信用等级公告

联合〔2019〕1616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主体长期信用等级为AA^+，并维持“11中国泛海债02/11泛海02”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦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

评级结果：

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	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^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 21 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	525.86	419.82	420.92
资产总额(亿元)	2731.10	3167.85	3296.39
所有者权益合计(亿元)	435.47	568.94	533.60
短期债务(亿元)	370.69	778.31	1001.97
长期债务(亿元)	1441.38	1294.22	1054.83
全部债务(亿元)	1812.07	2072.53	2056.80
营业收入(亿元)	260.01	222.36	183.58
利润总额 (亿元)	68.75	25.07	7.01
EBITDA(亿元)	143.13	104.29	90.22
经营性净现金流(亿元)	-100.46	-214.98	158.82
营业利润率(%)	38.38	51.13	53.38
净资产收益率(%)	14.86	4.12	0.46
资产负债率(%)	84.05	82.04	83.81
全部债务资本化比率(%)	80.62	78.46	79.40
流动比率(%)	206.89	152.10	117.96
全部债务/EBITDA(倍)	12.66	19.40	22.80
EBITDA 利息倍数(倍)	1.32	0.79	0.67
经营现金流动负债比(%)	-11.89	-16.87	9.44

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. 报告已将融资租赁款等有息债务计入相关指标计算

分析师：韩家麒　李铭飞
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、资本投资管理、能源及高科技服务等。跟踪期内，公司资产规模有所增长，毛利率水平持续改善，经营性净现金流由负转正。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，公司房地产业务和金融业务收入规模均有所下降、美国地产项目计提减值准备导致利润大幅下滑、债务负担重等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

公司资产规模较大，综合实力强，多元化优势明显；金融板块布局全面；公司 EBITDA 及经营活动现金流对存续期债券保障能力强。

综合评估，联合资信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^+，并维持“11 中国泛海债 02/11 泛海 02”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为大型民营企业集团，形成涵盖金融、房地产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，公司资产规模有所增长；受益于房地产板块毛利率提升，公司综合毛利率略有提升；经营性净现金流由负转正。
3. 公司 EBITDA 及经营活动现金流对存续期债券保障能力强。

关注

1. 公司金融板块涉及的证券、信托、保险、银行行业受国家监管政策和市场波动影响较大，具有一定不稳定性；金融板块持有较大规模投资资产，金融市场监管趋严或将对其资产及盈利造成不利影响。房地产行业政策变化较大，公司主要布局区域房地产市场受政策影响大。
2. 跟踪期内，受金融和房地产板块收入下滑影

响，公司营业收入有所下降。

3. 跟踪期内，公司位于美国的地产项目计提减值准备导致利润大幅下滑。公司海外项目后续开发及销售存在较大不确定性。
4. 公司债务负担虽呈下降趋势，但整体仍较重，短期债务规模快速增长。
5. 公司出于战略调整考虑，房地产、能源等多业务板块经营规模大幅缩减，已投资的电力项目等未来收益存在较大不确定性。
6. 公司与关联方形成较多往来资金，资产受限规模大，对后续融资造成一定压力。

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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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 2018 年底，公司注册资本为 200.00 亿元，实收资本为 200.00 亿元，其中泛海集团有限公司持股比例为 98.00%，通海控股有限公司持股比例为 2.00%。公司实际控制人为卢志强。

公司经营主要包括金融服务业务（涵盖银行、证券、信托、典当、保险经纪等）、房地产业务、租赁、酒店服务、高科技服务、广告业务、物资贸易、商业、物业管理等。

公司目前内设董事会监事会办公室（集团公司办公室）、人力资源管理总部、资产财务管理总部、资金管理总部、投资管理总部、风控法务总部、审计监察总部、制度及公共事务管理总部、国际业务发展总部、泛海管理学院、信息技术管理总部和公益事业管理总部 12 个职能部门。截至 2018 年底，公司拥有 18 家纳入合并范围的全资、控股子公司，其中包含 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 2018 年底，公司直接持股比例分别为 66.59%和 22.56%；截至 2019 年 4 月 18 日，公司直接持股比例分别为 68.49%和 22.56%，其中大部分股权已质押，质押比例分别占所持股份的 97.93%和 100.00%。

截至 2018 年底，公司资产总额 3296.39 亿元，所有者权益合计 533.60 亿元（含少数股东权益 257.29 亿元）；2018 年实现营业总收入 183.58 亿元，利润总额 7.01 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 年末公司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 01/11 泛海 01”）；10 亿元为 10 年期附第 5 年末公司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 02/11 泛海 02”，票面利率维持 8.90%）。公司将募集资金中的 19.40 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。

公司已于 2017 年 12 月 13 日偿付“11 中国泛海债 01”18 亿元的本金和当期利息。跟踪期内，公司已于 2018 年 12 月 13 日按时足额偿付“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

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较

2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费

以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

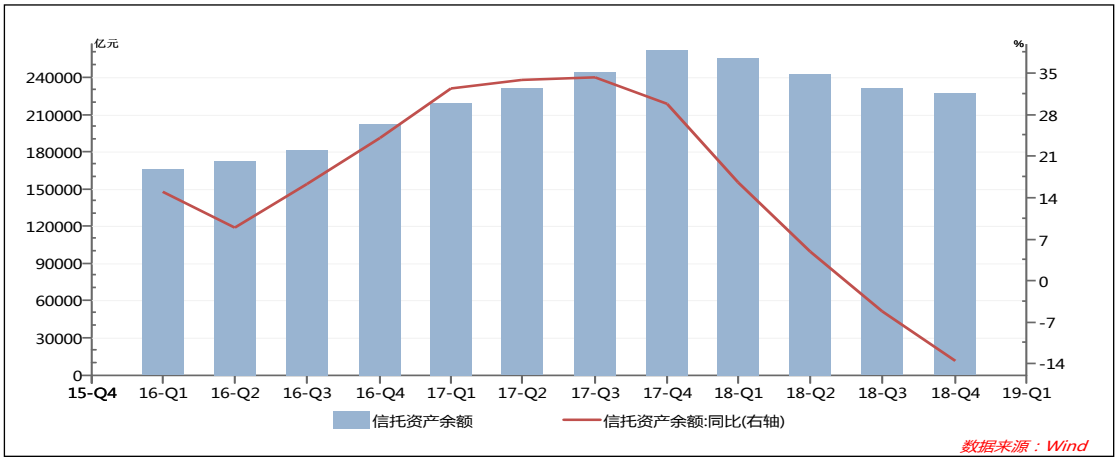
五、行业及区域经济环境

1. 信托行业分析

（1）行业概况

信托行业为中国第二大金融子行业，其资产管理业务规模仅次于银行理财产品，业务发展受宏观经济和监管环境影响较大。2018 年以来，监管部门持续加强对通道业务的监管，推动金融去杠杆，信托通道业务明显规模减少，多数信托公司主动控制规模和增速，导致信托行业整体资产规模有所下降；同时，在宏观经济增速放缓、实体经济去杠杆化、经济发展方式转变和增长动力转换的背景下，信托行业作为金融业中的重要组成部分，面临较大转型压力。截至 2018 年底，我国 68 家信托公司管理的信托资产规模为 22.70 万亿元，同比减少 13.50%。（见图 1）。

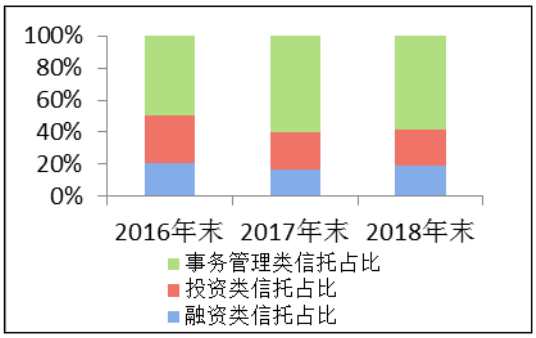
图 1　2016—2018 年各季度信托资产及其同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

从信托资产功能看，2018 年，融资类信托占比有所回升；受资本市场波动较大的影响，投资类信托占比呈下降趋势，未来随着市场趋于平稳，投资类信托占比将有所回升；受通道业务受限收缩影响，事务管理类信托规模明显下降，占信托资产总额的比重有所下滑。截至 2018 年底，我国信托公司融资类信托资产规模为 43468.23 亿元，占比 19.15%；投资类信托资产规模为 51060.03 亿元，占比 22.49%；事务管理类信托规模为 132484.36 亿元，占比 58.36%（见图 2）。未来，随着信托公司不断转型发展，提升资产管理能力，以及监管机构加强对通道业务的监管，事务管理类信托占比将进一步下降。

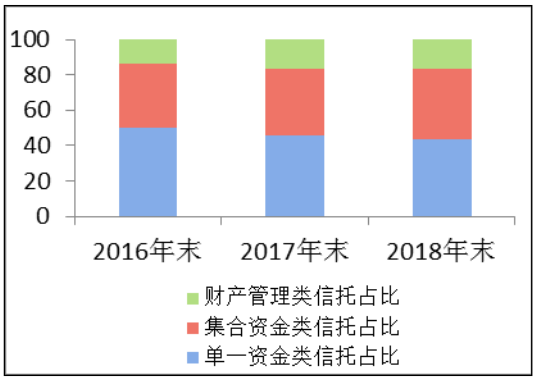
图 2　2016—2018 年信托资产按功能分类占比



数据来源：中国信托业协会，联合资信整理

从信托资产来源看，2018 年以来，受传统银信通道业务收缩的影响，单一资金信托占比进一步下降，集合资金类信托和财产管理类信托占比稳定上升，上述变化表明信托行业转型发展初步取得成效，信托公司的主动管理能力逐步增强，业务结构不断优化。同时，随着中国家族财富的不断积累，高净值客户日益增多，对财富管理的需求持续上涨，未来以家族信托为代表的财产管理类信托预计保持快速的增长趋势，占比将进一步上升。截至 2018 年底，我国信托公司单一资金信托余额为 98366.36 亿元，占比 43.33%；集合资金信托余额为 91080.32 亿元，占比 40.12%；财产管理类信托余额为 37565.95 亿元，占比 16.55%（见图 3）。

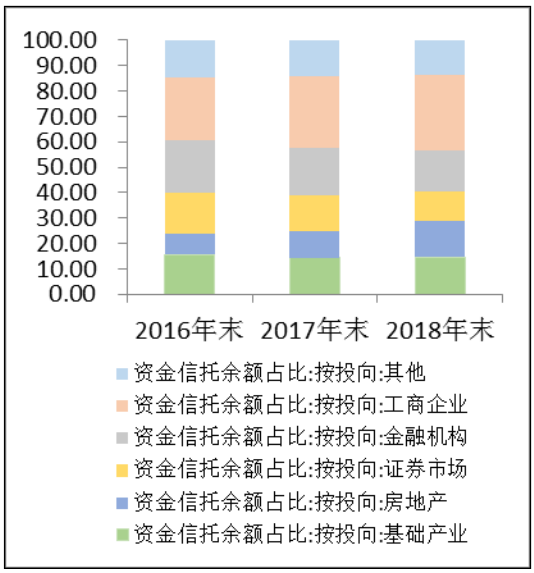
图 3　2016—2018 年信托资产按资金来源分类占比



数据来源：中国信托业协会，联合资信整理

从资金信托的投向看，信托资产主要投向工商企业、基础产业、证券投资、金融机构和房地产五大领域，2018 年底上述行业分别占比 29.90%、14.59%、11.59%、15.99%和 14.18%，其他领域合计占比 13.74%（见图 4）。从趋势上看，2018 年以来，受服务实体经济的政策导向和供给侧改革逐步深化的影响，工商企业领域占比进一步上升，仍为信托资金的第一大配置领域，信托资金脱虚向实的效果逐步凸显；基础产业领域的信托资金占比略有回升，主要是由于 2018 年下半年政府机构要求扩大基础设施领域投资力度所致；受证券市场低迷影响，证券投资占比进一步下降；由于信托在与银行等金融机构合作时主动性较低、通道化明显，在银信通道业务监管力度不断加大的环境下，金融机构领域占比有所下降；由于房地产企业融资渠道收紧，信托凭借灵活、变通的优势成为房地产融资需求的有效补充，信托产品的流动性和多样化在一定程度上缓解了房地产开发商的风险，房地产领域信托资金占比明显上升，但需关注房地产融资环境及行业政策变化对该类信托资产质量产生的影响。

图 4　2016 年-2018 年信托资产投向占比



数据来源：中国信托业协会，联合资信整理

固有资产规模是信托公司综合实力的重要体现之一。信托公司固有资金主要支持资本市场投资、股权投资以及信托业务的发展。近年来，信托公司资本实力的提升和主动负债水平的上升，为固有业务发展提供充足的资金基础。截至 2018 年底，信托行业固有资产规模为 7193.15 亿元，较上年底增长 9.34%。其中，信托公司货币类资产、贷

款和投资类资产分别占固有资产总额的8.48%、4.93%和 77.79%；投资类资产的投资品种主要包括信托产品投资、股权投资、基金和资产管理计划等。从固有资产质量来看，近年来，在宏观经济下行和监管政策趋严的背景下，受信托公司固有业务风险偏好较高和信托业务风险持续上升的影响，未来固有业务资产质量变化情况值得关注。从净资产的构成来看，得益于信托公司的增资扩股，信托行业的实收资本呈稳步上升趋势，占净资产的比重保持在40%以上，信托公司的资本实力不断提升，为信托业务的稳健发展提供了较好的基础，2018 年底信托行业实收资本总额2654.15 亿元，占净资产的46.16%。此外，《信托公司管理办法》要求信托公司每年提取税后利润的 5%作为赔偿准备金，近年来信托赔偿准备规模不断扩大，占净资产的比重持续提升，行业的风险防范能力逐步提高，2018 年底信托赔偿准备余额260.71 亿元，占净资产的4.53%。

随着信托行业发展速度的趋缓，相应的风险也逐步显现，信用风险伴随着宏观经济下行和刚性兑付的打破逐渐暴露。由于信托行业在高速发展阶段时，将信托资金大多投向房地产和地方政府融资平台领域，2018 年以来，政府加大了对房地产和地方政府融资的政策调控力度，收紧了融资渠道，导致地方政府偿债能力有所下降，部分地区的房地产销售遭到严格调控，因此对部分信政合作项目和房地产信托项目产生一定的流动性影响；同时，在金融去杠杆的影响下，银行抽贷断贷导致企业融资环境恶化，流动性紧张，致使工商企业类信托产品违约风险有所上升；此外，由于部分信托产品以债券作为基础资产，债券市场违约事件频发亦对信托产品的信用风险造成较大冲击。整体看，2018 年以来，信托行业风险资产规模明显增长，信托业务不良率有所上升，但与其他行业相比仍处于较低水平。截至 2018 年底，我国信托业的风险项目个数为 872 个，较2017 年底新增 271 个，风险资产规模为2221.89 亿元，较 2017 年底增长 69.05%，增幅明显（见图 5），其中集合类信托占比61.74%，单一类信托占比 36.56%，财产管理权信托占比 1.69%；信托业务不良率为0.98%。从净资产覆盖倍数来看，2018 年 6 月末净资产对风险资产的覆盖倍数为 2.59 倍，行业抗风险能力较强。

2. 银行行业分析

（1）监管政策

近年来，金融监管部门保持“严监管”模式，接连出台了《商业银行委托贷款管理办法》（以下简称“委托贷款新规”）、《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）、《商业银行大额风险暴露管理办法》（以下简称“大额风险暴露管理新规”）、《商业银行流动性风险管理办法》（以下简称“流动性新规”）等文件，对银行在资金业务、广义同业资金融入等方面进行规范和限制，强调银行回归“存贷款”业务本源。2019、2020 年，上述监管文件将逐渐面临过渡期的结束，未来银行的监管指标体系亦将随之更新。

信贷资产质量方面，银保监会印发《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，指出“根据单家银行逾期 90 天以上贷款纳入不良贷款的比例，对风险分类结果准确性高的银行，可适度下调贷款损失准备监管要求”。2019 年，各地方监管部门就银行业信贷资产质量又进一步提出了更高要求：已有地方银监部门鼓励有条件的银行将逾期 60 天以上贷款纳入不良；2019 年 2 月，北京银监局印发《关于进一步做好小微企业续贷业务支持民营企业发展的指导意见》，明确和细化续贷相关工作，续贷利率不高于原来利率，严禁对关注类、不良类贷款进行续贷。此外，银保监会于 2019 年 4 月就《商业银行金融资产风险分类暂行办法》公开征求意见。整体而言，近年来监管部门有关商业银行资产质量方面的导向非常明确，即在不良贷款认定标准上日趋严格。

此外，2018 年下半年以来，监管部门的工作重心转向宽信用，重点疏通信用传导机制。银保监会出台《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》，强调疏通货币政策传导机制，满足实体经济有效融资需求，强化小微企业、“三农”、民营企业等领域金融服务。中国人民银行创设定向中期借贷便利（TMLF）以加大对小微、民企的金融支持力度，支持实体经济力度大、符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，可向人民银行提出申请。通过上述措施，人民银行的货币政策进一步财政化，锁定对小微和民营企业的资金投放方向。

2012 年，原银监会发布了《商业银行资本管理办法（试行）》，要求商业银行在 2018 年底前达到规定的资本充足率监管要求，即系统重要性银行资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率分别达到 11.5%、9.5%和 8.5%，其他银行分别达到 10.5%、8.5%和 7.5%。2016 年以来，在金融监管政策趋严的背景下，商业银行面临非标转标、表外回表的压力，资本金加速消耗，部分中小银行已面临实质资本不足的问题。因此监管机构积极出台多项政策，鼓励加快银行资本补充工具方面的创新，拓宽资本补充的来源，作为疏通信用传导机制的基础。一方面，银保监会发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，要求简化资本工具发行的审批程序，鼓励银行业金融机构发行具有创新损失吸收机制或触发事件的新型资本补充债券。另一方面，为提高银行永续债（含无固定期限资本债券）的流动性，支持银行发行永续债补充资本，人民银行创设央行票据互换工具（CBS）；银保监会亦发布政策表示将允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券。

整体看，近年来商业银行监管政策整体趋严，但为了支持实体经济、实现经济发展稳增长的目标，监管机构对于商业银行在给予了政策层面一定放松的同时，不断加强对其流动性风险管理、信贷资产质量划分标准的要求，监管体系日趋完善。

（2）行业概况

近年来，受“金融去杠杆”政策导向以及 MPA 考核深入推进影响，我国商业银行资产负债规模扩张速度持续放缓；但商业银行作为宽信用政策供给端，持续加大信贷投放力度支持实体经济发展，贷款余额保持较快增长。根据银保监会统计数据，截至 2018 年底，我国商业银行资产总额 209.96 万亿元，同比增长 6.70%，其中贷款余额 110.50 万亿元，同比增长 13.00%；负债总额 193.49 万亿元，同比增长 6.28%。

表 1　商业银行主要财务数据（单位：万亿元、%）

项　目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
资产总额	209.96	196.78	181.69	155.83	134.80
负债总额	193.49	182.06	168.59	144.27	125.09
不良贷款额	2.03	1.71	1.51	1.27	0.84
不良贷款率	1.83	1.74	1.74	1.67	1.25
拨备覆盖率	186.31	181.42	176.40	181.18	232.06
净息差	2.18	2.10	2.22	2.54	2.70
净利润	1.83	1.75	1.65	1.59	1.55
资产利润率	0.90	0.92	0.98	1.10	1.23
资本利润率	11.73	12.56	13.38	14.98	17.59
存贷比	74.34	70.55	67.61	67.24	65.09
流动性比例	55.31	50.03	47.55	48.01	46.44

资本充足率	14.20	13.65	13.28	13.45	13.18
一级资本充足率	11.58	11.35	11.25	11.31	10.76
核心一级资本充足率	11.03	10.75	10.75	10.91	10.56

资料来源：中国银保监会，联合资信整理

盈利能力方面，利息净收入仍是商业银行最重要的收入来源，主要来自信贷资产、同业资产以及投资类资产形成的利息收入。利率市场化的持续推进加剧了同业市场竞争压力，商业银行通过上浮存款利率、发行结构化存款产品以及大额存单等方式推动存款业务的发展，负债资金成本整体上升；2018 年 5 次降息产生利率重定价效应，叠加监管部门对银行业杠杆水平的约束，商业银行业净息差进一步承压，盈利能力呈下降趋势。2018 年下半年以来，虽然资金市场利率下行，缓解了银行融入资金利息支出的负担，使银行净息差水平得以回升，但压缩资产收益率相对较高的非标投资资产、信贷资产质量下行等都对银行的盈利能力产生了负面影响。

流动性方面，央行货币政策的实施较好地保障了银行体系流动性的充裕。从一般流动性指标来看，我国商业银行各项流动性指标均保持在合理水平。但另一方面，银保监会出台政策要求商业银行广义同业负债占比不超过负债总额的三分之一，以及流动性新规对流动性匹配率和优质流动性资产充足率做出明确要求，使得对短期同业资金依赖度高的商业银行流动性管理带来较大压力。

资本充足性方面，资本工具创新指导意见的出台，使商业银行资本补充渠道更为多样化，在商业银行增资、上市、发行优先股、可转债以及二级资本债券的推动下，我国商业银行整体资本充足率整体保持较充足水平。根据中国银保监会统计数据，截至 2018 年底，我国商业银行平均资本充足率为 14.20%，平均一级资本充足率为 11.58%，平均核心一级资本充足率为 11.03%。考虑到国有四大行仍未达到《处置中的全球系统重要性银行损失吸收和资本结构调整能力原则》中对总损失吸收能力（TLAC）16%的最低监管要求；部分股份制银行和城商行表外理财回表对于资本的较大消耗，我国商业银行整体资本的充足性水平仍有待提升。另一方面，商业银行资本充足率和一级资本充足率的较大差值表明一级资本仍存在较大缺口。在净利润增速持续低于风险加权资产增速的情形下，短期内通过留存利润注入一级资本的能力有限；但 2019 年以来热度较高的永续债和优先股发行或将一定程度弥补商业银行目前一级资本的缺口。

3. 财险行业分析

（1）行业概况

近年来，受宏观经济增长放缓影响，我国实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，为保险行业的发展提供了良好的政策环境。2018 年，受益于宏观经济企稳和政策支持，部分非车险业务快速发展；受汽车保有量增速的持续放缓影响，车险业务保费收入增速明显放缓；行业保费收入结构有所变化。2018 年，财产险业务保费收入 10770.08 亿元，同比增长 9.51%，增幅比上年下降 3.21 个百分点。产品结构方面，商业车险仍然是财产保险中占比最高的险种，2018 年，全国车险保费收入 7946.76 亿元，同比增长 5.66%；与国计民生密切相关农业保险业务继续保持较快增长，实现原保险保费收入 572.65 亿元，同比增长 19.54%。资产方面，财险公司总资产 23484.85 亿元，较年初下降 5.92%，财险公司总资产规模收缩。

财险市场集中度方面，从市场竞争格局来看，整体上各市场主体的变化不大，市场集中度略有下降，截至 2018 年底，我国共有财产保险公司 88 家，其中中资公司 66 家，外资公司 22 家，主体数量稳步增长。2016—2018 年，我国财产保险行业市场集中

度高，原保费收入前 10 大公司市场份额合计占比保持在 85%左右（见表 3），其中前 3 大财险公司市场占比保持在 64%左右，市场集中度较高，总体看财险公司市场竞争格局保持稳定。此外，2018 年外资公司市场份仍较 2017 年小幅下降 0.02 个百分点至 1.94%，一方面是由于外资财产险公司车险经营处于劣势，另一方面是由于外资财险公司以效益为导向审慎涉入车险业务，而在业务结构中占比高于行业水平的企财险保费收入受宏观经济下行影响不断下降。

表 2　财险公司市场集中度（单位：%）

排名	2016 年		2017 年		2018 年	
	公司	市场占比	公司	市场占比	公司	市场占比
1	人保股份	33.50	人保股份	33.14	人保股份	33.01
2	平安财险	19.20	平安财险	20.49	平安财险	21.05
3	太保财险	10.37	太保财险	9.87	太保财险	9.98
4	国寿财产	6.45	国寿财产	6.28	国寿财产	5.88
5	中华联合	4.16	中华联合	3.68	大地财产	3.61
6	大地财产	3.45	大地财产	3.52	中华联合	3.59
7	阳光财产	3.06	阳光财产	3.17	阳光财产	3.08
8	太平保险	1.96	太平保险	2.09	太平保险	2.06
9	天安财险	1.50	出口信用	1.75	出口信用	1.66
10	华安财险	1.08	天安财险	1.34	天安财险	1.28
	合计	84.74	合计	85.34	合计	85.21

数据来源：银保监会网站、联合资信整理。

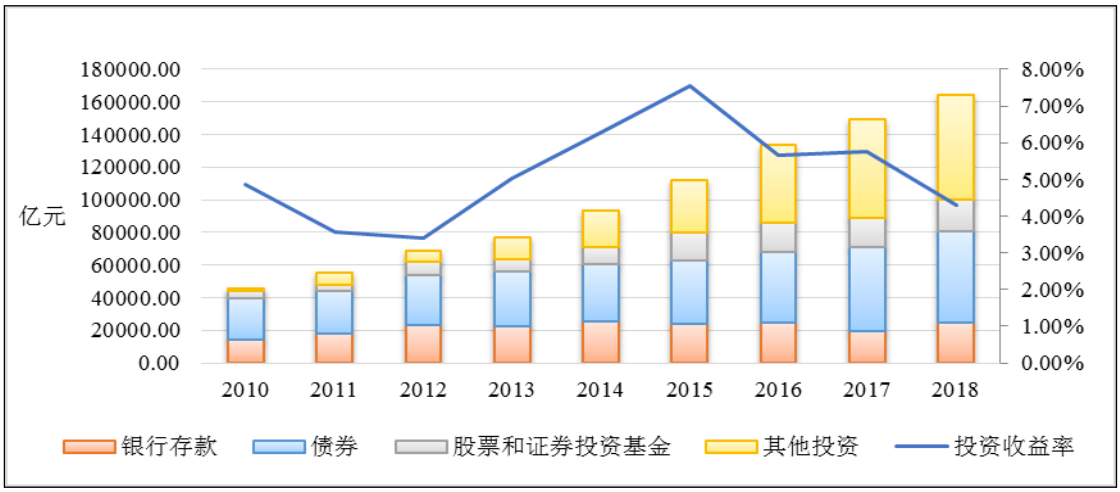
（2）盈利水平

保险公司盈利来自两方面，一是保费收入与赔付及费用支出的差额，即承保利润；二是保险资金运用收益，即投资收益。承保利润方面，2018 年，产险业务赔付金额和赔付率均较快增长，全年产险业务赔款 5897.32 亿元，同比增长 15.92%。由于保险行业竞争日益激烈，保险公司为保持市场竞争力，逐步压缩承保利润空间，保险公司盈利水平越来越依赖于投资收益。

投资收益方面，2018 年，受股市低迷，上证指数累计下跌 24.59%，股票型基金全线亏损，使得保险公司在股票和股票型基金投资方面多有亏损；并且之前年度较好的蓝筹股跌幅明显，令配置蓝筹较多的险资多有亏损；此外，多家险企在 2018 年中期加大久期国债等固定收益资产的配置，且下半年，部门债券出现违约，致使部分险企投资收益下滑；整体看，受公开权益市场下跌等多方面影响，险资投资收益水平明显下滑。截至 2018 年底，国内保险资金运用余额 16.41 万亿元，较上年底增长 9.97%，占国内保险行业资产总额的 89.51%。从投资资产结构来看，保险资金运用配置更趋优化，截至 2018 年底，银行存款与债券投资合计占比 49.21%，较 2017 年底上升 1.7 个百分点；股票和证券投资基金占比 11.71%，下降 0.59 个百分点；其他投资占比 39.08%，下降 1.11 个百分点，其中长期股权投资规模逐年个上升，非标类投资呈下降趋势。总体看，2018 年，银行存款及债券投资规模较大，收益相对稳定，仍是保险资金运用最重要资产配置选项；股票和证券投资基金在平稳增长一段时间后规模有所有压缩；非标类投资总额和占比有所下降。由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司利润水平受投资收益水平影响大。2016 年，由于低利率，资本市场波动等因素，保险资金投资收益率下降明显；2017 年以来，随着保险公司资金运用效率提高，投资收益有所改善；2018 年，受资本市场下跌影响投

资收益水平明显下降；2018 年资金运用收益率 4.30%，同比下降 1.43 个百分点。2019 年以来，随着保险公司投资端继续放开，股票市场估值处于相对低位，权益类资产投资收益率有相对改善的空间且权益资产对投资收益率的影响相对较大，未来险企投资收益水平有望得到改善。

图 5　保险公司投资资产结构图



数据来源：保监会网站，联合资信整理

（3）偿付能力

2016 年“偿二代”正式实施，行业整体偿付能力充足水平稳定，但呈下降趋势。2017 年 9 月，原中国保监会发布实施偿二代二期工程建设方案，根据建设方案 2018 年 5 月，银保监会制定了《偿二代二期工程建设路线图和时间表》，共有 36 个建设项目，拟于 2020 年 6 月底前全部完成。2018 年第四季度财产险公司偿付能力披露数据显示，除长安责任外所有财产险公司的核心偿付能力充足率均高于 50%，综合偿付能力充足率均高于 100%，长安责任核心和综合偿付能力充足率均为负。2018 年第四季度末，财产险公司平均综合偿付能力充足率为 290%。总体看，业务的发展及资本市场的变化将会增加财产险行业的风险管控的难度，从而使得偿付能力的提升承压。

近年来，业务规模的快速发展、资本市场的波动以及监管力度的加大对保险公司偿付能力带来不利影响，资本补充需求较大。保险公司资本补充力度逐年加大，主要通过股东增资、发行资本补充债券等方式补充资本。2018 年，监管机构在从严从重加强保险资金运用监管背景下，资本补充债发行申请通过数量较上年基本持平，规模明显增长，全年财产险行业审批通过发行 115 亿元。与此同时，部分保险公司寻求通过增加注册资本的方式补充资本，2018 年财产险险公司累计补充注册资本金 197.56 亿元。总体看，虽然保险行业偿付能力保持充足水平，但部分财产险公司补充资本的需求仍然存在，另外，保监会也不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道将进一步丰富。

（4）行业监管与政策支持

在保险行业快速发展的同时，为保证中国保险行业长期健康发展，控制保险行业整体风险，2018 年以来，监管机构进一步加强对金融业的协同监管体系建设，2018 年 3 月，根据国务院发布的机构改革方案，银监会和保监会合并，组建中国银行保险监督管理委员会，作为国务院直属事业单位，对银行业和保险业进行统一监管。银保监会成立后，更加突出综合监管和行为、功能监管，打破机构监管的界限和短板，涉及到银保渠道的处罚明显增多。

2018 年全国保险监管系统累计公布了 1450 张行政处罚决定书，共计罚款 24105.5 万元。2018 年银保监会开出的罚单中，对欺

骗投保人处罚最多、最重。此外，银保监会还针对保险分红骗局、银保渠道销售误导、人身保险“退旧保新”等现象进行了风险提示，以保障保险消费者知情权，提高保险消费者风险识别和自我保护能力。

财产险业务方面，2018 年 3 月，原保监会下发《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》三次费改拉开帷幕。7 月，《关于商业车险费率监管有关要求的通知》（57 号文）的发布，要求各财险公司重新报送商车险审批材料，为此次“报行合一”增加监管背书。8 月，全行业财险公司分两批，依次在 33 个地区开始切换手续费上限新标准。9 月，陕西、广西、青海三地作为首批试点地区，全面放开自主系数。

在保险营销和规范行业行为方面，2018 年 6 月，银保监会先后发布《保险实名登记管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，以加强保险实名管理，规范保险业务行为，保护保险消费者合法权益；及《关于加强自媒体保险营销宣传行为管理的通知》，要求各保险公司、保险中介机构提高对自媒体保险营销宣传行为管理重要性的认识，建立健全自媒体保险营销宣传行为管理制度，加强从业人员合规教育与职业道德教育。并且，2018 年 8 月，银保监会发布《关于切实加强和改进保险服务的通知》，从严格规范保险销售行为、切实改进保险理赔服务、大力加强互联网保险业务管理、积极化解矛盾纠纷四个方面对保险公司、保险中介机构提出要求。

资金运用方面，2018 年 3 月，原中国保监会印发《保险资产负债管理监管规则（1—5 号）》及开展试运行有关事项的通知，新规的发布有助于弥补监管短板，促使保险公司提升资产负债管理能力，从源头上化解资产负债期限错配风险，引导保险回归主业，更好的服务实体经济。此外，银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，确认允许保险资产管理公司设立专项产品，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持，维护金融市场长期健康发展。

此外，2018 年，保监会已经公开披露 47 份监管函，同比增加 24%；涉及 39 家保险机构，其中财产险公司 28 家。主要涉及电网销不合规，问题产品，境外投资业务违反规定及资金运用不规范等方面。其中，问题产品和电网销不合规的监管函最多。

总体看，国内保险监管越来越强调保险产品的保障功能及消费者权益，险资运用监管趋严，信息披露更加充分，控风险成为主要基调。逐步健全的监管体系、严格的监管政策以及相关支持政策均有助于国内保险公司持续稳健地经营和发展。

4. 证券行业分析

（1）证券市场概况

2018 年以来受监管趋严、金融去杠杆、社融同比大幅回落、信用风险爆发等因素影响，我国股票市场交易量持续萎缩，美联储信用政策收紧带来的全球性信用收缩以及贸易战进一步加剧了股市震荡，股票市场持续处于低迷状态，各项证券指数、融资总额、成交金额、总市值等均有所下跌。截至 2018 年底，我国境内上市公司数量 3584 家，股票总市值达 43.49 万亿元。2018 年，全年境内股票筹资金额 12107.35 亿元；全年股票成交金额 89.65 万亿元；证券化率（股票总市值/GDP 总值）为 48.31%（见表 3）。

表 3　2014—2018 年我国股票市场主要指标

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
期末境内上市公司数(家)	3584	3485	3052	2827	2613
股票融资总额(亿元)	12107.35	17223.86	21095.81	16107.23	9043.10

期末股票市价总值(万亿元)	43.49	56.75	50.82	53.13	37.25
股票全年成交金额(万亿元)	89.65	111.76	126.51	253.30	74.39
期末上证综合指数(点)	2493.90	3307.17	3103.64	3539.18	3234.68
证券化率(%)	48.31	68.54	68.30	78.51	58.53

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势（见表 4）。2018 年，我国债券市场发行总额 43.85 万亿元，年底债券存量余额 88.60 亿元。

表 4　2014—2018 年我国债券市场发行额及托管余额（单位：万亿元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
市场发行总额	43.85	40.80	36.37	23.20	12.19
期末债券存量余额	88.60	74.69	64.31	48.53	36.00

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

中国证券业协会根据证券公司未经审计财务报表数据统计显示，截至2018年底，我国共有 131 家证券公司，全行业总资产为 6.26 万亿元，净资产为 1.89 万亿元，净资本为 1.57 万亿元，较上年底有所上升，资本实力保持稳定。由于证券公司收益水平与证券市场行情高度正相关，近年来我国证券行业净利润呈现较强波动性。2018 年，受股票市场行情低迷影响，证券公司各项主要业务收入均呈下降态势，全行业实现营业收入 2662.87 亿元，净利润 666.20 亿元，盈利能力持续下降。与此同时，证券公司行业集中度不断提升，大、中、小型证券公司业绩分化格局愈加明显，前十大证券公司在全行业营业收入和净利润中的占比均有所提升，业绩稳定性较强。

表 5　证券公司主要财务数据

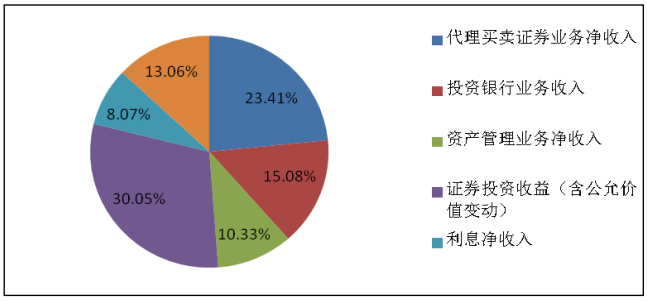
项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
证券公司（家）	131	131	129	125	120
盈利家数（家）	106	120	124	124	119
营业收入（亿元）	2662.87	3113.28	3279.94	5751.55	2602.84
代理买卖证券业务净收入（亿元）	623.42	820.92	1052.95	2690.96	1049.48
证券承销与保荐业务净收入（亿元）	258.46	384.24	519.99	393.52	240.19
财务顾问业务净收入（亿元）	111.50	125.37	164.16	137.93	69.19
投资咨询业务净收入（亿元）	31.52	33.96	50.54	44.78	22.31
资产管理业务净收入（亿元）	275.00	310.21	296.46	274.88	124.35
证券投资收益（含公允价值变动）（亿元）	800.27	860.98	568.47	1413.54	710.28
利息净收入（亿元）	214.85	348.09	381.79	591.25	446.24
净利润（亿元）	666.20	1,129.95	1234.45	2447.63	965.54
项目	**2018 年底**	**2017 年底**	**2016 年底**	**2015 年底**	**2014 年底**
总资产（万亿）	6.26	6.14	5.79	6.42	4.09
净资产（万亿）	1.89	1.85	1.64	1.45	0.92
净资本（万亿）	1.57	1.58	1.47	1.25	0.68

资料来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

（2）主营业务

目前我国证券公司主营业务主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、自营业务和信用业务构成。在市场环境持续低迷、IPO 募资大幅下滑、监管政策收紧导致券商业务调整压力有所加大等因素的影响下，2018 年证券公司收入延续下行趋势，业绩表现进一步下滑， 其中经纪业务和自营业务仍是我国证券公司目前最主要收入来源，但 2018 年经纪业务、投资银行业务收入降幅明显，资产管理业务收入亦有所下降但收入占比略有提升，子公司相关的期货、大宗商品等其他业务对证券公司的盈利贡献度则呈现显著提升的态势。

图 6　2018 年证券公司主营业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务

2014—2015 年股票牛市使证券公司经纪业务收入带来爆发式增长，随着市场回归平淡，沪深两市交易额大幅下降。2017 年，受交易量及佣金费率下降影响，证券公司经纪业务收入同比持续下滑；2018 年以来，在市场行情不佳、A 股走势疲弱、市场交易量下降、行业内竞争加剧等多重因素的叠加下，证券公司经纪业务延续下行走势，当年实现代理买卖业务净收入 623.42 亿元，同比下降约 24%；代理买卖业务净收入占全部营业收入的 23.41%，占比较上年亦有所下降，不再是占比最高的业务板块，为证券公司第二大收入来源。

投资银行业务

2018 年以来，随着 IPO 审核标准趋严，投行项目审核有所趋缓，IPO 发行数量明显下降；再融资审核收紧、再融资规模持续收缩、发行周期拉长；债券发行规模有所回升，并购重组和新三板业务较为低迷，证券公司投资银行业务收入持续下降。2018 年，证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 258.46 亿元，较上年明显下降，财务顾问与投资咨询业务净收入也有所下降；投行业务收入占营业收入的比重为 15.08%，占比较上年亦有所下降。

自营业务

自营业务主要包括债券投资和股票投资，自营业务的业绩表现受市场行情影响较大。近年来，随着监管层放开证券公司的投资范围以及准许证券公司设立另类投资子公司，证券公司自营业务逐步从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018 年以来，受股票市场单边下挫、债券市场收益率整体下行影响，证券公司投资收益有所下降。2018 年，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）800.27 亿元，同比下降 7.05%，占营业收入的比重为 30.05%，占比较上年继续上升，已成为证券公司的第一大收入来源。

资产管理业务

目前，证券公司资产管理业务产品体系主要由集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等构成。2016 年以来监管层发布多项监管政策，证券公司通道业务在业务准入、资金来源、产品杠杆、风险准备等方面受到多项限制，2018 年 4 月大资管新规落地，重点集中在于引导消除多层嵌套、资金池、刚性兑付、去杠杆等问题，资管业务规模尤其是通道业务规模持续收缩。去通道压力、新业务开展缓慢、金融市场波动增大等因素加大了证券公司资管业务

发展的难度，致使资管业务收入也出现下滑。2018 年，证券公司实现受托资产管理业务净收入 275.00 亿元，较上年有所下降，占营业收入的比重为 10.33%，占比略有提升。

信用业务

近年来，证券公司资本中介类业务发展迅速。2018 年以来，证券公司前两年发力的股票质押业务逐步进入密集到期阶段，股市大幅下挫以及去杠杆所产生的信用紧缩导致上市公司及控股股东出现了流动性风险和信用风险，股票质押业务面临较大的风险敞口。随着股市震荡下行，两融规模出现明显回落；受股票质押新规、资金成本上升、信用风险暴露及券商主动收缩业务等因素影响，证券公司股票质押业务规模增速明显有所放缓，减值计提压力有所上升，对业绩表现形成一定负面影响。2018 年，证券公司实现利息净收入 214.85 亿元，同比降幅较为明显。

（3）监管政策

近年来，证监会在继续推进证券公司创新发展的同时，推出多项风险管理措施，并加强违规处罚力促，要求证券公司在发展过程中要不断提高风险控制能力和合规管理水平，增强风险防范能力。

2018 年 3 月，证监会发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，对证券公司开展投资银行类业务的内部控制组织架构、薪酬考核与奖金延期支付制度、总部与分支机构的职责范围、项目内核流程等方面做了更加严格的规定。

2018 年 4 月，中国人民银行等多部委发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，明确给出了资管业务、管理产品和刚性兑付的准确定义，针对资管产品去杠杆、规范资金池和去通道化等重点领域，提出了明确监管要求并对存量业务实行新老划断，将过渡期设置至 2019 年；同月，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司，放宽外资股比例限制，并逐步开放合资证券公司业务范围，对于外商证券公司和境外金融机构投资者为重大利好，有利于进一步促进我国证券业的对外开放，推动我国证券业向更加规范、健康的方向发展。

2018 年 6 月，证监会发布 CDR 交易管理办法，以存托凭证互挂方式实现的“沪伦通”蓄势待发，CDR 业务从无到有至快速进入实质性开展阶段，未来将有望拓宽证券公司的业务边界；同期，证监会先后发布多个公告，意在尝试允许符合国家战略、科技创新能力突出并掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能等领域的企业在境内公开发行股票或存托凭证管理，进一步表明境内证券市场逐步扩大对外开放的范围。

2018 年 10 月，监管层引导纾解股权质押危机，券商、保险等金融机构，深圳、上海等地方政府纷纷出资设立各种纾困基金，缓解上市公司股权质押危机，同月证券行业基金协会推动设立证券行业支持民营企业发展资产管理计划，有利于缓解股权质押业务风险，利于证券公司业务更稳健地开展；11 月，中央拟在上交所设立科创板并试点注册制，进一步完善了我国多层次资本市场的架构，预计将为证券公司带来新的业务机会。

2019 年 1 月，证监会研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，拟放宽证券公司投资成份股、ETF 等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，鼓励证券公司加大对权益类资产的长期配置力度；同期，证监会就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则、《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》向社会公开征求意见，《征求意见稿》允许 QFII 和 RQFII 参与交易所融资融券，准入门槛方面取消数量型指标，将有助于提升 QFII 和 RQFII 的资金利用效率，引进境外长期资金，进一步便利全球资本配置中国。此外，证监会拟取消融资融券的“平仓线”不得低于 130%的统一限制，并扩

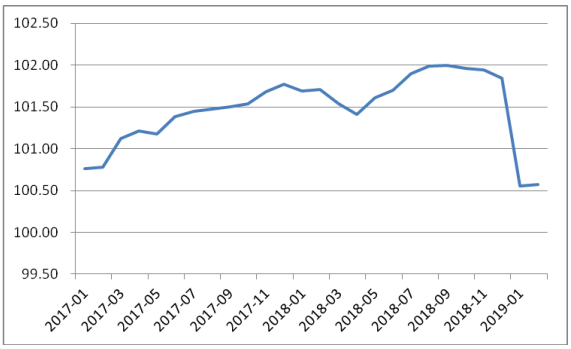
大担保物范围和标的证券范围，预计将进一步提升两市融资融券规模，提升市场交易活跃度。

总体看，2018 年市场环境低迷，证券行业利润水平有所下行，展望未来，证券行业“马太效应”将愈加明显，龙头券商经营状况将保持稳定，行业分化预计将有所加剧，中小券商面临的生存环境将愈加严峻；下半年以来监管层面出台多项利好政策，股票质押业务风险有所缓解，科创板的设立、CDR 等业务的开闸有望为证券公司带来新的利润增长点；证券公司上市、增资等补充资本的动作将有所持续，资本实力预计将保持增长。与此同时，资管新规、同质化低水平竞争、佣金率探底等因素下证券公司仍面临较大的转型压力，2019 年资管业务将进入存量整改、增量创新的关键阶段，通道业务将继续收缩，未来主动管理、财富管理、机构与高净值客户将是证券公司转型的重点；证券市场对外开放程度有所加大，证券行业竞争环境趋于激烈，外资机构在财富管理和经纪机构业务方面的优势可能将对本土券商形成一定压力。此外，证券行业的发展与经济发展和市场运行走势关联度较高，当前国际形势错综复杂、国内经济仍存下行压力、市场行情波动较大等因素仍然存在且未来走势面临的不确定性较大，可能仍将对证券公司盈利能力带来压力。

5. *房地产行业分析*

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 7　2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50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，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋近，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年1—9月，全国300城市共推出

各类用地16.6亿平方米，同比增长29.9%，其中住宅用地共推出7.9亿平方米，同比增长31.4%；土地成交量13.6亿平方米，同比增长23.8%，其中住宅用地成交6.4亿平方米，同比增长21.5%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年1—9月，全国土地成交价款10002.20亿元，同比增长22.74%，较2017年同期增速减少23.56个百分点；300个城市成交楼面均价为2220元/平方米，同比下跌8.2%；平均溢价率为18.3%，较2017年同期下降21.1个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，成交价款增速大幅回落，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1—9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

六、基础素质分析

截至2018年底，公司股本总额为200.00亿元，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。

七、管理分析

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

2018年6月，公司原副总裁、董事会秘书李能离任，由公司行政总监、人力资源总监担任公司董事会秘书；公司原执行董事、执行副总裁、风险控制总监刘冰不再担任风险控制总监，仍为公司执行董事、执行副总裁，风险控制总

监由赵岩接任；公司新增助理总裁一位，由黄克宙担任。2018年9月，原监事苏刚离任，由臧炜担任监事。以上人士变动对公司的日常管理、生产经营不存在重大不利影响。

八、重大事项

资产处置

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

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

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

表6　本次交易核心资产情况（万平方米）

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

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

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

过渡期间，泛海建设新增应收泛海控股及控股子公司往来款 11.12 亿元，加上过渡期间泛海建设房屋租赁合同新增的费用、东风公司与泛海控股全资子公司北京山海天物资贸易有限公司解除合同后应退还给东风公司的价款、东风公司部分融资成本等，共计 1.84 亿元，上述款项在融创房地产应付武汉公司的第二笔款项中予以冲抵。冲抵后，融创房地产应支付给武汉公司的第二笔款项为35.82亿元。截至2019年3月22日，融创房地产已完成上述冲抵后款

项的支付。至此，融创房地产已向武汉公司累计支付交易价款的 80%（含冲抵款项）。在《协议书》签署后 6 个月内，融创房地产支付交易价款剩余的 20%，即 25.11 亿元。

总体看，本次交易完成后，公司持有优质核心房地产资产将有所减少，对公司未来收入规模及来源产生较大影响；但本次交易有利于公司减轻债务负担实现资金回流，未来投资压力减小；联合资信将持续关注后续交易价款支付情况。

九、经营分析

1. 经营概况

公司为国内大型民营集团公司，现已形成了以金融、房地产及资本投资协调发展的多元化产业结构和业务格局。公司营业总收入主要自金融业、房地产业和高科技服务业，其中金融业主要包括信托业务、证券业务和保险业务等；2018 年，公司实现营业总收入 183.58 亿元，同比下降 17.44%，房地产板块及金融板块收入均出现不同程度下滑。

从业务构成来看，受房地产市场调控政策影响，加之经营战略的调整，公司房地产板块收入规模逐年下降，金融业中信托和证券业务收入有所下滑，保险业务收入稳步增长，进而带动金融板块收入占比进一步提高；2018 年，受国内经济增长动力减缓以及股票市场大幅波动等负面因素影响，证券及信托业务收入出现负增长，保险业务经过资源整合后收入稳步增长，公司金融业收入 79.51 亿元，同比下降 13.18%；金融板块占比由 2017 年的 41.19%上升至 2018 年的 43.31%。2018 年，受“限购”“限售”等政策影响以及公司缩减房地产板块的战略调整，房地产收入同比大幅下滑 44.70%至 43.49 亿元；房地产板块占比由 2017 年的 35.37%下降至 2018 年的 23.69%。公司于 2017 年收购美国国际数据集团（International Data Group）（以下简称“IDG”），2018 年该板块实现收入 37.09 亿元，同比增长 35.71%，收入占比为 20.20%，成为公司收入来源的重要补充。公司租赁业收入主要来自写字楼及物业出租，2018 年为 8.24 亿元，同比增长 12.26%，收入占比为 4.49%。商业业务收入 8.48 亿元，同比增长 18.60%，收入占比为 4.62%。此外，物资贸易、酒店服务业、物业管理及广告业在公司营业收入中占比仍较小，整体经营较稳定。

表7　2016—2018年公司营业总收入构成和毛利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	176.91	68.04	41.81	78.65	35.37	37.77	43.49	23.69	54.20
金融	62.40	24.00	69.05	91.58	41.19	77.38	79.51	43.31	70.97
租赁业	7.63	2.93	83.09	7.34	3.30	89.32	8.24	4.49	69.06
商业	8.11	3.12	38.14	7.15	3.22	44.98	8.48	4.62	43.18
物资贸易	1.77	0.68	14.39	5.57	2.50	7.68	1.61	0.88	4.90
酒店服务业	0.50	0.19	66.31	0.52	0.24	67.75	0.52	0.28	67.87
物业管理	1.13	0.43	2.85	1.35	0.61	6.35	1.75	0.95	7.05
广告业	0.92	0.35	51.08	1.13	0.51	56.34	1.25	0.68	41.08
高科技服务业	--	--	--	27.33	12.29	42.31	37.09	20.20	45.95
其他	0.65	0.25	30.52	1.75	0.79	25.61	1.64	089	35.67
合计	**260.01**	**100.00**	**49.14**	**222.36**	**100.00**	**55.70**	**183.58**	**100.00**	**58.85**

注：尾数差异系四舍五入造成。
资料来源：公司审计报告

毛利率方面，2018 年金融板块毛利率为 70.97%，同比下降 6.41 个百分点，主要由于国内股票市场持续下跌，致使民生信托投资收益下降以及民生证券经纪业务收入下滑所致。房地产业务方面，受结转项目差异影响，房地产业务毛利率大幅增长，2018 年该板块毛利率为 54.20%，较 2017 年增长 16.43 个百分点。高科技服务业毛利率位于较高水平，2018 年为 45.95%；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，但对公司整体毛利率影响较小。受房地产业毛利率上升影响，公司综合毛利率上升 3.15 个百分点至 58.85%，整体仍处于较高水平。

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；2018 年，公司实现投资收益 36.53 亿元，同比下降 4.72%。2017 年和 2018 年公司投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资，占投资收益比重分别为 75.94%和 94.09%，主要系公司持有的民生银行股权形成投资收益。

表8　2017—2018年公司投资收益及构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
权益法核算的长期股权投资收益	29.11	75.94	34.37	94.09
处置长期股权投资产生的投资收益	0.00	0.00	-	-
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	0.06	0.16	0.03	0.08
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	-0.36	-0.94	-0.14	-0.38
持有至到期投资在持有期间的投资收益	0.00	0.00	-0.15	-0.41
可供出售金融资产在持有期间的投资收益	2.94	7.67	4.42	12.10
处置可供出售金融资产取得的投资收益	6.39	16.67	-2.00	-5.47
其他	0.19	0.50	-	-
合计	**38.34**	**100.00**	**36.53**	**100.00**

资料来源：公司财务报告

总体看，2018 年，公司收入结构仍保持多元化并新增高科技服务业务；受房地产业务和金融业务收入下降影响，整体收入规模有所下降，但受益于房地产业务毛利率增加，公司综合毛利率略有上升。公司房地产板块收入规模快速收缩且收入占比持续大幅下降，金融板块收入占比持续上高，资本投资业务形成投资收益是公司利润的重要补充且跟踪期内规模较为稳定。联合资信也关注到公司收入构成中金融业占比高，该行业受市场和政策影响较大，收入增长存在一定不稳定性。

2．金融业务板块

（1）**业务概况**

公司在金融领域的主要业务包括信托、证券、保险、期货、典当、融资担保和银行等。截至 2018 年底，公司主要控股的金融机构有民生证券、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；重要参股公司为民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）、郑州银行股份有限公司和渤海银行股份有限公司。

从收入构成来看，公司金融板块收入主要来自信托、保险以及证券业务，2018 年，上述三个板块收入占比仍保持在 90%左右。2018 年，亚太财险经过整合后收入保持稳步增长，但受金融强监管及市场大幅波动等影响，证券及信托收入出现负增长，公司金融板块实现收入合计 79.51 亿，同比下降 13.18%；其中，证券、信托和保险业务收入占比分别为 18.34%、29.79%和 44.61%，同比增长-15.23%、-28.39%以及

9.48%。

表9 公司金融板块收入及构成情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，亚太财险收入稳步增长，信托和证券收入出现一定下滑，致使公司金融板块业务收入负增长。

（2）信托板块

业务概况

公司信托业务主要由子公司民生信托负责；民生信托成立于 1994 年，截至 2018 年底，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 2018 年底，民生信托总资产 152.33 亿元，所有者权益 107.27 亿元，管理信托资产规模 1813.89 亿元；2018 年，民生信托实现营业收入 23.69 亿元，净利润 10.80 亿元。2018 年，民生信托行业评级为 A 类。

2018 年，在金融业去杠杆、“去通道”背景下，民生信托在资产端和资金端面临较大的外部竞争压力，营业收入以及净利润均有所下滑。

信托业务

2018 年，民生信托主动压缩被动管理型信托资产规模，进一步加强主动管理能力，与 2017 年底相比，整体信托资产规模略有下降；截至 2018 年底，民生信托信托资产规模为 1813.89 亿元，较年初下降 3.06%，主要来自被动管理信托资产规模的下降。截至 2018 年底，民生信托主动管理类信托规模 1415.73 亿元，基本维持在年初水平，占信托资产规模比重 78.05%；被动管理类信托规模 398.16 亿元，较年初下降 14.77%，占信托规模比重 21.95%，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保持增长，证券投资类和融资类规模下降。

2018 年，民生信托信托年化报酬率为 1.09%，较 2017 年降低 0.08 个百分点，主要系民生信托被动管理信托规模下降所致，但其信托年化报酬率仍处于行业较好水平。

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

表 10 民生信托信托资产分布情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
主动管理类信托		
证券投资类	201.06	31.60
股权投资类	159.12	188.63
融资类	428.26	345.56
事务管理类	--	--
其他投资	615.49	849.95
小计	**1403.94**	**1415.73**
被动管理类信托		
证券投资类	--	--
股权投资类	--	--
融资类	--	--
事务管理类	467.17	398.16
其他投资	--	--
小计	**467.17**	**398.16**
合计	**1871.11**	**1813.89**

资料来源：民生信托年报

固有业务

民生信托固有业务主要包括自有资金的同业存款、发放信托贷款和投资信托产品、资管计划等。2018 年，民生信托继续秉承谨慎稳健原则，在提高资金运用效率的同时，进一步强化业务风险防范与风险监控，确保资产的稳健增长。2018 年底，民生信托固有业务规模 152.33 亿元，较 2017 年底增长 14.22%。

民生信托固有业务以可供出售金融资产为主，其占比为 87.39%；其余主要为货币资产（占比 8.91%）。可供出售金融资产主要投资信托和基金。

从固有业务行业分布来看，民生信托投资行业以工商企业和金融机构为主；截至 2018 年底，上述两个行业占比分别为 74.20%和 10.28%，行业集中度有所提升，需关注固有业务行业集中风险。

表 11　截至 2018 年底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	13.58	8.91	基础产业	12.84	8.43
交易性金融资产	0.68	0.44	房地产	7.22	4.74
可供出售金融资产	133.11	87.39	工商企业	113.03	74.20
贷款	1.98	1.30	金融机构	15.66	10.28
其他	2.98	1.96	其他	3.57	2.34
资产总计	**152.33**	**100.00**	**资产总计**	**152.33**	**100.00**

资料来源：民生信托年报

资本充足性方面，截至 2018 年底，民生信托净资产和净资本分别为 107.27 亿元和 86.73 亿元；净资本/各项业务风险之和为 207.60%，净资本/净资产为 80.64%，风控监管指标均符合监管标准。

总体看，2018 年民生信托主动压缩被动管理型信托资产规模，整体信托资产规模略有下降，信托报酬率处于行业较好水平，主动管理能力较好；资本控制指标均符合监管标准。民生信托信托资产以及固有业务投资均以工商企业和金融机构为主，行业集中度较高，需关注行业波动可能带来的风险。

（3）证券板块

业务运营

公司证券业务主要由民生证券运营；民生证券成立于 1986 年，2018 年民生证券通过资本公积转增资本 50.39 亿元。截至 2018 年底，民生证券注册资本 96.19 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 2018 年底，民生证券资产总额 398.79 亿元，扣除客户交易结算资金与应付货币保证金后的自有资产总额为 340.22 亿元，负债总额 289.69 亿元，扣除客户交易结算资金与应付货币保证金后负债总额为 231.22 亿元，所有者权益 109.10 亿元。2018 年，民生证券实现营业收入 14.58 亿元，同比下降 15.23%；归属母公司净利润 0.95 亿元，同比下降 75.17%。

2018年，受国内市场行情低迷影响，股票成交量呈下降趋势，行业佣金率持续下滑，对民生证券经纪业务收入造成较大影响。2018年，民生证券实现营业收入14.58亿元，同比下降15.42%。从收入构成来看，经纪业务、投资银行业务和固定收益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 2018 年底，民生证券共有证券营业部 51 家，分公司 35 家。2018 年，受证券市场交投低迷影响，民生证券股票基金交易量呈下降趋势，由 2017 年的 8642.41 亿元下降至 2018 年的 6484.35 亿元，同比下降 24.97%。2018 年民生证券经纪业务手续费及净收入同比下降 28.44%至 3.02 亿元。

投资银行业务方面，民生证券投资银行业务主要包括股票承销保荐业务、债券承销业务、并购重组业务以及其他创新业务。民生证券投资银行业务加强客户服务和项目储备，加大对可转换债券的开发力度，均衡发展多元化投行业务，但受证券行业竞争加剧以及项目审核趋严影响，2018 年民生证券投资银行手续费净收入同比下降 26.85%至 4.74 亿元，全年共完成 2 个 IPO 项目，8 个可转债项目，10 个再融资项目以及 5 个并购重组项目。

资产管理业务方面，2018 年民生证券资产管理业务积极布局和构建包括股票投资、固定收益投资、FOF 投资和 ABS 等业务体系，构建了包括非标融资、银行间债券、定向增发以及 ABS 等较为完备的资管产品池，初步建立起覆盖华东、华北、华南的销售体系；积极落实资管新规，持续对不符合监管新规的存续产品进行整改。主动压缩通道业务，积极调整产品和业务模式，加速向主动管理转型。截至 2018 年底，民生证券以通道业务为主的定向产品规模同比下降 24.31%，月均主动管理规模同比提升 77.04%，“去通道”效果明显。2018 年，民生证券资产管理业务手续费净收入 0.50 亿元，同比增长 31.58%。

2018 年，民生证券分类监管评级为 A，内控管理保持在较高水平。

总体看，受国内股票市场行情低迷、监管趋严以及证券行业竞争加剧影响，2018 年民生证券经纪以及投资银行业务收入出现下滑，其证券业务受市场波动和政策监管影响较大，收入具有一定不稳定性。

（4）**保险板块**

业务运营

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；截至 2018 年底亚太财险注册资本 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、信用保险和保证保险；短期健康保险和意外伤害保险以及上述业务的再保险等业务；截至 2018 年底，亚太财险设有分公司 22 家；资产总额 57.63 亿元，负债总额 31.35 亿元，股东权益合计 26.28 亿元；2018 年，亚太财险实现营业收入 35.47 亿元，净利润 0.34 亿元。

亚太财险营业收入主要来自已赚保费和投资收益，2018 年已赚保费占营业收入比重为 92.73%。2018 年，随着保险业务渠道进一步拓展，保险业务规模扩大带动已赚保费的增长，亚太财险实现营业收入 35.47 亿元，同比增长 9.48%；已赚保费全部来自保险业务收入，保险业务收入以原保险业务为主，其占比为 98.46%。

净利润方面，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。2018 年以来，亚太财险保费收入实现稳步增长，优化投资资产结构，降低权益资产配置，实现净利润 0.34 亿元，同比增长 142.86%。

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仍是亚太财险保险业务主要收入来源，2018 年合计占比为 75.21%。保证保险收入

大幅提升至 3.24 亿元，占比 8.56%。

表 12　亚太财险各险种收入构成情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年
商业车辆保险	50.21	45.64
交强险	35.11	29.56
保证保险	0.25	8.56
企业财产险	4.06	3.67
意外伤害险	4.88	4.96
责任险	3.29	3.81
其他	2.20	3.80
合计	**100.00**	**100.00**

资料来源：亚太财险财务报告

从原保险业务渠道结构来看，2018 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 26.82%、48.60%和 11.94%。此外，保险经纪、个人代理和其他占比均较小。

表 13　亚太财险各渠道收入构成情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年
直接保险业务	32.45	26.82
保险专业代理	46.26	48.60
保险兼业代理	13.33	11.94
保险经纪	4.19	5.36
个人代理	2.60	6.32
其他	1.17	0.94
合计	**100.00**	**100.00**

资料来源：亚太财险财务报告

从保险赔付情况来看，2018 年，亚太财险净赔付支出为 19.05 亿元，同比增长 18.76%；赔付率为 49.48%，同比下降 1.07 个百分点，主要是保险业务收入增速快于赔付支出增速所致。

投资业务

亚太财险投资资金主要来源于保费收入和自有资金。截至 2018 年底，亚太财险投资资产为 35.41 亿元，较 2017 年底下降 13.17%。从投资资产结构来看，亚太财险投资资产日趋多样化；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；2018 年，亚太财险在保留原有投资品种的基础上，在投资组合中加入公司债券以及中期票据，投资品种得到进一步丰富，同时降低信托计划、银行存款、股票以及资产管理产品的配置规模。2018 年，亚太财险投资收益为 2.20 亿元，同比下降 22.26%，主要由于压缩信托计划、股票以及资产管理产品投资规模所致。

表 14　亚太财险投资资产结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	规模	占比	规模	占比
信托计划	8.00	19.62	6.20	17.51
银行存款	7.48	18.35	6.06	17.11
股票	6.52	16.00	3.94	11.13
债权计划	6.30	15.45	9.70	27.39
资产管理产品	5.70	13.97	1.00	2.82
其他权益投资	2.40	5.89	2.66	7.51
开放式基金	2.11	5.18	0.54	1.52
公司债券	--	--	1.20	3.39
中期票据	--	--	2.50	7.06
其他	2.26	5.54	1.61	4.55
合计	**40.78**	**100.00**	**35.41**	**100.00**

资料来源：亚太财险财务报告

资本充足性方面，截至 2018 年底，亚太财险“偿二代”下实际资本为 25.19 亿元，均为核心一级资本；综合偿付能力充足率为 360.04%，偿付能力充足。

总体看，2018 年，随着亚太财险渠道开拓和业务规模的扩大，其保险业务收入呈增长趋势，投资业务品种丰富，净利润稳步增长；但另一方面，亚太财险赔付支出规模较大对利润形成侵蚀，投资业务受市场波动影响较大，存在一定不稳定性，未来经营情况尚存在一定不确定性。

3. *房地产板块*

公司房地产开发业务的主要由泛海控股运营。泛海控股目前业务主要集中在武汉地区。

（1）房地产开发业务

截至 2018 年底，公司土地储备（待开发土

地）面积合计 462.91 万平方米，主要集中在武汉以及美国索诺马郡、纽约和夏威夷。根据公司整体战略经营思路的调整，跟踪期内公司无新取得的土地，在手土地储备的开发建设主要集中在武汉中央商务区项目，海外布局近期无开发计划，或将以股权转让等方式出售。总体看，公司逐步缩减房地产板块规模，跟踪期内无新增土地储备，现有项目区域位置较好，联合资信关注到公司位于美国的土地储备规模大，面临一定跨国经营风险，截至 2018 年底，公司对美国布局的项目计提减值准备 12.16 亿元，未来或将存在较大跌价可能性。

表15　截至2018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	8.50	33.88	住宅、商业
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
合计	--	**462.91**	**467.92**	--

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
资料来源：公司提供

房地产开发方面，跟踪期内，公司主动减缓开发进度，2018 年，公司竣工面积仅 1.91 万平方米，同比大幅下降。

表16　公司房地产业务项目开发情况(单位:万平方米)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	23.29	14.34	54.33
在建面积	378.27	314.96	274.62
竣工面积	63.77	99.68	1.91

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

主要开发项目方面，截至 2018 年底，公司在建项目主要分布在北京、上海、武汉以及美国的洛杉矶和旧金山。截至目前，上海泛海国际公寓/上海泛海国际住区项目、北京泛海国际居住区二期（1#地）已转让给融创房地产集团有限公司。公司国内在建项目主要为武汉中央商务区项目，该项目建筑面积 819.42 万平方米，预计投资额为 371.93 亿元，截至 2018 年底，已投资金额为 141.96 亿元，该项目区位良好，计划打造成高科技类综合商圈，系公司目前的重点投入项目。海外布局方面，目前公司在美国洛杉矶的泛海广场项目已基本建成，系包含公寓、酒店和商业的综合体项目，该项目未来或将整体出售；旧金山项目处于前期施工建设阶段，目前投入主要为土地款和前期土建成本。根据公司战略安排，海外项目的布局未来均将积极洽谈项目转让合作。

表 17　截至 2018 年底公司主要房地产开发项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	位置	项目状态	建筑面积	预估投资额	期末在建部分累计投资	预计完工时间
星火站综合体	北京	拟建	--	--	--	--
泛海国际居住区 1#地块	北京	在建	66.85	431.34	232.35	2022 年

泛海国际居住区 2#地块	北京	在建，部分竣工	25.78			2020 年
泛海国际居住区 3#地块	北京					
泛海国际居住区二期 4#地块	北京	在建，部分竣工	22.85	83.34	6.51	2019 年
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	60.29	2020 年
董家渡聚居区 12#、14#地块	上海	拟建	--	--	--	--
沈阳泛海国际居住区	沈阳	在建，部分竣工	16.59	5.09	2.81	2020 年
武汉中央商务区项目	武汉	在建，部分竣工	819.42	371.93	141.96	--
美国洛杉矶泛海广场	洛杉矶	在建	24.93	18 亿美元	89.67	2020 年
美国旧金山泛海中心	旧金山	在建	21.32	29 亿美元	60.02	2023 年

注：1. 星火站综合体涉及铁路客运专线的规划设计，截至目前尚未动工建设；董家渡聚居区 12#、14#地块由于地块地上房屋的征收、拆迁工作尚未完成，该宗土地无法办理国有土地使用证且不具备开工条件，故上述两个项目无法提供建筑面积和投资金额等相关数据；2. 每个项目按子项目分批办理竣工，预计完工时间以全部完成竣工备案时间为准；3. 武汉中央商务区项目又名武汉 CBD 项目，曾用名武汉市王家墩商务区项目；4. 公司的权益比率为 100.00%；5. 截至目前，上述北京泛海国际居住区二期（1#地）、上海泛海国际居住区（董家渡聚居区 10#地块）、董家渡聚居区 12#、14#地块已转让给融创房地产集团有限公司
资料来源：公司提供

房地产销售方面，2018 年，公司实现销售面积 28.08 万平方米，销售收入 116.04 亿元，主要来自武汉中央商务区、北京的泛海国际居住区（二期）和上海泛海国际居住区现房销售。截至目前，北京的泛海国际居住区（二期）和上海泛海国际居住区项目已转让。从结转情况来看，2018 年，公司结转面积和收入有所下降；2018 年，公司结转面积 8.41 万平方米，结转收入 43.22 亿元。

表18　公司房地产业务项目销售情况
（单位：万平方米、亿元，万元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销售面积	36.20	25.59	28.08
签约销售收入（合同口径）	128.90	51.80	116.04
签约销售均价	3.56	2.02	4.13
结转面积	52.08	30.28	8.41
结转收入	176.70	78.33	43.22

资料来源：公司提供

2018 年，公司主要在售项目为武汉中央商务区项目，该项目业态包括住宅、商业、写字楼和公寓，目前销售主要包括住宅和写字楼部分，公寓尚未达到预售条件。此外，公司在售项目还包括北京的泛海国际居住区（二期）、深圳的泛海城市广场、上海的泛海国际公寓和抚顺的泛海国际居住区项目，项目体量均较小。

表19　公司主要房地产销售项目（单位：万平方米）

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

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，受房地产持续调控及公司经营战略调整的影响，房地产板块规模进一步收缩，2018 年公司无新增土地储备，开发有所放缓。2019 年 1 月，公司将上海和北京主要项目转让于融创房地产，目前公司房地产持续开发建设的项目主要为武汉中央商务区项目，在手美国项目未来或将通过股权出让等多种方式加速去化，加快现金回流。

（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 2018 年底，公司房地产可租面积约为 40.94 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 44.85%）、杭州市（占 21.79%）、上海市（占 9.72%）、北京市（占 3.54%）、青岛市（占 8.57%）和深圳市（占 11.04%）和旧金山（占 0.49%），公司自持物业区域分布较好。公司自持物业除青岛泛海国际购物中心（可租面积 3.31 万平方米）、北京光彩国际公寓部分地上（可租面积 1.45 万平方米）和杭州民生金融中心（可租面积 3.32 万平方米）出租率较低外，其他自持物业出租率均在 85.00%以上。

总体看，2018 年，公司房产租赁业务运作良好，整体经营较稳定。

4. 高科技服务业

2017 年，公司通过子公司智海资本收购 IDG，IDG 创建于 1964 年，总部设在美国马萨诸塞州波士顿，是世界领先的市场研究、科技媒体、数据和营销公司。IDG 的业务主要包括了两个板块：IDC（数据和市场研究业务）和 IDGCommunications（媒体和市场营销业务）。IDC（国际数据公司）是全球著名的信息技术研究、咨询和会展服务专业提供商，在全球 50 个国家设有办公室，拥有超过 1100 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 5000 份研究报告。IDG Communications（国际数据传媒公司）是世界上最大的科技媒体、数据和市场营销服务公司，致力于协助全球客户做出最明智的科技采购决策，在全球 13 个国家设有办公室，旗下拥有多个顶级品牌，包括“CIO®”、“PCWorld®”、“Macworld®”、“计算机世界”等，在移动互联网时代均已成功转型为领先的数字媒体品牌。

5. 资本投资

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，公司持有联想控股股权比例为 16.98%。联想控股为金融控股型公司，业务涵盖战略投资与财务投资两大范畴，其投资范围主要包括 IT、金融服务、现代服务、农业与食品、房地产和化工与能源等领域。截至 2018 年底，联想控股资产总额为 6371.46 亿港币，负债合计 5423.98 亿港币，所有者权益为 947.48 亿港币；2018 年，实现营业收入 4096.32 亿港币，归属母公司所有者净利润 49.78 亿港币。

民生银行

民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）是我国首家主要由非公有制企业入股的全国性股份制商业银行，自成立以来，业务不断地拓展，规模不断地扩大，效益逐年递增，并保持了良好的资产质量。公司为民生银行主要发起人和主要股东之一，截至 2019 年 6 月 18 日，公司共计持有 6.94%的股份（其中 99.61%已质押）。截至 2018 年底，民生银行总资产 59948.22 亿元，所有者权益 4310.01 亿元，不良贷款率 1.76%，拨备覆盖率 134.05%，资本充足率 11.75%，核心一级资本充足率 8.93%。2018 年民生银行实现营业收入 1567.69 亿元，归属

于母公司股东的净利润 503.27 亿元。公司为民生银行主要发起人和主要股东之一。

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

6. 能源电力

跟踪期内，由于公司经营战略的调整，包头甲醇制烯烃项目暂停投入，新能凤凰（滕州）能源项目按目前持股比例取得分红，该项目计入可供出售金融资产科目，按成本核算。目前，公司主要投资的重点项目包括印尼棉兰燃煤电站新建工程项目和红墩界煤矿项目。

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 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，计划投资总额 5.67 亿美元，截至 2018 年底，该项目已完成地基作业，正处于土建工程阶段。联合资信关注到，该项目建设周期长，未来收益存在较大不确定性。

红墩界煤矿项目

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

总体看，跟踪期内，公司缩减对能源电力项目的投入，由于该板块发展对资金需求较大，经公司经营战略调整，未来或将进一步缩减板块规模。

7. 未来发展

公司定位为以金融为主体、以产业为基础的企业集团，未来将继续发挥好金融对实体的服务作用，推动地产、先进制造等现有产业优化升级，同时在文化、教育、医疗等关乎人民美好生活的重点领域进行布局。未来一段时间将着重抓好以下几个方面工作：

一是扎实推进系统优化，开创转型发展新局面。下一阶段核心任务是对发展战略、经营模式、机制体制等进行系统优化：在保持基本战略稳定性的基础上，主动对接服务国家战略和行业变化，积极引导各业务平台持续优化各自定位、发展方向、经营模式。

二是严格遵守监管规定，促进金融业务稳中提质。认真落实各项金融监管要求，力争在合规经营、防范风险的前提下，实现质量、规模和效益的稳步发展。

三是加快地产转型升级，促进业务可持续发展。受房地产行业环境变化和公司重点项目处于调控核心区域等因素影响，公司房地产项目价值释放速度有所放缓，下一阶段要加速项目去化，加快轻资产化速度，推动房地产业务从以开发为主向投资、开发、运营三位一体进

一步转变。

四是稳健推进投资业务，有效防范投资风险。加强行业聚焦和深度研究，挖掘优质股权投资机会；做好私募基金业务，提升平台化经营能力；加强风控合规管理，确保募投管退各环节的规范运作。

五是确保财务安全稳健，争取降低资产负债率。未来公司将综合利用银行、信托、公司债、中期票据等各类融资方式，为公司提供多元稳定的资金来源，同时将积极采取各项措施，争取进一步降低公司资产负债率。

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。

十、财务分析

公司提供了 2016—2018 年财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。

合并范围方面，2018 年，公司合并范围内二级子公司共 18 家，不再纳入合并范围子公司 3 家，公司合并范围的变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2018 年底，公司资产总额 3296.39 亿元，所有者权益合计 533.60 亿元（含少数股东权益 257.29 亿元）；2018 年实现营业总收入 183.58 亿元，利润总额 7.01 亿元。

1. 资本及债务结构

资产

截至 2018 年底，公司资产总额 3296.39 亿元，同比增长 4.06%，其中流动资产占 60.21%，非流动资产占 39.79%，资产结构以流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产 1984.78 亿元，同比增长 2.37%，主要源于以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、存货以及其他流动资产的增长。公司流动资产主要包括货币资金（占 13.23%）、其他应收款（占 21.41%）和存货（占 46.78%）。

截至 2018 年底，公司货币资金 262.56 亿元，同比下降 13.56%，主要包括银行存款、库存现金以及其他货币资金；受限货币资金占比 45.72%，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 2018 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余额为 157.89 亿元，主要为民生证券与民生信托持有的债券、股票以及基金等，同比增长 36.30%，主要系持有上述资产规模增加所致。

公司其他应收款主要为应收往来款、应收股利和利息。截至 2018 年底，公司其他应收款（不含应收利息和应收股利）425.02 亿元，同比下降 3.98%，主要为与关联方形成的往来款。公司其他应收款前 5 名单位合计应付 326.86 亿元，占其他应收款总额的 78.64%，集中度很高，对公司资金形成占用。

截至 2018 年底，公司存货 928.50 亿元，同比增长 10.09%，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账面价值 743.42 亿元，占比 80.28%；开发产品账面价值 94.66 亿元，占比 10.19%。公司存货共计提跌价准备 12.23 亿元，主要来自于公司美国布局的地产项目。截至 2018 年底，公司存货中美国项目开发成本总计 241.23 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 1311.61 亿元，同比增长 6.71%，主要系长期股权投资和投资性房地产增加所致。公司非流动资产以可供出售金融资产（占比 36.60%）、长期股权投资（占比 22.36%）和投资性房地产（占比 21.74%）为主。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 480.01 亿元，同比下降 5.90%；可供出售金融资产包括权益工具投资 328.93 亿元、债务工具投资 2.33 亿元和其他 148.75 亿元（主要由资产管理产品、信托产品等构成）。

公司长期股权投资主要由对民生银行

（2018 年底占比为 97.87%）的投资构成。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 293.26 亿元，同比增长 23.78%，主要来自联营企业民生银行权益法下确认的投资损益大幅增加及追加部分投资所致。

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

截至2018年底，公司其他非流动资产17.71亿元，同比增长30.80%，主要系子公司泛海文化传媒和海墨传媒预付投资款增加以及泛海控股预付长期资本化开支增加所致。

截至 2018 年底，公司商誉 75.46 亿元，同比增长 1.34%,主要包括子公司智海资本收购 IDG 公司股权形成的商誉及子公司中泛集团收购华富国际股权形成的商誉，2018 年底商誉与 2017 年底相比变化不大。

受限资产方面，截至 2018 年底，公司受限资产合计 1401.71 亿元，占总资产比例为 42.52%，比例较 2017 年底有所提升。受限资产主要系为金融机构借款设定的担保资产以及长期股权投资，其中存货、长期股权投资以及投资性房地产分别为 655.88 亿元、210.35 亿元和 273.00 亿元。占比较大的受限资产对公司后续融资造成一定压力。

总体看，跟踪期内，公司资产规模增速有所放缓，资产结构保持稳定；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以及长期股权投资规模增长较快；存货占比较高，其变现能力具有一定不确定性；规模较高的受限资产可能对公司后续融资带来一定影响。公司整体资产质量良好。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 533.60 亿元，同比下降 6.21%，主要为其他综合收益下降所致。截至 2018 年底，公司实收资本为 200.00 亿元，较 2017 年底增加 50.00 亿元，主要系未分配利润转增资本所致。

所有者权益结构方面，截至 2018 年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比 51.78%、少数股东权益占比 48.22%；归属于母公司所有者权益中，实收资本和资本公积分别占 72.38%和 12.73%，盈余公积占 6.47%，未分配利润占 32.72%。

总体来看，跟踪期内公司所有者权益有所减少，所有者权益构成中少数股东权益和未分配利润占比仍较高，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额 2762.79 亿元，同比增长 6.31%，增速有所放缓。其中，流动负债占比为 60.90%，非流动负债占比为 39.10%，流动负债占比进一步上升。

截至 2018 年底，公司流动负债 1682.62 亿元，同比增长 31.98%，增长主要来自预收款项、一年内到期的非流动负债和其他应付款。流动负债结构主要由短期借款（占 13.01%）、其他应付款（占 10.11%）和一年内到期的非流动负债（占 42.77 %）组成。

截至 2018 年底，公司短期借款 218.84 亿元，同比增长 30.13%，主要是保证借款增加所致。2018 年底公司短期借款中的抵押、质押借款所占比重为 69.51%。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 82.81 亿元，与 2017 年底相比基本持平。

截至 2018 年底，公司预收款项 93.06 亿元，同比大幅增长，主要系武汉中央商务区项目销售的预收房款。

截至2018年底，公司代理买卖证券款71.24亿元，同比下降13.21%，主要是民生证券经纪业务下滑所致。

截至 2018 年底，公司卖出回购金融资产 62.86 亿元，同比下降 39.02%，主要是泛海控股期末卖出回购合约减少所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款（不含应付利息、应付股利）148.96 亿元，同比增长 278.13%。公司其他应付款中，账龄在 1 年以内的占 88.58%，综合账龄较短。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 719.66 亿元，主要为一年内到期的长期借款（占 86.28%），其余为一年内到期的应付债券。

截至 2018 年底，公司其他流动负债 64.66 亿元，同比下降 39.14%，主要系泛海控股短期应付债券减少所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 1080.17 亿元，同比下降 18.41%，主要系长期借款和应付债券下降所致。非流动负债主要由长期借款（占 57.65%）和应付债券（占 37.68%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 622.76 亿元，同比下降 22.30%，其中担保借款 5.00 亿元，占比 0.80%；抵押、质押借款 308.46 亿元，占比 49.53%；抵押、质押和担保借款 309.30 亿元，占比 49.67%。

截至 2018 年底，公司应付债券 407.02 亿元，同比下降 16.78%。主要包括企业债券 10 亿元、公司债券 264.90 亿元、中期票据 47.49 亿元、次级债 59.80 亿元、资产证券化债务 4.76 亿元和收益凭证 20.06 亿元。

截至 2018 年底，公司有息债务规模 2056.80 亿元，同比下降 0.76%。从债务结构看，公司有息债务以长期债务为主，占比 51.29%，较去年下降 11.16 个百分点。

截至 2018 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 83.81%、79.40%和 66.41%，公司整体债务负担仍处于较高水平。

跟踪期内，公司负债增速放缓，但债务负担仍较重。有息债务结构以长期债务为主。若未来公司投资力度加大，预计债务负担将进一步加重。

2. 盈利能力

2018 年，受国家对房地产市场调控以及市场持续低迷影响，公司金融及房地产板块收入有所下滑，实现营业收入 183.58 亿元，同比下降 17.44%，营业成本 75.54 亿元，同比下降 23.32%。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用为 148.27 亿元，同比增长 2.65%，其中销售费用 14.27 亿元，管理费用 55.18 亿元，财务费用 78.27 亿元。2018 年，公司期间费用率 80.76%，同比增长 15.80 个百分点。整体看，公司期间费用率提高，对公司利润侵蚀较大。

非经常性损益方面，2018 年，公司公允价值变动收益 22.49 亿元，较为稳定，主要系投资性房地产的公允价值变动产生收益；投资收益 36.53 亿元，同比下降 4.71%，主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益减少所致，公司投资收益主要由持有民生银行股权形成的投资收益为主，占比为 94.10%。

2018 年，公司营业外收入为 12.86 亿元，同比增长 263.95%，主要系子公司长期股权投资利得增加所致；公司营业外支出 1.37 亿元，同比下降 82.21%，主要为对外赞助和捐助支出。

公司 2018 年利润总额 7.01 亿元，受金融及房地产板块营业收入下降和期间费用增长的影响，利润总额同比下降 72.05%，净利润 2.56 亿元，同比下降 87.65%。盈利指标方面，2018 年，公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为 53.38%、3.07%和 0.46%，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，营业利润率有所提高，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，2018 年，公司经营活动现金流入量有所增加，为 483.12 亿元，同比增长 49.28%。其中，销售商品、提供劳务收到的现

金 164.11 亿元；收取利息、手续费及佣金的现金为 46.70 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 234.88 亿元，主要为往来款项。公司现金收入比为 89.39%，同比大幅提升，收入实现质量较高。经营活动现金流出方面，2018 年，公司经营活动现金流出 324.30 亿元，同比下降 39.79%。其中购买商品、接受劳务支付的现金 81.48 亿元，同比下降 57.77%，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 97.21 亿元，同比下降 45.13%，主要为关联方往来款。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 158.82 亿元，由净流出变为净流入。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流 543.73 亿元，同比减少 35.31%，主要为收回投资收到的现金有所减少所致。同期，公司投资活动现金流出 574.86 亿元，同比下降 39.62%，主要为投资支付的现金，集中于金融板块的投资支出。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-31.12 亿元，净流出规模较上年大幅下降。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 1035.71 亿元，较上年下降 13.61%，系取得借款收到现金和吸收投资收的现金有所减少所致。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本金及利息，2018 年筹资活动现金流出总计 1246.52 亿元，同比增长 25.62%，主要系偿还债务、偿付利息以及分配股利支付的现金大幅增加所致。2018 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-210.81 亿元，由净流入变为净流出。

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

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2018 年，公司流动比率和速动比率分别为 117.96%和 62.78%，均较 2017 年有所下降。同时，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，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 0.67 倍，较去年有所下降；全部债务/EBITDA 为 22.80 倍，较去年有所上升。跟踪期内，公司长期偿债能力有所下降。

综合考虑，公司整体偿债能力一般。

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

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

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 2018 年底，公司在金融机构的综合授信总额为 617.91 亿元，已使用 551.85 亿元，尚未使用额度 66.06 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 2019 年 5 月 28 日，公司无未结清关注类、不良类信贷信息记录。已结清业务中，存在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。

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，形成了以金融产业为主，房地产业为辅，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、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”余额10.00亿元。2018年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为90.22亿元和483.12亿元和158.82亿元，分别为上述存续债券应偿还本金的9.02倍、48.31倍和15.88倍。公司EBITDA及经营活动现金流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，公司对上述债券保障能力弱于指标值。

表20　公司存续期债券情况（单位：亿元）

债券简称	起息日	到期兑付日	当前余额
15泛海债	2015/12/18	2020/12/18	50
小计			**50**
18泛海F3	2018/08/08	2021/08/08	10
18泛海F2	2018/06/20	2021/06/20	3
18泛海F1	2018/05/30	2021/05/30	10
16泛海04	2016/08/08	2021/08/08	4.3
16泛海03	2016/07/18	2021/07/18	7.3
15泛海03	2015/09/21	2021/09/21	0.33003
11中国泛海债02	2011/12/13	2021/12/13	10
小计			**44.93003**
19泛海F2	2019/03/19	2022/03/19	6
19泛海F1	2019/03/01	2022/03/01	5.5
小计			**11.5**
18泛海G2	2018-06-14	2023-06-14	17
18泛海G1	2018-06-05	2023-06-05	10
小计			**27**
合计			**133.43003**

注：表中仅包括以公司为融资主体发行债券，公司债期限未考虑回售
资料来源：Wind

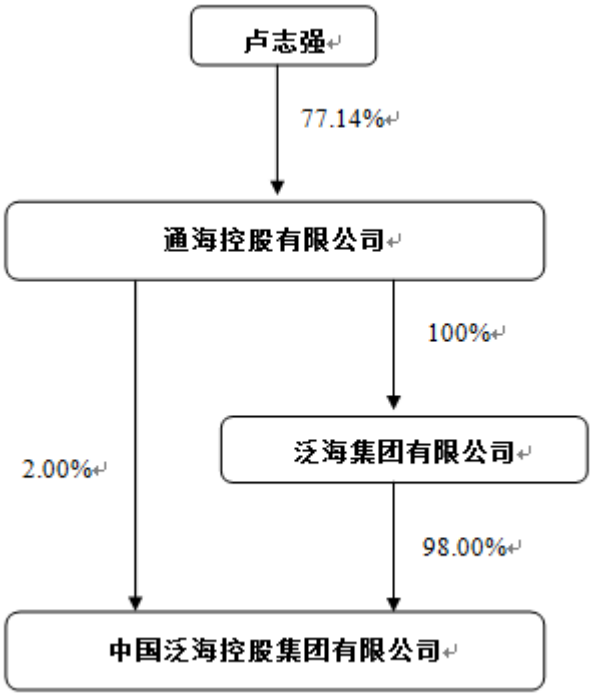
考虑到公司存在其他存续债券，以单年最高偿还额50.00亿元进行测算，2018年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为单年最高偿还额的1.80倍、9.66倍和3.18倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力强。

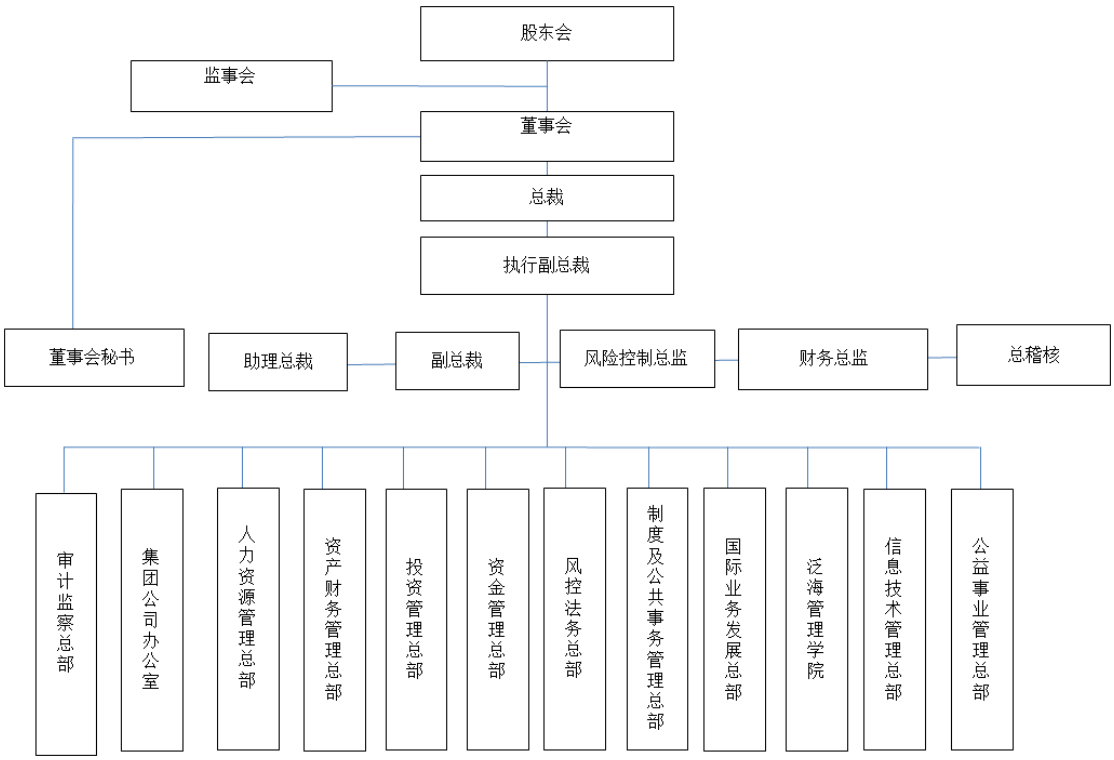
十二、结论

综合评估，联合资信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^+，并维持“11中国泛海债02/11泛海02”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司组织结构图



附件 1-3　2018 年底公司纳入合并范围全资及控股子公司情况

序号	企业名称	持股比例		注册资本
		直接	间接	
1	泛海控股股份有限公司	68.49%	2.39%	519620.07
2	泛海能源控股股份有限公司	80.00%	-	200000.00
3	泛海实业股份有限公司	60.00%	-	2400000.00
4	民生控股股份有限公司	22.56%	-	53187.15
5	泛海能源投资包头有限公司	100.00%	-	50000.00
6	陕西九州映红实业发展有限公司	100.00%	-	40000.00
7	泛海文化传媒控股股份有限公司	90.00%	-	21313.83
8	中国泛海国际投资有限公司	100.00%	-	19980 万美元
9	中国泛海美国控股有限公司	100.00%	-	1990 万美元
10	泛海美术馆	100.00%	-	3000.00
11	泛海投资集团有限公司	100.00%	-	1000000.00
12	通海投资集团有限公司	100.00%	-	1000000.00
13	青岛民生经济信息服务有限公司	100.00%	-	3000.00
14	亚太寰宇投资有限公司	40.00%	60.00%	2000000.00
15	智海资本投资管理有限公司	90.00%	-	500000.00
16	海墨文化传媒股份有限公司	50.00%	50.00%	200000.00
17	泛海扶贫产业资本投资管理有限公司	100.00%	-	1000000.00
18	同享资本投资管理有限公司	100.00%	-	100000.00

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	525.86	419.82	420.92
资产总额(亿元)	2731.10	3167.85	3296.39
所有者权益合计(亿元)	435.47	568.94	533.60
短期债务(亿元)	370.69	778.31	1001.97
长期债务(亿元)	1441.38	1294.22	1054.83
全部债务(亿元)	1812.07	2072.53	2056.80
营业收入(亿元)	260.01	222.36	183.58
利润总额(亿元)	68.75	25.07	7.01
EBITDA(亿元)	143.13	106.82	90.22
经营性净现金流(亿元)	-100.46	-214.98	158.82
财务指标			
销售债权周转次数(次)	20.39	9.74	5.82
存货周转次数(次)	0.19	0.10	0.09
总资产周转次数(次)	0.11	0.08	0.06
现金收入比(%)	77.92	43.93	89.39
营业利润率(%)	38.38	51.13	53.38
总资本收益率(%)	6.07	3.78	3.07
净资产收益率(%)	14.86	4.12	0.46
长期债务资本化比率(%)	76.80	69.45	66.41
全部债务资本化比率(%)	80.62	78.46	79.40
资产负债率(%)	84.05	82.04	83.81
流动比率(%)	206.89	152.10	117.96
速动比率(%)	127.99	85.94	62.78
经营现金流动负债比(%)	-11.89	-16.87	9.44
EBITDA 利息倍数	1.32	0.83	0.67
全部债务/EBITDA(倍)	12.66	19.40	22.80

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、报告已将融资租赁款等有息债务计入相关指标计算

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　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。

附件 4-3　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