金融业务收入的波动增长，公司营业总收入呈波动增长态势，分别为 140.98 亿元、260.01 亿元和 222.36 亿元。2017 年，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。

2015~2017 年，公司营业总成本保持和营业总收入同趋势波动，分别为 150.93 亿元、287.50 亿元和 254.17 亿元，上述波动主要系受房地产业务营业成本波动增加影响；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，近三年，公司期间费用逐步增长，年均复合增长 30.96%，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。近三年，公司获得公允价值变动收益大幅增长，年复合增长129.83%；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。近三年，公司投资收益大幅减少，三年复合下降38.75%；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%。公司投资收益对利润贡献度高，近三年投资收益对营业利润贡献度分别为107.86%、129.81%和131.37%。

2015~2017年，受公司投资收益大幅减少的影响，公司净利润年均复合下降52.06%；2017年，公司实现净利润20.98亿元，同比大幅下降67.58%。近三年，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2015年下降6.58、5.36和22.75个百分点，下滑明显。

总体看，公司营业收入规模波动增长，投资收益对利润贡献度较高，投资收益受市场因素影响较大，增长具有一定不稳定性，近年来受投资收益下降影响，公司盈利能力下滑明显。

## 5. 现金流

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动产生的现金流均呈净流出态势且流出规模逐年加大，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，2015~2017年，公司投资活动现金流呈净流出态势且波动减少，净额分别为-155.88亿元、-519.86亿元和-111.54亿元；其中，2016年，投资活动净现金流出规模较大主要系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）金额较大所致；2017年，前述两项投资支付现金减少，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，2015~2017年，公司筹资活动现金流均呈净流入态势且流入规模波动减少，分别为416.98亿元、572.81亿元和206.62亿元；2016年筹资活动净流入规模同比增加主要系吸收投资和取得借款收到的现金增加所致；2017年公司筹资活动现金流净额同比减少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，公司经营现金流仍呈净流出状态，且净流出规模持续扩大；公司对外投资规模波动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，公司存在较大融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率波动减少，分别为2.12倍、2.07倍和1.52倍，主要系流动负债增幅较大所致；速动比率逐年减少，分别为1.35倍、1.28倍和0.86倍，主要系存货增加以及流动负债增速较大所致。同时，考虑到公司流动资产中应收款项和存货占比较大，短期偿债能力受应收款项回收以及存货变现影响较大。2015~2017年，公司经营活动现金流均表现为净流出，经营现金流流动负债比分别为-5.94%、-11.89%和-16.87%，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，2015~2017年，公司EBITDA逐年下降，分别为147.32亿元、143.13亿元和106.82亿元，三年复合减少14.85%。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利息倍数逐年下降，分别为1.73倍、1.32倍和0.83倍；同期公司EBITDA全部债务比分别为0.12倍、0.08倍和0.05倍。公司长期债务有所增加，偿债能力指标较低。

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 25 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 |
| 被诉   | 印尼 KPN 公司                           | 印尼 PTMabar 公司                         | 土地纠纷      |          | 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；但考虑到公司整体经营实力较强，旗下金融、房地产等多板块近年来整体发展良好，整体偿债能力很强。

## 八、本期公司债券偿债能力分析

### 1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年底，公司全部债务总额 2,072.53 亿元。本期拟发行债券规模不超过 17.00 亿元（含），对公司现有债务负担影响较小。

以 2017 年底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 17.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率将分别变为 82.12%、78.57%和 69.70%，分别上升了 0.08 个百分点、0.12 个百分点和 0.24 个百分点，在未考虑偿还部分债务的情况下，公司的负债水平上升明显，债务负担加重。考虑到本期债券募集资金将用于偿还公司有息债务，本期债券的发行对公司整体债务负担的实际影响小于估计值。

## 2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，公司 2017 年的 EBITDA 为 106.82 亿元，为本期公司债券发行额度（17.00 亿元）的 6.28 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好。公司 2017 年的经营活动现金流入量为 323.64 亿元，为本期公司债发行额度的 19.04 倍；经营活动现金净流量为-214.98 亿元，对本期公司债不具备保障能力。

综合以上分析，并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，公司对本期债券的偿还能力很强。

## 九、综合评价

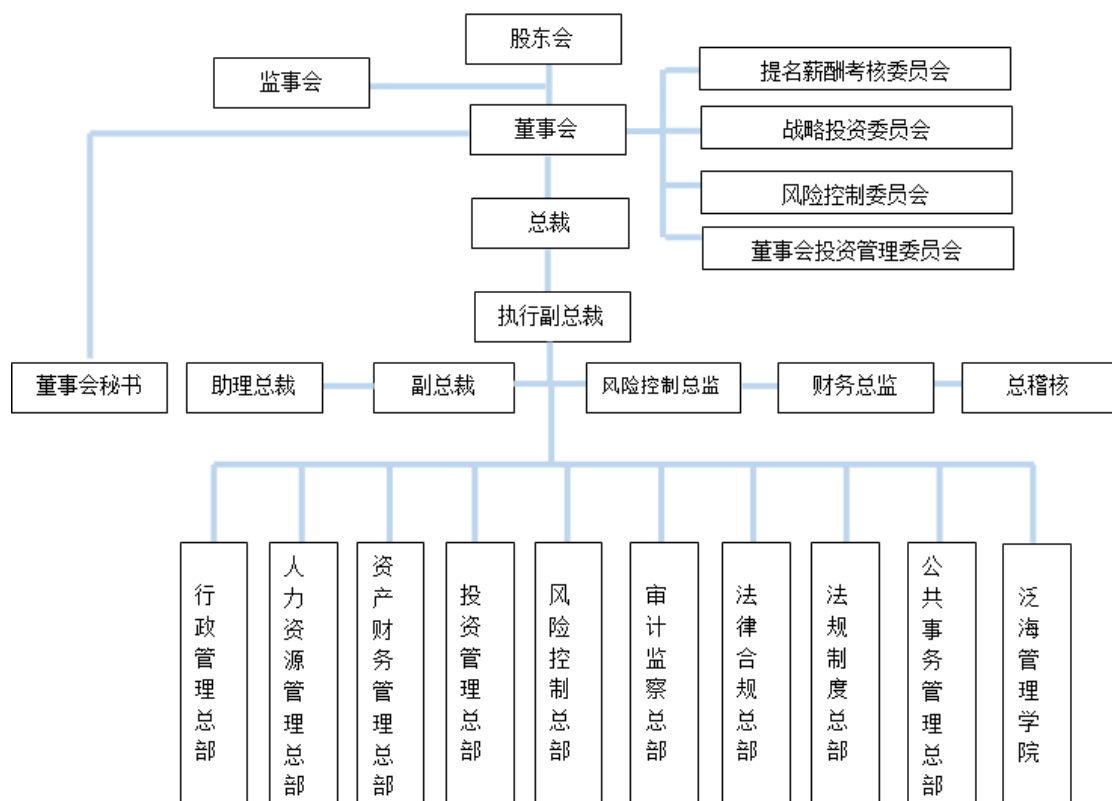
公司作为国内大型民营综合类企业集团，在经营规模、产业布局、多元化经营等方面具有突出优势；经过多年发展，公司已形成了房地产、金融以及资本投资协调发展的多元化产业结构和业务格局。近年来，公司金融板块业务不断扩大，业务格局以信托、证券、保险为主，同时持有优质银行股权，整体发展良好；房地产业务土地储备充足，主要项目区位优势明显。

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较为集中且位于调控城市，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；公司地产板块未来投资支出规模较大；公司债务负担进一步加重且存在集中偿付压力；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，发展前景良好，将进一步扩大公司的利润规模，提升公司的盈利能力，公司整体竞争实力也将得以提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

## 附件 1 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               | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年   |
|------------------|----------|----------|----------|
| 资产总额（亿元）         | 1,993.53 | 2,731.10 | 3,167.85 |
| 所有者权益（亿元）        | 364.04   | 435.47   | 569.25   |
| 短期债务（亿元）         | 305.57   | 370.69   | 778.31   |
| 长期债务（亿元）         | 930.19   | 1,441.38 | 1,294.22 |
| 全部债务（亿元）         | 1,235.76 | 1,812.07 | 2,072.53 |
| 营业收入（亿元）         | 140.98   | 260.01   | 222.36   |
| 净利润（亿元）          | 91.27    | 64.70    | 20.98    |
| EBITDA（亿元）       | 147.32   | 143.13   | 106.82   |
| 经营性净现金流（亿元）      | -39.76   | -100.46  | -214.98  |
| 现金收入比率（%）        | 101.52   | 101.52   | 77.92    |
| 总资本收益率（%）        | 10.71    | 7.09     | 4.13     |
| 总资产报酬率（%）        | 8.88     | 5.94     | 3.53     |
| 净资产收益率（%）        | 26.92    | 16.18    | 4.18     |
| 营业利润率（%）         | 52.62    | 45.81    | 60.43    |
| 费用收入比（%）         | 59.74    | 47.39    | 64.96    |
| 资产负债率（%）         | 81.74    | 84.05    | 82.03    |
| 全部债务资本化比率（%）     | 77.24    | 80.62    | 78.45    |
| 长期债务资本化比率（%）     | 71.87    | 76.80    | 69.45    |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 1.73     | 1.32     | 0.83     |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.12     | 0.08     | 0.05     |
| 流动比率（倍）          | 2.12     | 2.07     | 1.52     |
| 速动比率（倍）          | 1.35     | 1.28     | 0.86     |
| 现金短期债务比（倍）       | 1.43     | 1.42     | 0.54     |
| 经营现金流动负债比率（%）    | -5.94    | -11.89   | -16.87   |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 8.67     | 8.42     | 6.28     |

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 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                           |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                                |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%<br>(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                                |
| 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%                                                                   |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                                |
| 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%                                                             |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                                |
| 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%                                                                            |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| 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                                                                             |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| 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)                                                            |
| <b>本期公司债券偿债能力</b> |                                                                                                |
| 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                                                                       |
| <b>保险业务相关指标</b>   |                                                                                                |
| 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 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 中国泛海控股集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中国泛海控股集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国泛海控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国泛海控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国泛海控股集团有限公司的相关状况，如发现中国泛海控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中国泛海控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国泛海控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国泛海控股集团有限公司、监管部门等。

