信用等级公告

联合[2018] 1155 号

联合资信评估有限公司通过对中国泛海控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国泛海控股集团有限公司的主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持 “11 中国泛海债 02/11 泛海 02” 的信用等级为 AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中国泛海控股集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名　称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
11 中国泛海债 02/11 泛海 02	10 亿元	2021/12/13[1]	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	435.67	525.86	419.82
资产总额(亿元)	1993.53	2731.10	3167.85
所有者权益合计(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	1441.38	1294.22
全部债务(亿元)	1235.76	1812.07	2072.53
营业收入(亿元)	140.98	260.01	222.36
利润总额 (亿元)	95.09	68.75	25.07
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	38.38	51.13
净资产收益率(%)	25.07	14.86	3.68
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(%)	212.62	206.89	152.10
全部债务/EBITDA(倍)	8.39	12.66	19.40
EBITDA 利息倍数(倍)	1.73	1.32	0.83
经营现金流动负债比(%)	-5.94	-11.89	-16.87

注：1、公司于 2017 年对前期报表进行会计差错更正，2016 年数据采用 2017 年年报中调整后的期初数。2、应付短期融资款及其他流动负债中短期应付债券调整至短期债务；长期应付款中融资租赁款调整至长期债务。

分析师

潘云峰　韩家麒　王　宁

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

[1] 注：含第 5 年末公司上调票面利率及投资者回售选择权

评级观点

中国泛海控股集团有限公司（以下简称“公司”）是大型民营集团企业，业务涵盖金融、房地产、能源、资本投资管理及高科技服务等。跟踪期内，新增高科技服务业务，形成对公司营业收入的重要补充，金融保险业务快速增长，毛利率水平持续改善。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，受公司房地产业务表现不佳影响，营业收入和利润总额有所下降；公司债务规模持续扩张、经营性净现金流持续为负及海外投资业务规模大等因素对其经营及发展可能带来不利影响。

公司资产规模较大，综合实力强，多元化优势明显；国内土地与项目储备具备一定地域及成本优势，公司北京、武汉等地房地产项目销售预期良好，对未来业绩提供了有效支撑，公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对存续期债券保障能力强。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持“11 中国泛海债 02/11 泛海 02”的信用等级为 AA^+。

优势

1. 公司作为大型民营企业集团，形成涵盖房地产、金融及资本投资等的多元化业务格局，在经营规模等方面具有优势。
2. 跟踪期内，公司金融板块发展迅速，收入规模增长显著，毛利率水平持续改善。
3. 跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产结构保持稳定，现金类资产充足，整体资产质量良好。
4. 公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对存续期债券保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模持续扩张，债务负担有所加重。公司投资收益受市场波动影响

较大，盈利能力下滑明显。

2. 受一线城市对高端项目限价政策影响，2017年公司房地产板块业务收入和毛利率水平均有所下滑。公司主要土地储备和在建项目主要位于房地产调控热点城市，销售面临一定去化压力。
3. 公司经营和投资活动净现金流持续表现为净流出状态，考虑到受限资产比例较高，存在一定的融资压力。
4. 公司海外投资规模较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国泛海控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些材料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

一、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国泛海控股集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国泛海控股集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中国泛海控股集团有限公司（以下简称“公司”）属于集团型民营企业，于 1988 年 4 月注册成立，原名中国泛海控股有限公司，2006 年 10 月 17 日，公司更为现名。历经多次股权转让和增资，截至 2017 年底，公司注册资本为 200.00 亿元，实收资本为 150.00 亿元，其中泛海集团有限公司持股比例为 98.00%，通海控股有限公司持股比例为 2.00%。公司实际控制人为卢志强。

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、管理咨询服务；汽车租赁。

公司目前下设行政管理总部、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、泛海管理学院等 10 个职能部门。截至 2017 年底，公司拥有 21 家纳入合并范围的二级子公司，较上期增加 5 家二级子公司，其中全资子公司 15 家，控股子公司 6 家。公司下属全资、控股子公司中包含 2 家上市公司：泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”）、民生控股股份有限公司（以下简称“民生控股”）。截至 2017 年底，公司直接持股比例分别为 67.15%和 22.56%。

截至 2017 年底，公司资产总额 3167.85 亿元，所有者权益 569.25 亿元（含少数股东权益 246.31 亿元）；2017 年实现营业总收入 222.36 亿元，利润总额 25.07 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2011 年 12 月 13 日发行人民币债券 28 亿元，其中 18 亿元为 6 年期附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权（品种一，债券简称“11 中国泛海债 01”）；10 亿元为 10 年期附第 5 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权（品种二，债券简称“11 中国泛海债 02”，票面利率维持 8.90%）。公司将募集资金中的 19.4 亿元用于第十二届全国冬季运动会分赛场抚松长白山国际滑雪中心项目，3 亿元用于偿还银行贷款，5.6 亿元用于补充公司营运资金。抚松长白山国际滑雪中心项目建设主体为长白山国际旅游度假区开发有限公司，项目总投资为 126.59 亿元，其中项目单位自筹解决 73.59 亿元，各股东单位按照持股比例投入资金，其余资金通过申请银行贷款解决。募投项目现已建设完成并投入使用，募集资金已全部按计划使用完毕。跟踪期内，公司已于 2017 年 12 月 13 日偿付“11 中国泛海债 01”18 亿元的本金和档期利息，并按时偿付“11 中国泛海债 02/11 泛海 02”利息，目前债券余额 10 亿元，到期兑付日为 2021 年 12 月 13 日。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017

年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，我国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，我国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增

长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

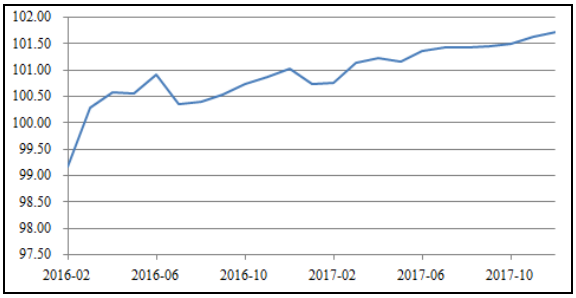
五、行业及区域经济环境

1. 房地产行业

（1）行业概况

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 1　2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投

资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动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，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标

志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及

退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要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。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

商业地产现状

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。近年来，中国房地产调控政策主要针对住宅物业，商业地产受房地产调控政策影响相对较小；进入 2017 年以来，随着新一轮房地产市场严控政策的出台，部分一线城市出台了商业地产的限购政策及规范性文件，商办类住房需求大幅下降。

从物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看，商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同，因此在考虑未来物业形象和定位时，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业的管理统一，能够更好的进行物业的定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

从全国商业地产的增速来看，2015 年，由于中国经济转型持续深入，国民经济增速进一步放缓，商业地产行业景气度持续下滑，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别仅较上年同期增长 1.90%和下降 0.70%。2016 年，受整体房地产市场景气度大幅提升的带动，商业地产销售规模大幅增长。2016 年全国共实现商业营业用房 10580.80 亿元，同比增长 19.50%；实现商业营业用房销售面积 10811.96 万平方米，同比增长 16.80%。2017 年，商业地产销售延续 2016 年增长态势，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%，同期，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。

从租金水平上看，受各地区供需关系不同的影响，单位租金差异较为显著。一线城市商业地产处于供不应求状态，核心商圈地块有限，人流量大，租金水平保持较高水平且稳步增长，但由于周边区域新增项目的租金水平低于城市平均租金水平，近年来一线城市平均租金水平

有所回落；二三线城市部分地区受当地经济增速下滑和电商冲击，租金水平有所下降，与一线城市平均出租价格存在较大差距。

2. 金融行业概况

证券业

目前中国证券公司盈利模式仍旧主要依靠传统业务，经纪业务和自营业务占其利润的80%以上，证券行业盈利波动周期性较大。而在市场环境恶化的情况下，经纪业务因其相对稳定的交易量和市场份额，为证券公司业绩提供了一定的支撑。在投资银行业务领域，企业的融资需求通常与证券市场波动的关联度较低，证券融资规模随证券市场波动的幅度较小，主要从事证券承销和财务顾问的投资银行业务收入也因而相对稳定。在市场创新的推动下，融资融券、资产管理等创新业务将在深度和广度上推动证券行业的持续发展。

2017 年，131 家证券公司实现营业收入 3113 亿元，同比下降 5.1%，较中期提升 3.4 个百分点；实现净利润 1130 亿元，同比下降 8.5%，较中期提升 3.1 个百分点。分业务来看，经纪、投行、资管、自营、信用业务同比增幅分别为-22%、-26%、5%、51%、-9%。收入结构上，经纪、投行、资管、自营、信用业务分别占比 26%、16%、10%、28%、11%。自营业务占比已经超过经纪业务，成为第一大收入来源。在信用业务需求提升的环境下，信用业务收入同比下滑 9%，在于融资成本提升，券商利息支出提升。

总体看，中国证券市场受经济运行和政府政策变动等多种因素影响，周期性波动明显，2015 年高速发展，2016 年增长乏力，未来在“扶优汰劣”的行业政策下，优质券商将获得更多的业务机会和垄断利润。

信托业

信托业作为中国金融子行业之一，具有较高的行业准入要求，中国银监会对信托公司的设立条件、最低注册资本、出资方式和出资人要求均设置了严格的限制和最低标准。对公司的内部治理、风险控制，董事、高级管理人员和执业人员的综合素养、专业性同样设有较高要求，具有明显的行业壁垒和准入门槛。近年来，随着国民经济稳步发展，自“一法三规”颁布后，信托业呈现良好的发展趋势。一方面，信托管理资产规模持续增长，行业地位和影响力显著提高；另一方面，信托行业整体收入水平稳步提升，各信托公司主业日渐明晰，经营利润持续增长，主动管理能力得到显著提升。信托业不仅可以跨越金融各领域，跨越各金融服务功能的特殊对象，还能跨越实体和虚拟经济，信托公司利用制度红利支持实体经济发展。自 2007 年以来，信托公司在转型创新的过程中，发挥主动管理能力，整合金融工具，使其成为创新类金融产品的孵化园。

伴随信托业蓬勃发展的是日益完善的监管体系。2007 年，《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》正式实施，与《信托法》共同构成新“一法两规”。2010 年，银监会发布《信托公司净资本管理办法》，将信托业纳入资本金管理的监管范畴，中国信托业自此进入“一法三规”的时代。2014 年中国银监会发布《关于信托公司风险监管的指导意见》（即“99 号文”）明确了信托公司“受人之托，代人理财”的金融服务功能，培育“卖者尽责，买者自负”的信托文化，推动信托公司业务转型发展，回归主业，将信托公司打造成服务投资者、服务实体经济、服务民生的专业资产管理机构。2015 年，中国银监会单设信托监管部并颁布《中国银监会信托公司行政许可事项实施办法》，专业化的监管对信托业发展产生推动作用，有助于信托业制度性建设的进一步完善。

六、基础素质分析

截至 2017 年底，公司股本总额为 150.00 亿元，其中泛海集团有限公司持股比例为

98.00%。公司实际控制人为卢志强。

跟踪期内，公司继续保持以金融产业为龙头，房地产、电力、资本投资管理、高科技服务业务协调发展的多元化产业结构和业务格局。截至 2017 年底，公司拥有全资、控股二级子公司 21 家，业务分布于北京、上海、深圳、杭州、武汉、青岛、包头、西安、大连等国内多个城市和香港地区以及美国、澳大利亚、印尼等国，产业布局完整。跟踪期内，公司资产规模不断增长，整体竞争实力强。

七、管理分析

跟踪期内，冯鹤年先生不再担任公司副总裁，公司新聘任杨科先生、王科进先生及张建军先生担任公司副总裁，新聘任冯壮勇先生担任公司法律合规总监，公司其他主要高管人员及管理体制方面未发生变化。

杨科先生，1958年7月出生，硕士研究生学历，副研究员。现任中国泛海控股集团有限公司副总裁，海墨文化传媒股份有限公司董事长、总裁。曾任中国人民银行河南省分行金融研究所副所长，中国民生银行信用卡中心总裁。

王科进先生，1956 年5 月出生，博士学位，高级经济师。现任中国泛海控股集团有限公司副总裁。曾任中国人民银行银行管理司处长，中国银行业监督管理委员会法规部副主任。

张建军先生，1962 年2 月生，本科学历，高级职称。现任中国泛海控股集团有限公司副总裁。

冯壮勇先生，1968 年12 月生，硕士研究生学历。现任中国泛海控股集团有限公司法律合规总监。曾任泛海控股股份有限公司风控总监，中国民生信托有限公司首席法律合规总监。

八、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，中国泛海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，帮助人们实现居者有其屋的梦想及解决人口老龄化带来的财务问题。根据 Genworth 金融集团公布的数据，截至 2017 年，Genworth 公司营业收入 82.95 亿美元，税后经营利润 6.96 亿美元；公司总资产 1052.97 亿美元，其中可投资资产 769.11 亿美元，净资产 153.28 亿美元。

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，2018 年 6 月 10 日，美国外资审议委员会(CFIUS)已批准公司收购这一美国保险商。目前，已通过美国绝大部分州郡及美国外资审议委员会批准，尚待美国财政部、部分州郡、房地美、房利美、中国国家发改委审批。未来能否成功收购 Genworth 金融集团存在一定不确定性。联合资信对此项收购后续进展情况及其可能带给公司的影响将保持持续关注。

九、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司收入规模有所下降，为 222.36 亿元，同比下降 14.48%。收入构成以房地产业及金融保险业为主，分别占营业总收入的 35.37%和 41.19%。2017 年，公司房地产板块实现收入 78.65 亿元，同比大幅下降 55.54%，主要是受一线城市对高端项目限价销售政策影响

所致；2017 年，公司金融、保险业板块收入 91.58 亿元，同比增长 46.76%，主要是 2017 年度中国民生信托有限公司（以下简称“民生信托”）、民生证券股份有限公司（以下简称“民生证券”）等子公司金融业务投资收益大幅增长，亚太财产保险有限公司（以下简称“亚太财险”）保费收入也有所增加，使金融保险业务收入同比大幅增长；2017 年，公司物资贸易业务收入同比大幅增长 214.69%，为 5.57 亿元，主要系 2017 年澳洲铜矿加大开采规模，贸易规模增长所致；2017 年，公司租赁业板块收入有所下降，为 7.34 亿元，同比下降 3.80%；商业板块收入有所下降，为 7.15 亿元，同比下降 11.95%，主要原因是商业板块 2016 年收入包含装修管理收入，2017 年度进行调整后不再包含此项收入，装修管理收入调整至其他收入。2017 年，公司收购美国 IDG 公司，形成高科技服务业务，主要包括数据业务中的持续信息服务、信息追踪服务，以及媒体业务中的数字媒体业务、需求挖掘业务、营销服务以及印刷出版业务，收入规模为 27.33 亿元；其余板块收入规模不大，对整体营业收入影响小。

毛利率方面，2017 年，受金融、保险业板块毛利率增长影响，公司整体毛利率为 55.70%，较 2016 年增长 6.56 个百分点；2017 年，公司金融、保险业板块毛利率为 77.38%，同比增长 8.33 个百分点，主要系金融保险板块成本基本为亚太财险手续费佣金支出和赔付支出，收入增长幅度大于成本增长幅度所致；房地产业务方面，2017 年为 37.77%，同比下降 4.04 个百分点；同期，公司租赁业毛利率为 89.32%，商业板块毛利率为 44.98%，均有所上升。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所下降，但毛利率有所增长，且保持较高水平。

表1　2015～2017年公司营业总收入和毛利构成（单位：亿元、%）

业务板块	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	86.72	61.51	48.36	176.91	68.04	41.81	78.65	35.37	37.77
金融、保险	38.85	27.56	95.46	62.40	24.00	69.05	91.58	41.19	77.38
租赁	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	0.53	0.38	68.20	0.50	0.19	66.31	0.52	0.23	67.75
物业管理	0.94	0.66	0.18	1.13	0.44	2.85	1.35	0.61	6.35
广告	0.98	0.70	45.76	0.92	0.35	51.08	1.13	0.51	56.34
高科技服务	--	--	--	--	--	--	27.33	12.29	42.31
其他	0.53	0.38	53.32	0.65	0.25	30.52	1.75	0.78	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：公司提供

2．房地产板块

跟踪期内，房地产板块在公司业务构成中依然占据重要地位。公司房地产开发业务的主要载体为泛海控股，目前其房地产国内业务主要集中在北京、上海、深圳、武汉和沈阳等国内重点城市。

房地产开发业务

房地产开发方面，2017 年在施总建筑面积 314.96 万平方米，同比下降 16.74%，其中新开工面积 14.34 万平方米，同比下降 38.43%；当年完成主体竣工面积 99.68 万平方米，同比增长 56.31%。

表 2　泛海控股房地产业务主要指标
（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2015 年	2016 年	2017 年
施工面积	468.31	378.27	314.96
新开工面积	24.79	23.29	14.34
竣工面积	89.11	63.77	99.68
销售面积	46.92	36.20	25.59
销售收入（合同口径）	150.84	128.90	51.80
销售签约均价	32148.00	35607.73	20242.28
结算面积	35.18	52.08	30.28
结算金额（财务口径）	86.63	176.70	78.33

资料来源：公司提供及泛海控股年度报告

房地产销售方面，2017 年，泛海控股实现签约销售面积 25.59 万平方米，同比下降 29.31%，主要系受北京对高端房地产项目限价政策影响；签约销售收入 51.80 亿元，同比下降 59.81%，签约销售区域主要集中在武汉市。2017 年，北京在售项目为泛海国际居住区（二期），业态为住宅，全年实现销售面积 0.07 万平方米；武汉在售项目为武汉中央商务区综合体，业态涵盖住宅、商业、写字楼和公寓，考虑到武汉项目体量大、业态丰富的特点，泛海控股对该项目销售采取“整售策略”，并且效果显著，目前已有平安银行、邮储银行等多家机构均通过此方式先后入驻武汉中央商务区，2017 年武汉中央商务区项目共实现销售面积 24.97 万平方米，其中住宅销售占比 28.83%，写字楼销售占比 70.60%。深圳在售项目为泛海城市广场，业态涵盖公寓和写字楼，2017 年实现销售面积 0.55 万平方米。

2017 年，泛海控股销售结算面积 30.28 万平方米，同比下降 41.86%；销售结算收入 78.33 亿元，同比下降 55.67%，主要由于结转项目结算面积和均价同时下降所致。

泛海控股开发项目定位于高端客户群，项目分布在北京、上海、深圳、武汉、沈阳等国内中心城市的中心地段，由于拿地较早，成本较低，项目盈利能力强。2017 年，公司房地产板块受一线城市对高端项目限价政策影响，毛利率有所下降，为 37.77%。

表 3　2017 年泛海控股主要房地产销售项目（单位：万平方米）

地区	项目	业态	2017 年可售面积	2017 年销售面积	2017 年结算面积
武汉	武汉中央商务区	住宅	10.57	7.20	7.35
		商业	1.62	0.14	0.17
		写字楼	18.21	17.63	18.84
北京	泛海国际居住区（二期）	住宅	0.45	0.07	3.37
深圳	泛海城市广场	公寓	0.09	0.05	0.05
		写字楼	1.49	0.50	0.50
沈阳	泛海国际居住区	住宅	2.26	-	-
合计			**34.69**	**25.59**	**30.28**

资料来源：泛海控股年报

在建项目方面，截至 2017 年底，泛海控股在建房地产项目主要集中在武汉、北京、上海、杭州、洛杉矶、旧金山等地，主要包括武汉中央商务区、北京泛海国际居住区、上海泛海国际公寓、杭州泛海钓鱼台酒店等各类项目。其中，武汉中央商务区项目体量大，总建筑面积为 819.42 万平方米，截至 2017 年底已竣工面积为 350.40 万平方米；公司位于美国洛杉矶和旧金山的两个项目建筑面积合计 46.25 万平方米，预计总投资 47 亿美元，截至 2017 年底已累计投资 98.63 亿人民币。

截至 2017 年底，泛海控股在建房地产项目建筑面积合计 1030.99 万平方米，累计竣工面积 412.86 万平方米，目前在建面积 315.01 万平方米，尚未开工面积为 303.12 万平方米；在建面积累计投资金额为 424.24 亿元；在建项目预计总投资为 1344.19 亿元（美元汇率按 1 美元兑换 6.5342 元人民币计算），由于公司在建面积和尚未开工面积均较高，未来投资规模较大，公司面临较大的筹资压力。

表 4　2017 年泛海控股主要在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目状态	权益比例	占地面积	总建筑面积（含地上、地下）	2017 年新开工建筑面积	报告期末累计已竣工建筑面积	报告期内在建面积	预计总投资金额	期末在建部分累计投资金额	业态
武汉中央商务区	在建，部分竣工	100%	191.31	819.42	0.00	350.40	213.69	419.56	123.17	住宅、商业、酒店、办公
北京泛海国际居住区二期（2#地、3#地）	在建，部分竣工	100%	17.52	25.78	1.82	20.05	9.37	431.34	137.00	住宅、商业、办公
北京泛海国际居住区二期（1#地）	1#地住宅部分在建	100%	7.52	66.85	12.52	0.00	12.52			住宅、商业、酒店、办公
北京泛海国际居住区二期（4#地）	在建，部分竣工	100%	5.54	22.85	0.00	22.85	1.57	66.17	3.65	住宅、商业
上海泛海国际公寓（即董家渡 10 号地项目）	在建，部分竣工	100%	4.39	22.89	0.00	4.25	22.89	104.94	51.89	住宅、商业
杭州泛海钓鱼台酒店（即泛海国际大酒店项目）	在建，部分竣工	100%	1.56	10.36	0.00	10.36	2.65	9.98	7.25	酒店
沈阳泛海国际居住区	在建，部分竣工	100%	22.10	16.59	0.00	4.95	6.07	5.09	2.65	住宅、商业
美国洛杉矶泛海广场	在建	74.95%	1.87	24.93	0.00	0.00	24.93	18.00 亿美元	55.76	公寓、商业、酒店
美国旧金山泛海中心	在建	100%	0.51	21.32	0.00	0.00	21.32	29.00 亿美元	42.87	公寓、写字楼、商业、酒店
合计	--	--	**252.32**	**1030.99**	**14.34**	**412.86**	**315.01**	--	**424.24**	

资料来源：泛海控股年报

注：表中各项目已投资数据为剔除当期结转部分剩余在建部分的投资额。

截至 2017 年底，泛海控股土地储备面积合计 469.10 万平方米。公司国内土地储备主要位于北京、武汉等一二线城市，全部为商住用地，具有较强的升值潜力。此外，泛海控股近年来新增土地储备面积主要在美国，2016 年公司新增土地储备为美国纽约南街 80 号项目、美国夏威夷 Ko Olina 1#地项目、美国夏威夷西区项目。截至 2017 年底，泛海控股土地储备中共有 370.07 万平方米位于美国。

表 5　截至 2017 年底泛海控股土地储备

地块名称	地址	待开发土地面积	总建筑面积	规划用途
武汉中央商务区项目	武汉中央商务区	74.78	358.86	住宅、商业、酒店、办公
北京泛海国际居住区二期	北京东四环主干道东侧	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 Ko Olina 1#地项目	美国夏威夷 Ko Olina 度假区	10.63	14.94（地上，暂估）	酒店、公寓
美国夏威夷 Ko Olina 2#地项目	美国夏威夷 Ko Olina 度假区	7.00	9.23（地上，暂估）	酒店、公寓
美国夏威夷西区项目	美国夏威夷 Kapolei 市	206.63	33.5（地上，暂估）	住宅、商业
合计	--	**469.10**	--	--

资料来源：泛海控股年报

总体看，跟踪期内，泛海控股房地产结算面积和结算金额同比大幅下降；房地产签约销售面积、签约销售均价有所下降；国内在建项目及土地储备多位于北京、武汉、上海、杭州等一二线城市的中心地段，且拿地较早，具备一定升值潜力及成本优势；公司积极布局海外房地产项目，土地储备项目以海外地块为主，项目后续开发存在一定的管理风险和政治风险；公司房地产板块未来投资规模大，将面临较大资金压力。联合资信关注到，房地产市场受调控政策影响大，公司部分在售项目存在一定去化压力。

土地一级开发业务

公司土地一级开发业务采取一、二级联动模式。目前公司一级开发项目大连泛海国际休闲度假项目，目前尚未实现收入。

表 6　截至 2017 年底公司土地一级开发情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至2017年底已完成投资	截至2017年底项目进展情况
大连泛海国际休闲度假项目	14.00	11.78	需平整土地面积 96.03 万平方米，累计已平整土地面积 61.40 万平方米

资料来源：公司提供

大连泛海国际休闲度假项目位于大连市旅顺口区，项目采用人工岛与半岛相结合的填海造地方案，计划填海造地总面积为 48.43 公顷，形成陆域总面积约为 46.10 公顷，预计新增城市建设用地约 29.49 公顷。该项目已取得海域使用权证，总投资约 14.00 亿元，截至 2017 年底已完成投资 11.78 亿元（计入存货-开发成本），目前累计已平整土地面积 61.40 万平方米；项目完工后由政府进行土地收储及二级市场出让，公司具有二级开发转让优先摘牌权利，公司计划通过摘牌获取土地后再进行项目的二级开发建设。

地产租赁业务

泛海控股下属可出租物业主要分布在武汉、杭州、上海和北京等重点一二线城市，主要物业有武汉泛海城市广场一期商业及车位、武汉泛海喜来登酒店、上海港陆广场、北京光彩国际公寓部分底商、杭州泛海钓鱼台酒店和杭州民生金融中心等。截至 2017 年底，泛海控股出租物业可租赁面积为 37.28 万平方米。

公司房产租赁板块自持物业主要为民生金融中心和山东齐鲁商会大厦，分别由公司本部和山东齐鲁商会大厦有限公司持有运营，主要用于写字楼及配套商业的出租。为避免同业竞争，公司将北京民生金融中心、山东齐鲁商会大厦可租赁面积委托给泛海控股下属子公司泛海物业进行运营管理。

北京民生金融中心可租赁面积为 18.82 万平方米，2017 年出租率为 97.96%，租金收入为 6.10 亿元，同比下降 2.95%；山东齐鲁商会大厦可租赁面积为 6.48 万平方米，2017 年出租率

为 76.87%，租金收入为 0.57 亿元，同比增加 1。75%。

近三年，公司租赁板块分别实现收入 8.23 亿元、7.61 亿元和 7.34 亿元，呈下降趋势，但保持较高的毛利率，是公司营业收入和营业利润的有效补充。

3. 金融、保险业务

金融服务业是公司未来战略转型的重要方向，公司未来的发展战略是要重点做好金融行业的投资与发展，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。

2017 年，公司金融、保险板块实现收入 91.58 亿元，同比增长 46.76%，收入主要来源于子公司民生证券股份有限公司、中国民生信托有限公司和亚太财产保险有限公司。截至 2017 年底，公司通过泛海控股持有民生证券、民生信托和亚太财险的股权比例分别为 87.65%、93.42%和 51.00%。

表 7　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（万元）	持股比例
民生证券股份有限公司	458061.00	间接持股 87.65%
北京民生典当有限责任公司	30000.00	间接持股 100.00%
民生保险经纪有限公司	5000.00	间接持股 100.00%
民生银行股份有限公司	3648534.00	直接持股 4.61%，间接持股 1.40%
中国民生信托有限公司	700000.00	间接持股 93.42%
民生财富投资管理有限公司	200000.00	直接持股 100.00%
民生期货有限公司	43600.00	间接持股 100.00%
亚太财产保险有限公司	400138.00	间接持股 51.00%
民生融资担保有限公司	200000.00	间接持股 100.00%
北京民金所金融信息有限公司	100000.00	间接持股 100.00%
民生金服(北京)投资管理有限公司	100000.00	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%

资料来源：公司提供

2017 年，民生证券实现收入 17.20 亿元，同比增长 12.49%；净利润 3.88 亿元，同比增加 145.57%。

2017 年，民生信托持续推进战略转型，调整配套机制，培育创新业务，民生信托经营业绩得到大幅提升，全年实现收入 33.08 亿元，同比增长 72.20%,实现净利润 18.15 亿元，同比增长 90.85%。截至 2017 年底，民生信托总资产为 133.36 亿元，净资产为 110.48 亿元，实际受托管理信托资产 1871.11 亿元，管理契约型私募基金资产规模为 145.46 亿元。

截至 2017 年底，亚太财险总资产 55.53 亿元，净资产 26.94 亿元，2017 年亚太财险实现营业收入 32.34 亿元，同比增长 22.50%，净利润 0.14 亿元。

除民生证券、民生信托外，公司还从事典当、财富管理及保险经纪等业务，下属主要子公司为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”）等。2017 年，民生典当实现营业收入 6130.91 万元，同比增长 29.45%，实现净利润 3343.47 万元，同比增长 28.30%。

公司参股的金融机构包括民生银行等多家金融企业。截至 2017 年底，民生银行总资产 59020.86 亿元，净资产 3898.12 亿元，营业收入为 1442.81 亿元，同比下降 7.04%，实现净利润 509.22 亿元，同比增长 4.40%。2017 年，民生银行在英国《银行家》2017 年“全球银行 1000 强”中位列 29 位，比 2016 年提升 4 位。

总体来看，跟踪期内，公司金融保险板块整体收入和营业利润均大幅增长。联合资信关注到，近期金融监管形势日趋严格，这或将对公司的战略转型和金融板块的发展带来一定压力和政策风险。

4. 其他

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。

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 7008 小时，向印尼国家电网输送电力 21.02 亿度/年。该项目预计总营业收入为 48.22 亿美元，年均营业收入为 1.61 亿美元，年均净利润为 0.24 亿美元。该项目已于 2014 年 3 月开工，现场 EPC 建设严格按照进度管理，2015 年 11 月 2 日开始打桩，2016 年 3 月 8 日第一砼混凝土浇灌；该项目计划投资总额 5.67 亿美元，截止 2017 年底，已投资 24.53 亿元人民币。

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

联合资信关注到，公司能源板块在建项目未来投资需求较大，公司面临一定的资金压力。

资本投资

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。主要包括联想控股股份有

限公司（以下简称“联想控股”）、澳大利亚铜矿项目等。

联想控股（股票代码：3396.HK）成立于1984 年 11 月，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 3356.69 亿元，负债合计 2560.92 亿元，所有者权益为 795.77 亿元；2017 年，实现营业收入 3162.63 亿元，净利润 48.55 亿元，同比分别增长 7.29%和 3.89%。

澳大利亚 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 7881.62 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 2200 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。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。

总体看，跟踪期内，作为公司主要的收入和利润来源，公司房地产板块营业收入同比大幅下降，金融板块营业收入同比大幅增长；受结算收入产品类型影响，跟踪期内房地产板块毛利率有所下降；受亚太财险收入增加幅度超过手续费、佣金及赔付支出的影响，跟踪期内公司金融板块毛利率有所增长。目前公司房地产土地储备大部分位于美国，后续项目开发可能会面临一定的管理风险和政治风险，联合资信对此将保持关注；公司在能源电力板块投资规模较大，未来面临一定资金压力；公司通过控股、参股等方式进行战略投资，投资范围广泛，投资标的资产质量较好。

5. 未来发展

公司未来 5 年总体战略目标是：坚持通过创新推动战略目标的确立和优化完善，提高公司各项产业的利润水平，进一步整合企业现有资源，实现公司产业的全面收益。

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，集团加快能源项目建设，逐步形成稳定生产及集团现金流入、利润的稳定来源。

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

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

总体看，公司在房地产业务拥有一定的土地和成本优势，金融业务方面逐渐形成保险、银行、信托、证券为主体的金融控股平台，随着能源项目的逐步推进和战略投资项目的适时退出，为公司未来业绩发展奠定良好基础。

十、财务分析

公司提供了 2015～2017 年财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。

合并范围方面，2017 年，公司合并范围内二级子公司共 21 家，其中新纳入合并范围子公司 5 家，公司合并范围的变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司资产总额 3167.85 亿元，所有者权益 569.25 亿元（含少数股东权益 246.31 亿元）；2017 年实现营业总收入 222.36 亿元，利润总额 25.07 亿元。

1. 资本及债务结构

资产

截至 2017 年底，公司资产总额 3167.85 亿元，同比增长 15.99%，其中流动资产占 61.20%，非流动资产占 38.80%，资产结构以流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产 1938.77 亿元，同比增长 10.87 %，主要源于其他应收款和存货的增长。公司流动资产主要包括货币资金（占 15.67%）、其他应收款（占 22.40%）和存货（占 43.50%）。

截至 2017 年底，公司货币资金 303.74 亿元，同比下降 27.47%，主要包括银行存款 301.09 亿元和其他货币资金 2.64 亿元；受限货币资金占比 26.34%，主要是内保外贷保证金和开具银行保函的履约保证金。

截至 2017 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产交 115.84 亿元，同比增长 9.14%，其中债务工具投资占 81.19%。公司未对其计提减值准备。

截至 2017 年底，公司应收账款为 35.23 亿元，同比增长 281.49%，主要包括子公司泛海控股应收购房款增加 13.68 亿元，应收金融行业款项 3.46 亿元；子公司智海资本下属 IDG 公司应收服务费增加 6.30 亿元。账龄在 1 年以内的占比为 92.61%，公司应收账款计提坏账准备 1.01 亿元。

截至 2017 年底，公司其他应收款 434.19 亿元，同比增长 19.72%，主要源于往来款增加。公司其他应收款前 5 名单位合计应付 332.87 亿元，占其他应收款总额的 76.07%，集中度较高。公司其他应收款共计提坏账准备 3.38 亿元，计提比例 0.77%。

截至 2017 年底，公司存货 843.38 亿元，同比增长 26.47%，主要系公司房地产开发成本增加所致。公司存货中房地产开发成本 746.43 亿元，占比 88.50%；开发产品 95.70 亿元，占比 11.35%。公司存货共计提跌价准备 656.48 万元，来自于非房地产行业的库存材料和产成品的计提。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，对公司存货变现能力将造成一定的负面影响。

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 1229.08 亿元，同比增长 25.11%，主要系可供出售金融资产和投资性房地产增加所致。公司非流动资产以可供出售金融资产（占 41.50%）、长期股权投资（占 19.28%）和投资性房地产（占 19.42%）为主。

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%；可供出售金融资产包括权益工具投资 375.25 亿元、债务工具投资 20.16 亿元和其他 114.71 亿元（主要由 44.88 亿资产管理产品、47.68 亿信托产品及 22.15 亿其他产品构成）。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 238.63 亿元，同比增长 16.28%，增长主要来自于自用房地产及存货转入（10.61 亿元）和公允价值变动（22.17 亿元）。

截至 2017 年底，公司在建工程 32.97 亿元，同比增长 29.50%，主要系公司加大对泛海控股

公司-印尼棉兰项目投资所致。

截至2017年底，公司其他非流动资产13.54亿元，同比下降32.88%，主要系子公司泛海控股预付投资款减少所致。

截至2017年底，公司商誉74.46亿元，同比增长168.27%,主要包括子公司智海资本收购IDG公司股权形成的商誉40.41亿元及子公司泛海控股收购华富国际股权形成的商誉6.79亿元。

受限资产方面，截至2017年底，公司受限资产合计1189.18亿元，占总资产比例为37.54%，比例较高。受限资产主要为存货、投资性房地产和长期股权投资，分别为487.22亿元、217.50亿元和191.86亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模增长迅速，资产结构保持稳定；现金类资产保持较大规模；存货占比较大，存货变现能力受行业景气度以及公司房地产开发周期较长影响具有一定不确定性。公司整体资产质量良好。

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计569.25亿元，同比增长30.72%，主要为持有的联想控股股份公允价值增加导致的其他综合收益增加，以及子公司泛海实业增资时少数股东（股权比例40%）同比例增资导致的少数股东权益增加。截至2017年底，公司实收资本为150.00亿元。

所有者权益结构方面，截至2017年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比56.73%、少数股东权益占比43.27%；归属于母公司所有者权益中，实收资本和资本公积分别占46.45%和12.54%，盈余公积占5.54%，未分配利润占44.35%。总体来看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至2017年底，公司负债总额2598.60亿元，同比增长13.20%。其中，流动负债占比为49.05%，非流动负债占比为50.95%，流动负债占比有所上升。

截至2017年底，公司流动负债1274.65亿元，同比增长50.81%，增长主要来自卖出回购金融资产款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。流动负债结构主要由短期借款（占13.19%）、其他流动负债（占8.34%）和一年内到期的非流动负债（占42.60%）组成。

截至2017年底，公司短期借款168.18亿元，同比增长5.42%，主要是抵押、质押借款增加所致。2017年底公司短期借款中的抵押、质押借款所占比重为50.34%。

截至2017年底，公司应付账款83.28亿元，同比下降0.91%。公司应付账款中，账龄在1年以内的占75.52%，1~2年的占18.25%，2~3年的占3.91%，3年以上的占2.32%，综合账龄较短。

截至2017年底，公司预收款项18.46亿元，同比下降51.90%，主要系泛海控股武汉和北京房地产项目预售款减少所致。

截至2017年底，公司代理买卖证券款82.08亿元，同比下降13.02%，主要是民生证券经纪业务下滑所致。

截至2017年底，公司卖出回购金融资产103.08亿元，同比增长45.61%，主要是民生证券期末未到期卖出回购合约增加所致。

截至2017年底，公司其他应付款39.39亿元，同比增长54.93%，主要由暂估土地增值税和往来款构成。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债543.05亿元，主要为一年内到期的长期借款（占92.50%），其余为一年内到期的应付债券。

截至2017年底，公司其他流动负债106.25亿元，同比大幅增加91.48%，主要系泛海控股短期应付债券增加所致。

截至2017年底，公司非流动负债1323.95亿元，同比下降8.72%，主要系长期借款、应付债券和其他非流动负债下降所致。非流动负债主要由长期借款（占60.53%）和应付债券（占36.94%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 801.44 亿元，同比下降 11.77%，其中保证借款 44.25 亿元，占比 5.52%；抵押、质押借款 450.99 亿元，占比 56.27%；抵押、质押和保证借款 306.20 亿元，占比 38.21%。

截至 2017 年底，公司应付债券 489.06 亿元，同比下降 8.13 %。截至 2017 年底，公司合并范围内新增“17 泛海 MTN001”等多支债券。考虑到公司部分债券到期日及回收日多集中于 2019 年，若债券持有人选择回购，公司将面临集中偿付的资金压力，当年需偿还 209 亿元（“1 亿美元债券”、“3 亿美元债券” 及“5 亿港元债券”按跟踪期末账面余额计算）。若不考虑回售，公司债券偿还高峰年份为 2020 年，当年需偿还本金金额为 163.82 亿元（“美元债 15”、“4 亿美元债券”按跟踪期末账面余额计算），2015~2017 年公司经营活动现金流入量的均值和 EBITDA 的均值分别为 324.46 亿元和 132.42 亿元，对应 2019 年均回售偿还高峰应付债券本金金额的覆盖倍数分别为 1.55 倍和 0.63 倍，对应 2020 年不进行回售的偿还高峰应付债券本金金额的覆盖倍数分别为 1.98 倍和 0.81 倍。经营活动现金流入量对应付债券具有一定保障作用。

表 8　截至 2017 年底公司应付债券概况（单位：亿元）

债券名称	债券类型	发行规模	期限	起息日
美元债 15	境外债券	4 亿美元（期末余额 25.91 亿元）	5	2015-08-11
美元债 16	境外债券	2 亿美元（期末余额 13.59 亿元）	5	2016-05-19
1 亿美元债券	境外债券	1 亿美元（期末余额 6.48 亿元）	1.5	2017-12-19
4 亿美元债券	境外债券	4 亿美元（期末余额 25.91 亿元）	3	2017-07-27
3 亿美元债券	境外债券	3 亿美元（期末余额 13.57 亿元）	1.5	2017-11-28
15 泛海 MTN001	中期票据	32.00	5	2015-10-14
16 海控 01	非公开发行公司债	63.00	3(2+1)	2016-01-22
17 泛海 MTN001	中期票据	14.00	5	2017-03-20
15 泛控 01	公开发行公司债	15.00	5(3+2)	2015-12-21
16 泛控 01	公开发行公司债	22.00	5(3+2)	2016-03-08
16 泛控 02	公开发行公司债	13.00	5(3+2)	2016-03-24
16 海控 02	非公开发行公司债	17.00	3(2+1)	2016-08-09
泛海物业合同债权资产支持专项计划	资产支持专项计划	5.46	1-7	2017-12-20
17 民生 C2	金融债	5.00	3	2017-07-14
17 民生 03	金融债	5.00	1.5	2017-11-24
16 民生 01	金融债	14.80	3	2016-08-16
17 民生 C1	金融债	5.00	3	2017-03-17

17 民生 C3	金融债	5.00	3	2017-10-20
11 泛海 02	企业债	10.00	10(5+5)	2011-12-13
16 泛海 01	非公开发行公司债	14.00	5(3+2)	2016-03-08
16 泛海 02	非公开发行公司债	24.40	5(3+2)	2016-03-29
16 泛海 03	非公开发行公司债	7.30	5(3+2)	2016-07-18
16 泛海 04	非公开发行公司债	4.30	5(3+2)	2016-08-08
15 泛海 01	非公开发行公司债	60.00（余额 34.10 亿元）	3(2+1)	2015-08-14
15 泛海 02	公开发行公司债	30.00	6(3+3)	2015-09-14
15 泛海 03	公开发行公司债	10.00	6(3+3)	2015-09-21
15 泛海债	非公开发行公司债	50.00	5	2015-12-18
港元债	境外债券	5 亿港元（期末余额 4.15 亿元）	3	2016-03-24

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司有息债务规模达 2072.53 亿元，同比增长 14.37%，为满足公司经营及投资活动的资金需求，公司对外融资规模扩大使整体有息债务增长较快。从债务结构看，公司有息债务以长期债务为主，占比 62.45%，较去年下降 17.10 个百分点。

截至 2017 年底，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分别为 82.03%、78.45%和 69.45%，分别较上年下降 2.02 个、2.17 个和 7.35 个百分点，但公司整体债务负担仍较重。

跟踪期内，公司债务规模持续扩张，债务负担重。债务结构以长期债务为主。未来公司投资需求仍然较大，预计债务负担将进一步加重。

2. 盈利能力

2017 年，受房地产板块收入大幅下降影响，公司实现营业收入 222.36 亿元，同比下降 14.48%，营业成本 77.82 亿元，同比下降 31.30%，营业利润率 51.13%，同比增加 12.75 个百分点。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用为 144.43 亿元，同比增长 17.22%，其中销售费用 11.36 亿元，同比增长 44.03%；管理费用 55.48 亿元，同比增长 29.43%；财务费用 77.60 亿元，同比增长 7.08%。2017 年，公司期间费用率 64.96%，同比增长 17.57 个百分点。整体看，公司期间费用率较高，对公司利润侵蚀较大。

非经常性损益方面，2017 年，公司公允价值变动收益 22.40 亿元，同比大幅增长 199.84%；投资收益 38.34 亿元，同比下降 55.85%，主要系 2016 年调整民生银行股权投资的核算方式（由可供出售金融资产调整为长期股权投资）产生投资收益 64.98 亿元。

2017 年，公司营业外收入为 3.61 亿元，同比下降 47.82%，主要系泛海控股购入民生银行股权所取得的长期股权投资利得；2017 年，公司营业外支出 7.72 亿元，同比增长 52.68%，主要为对外赞助、捐助支出（占 96.37%）。

受营业收入下降和期间费用增长的影响，公司 2017 年利润总额 25.07 亿元，同比下降 63.53%，净利润 20.98 亿元，同比下降 67.58%。盈利指标方面，2017 年，公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为 51.13%、3.78%和 3.68%，营业利润率有所增长，总资本收益率和净资产收益率均有所下降。

跟踪期内，公司收入规模有所下降，营业

利润率有所增长，期间费用对营业利润侵蚀较大，导致利润总额大幅下降，且对非经常性损益依赖大，公司实际盈利能力较弱。

3. 现金流及保障

经营活动方面，2017 年，受房地产板块业务销售规模下降影响，经营活动现金流入量有所下降，为 323.64 亿元，同比下降 15.36%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 97.68 亿元，主要为售房款等；收取利息、手续费及佣金的现金为 45.69 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 146.47 亿元，主要为关联往来款（占 94.50%）。公司现金收入比为 43.93%，同比下降 33.99 个百分点，收入实现质量有所下降。经营活动现金流出方面，2017 年，公司经营活动现金流出 538.62 亿元，同比增长 11.55%。其中购买商品、接受劳务支付的现金 192.94 亿元，同比下降 10.44%，主要系公司房地产开发投资规模下降所致；支付其他与经营活动有关的现金为 233.14 亿元，同比增长 35.17%，主要为关联方往来款（占 70.12%）。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-214.98 亿元，净流出规模较上年持续增加。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入 840.58 亿元，同比增长 37.55%，其中主要为收回投资收到的现金，为 748.87 亿元。同期，公司投资活动现金流出 952.12 亿元，同比下降 15.82%，主要为投资支付的现金，为 928.26 亿元，主要是金融板块的投资支出。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-111.54 亿元，净流出规模较上年大幅下降。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 1198.93 亿元，较上年下降 4.22%，其中取得借款收到现金 880.68 亿元，发行债券收到的现金 133.25 亿元，收到其他与筹资活动有关现金 97.53 亿元，吸收投资收到现金 87.47 亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本金及利息，2017 年筹资活动现金流出总计 992.31 亿元，其中偿还债务支付的现金为 734.13 亿元，占比 73.98%。2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 206.62 亿元。

跟踪期内，受公司房地产板块销售规模下降的影响，公司经营性现金流净流出规模持续扩大；受公司收回投资现金增加的影响，公司投资性现金流净流出规模大幅下降；公司偿还债务支付的现金大幅增加，主要依赖外部融资满足资金需求，存在一定的融资压力。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2017 年，公司流动比率和速动比率分别为 152.10%、85.94%，均较 2016 年有所下降。2017 年，公司经营性净现金流持续为负，考虑到公司货币资金充足，持有金融资产流动性强且规模较大，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 0.83 倍，较去年有所下降；全部债务/EBITDA 为 19.40 倍，较去年上升明显。跟踪期内，公司长期偿债能力有所弱化。

综合考虑，公司整体偿债能力一般。

截至 2017 年底，公司对外担保额度 109.38 亿元，其中 103.35 亿元为公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保，风险不大，担保比率为 19.21%。

截至 2017 年底，公司未决诉讼 6 件，公司作为被诉方未决诉讼 4 件，涉及案件金额合计 1.54 亿元，涉案金额较小。

公司与多家商业银行、信托等金融机构保持良好合作关系，截至 2017 年底，公司在金融机构的综合授信总额为 437.63 亿元，已使用 283.00 亿元，尚未使用额度 154.63 亿元。此外，公司合并范围内拥有泛海控股和民生控股 2 家上市控股子公司，直接融资渠道通畅。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（信用机构代码：G1011010101241860E），截至 2018 年 5 月 16 日，公司无已结清和未结

清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司作为中国大型民营企业集团，经过近三十年的发展，形成了以房地产和金融产业为主，能源、文化传媒及战略投资协调发展的多元化产业结构和业务格局，公司整体竞争实力强。基于对公司自身经营和财务风险，以及宏观经济及行业环境的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十一、母公司财务分析

截至 2017 年底，中国泛海控股集团有限公司母公司合并总资产 1398.14 亿元，同比增长 39.54%，所有者权益 303.63 亿元，同比增长 14.19%，主要系其他综合收益增加所致，资产负债率 78.28%，同比增长 4.82 个百分点。2017 年，中国泛海控股集团有限公司母公司实现营业收入 6.15 亿元，同比下降 5.82%，实现利润总额-12.42 亿元，较去年下降 56.36 亿元，主要系投资收益等下降所致。

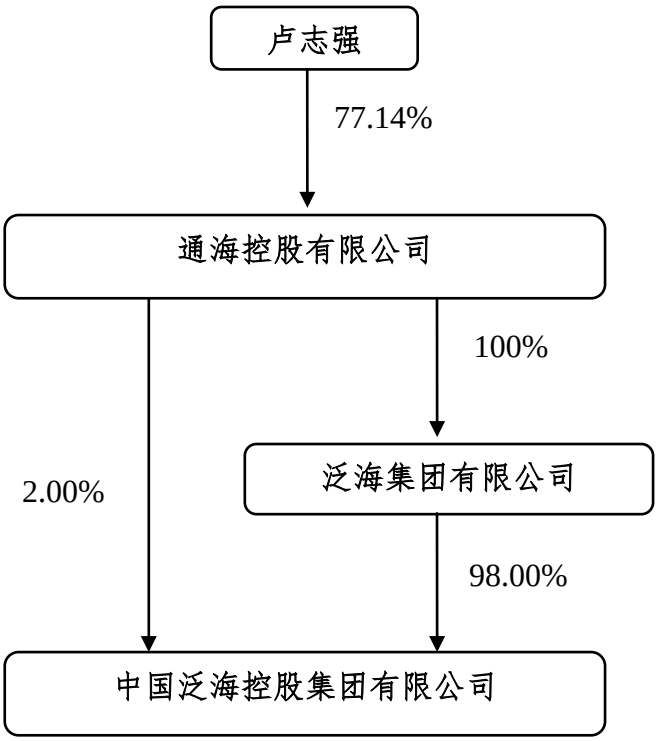
十二、存续期内债券偿还能力分析

公司于 2011 年 12 月 13 日发行的公司债券“11 中国泛海债 02/11 泛海 02”目前余额 10.00 亿元。2017 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 106.82 亿元和 323.64 亿元，分别为上述存续债券应偿还本金的 10.68 倍和 32.36 倍。公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对上述存续债券保障能力强，但考虑到公司其他存续债券规模高，公司对上述债券保证能力弱于指标值。

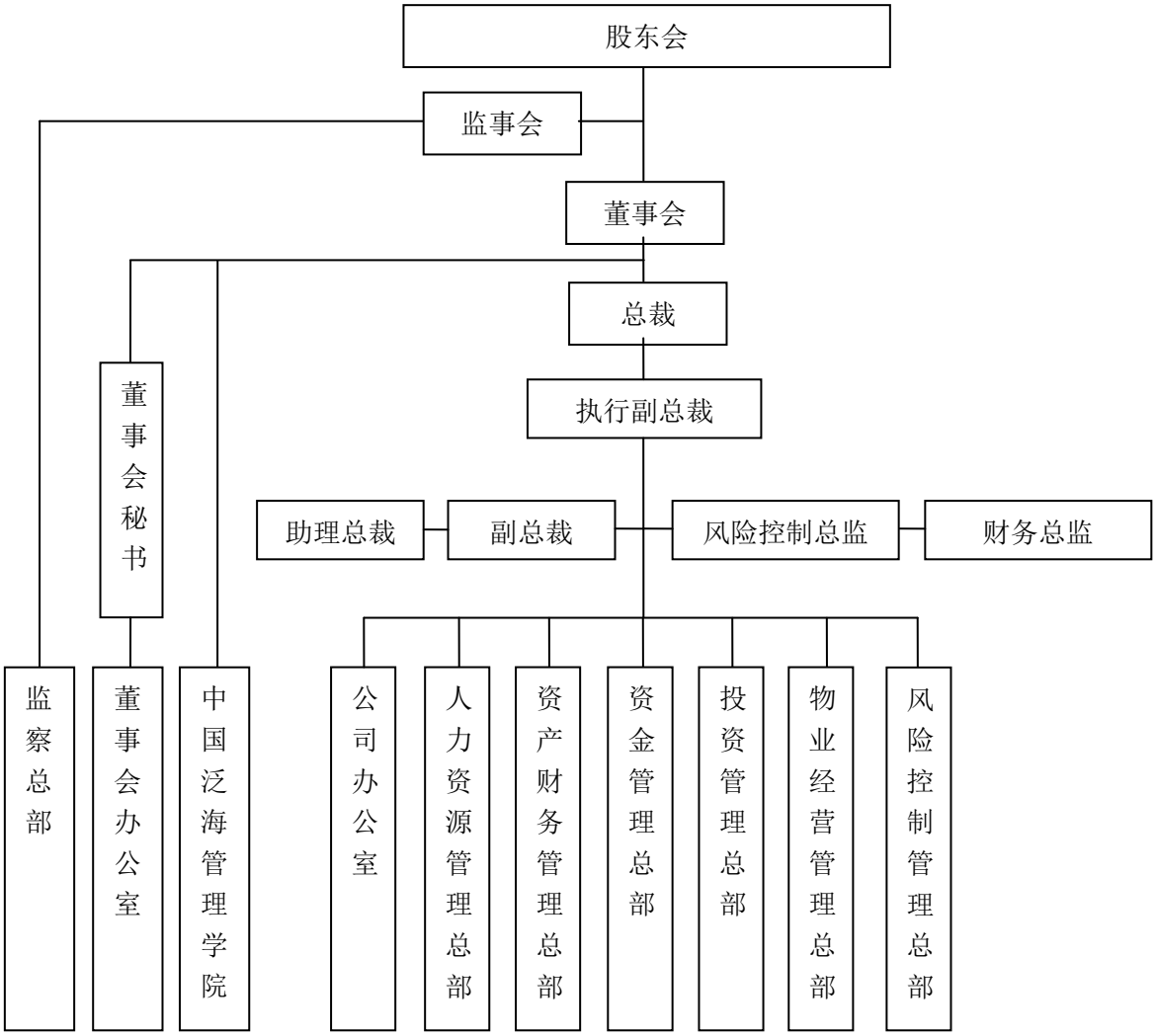
十三、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持 “11中国泛海债02/11泛海02”的信用等级为AA^+。

附件 1-1 公司股权结构图(截至 2017 年底)



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3　2017 年底公司纳入合并范围二级子公司

子公司名称	注册地	直接持股	业务性质
民生控股股份有限公司	青岛	22.56%	投资管理
泛海实业股份有限公司	潍坊	60.00%	投资管理
泛海控股股份有限公司	北京	67.15%	房地产开发
陕西九州映红实业发展有限公司	西安	100.00%	房地产开发、酒店管理
泛海能源控股股份有限公司	北京	80.00%	投资管理
泛海文化传媒控股股份有限公司	北京	90.00%	投资管理
泛海能源投资包头有限公司	包头	100.00%	能源、新能源投资开发
北京经观文化传媒有限公司	北京	100.00%	广告业务
中国泛海国际投资有限公司	香港	100.00%	投资管理
中国泛海美国控股有限公司	美国	100.00%	投资管理
泛海美术馆	北京	100.00%	展览
泛海资本投资管理集团有限公司	北京	100.00%	投资管理
泛海资产管理有限公司	北京	100.00%	投资管理
青岛民生经济信息服务有限公司	青岛	100.00%	投资管理
民生财富投资管理有限公司	上海	100.00%	投资管理
亚太寰宇投资有限公司	北京	100.00%	投资管理
智海资本投资管理有限公司	北京	90.00%	投资管理
海墨文化传媒股份有限公司	北京	100.00%	文化传媒
同和资本投资管理有限公司	北京	100.00%	投资管理
泛海扶贫产业资本投资管理有限公司	北京	100.00%	投资管理
同享资本投资管理有限公司	北京	100.00%	投资管理

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	435.67	525.86	419.82
资产总额(亿元)	1993.53	2731.10	3167.85
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	1441.38	1294.22
全部债务(亿元)	1235.76	1812.07	2072.53
营业收入(亿元)	140.98	260.01	222.36
利润总额(亿元)	95.09	68.75	25.07
EBITDA(亿元)	147.32	143.13	106.82
经营性净现金流(亿元)	-39.76	-100.46	-214.98
财务指标			
销售债权周转次数(次)	14.41	20.39	9.74
存货周转次数(次)	0.13	0.19	0.10
总资产周转次数(次)	0.10	0.11	0.08
现金收入比(%)	101.52	77.92	43.93
营业利润率(%)	52.62	38.38	51.13
总资本收益率(%)	8.83	6.07	3.78
净资产收益率(%)	25.07	14.86	3.68
长期债务资本化比率(%)	71.87	76.80	69.45
全部债务资本化比率(%)	77.24	80.62	78.45
资产负债率(%)	81.74	84.05	82.03
流动比率(%)	212.16	206.89	152.10
速动比率(%)	135.35	127.99	85.94
经营现金流动负债比(%)	-5.94	-11.89	-16.87
EBITDA 利息倍数	1.73	1.32	0.83
全部债务/EBITDA(倍)	8.39	12.66	19.40

注：1、公司于 2017 年对前期报表进行会计差错更正，2016 年数据采用 2017 年年报中调整后的期初数。2、应付短期融资款及其他流动负债中短期应付债券调整至短期债务；长期应付款中融资租赁款调整至长期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

注：　联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。