信用等级公告

联合〔2020〕1709 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

二〇二〇年六月二十四日

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2020年跟踪评级报告

评级结果

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国泛海控股集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
11中国泛海债02/11泛海02	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
11中国泛海债02/11泛海02	10亿元	10亿元	2021/12/13[1]

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020年6月24日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
股权质押比例高，资产受限规模大，对外担保金额较大				-1
公司持有优质股权，金融板块业务持续扩大，发展良好				+2

注:经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中国泛海控股集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为大型民营综合类企业集团，在经营规模和多元化布局方面具有突出优势。跟踪期内，公司金融板块整体业务发展较好，房地产业务收入持续下降，公司将北京和上海项目资产出售，资金回流同时减轻了公司债务负担。同时，联合资信也关注到，公司现有主要房地产项目集中在武汉市，本次疫情对武汉地区市场热度造成一定影响，项目未来销售面临一定去化压力；公司位于美国的土地储备规模大，面临一定跨国经营风险和减值风险；公司地产板块无新开工和竣工项目且销售规模很小，房地产业务发展乏力；公司债务负担仍较重且存在集中偿付压力；资产受限规模较大；盈利能力明显下滑以及偿债指标表现较差等因素对公司的信用水平可能造成的不利影响。此外，公司所持有的泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”）、民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）、联想控股股份有限公司的股份质押比例较高，后续融资空间有限；若未来股价出现较大下跌，或将给公司质押借款带来一定的压力。

跟踪期内，公司EBITDA和经营活动现金流入量对“11中国泛海债02/11泛海02”的保障能力较强。

未来，随着公司金融板块的持续发展以及房地产项目逐步实现销售，公司综合实力有望增长。

综合评估，联合资信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。

[1] 注：含第5年末公司上调票面利率及投资者回售选择权

分析师：韩家麒 尹金泽
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

优势

1. **公司具有一定的经营规模优势。**公司作为大型民营综合类企业集团，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. **金融板块业务发展良好。**跟踪期内，公司金融板块业务规模持续扩大，已形成信托、证券和保险为主的业务格局，同时持有优质银行股权，整体业务发展良好。
3. **持有优质股权且其形成的投资收益对利润形成较好补充。**公司资本投资业务获得较大投资收益，对利润形成有效补充；且投资股权较为优质，所持资产质量较好。

关注

1. **公司地产项目集中度高，市场景气度受疫情影响较大，需关注美国项目处置进展及未来项目销售情况。**公司主要土地储备及在建项目集中于武汉市，2019 年无新开工及竣工面积；美国项目面临较大异地经营风险、资本支出压力以及资产减值风险，需关注其后续处置情况。
2. **金融板块受监管政策影响较大，投资资产受市场波动影响较大，具有不稳定性。**公司金融板块涉及的证券、信托、保险、银行行业受国家监管政策和市场波动影响较大；金融板块持有较大规模投资资产，未来金融市场和宏观经济环境若出现大幅波动，或将对其资产及盈利造成不利影响。
3. **公司债务负担仍较重且面临短期集中偿付压力，偿债指标表现较差。**跟踪期内，公司债务规模有所下降，但负担仍较重且短期偿付压力大，受限资产占比较高，偿债指标表现较差，需对公司流动性保持关注。
4. **持有子公司股权质押比例高。**公司所持有的泛海控股及民生银行股份质押比例较高，后续融资空间有限；若未来股价出现较大下跌，或将给公司质押借款带来一定的压力。

5. **公司对外担保金额较大，并有未决诉讼案，存在一定或有负债风险。**
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。**
7. **母公司口径债务负担较重，偿付资金来源对下属上市公司泛海控股依赖性较强。**截至 2019 年底，母公司全部债务金额为 660.40 亿元，短期债务占比为 63.61%，存在集中兑付压力；下属上市公司泛海控股独立运营，母公司业务规模较小，偿付资金对泛海控股依赖性较强。
8. **民生证券增资扩股。**公司转让民生证券股权如顺利进行，将进一步稀释公司持有民生证券股权，但有利于实现公司资金回流，缓解资金压力。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	243.04	225.96	472.06
资产总额(亿元)	3167.85	3330.10	2969.91
所有者权益(亿元)	568.94	550.88	605.54
短期债务(亿元)	778.31	1001.97	915.42
长期债务(亿元)	1294.22	1054.83	652.26
全部债务(亿元)	2072.53	2056.80	1567.69
营业收入(亿元)	222.36	183.58	189.70
利润总额(亿元)	25.07	12.49	14.70
EBITDA(亿元)	106.82	95.70	114.69
经营性净现金流(亿元)	-214.98	158.82	104.70
营业利润率(%)	51.13	53.38	56.66
净资产收益率(%)	3.63	1.46	2.58
资产负债率(%)	82.04	83.46	79.61
全部债务资本化比率(%)	78.46	78.87	72.14
流动比率(%)	152.07	117.96	111.75
经营现金流动负债比(%)	-0.17	0.09	0.06
EBITDA 利息倍数(倍)	0.83	0.71	0.81
全部债务/EBITDA(倍)	19.40	21.49	13.67
公司本部（母公司）			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1398.14	1372.90	1342.45
所有者权益（亿元）	303.63	277.67	269.95
全部债务(亿元)	835.20	764.15	660.40
营业收入(亿元)	6.15	6.58	6.61
利润总额(亿元)	-12.42	6.43	-21.68
资产负债率（%）	78.28	79.78	79.89
全部债务资本化比率(%)	73.34	73.35	70.98
流动比率（%）	92.22	58.72	57.11
经营现金流动负债比(%)	29.99	9.97	19.28

注：1.现金类资产已剔除受限资金；2.已将应付短期融资款、其他流动负债中的短期应付债券和其他应付款中的有息部分计入短期债务；长期应付款中的有息部分计入长期债务

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
11 中国泛海债 02/11 泛海 02	AA+	AA+	稳定	2019/6/21	韩家麒 李铭飞	房地产行业企业信用评级方法（2018）	阅读全文
11 中国泛海债 02/11 泛海 02	AA+	AA+	稳定	2016/6/28	孙宏辰 景雪	房地产企业信用分析要点（2015）	阅读全文
11 中国泛海债 02/11 泛海 02	AA	AA	稳定	2011/6/27	孙恒志 高景楠	房地产企业信用评级方法（2009）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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”）对这些资料的真实性、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2020 年跟踪评级报告

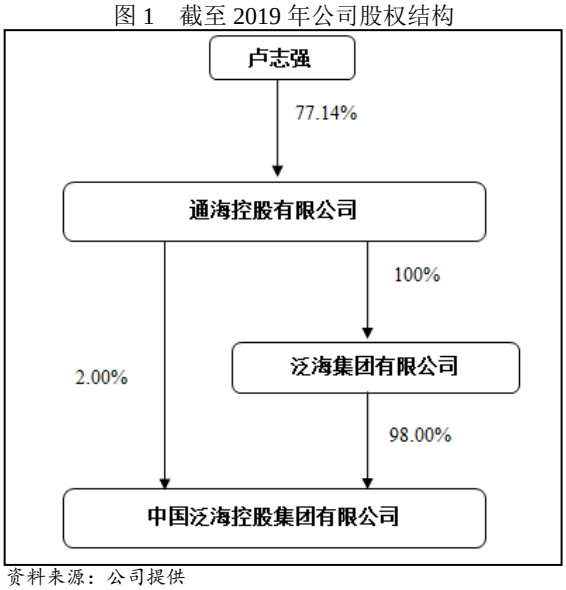
一、跟踪评级原因

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及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

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，公司更为现名。历经多次股权转让和增资，截至 2019 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。

图 1　截至 2019 年公司股权结构



资料来源：公司提供

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。

截至 2019 年底，公司内设集团公司办公室、人力资源管理总部、资产财务管理总部、资金管理总部、投资管理总部、风控法务总部、审计监察总部等 11 个主要部门；纳入合并范围的全资及控股子公司 14 家，其中全资子公司 9 家，控股子公司 5 家。公司下属控股和参股公司中包含多家上市公司，其中，控股上市公司包括泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”，证券简称“泛海控股”，证券代码 000046.SZ，公司直接持股 68.49%）和民生控股股份有限公司（以下简称“民生控股”，证券简称“民生控股”，证券代码 000416.SZ，公司直接持股 22.56%）；参股公司包括中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”，证券简称“民生银行”，证券代码 600016.SH、1988.HK，公司直接和间接持股合计 6.94%）和联想控股股份有限公司（以下简称“联想控股”，证券简称“联想控股”，证券代码 3396.HK，公司对其直接持股 16.98%）等。公司通过泛海控股控股民生证券股份有限公司（以下简称“民生证券”）、中国民生信托有限公司（以下简称“民生信托”）、亚太财产保险有限公司（以下简称“亚太财险”）等主要业务运营子公司；通过民生控股控股北京民生典当有限责任公司（以下简称“民生典当”）和民生保险经纪有限公司（以下简称“民生保险经纪”）等主要运营子公司。

截至 2019 年底，公司持有泛海实业股份有限公司 60%股权，股权质押占持有比例 79.17%；持有民生控股股份有限公司 22.56%股份，股权质押占持有比例 99.99%；持有陕西九州映红实业发展有限公司 100.00%股权，股权质押占持有比例 100.00%；持有泛海控股 70.88%股份，股权质押占持有比例 96.86%；持有联想控股 16.97%股份，股权质押比例占持有比例的 100.00%；公司持有子公司股份质押比例很高。

截至 2019 年底，公司资产总额 2969.91 亿元，所有者权益合计 605.54 亿元（含少数股东权益 298.89 亿元）；2019 年实现营业总收入 189.70 亿元，利润总额 14.70 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、存续债券情况及募集资金使用情况

联合资信评定的公司存续债为“11 中国泛海债 02/11 泛海 02”。

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

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑

1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1－3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”

目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业与区域环境分析

1. 信托行业

2017－2019年，随着金融去杠杆、去通道政策的推进，信托行业逐步调整业务结构，信托资产规模逐年下降，业务转型效果逐步显现，同时风险暴露更为真实。

信托行业近年来发展迅速，2010年全行业的信托资产规模首次超过公募基金规模，2012年超过保险业规模，成为仅次于银行业的第二大金融业务，2016年信托业跨入了“20万亿时代”，信托已经成为服务实体经济的重要力量。2018年以来，随着去杠杆、去通道政策的持续推进，信托公司依赖于外部市场环境刺激、利用相对灵活的制度安排追求“短平快”短期套利模式已经不可持续，多数信托公司积极调整业务结构，降通道使得行业整体信托资产规模持续下降。截至2019年底，全国68家信托公司管理的信托资产规模为21.60万亿元，较2018年底下降4.83%。从信托资金来源看，2017－2019年，以单一信托为主的通道业务受限，单一资金信托规模和占比持续下降，信托利用自身制度优势逐步推进转型，集合资金信托规模波动、占比逐步上升，管理财产信托规模持续下降、占比基本稳定，主动管理能力逐步增强。从信托功能看，受压缩通道业务影响，事务管理类信托规模和占比持续下降，但仍为最主要类型，2019年底占比49.30%；融资类信托规模总体增长、占比持续上升；投资类信托规模总体下降后趋稳、占比基本稳定。

表 2　信托业务主要指标（单位：万亿元、%）

分类	项目	2017 年		2018 年		2019 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
按来源划分	集合资金信托	9.91	37.74	9.11	40.12	9.92	45.93
	单一资金信托	12.00	45.73	9.84	43.33	8.01	37.10
	管理财产信托	4.34	16.53	3.76	16.55	3.67	16.98
按功能划分	融资类	4.43	16.87	4.35	19.15	5.83	26.99
	投资类	6.17	23.51	5.11	22.49	5.12	23.71
	事务管理类	15.65	59.62	13.25	58.36	10.65	49.30
信托资产		**26.25**	**100.00**	**22.70**	**100.00**	**21.60**	**100.00**

信托风险资产	0.13	0.50	0.22	0.98	0.58	2.67
平均年化综合信托报酬率		0.42		0.35		0.37

资料来源：中国信托业协会，联合资信整理

2017－2019年底，信托行业风险资产规模逐年快速增长，年均复合增长109.53%，主要是监管部门加大了风险排查，风险暴露更为真实，并不意味着增量风险的加速上升，预计信托风险资产规模变化将趋于平稳；信托公司净资产对风险资产的覆盖倍数分别为3.99倍、2.59倍和1.09倍，逐年下滑，整体仍在可承受范围。

从信托行业平均报酬率来看，2018年，受市场竞争激烈、资产收益率下行以及费率较低的通道业务规模较大的影响，信托行业平均报酬率呈下降趋势；2019年随着主动管理能力的提升，行业平均报酬率有所回升。

2017－2019 年，信托公司固有资产规模持续增长，资本实力稳步提升，财务杠杆持续回落，行业风险应对能力稳步提升。

固有资产规模是信托公司综合实力的重要体现之一，信托公司固有资金主要支持资本市场投资、金融机构股权投资以及信托业务的发展。近年来，随着金融去杠杆政策的推进，信托行业财务杠杆持续回落，但资本实力逐步提升，推动固有资产规模持续增长，2017－2019年底，信托行业固有资产年均复合增长8.02%。截至2019年底，信托行业固有资产规模为7677.12亿元，较2018年底增长6.73%；其中，货币类资产、贷款和投资类资产分别占比7.90%、5.90%和78.80%，投资类在固有资产运用中占比呈稳步上升趋势。

表 3　信托行业主要指标（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
固有资产	6578.99	7193.15	7677.12
所有者权益	5250.67	5749.30	6316.27
信托行业经营收入	1190.69	1140.63	1200.12
其中：信托业务收入	805.16	781.75	833.82
信托行业利润总额	824.11	731.80	727.05

资料来源：中国信托业协会，联合资信整理

资本是金融机构抵御风险，确保自身长期稳健发展的基础。信托公司资本的增长主要依靠资本内生增长机制和增资扩股，2017－2019年末，信托行业所有者权益逐年稳步增长，年均复合增长9.68%，其中实收资本年均复合增长8.43%。2019年底信托行业实收资本2842.40亿元，占所有者权益的45.00%，占比小幅下降。

资本内生增长方面，信托行业处于转型发展阶段，2017－2019年信托行业经营收入有所波动，2018年同比下降4.20%，2019年同比增长5.22%，年均复合增长0.40%；信托业务收入占经营收入的主导地位，且占比稳步小幅提升至2019年的69.48%，信托回归本源的转型方向日益明确。此外，《信托公司管理办法》要求信托公司每年提取税后利润的5%作为赔偿准备金，近年来去通道导致业务规模收缩，行业利润总额逐年下降，但信托赔偿准备累积规模不断增加，2017－2019年底年均复合增长14.76%，2019年底信托赔偿准备余额291.24亿元，占所有者权益的比重4.61%，占比持续提升，行业应对风险的能力稳步提升。

信托行业监管逐步完善，信托业回归本源与加强主动管理成为主基调。

近年来，金融监管持续趋严，信托行业监管规则逐步完善。2017年，《信托登记管理办法》出台，信托业建立了统一登记制度，市场

规范化和透明度大大提升。与此同时，各项监管政策如“三三四十”“55号文”等对房地产信托、政信合作业务、通道业务产生较大影响。通道业务监管持续加强，特别是2018年4月“资管新规”落地加速推动信托行业破除刚性兑付，其宗旨即让信托行业回归信托本源，因此主动管理类业务如财富管理业务、资产证券化业务、股权投资业务等未“受限”的信托业务将成为信托公司业务转型发展的重点，也将为信托行业带来稳定的利润增长点。2018年4月，银行间市场交易商协会发布《关于意向承销类会员（信托公司类）参与承销业务市场评价结果的公告》，实现了信托参与银行间市场债券承销业务的破冰，对于信托行业开拓业务空间，实现转型发展具有战略意义。2020年5月，银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，延续资管新规，进一步强调信托的私募特性，提出放开银行间和交易所的回购业务，影响较大的是对非标资产投资限制较为严格，限制债权集中度，同时对投资者人数进行限制，虽然相比银行理财、券商资管仍然更加宽松，但考虑到信托传统上非标占比相对较高等，短期行业将迎来阵痛。

作为资管行业的重要子板块，信托行业在制度红利、业务范围、专业能力以及创新意识方面具有较强的竞争优势。新的外部环境有助于提升信托行业资产管理能力和风险防控意识，引导信托行业加速转型，长期将利好行业健康稳健发展；但在新的监管环境下，原信托业务结构中占比较高的银信通道业务和信政业务将面临进一步萎缩，刚性兑付的打破带来信托产品吸引力下降，资管市场同质化竞争加剧，加之资本市场不确定性增加，未来信托公司的盈利水平存在一定的不确定性。

2. 证券行业

（1）行业概况

股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020 年一季度，受新冠疫情及经济下滑影响，股票市场振幅加剧，沪深指数有所下行，沪深交易额稳中有升。根据交易所公布的数据，截至 2019 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3777 家；股票市场总市值为 59.29 万亿元，较 2018 年底增长 36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。2019 年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同

比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 2　股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

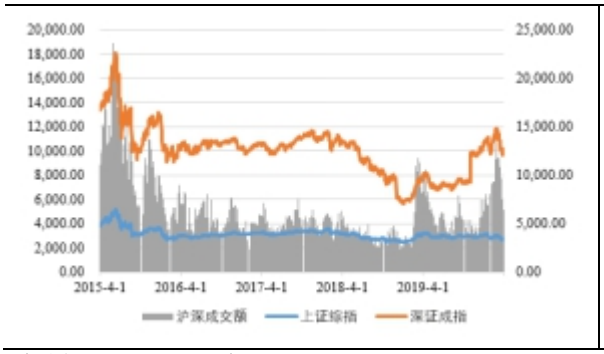
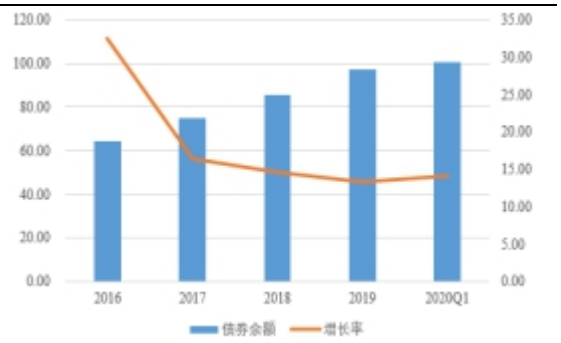


图 3　债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 3 月，新证券法正式实施，加大了资本市场违法违规成本，有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境；全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革也已正式落地，进一步扩大了证券市场规模。

随着资本市场建设力度的加大，证券市场规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2015－2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019 年增幅较大；盈利能力呈现倒 U 型走势，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年证券公司盈利水平小幅下降，2018 年盈利水平进一步大幅下降；2019 年，受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 4　证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数（家）	125	129	131	131	133
盈利家数（家）	124	124	120	106	120
盈利家数占比（%）	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入（亿元）	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83
净利润（亿元）	2447.63	1234.45	1129.95	666.20	1230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26

净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

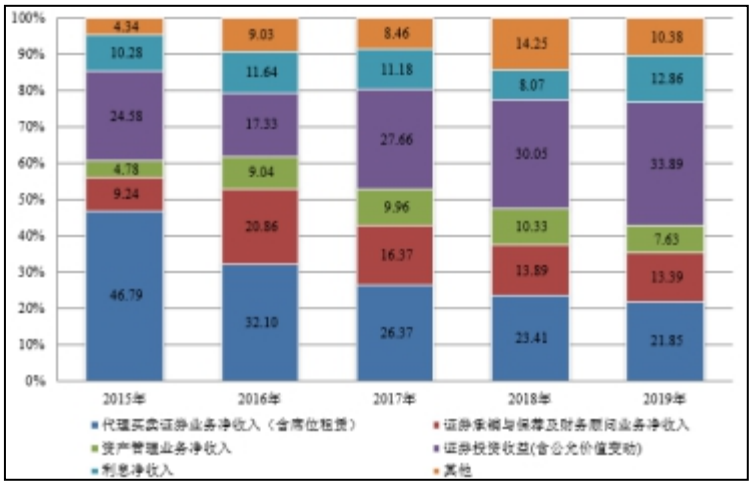
2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3604.83 亿元和净利润 1230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

2020 年一季度，受新冠疫情全球化扩散影响，各国经济均出现滑坡，国家出台流动性宽松政策修复市场恐慌情绪，A 股指数振幅加大，沪深交易额稳中有升，债券市场利率持续下行；其中上证综指跌幅 9.83%，深成综指跌幅 4.49%，沪深交易额同比增长 47.61%。截至 2020 年 3 月底，133 家证券公司总资产为 7.89 万亿元，较 2019 年底增加 8.68%；净资产为 2.09 万亿元，较 2019 年底增加 3.47%，净资本为 1.67 万亿元，较 2019 年增加 3.09%。2020 年一季度，133 家证券公司中，118 家公司实现盈利，实现营业收入 983.30 亿元，实现净利润 388.72 亿元，分别同比下降 3.50%和 11.69%，经营业绩同比有所下滑。

（2）业务分析

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2019 年证券公司盈利水平显著上升，前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

图 4　我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2017年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；2018年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比增加至30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。

（3）市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019年以来，国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市，同时，湘财证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际和中泰证券IPO已通过发审委审核，预计将于2020年A股发行。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向A股的雄心。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019年10月，证监会宣布，自2020年1月1日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立3家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

2019年11月，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司，也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2019年末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计2354.94亿元，净利润780.77亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为65.33%和63.43%。截至2019年底，前十大证券公司资产总额为4.51万亿元，占全行业总资产的62.06%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过60%，行业集中度较高。

表5　截至2019年底主要证券公司财务数据

（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1654.50	7917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1460.94	5593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1411.19	6367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1256.55	5621.81	248.63	90.57

5	广发证券	941.37	3943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2246.44	140.93	49.14
合计		**10200.34**	**45056.60**	**2354.94**	**780.77**

数据来源：Wind

（4）风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018-2019 年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

（5）未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014 年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2019 年 7 月，证监会发布了 2019 年证券公司分类结果，在参选的 98 家券商中，51 家分类评级结果与上年持平，28 家券商被下调评级，19 家证券公司上调评级；38 家券商被评为 A 类，数量比 2018 年减少 2 家。整体来看，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019 年 7 月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施<证券公司股权管理规定>有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019 年 8 月，证监会就《证券公司风险控制指标计算标准》公开征求意见，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。2019 年 10 月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向。

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

3. 财险行业

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

近年来，受宏观经济增长放缓影响，我国实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，为保险行业的发展提供了良好的政策环境。2019 年，受益于宏观经济企稳和政策支持，财

产险业务原保险保费收入 13016 亿元，同比增长 9.93%，增幅比上年增长个 5.29 个百分点；产品结构方面，2019 年财产险的险种结构优化，车险占比下降而非车险占比增长迅速。车险方面，2019 年实现保费收入 8188.32 亿元，同比增长 4.52%，增速仍然较低，但下半年汽车市场表现出较强的自我恢复能力，12 月份汽车产销量环比上升，车险单月增速 5.42%，全年增速较上年提升 0.36 个百分点。非车险方面，实现保费收入 4,828.01 亿元，同比增长 23.16%，其中，健康险、保证险、意外险、责任险增速高于 25%；非车占比达到 37.09%，同比提升 3.74 个百分点。资产方面，财险公司总资产 22940 亿元，较年初下降 1.17%，财险公司总资产规模收缩。

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

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

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

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

4. 房地产行业

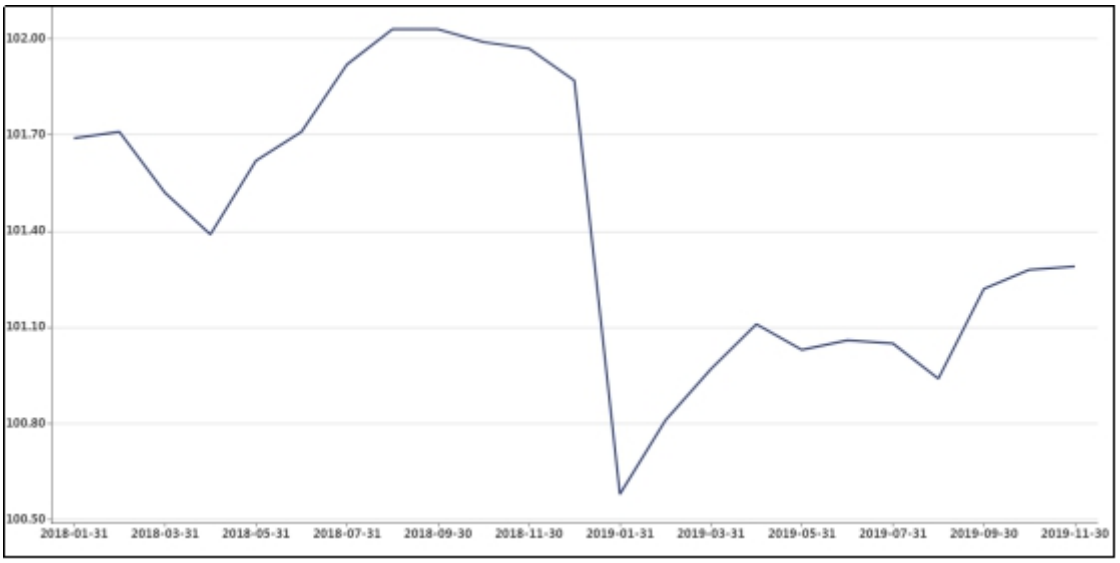
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重

视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 5　2018 年－2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波

动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

（1）土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1－3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 6　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	**156052.62**	**100.00%**	**165962.89**	**100.00%**	**178608.59**	**100.00%**

资料来源：Wind，联合资信整理

（2）政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表 7）

表 7　2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 8）

表 8　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等

		资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年底，公司实收资本为 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。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管团队发生一定变化，但核心管理团队基本稳定，不会对公司经营管理造成重大不利影响。

2020 年上半年，公司高管岗位由 15 位调整为 13 位，副总裁岗位由 5 位减少至 3 位，将风险控制总监岗位调整为审计监察总监，仍由赵岩担任。2020 年 5 月，原董事长兼总裁卢志强不再担任公司总裁，公司任命宋宏谋为总裁；2020 年 4 月，公司新任命原燕飞为公司助理总裁。

截至 2020 年 5 月底，高管层共 13 人，包括董事长 1 人、总裁 1 人、执行副总裁 4 人、执行副总裁兼财务总监 1 人、副总裁 1 人、副总裁兼董事会秘书 1 人、人力资源总监 1 人、审计监察总监 1 人、助理总裁 2 人。高管层职能包括公司日常经营管理、落实董事会经营计划等。

总裁宋宏谋先生，管理学博士。先后在中国农业银行、中国农业发展银行、中央金融工委（国有重点金融机构监事会办公室）、中国银行业监督管理委员会等机构工作。历任新疆维吾尔自治区人民政府金融工作办公室主任、党组书记，泰康保险集团股份有限公司助理总裁，泛海控股股份有限公司第九届董事会副董事长、总裁等。2020 年 5 月至今任公司总裁，兼任泛海控股第十届董事会董事长。

七、管理分析

跟踪期内，公司组织结构变动不大，下属子公司出现一些违规事件，需加强子公司内控管理水平。

截至 2019 年底，公司内设集团公司办公室、人力资源管理总部、资产财务管理总部、资金管理总部、投资管理总部、风控法务总部、审计监察总部等 11 个主要部门。

子公司处罚方面，2018 年 7 月，因发布“保千里”（股票代码 600074）相关研究报告质量控制和合规审查不严，民生证券收到中国证券监督管理委员会北京监管局下发的《关于对民生证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》〔2018〕53 号。民生证券将强化内部管理，提升业务人员执业素质，防范类似事件再次发生。

2018年9月17日至2018年9月30日，原北京银监局对公司开展了深化整治银行业市场乱象专项现场检查，并出具了《北京银保监局关于中国民生信托有限公司深化整治银行业市场乱象的现场检查意见书》（京银保监发〔2018〕15号，以下简称“《监管意见书》”）。收到《监管意见书》后，民生信托高度重视，组织相关部门召开专题会议并制定整改方案，以整改促提升。截至2019年底，整改工作仍在进行中。

根据《中国保监会重庆监管局行政处罚决定书》（渝保监罚〔2018〕16号），亚太财险重庆分公司在2017年7月至11月期间，虚增24名非全日制销售人员，并向上述人员虚假发放车险绩效类工资，套取费用共计41.44万元；上述行为违反《保险法》第八十六条第二款规定，

中国保监会重庆监管局决定给予亚太财险重庆分公司罚款20万元的处罚；对时任重庆分公司市场渠道发展部临时负责人杨海涛处以警告并罚款4万元的处罚。

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

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

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

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

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司金融板块收入规模进一步增加，占比有所提升，房地产板块收入持续下降，毛利率水平变动不大，受金融板块行业特点影响，综合毛利率处于较高水平。

表9 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019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	78.65	35.37	37.77	43.49	23.69	54.20	22.49	11.85	56.02
金融业	91.58	41.19	77.38	79.51	43.31	70.97	105.84	55.79	68.70
租赁业	7.34	3.30	89.32	8.24	4.49	69.06	9.14	4.82	73.61
商业	7.15	3.22	44.98	8.48	4.62	43.18	9.32	4.91	45.16
物资贸易	5.57	2.50	7.68	1.61	0.88	4.90	0.00	0.00	--
酒店服务业	0.52	0.24	67.75	0.52	0.28	67.87	0.45	0.24	69.31
物业管理	1.35	0.61	6.35	1.75	0.95	7.05	1.81	0.96	7.73
广告业	1.13	0.51	56.34	1.25	0.68	41.08	0.44	0.23	39.29
高科技服务业	27.33	12.29	42.31	37.09	20.20	45.95	39.23	20.68	44.86
其他	1.75	0.79	25.61	1.64	0.89	35.67	0.99	0.52	9.30
合计	**222.36**	**100.00**	**55.70**	**183.58**	**100.00**	**58.85**	**189.70**	**100.00**	**60.39**

注：尾差系由数据四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2019 年，公司实现营业总收入 189.70 亿元，同比增长 3.34%。从业务构成来看，金融业仍是公司第一大收入来源且占比持续增加，2019 年金融业实现收入 105.84 亿元，占比为 55.79%；房地产行业收入占比进一步下降至 11.85%，实现收入 22.49 亿元；高科技服务业务[2]实现收入 39.23 亿元，占比为 20.68%；租赁业收入主要来自写字楼及物业出租，占比不高；此外，商业、酒店服务业、物业管理及广告业在公司营业收入中占比较小，整体经营较稳定。

毛利率方面，金融板块受行业特点影响，整体毛利率较高，2019 年房地产、金融和高科技服务板块毛利率较上年变动均较小，租赁业毛利率有所增长，但因占比较小，对公司综合毛利率影响不大。2019 年，公司综合毛利率为 60.39%，整体处于较高水平。

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。2019 年，主要受益于证券业务的良好发展，公司金融业务收入大幅增长。

截至 2019 年底，公司主要控股的金融机构有民生证券、民生信托、亚太财险等；重要参股公司为民生银行、郑州银行股份有限公司（具体见表 10）。

表10 截至2019年底公司金融板块主要控、参股公司

（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例
民生证券股份有限公司	961928	间接持股 87.645%
中国民生信托有限公司	700000	间接持股 93.42%
亚太财产保险有限公司	400138	间接持股 51.00%
北京民生典当有限责任公司	30000	间接持股 100.00%
民生保险经纪有限公司	5000	间接持股 100.00%
民生财富投资管理有限公司	200000	间接持股 100.00%
民生期货有限公司	36100	间接持股 100.00%
民生融资担保有限公司	20000	间接持股 100.00%
北京民金所金融信息服务有限公司	100000	间接持股 100.00%
民生金服（北京）投资管理有限公司	100000	间接持股 100.00%
北京云金所投资管理有限公司	10000	间接持股 100.00%
民生银行股份有限公司	4378200	直接持股 4.61%，间接持股 2.33%
渤海银行股份有限公司	1445000	间接持股 9.45%
中信产业基金管理有限公司	180000	直接持股 15.00%

资料来源：公司提供

从收入构成来看，公司金融板块收入主要来自证券、信托和保险业务，2019 年，公司证券、信托和保险业务收入占比分别为 25.40%、22.15%和 41.52%；其他业务收入主要包括典当收入、民生财富投资管理有限公司等收入及内部抵消，收入规模不大。

表11 公司金融板块收入及构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
证券	17.20	18.78	14.58	18.34	26.88	25.40
信托	33.08	36.12	23.69	29.79	23.44	22.15
保险	32.40	35.38	35.47	44.61	43.94	41.52
其他	8.90	9.72	5.77	7.26	11.58	10.93
合计	**91.58**	**100.00**	**79.51**	**100.00**	**105.84**	**100.00**

资料来源：公司提供

（2）信托板块

跟踪期内，民生信托营业总收入小幅减少，业务结构以主动管理为主且主动管理信托规模有所增长；风险控制指标均符合监管标准。联合资信关注到，民生信托信托资产和固有业务投资均以金融机构和工商企业为主，行业集中度较高，需关注行业波动可能带来的风险；同时，民生信托净利润持续下滑，需关注其盈利能力的下降。

公司信托业务主要由子公司民生信托负责；民生信托成立于 1994 年，初始注册资本 2.30 亿元。截至 2019 年底，注册资本及实收资本均为 70.00 亿元，公司间接持股比例为 93.42%。

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

民生信托目前经营的业务品种主要包括信托业务和固有业务，其中信托业务品种主要包括单一资金信托、集合资金信托、财产信托等，信托财产的运用方式主要有贷款和投资；固有业务主要是自有资金的同业存款、发放信托贷款和投资信托产品、资管计划等。截至2019年底，民生信托总资产142.04亿元，负债总额32.43亿元，所有者权益109.61亿元；2019年，民生信托行业评级为A类。

2019年，民生信托营业总收入进一步下降，由2018年的23.69亿元下降至23.44亿元，主要是手续费及佣金收入减少所致。民生信托营业总收入主要由手续费及佣金收入和投资收益构成，但手续费及佣金收入占比有所下降呢，2019年上述两项收入占比分别为73.24%和31.49%。2019年，民生信托实现净利润0.93亿元，同比下降13.57%。

表12　民生信托营业总收入及构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金收入	21.43	64.79	20.36	85.95	17.16	73.24
利息净收入	-0.67	-2.03	-1.79	-7.57	-1.10	-4.68
投资收益	12.32	37.25	5.12	21.62	7.38	31.49
合计	**33.08**	**100.00**	**23.69**	**100.00**	**23.44**	**100.00**

注：表中投资收益含公允价值变动损益
资料来源：民生信托年报

截至2019年底，民生信托信托规模为1964.06亿元，较2018年底增长8.28%；其中，主动管理型信托占比85.96%，从主动管理型信托资产来看，以其他投资和融资类为主，2019年底占比分别为43.51%和37.85%。被动管理型信托资产全部系事务管理类信托。2019年，民生信托信托年化报酬率为0.81%，较2018年有所下降。

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

表13　民生信托信托资产分布情况（单位：亿元）

项目	2017年底	2018年底	2019年底
主动管理型信托资产			
证券投资类	201.06	31.60	66.87
股权投资类	159.12	188.63	247.78
融资类	428.26	345.56	639.04
事务管理类	0.00	0.00	0.00
其他投资	615.49	849.95	734.64
小计	**1403.94**	**1415.73**	**1688.33**
被动管理型信托资产			
证券投资类	0.00	0.00	0.00
股权投资类	0.00	0.00	0.00
融资类	0.00	0.00	0.00
事务管理类	467.17	398.16	275.73
其他投资	0.00	0.00	0.00
小计	**467.17**	**398.16**	**275.73**
合计	**1871.11**	**1813.89**	**1964.06**

资料来源：民生信托年报

民生信托固有业务主要包括自有资金的同业存款、发放信托贷款和投资信托产品、资管计划等。2019年，民生信托固有业务规模为142.01亿元，较2018年有所下降。

民生信托固有业务以交易性金融资产为主，2019年底其占比为83.95%，主要投资信托产品和基金；其余为货币资金和其他，占比分别为11.60%和3.70%，其他主要是贷款、其他权益工具等。民生信托对贷款计提损失准备200.00万元，计提比例一般。

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

表14　截至2019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
货币资金	16.48	11.60
交易性金融资产	119.22	83.95

可供出售金融资产	0.00	0.00
贷款	1.06	0.74
其他	5.25	3.70
资产总计	**142.01**	**100.00**

资料来源：民生信托年报，联合资信整理

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

信用风险压力主要表现在融资类业务中，对于此类风险，民生信托严格要求前期的详细尽调、中期的独立审查与评估、后期的及时跟踪管理，同时针对交易对手信用资质情况，要求提供相应的抵押、质押、保证以及其他一些增信措施，防范信用风险；投资业务相关的信用风险，主要体现在交易对手的履约意愿和履约能力，民生信托严格按照内部决策流程对投资类业务进行信用评估，选取具有较高信用资质的交易对手，同时从多个维度对投资业务设定风险额度来控制信用风险。截至 2019 年底，民生信托信用风险资产五级分类中正常类资产占比为 100.00%。民生信托市场风险主要涉及证券投资和股权投资自营业务、信托业务以及上市公司股权质押融资、不动产投资信托业务等。对于此类业务，民生信托本着审慎原则，合理配置资产，通过合理的交易安排和严密的管理措施，勤勉、尽职履行受托人职责，最大限度上保障受益人的资金安全。同时，市场风险还具有很强的传导效应，如销售下降、成本上升等因素导致交易对手的信用风险，因此对于此类业务同样采取严格的流程要求以及尽可能取得增信措施来防范风险。对于操作风险，民生信托建立了有效的风险内控体系，明确并不断优化各项业务的操作规程，同时，由稽核管理总部按期对业务开展情况进行稽核，对各职能部门进行管理审计，通过规范各项业务流程、加强内控等手段有效防控操作风险，报告期内未发生重大操作风险事件。民生信托面临的其他风险主要还有法律风险、合规风险、声誉风险、战略风险等。法律风险管理方面，民生信托高度重视法律风险的防范，定期对合同范本进行修订，不断加强对合同的审查力度。合规风险管理方面，民生信托积极稳妥地推进合规管理体系建设，充分借鉴银行业、证券业和保险业良好的合规管理经验，按照监管机构政策，结合自身合规工作积累，持续完善合规管理的组织框架、管理范围、运行机制和工作流程。声誉风险管理方面，民生信托及时向投资者和监管层进行信息披露，持续关注新闻舆情，还借助信托业协会的《信托资讯》《每日舆情》等做好舆情监测，就重点事件积极采取应对措施，防范和化解声誉风险。战略风险管理方面，民生信托强调以当前宏观环境、自身实际经营情况及未来发展潜力为基础，建立以风险为导向的战略规划和实施方案，并定期进行修订。

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

（3）证券板块

跟踪期内，公司证券业务经营正常，市场回暖带动证券自营业务收入大幅提升，但内控管理水平有待提高；同时，联合资信也关注到，公司证券业务受市场和政策影响较大，其收入具有一定不稳定性。

业务经营

公司证券业务主要由泛海控股子公司民生证券运营。截至 2019 年底，民生证券注册资本和实收资本均为 96.19 亿元；2020 年 4 月，民生证券引入 15 家战略投资者合计增资 25.00

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

民生证券主要经营业务包括证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、融资融券、代销金融产品等业务。2019年，民生证券营业收入26.88亿元，同比增长84.28%，净利润5.32亿元，同比增长4.64倍，增幅均高于行业平均增幅，民生证券盈利规模大幅提升。

从收入结构上来看，2019年，随着证券自营收入增长，其他业务板块收入占比均有所下降，民生证券收入结构更加均衡；证券自营、投资银行、证券经纪及信用交易业务占比分别为30.02%、28.37%、20.56%和16.55%。

表 15　民生证券营业收入及占比情况（单位：亿元、%）

业务类别	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	5.69	33.08	4.39	30.08	5.53	20.56
投资银行业务	6.49	37.73	4.67	32.02	7.63	28.37
资产管理业务	0.54	3.14	0.68	4.64	0.69	2.58
证券自营业务	0.07	0.42	1.35	9.26	8.07	30.02
信用交易业务	5.73	33.32	5.20	35.67	4.45	16.55
期货业务	0.60	3.48	0.55	3.80	2.04	7.58
其他业务	-1.92	-11.16	-2.26	-15.47	-1.52	-5.66
合计	**17.20**	**100.00**	**14.58**	**100.00**	**26.88**	**100.00**

注：其他业务为投资咨询、合并抵消等
资料来源：民生证券年报

民生证券经纪业务主要包括代理买卖证券、代理证券还本付息业务和 IB 业务、代销金融产品业务等。截至 2019 年底，民生证券共有 78 家分支机构，分布在全国近 30 个省（市、直辖市及自治区）的重要中心城市，形成辐射全国的服务网络体系。2019 年，随着市场回暖，民生证券经纪业务代理股票、基金交易量为 9027.59 亿元，同比上升 39.22%。2019 年，经纪业务收入 5.53 亿元，同比增长 25.97%。

投资银行业务方面，民生证券投资银行业务主要包括股票承销保荐业务、债券承销业务、并购重组业务以及其他创新业务。2019 年，民生证券共完成 15 个股权类项目，3 个并购重组项目，17 个债券权类项目；过会待发行项目 26 个，包括 4 个 IPO 项目、3 个再融资项目、2 个并购重组项目、15 个债券类项目、2 个 ABS 项目；在审项目 37 个。2019 年，民生证券实现投资银行业务收入 7.63 亿元，同比增长 63.38%，主要是股权及债权类业务增加所致。

自营业务方面，民生证券自营业务以权益类证券投资、固定收益类证券投资和债券撮合交易为主。固定收益方面，民生证券将高风险的投资交易业务向做市交易业务转型，逐步调整业务模式，重点打造机构间金融产品专业销售平台。权益投资方面，民生证券围绕绝对收益的目标，基于宏观研究基础上做好大类资产配置，同时运用期权、期货等衍生工具增加对冲风险的配置，多种方式来规避和降低市场震荡对收入的冲击。从投资结构来看，民生证券投资结构以债券为主。2019 年，民生证券实现证券自营收入 8.07 亿元，同比增长 4.98 倍，主要为市场行情较好，民生证券自营业务实现较好收入。

资管业务方面，民生证券资产管理业务主要包括集合资产管理业务、定向资产管理业务、专项资产管理业务。2019 年，民生证券合并口径资产管理业务收入为 0.69 亿元，较 2018

年变动较小。

信用交易业务方面，民生证券开展的信用交易业务包括融资融券、股票质押回购。2019年，随着股票质押规模大幅下降，公司信用交易业务收入实现4.45亿元，同比下降14.42%。

风险管理

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

市场风险方面，民生证券根据资金配置情况，由董事会确定证券投资业务（自营）、资产管理业务（自有资金投入）、固定收益业务、证券承销业务、做市业务、衍生品投资业务的规模，执行委员会根据面临的市场风险以及各项业务发展现状确定运作规模。同时，民生证券建立了风险管理信息系统，实现了与业务系统的对接，能够有效结合业务开展情况对市场风险进行实时、动态监控。信用风险主要涵盖融资融券业务、股票质押业务、约定购回业务、固定收益投资业务、投资银行业务（债权融资）等。民生证券建立健全了业务部门与风险管理部门的双重信用风险管理机制，在充分了解交易对手经营状况、历史履约情况等资信信息的基础上，通过对投资标的、交易对手进行信用评级、合理授信、加强合同管理等手段，实现对信用风险的识别与评估。民生证券对流动性风险管理的措施主要包括：执行委员会在董事会批准的总规模内制定各项业务的运作规模，在确保流动性安全的前提下，实现综合效益最大化；对资金实行集中管理与调控，确保流动性管理覆盖全部业务；建立流动性管理指标体系，对关键指标进行测算，一旦指标达到预警标准，及时采取措施等。民生证券通过严格权限管理、实行前、中、后台相互制衡，重要岗位双人、双职、双责等方法，从源头上防范操作风险。同时，通过采取风险自我评估、关键风险指标、风险归因等多种方法，注重对业务开展过程中所面临的各类操作风险进行识别。2019年，民生证券分类评价分别为BBB级，处于行业中游水平。

（4）保险板块

随着亚太财险渠道开拓和业务规模的扩大，其业务收入有所增长；目前业务主要包括保险业务和投资业务，保险业务以车险和交强险为主。同时，联合资信关注到，亚太财险投资业务受市场波动影响较大、存在一定不稳定性。

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

2019年第3－第4季度风险综合评级均为A。资本充足性方面，2019年底，亚太财险核心偿付能力充足率及综合偿付能力充足率均为327.62%，均较2018年底下降32.42个百分点，是由于保险风险最低资本增加所致；亚太财险偿付能力充足。

亚太财险主营保险业务及投资业务，其中保险业务主要包括商业车辆保险、财产损失保险、责任保险、信用保险和意外伤害保险等业务；截至2019年底，亚太财险设有23家省级分支机构。

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

亚太财险保险业务主要为原保险业务，以及少量再保险业务。分险种来看，商业车辆保

险和交强险是亚太财险主要收入来源，但其合计占比持续下降至2019年的66.78%。2019年保证保险及意外伤害险占比分别上升至12.69%和7.69%。此外，企业财产险、责任险也占有一定比重，但占比均在5%以下。

表16　亚太财险各险种收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
商业车辆保险	15.85	50.21	17.27	45.64	20.39	42.04
交强险	11.09	35.11	11.19	29.56	12.00	24.74
保证保险	0.08	0.25	3.24	8.56	6.16	12.69
企业财产险	1.28	4.06	1.39	3.67	1.83	3.76
意外伤害险	1.54	4.88	1.88	4.96	3.73	7.69
责任险	1.04	3.29	1.44	3.81	2.15	4.44
其他	0.69	2.20	1.44	3.79	2.25	4.64
合计	**31.57**	**100.00**	**37.84**	**100.00**	**48.50**	**100.00**

资料来源：亚太财险财务报告，联合资信整理

亚太财险投资资金主要来源于保费收入和自有资金。截至2019年底，其投资资产规模为50.17亿元，较年初增长37.26%。从投资资产结构来看，截至2019年底，亚太财险投资结构以银行存款、债权计划、债券、信托计划、其他为主，占比分别为22.70%、20.93%、12.36%、6.98%和18.35%。其他主要是存出资本保证金，以定期存款形式存放。2019年，亚太财险投资收益2.48亿元。

表17　亚太财险投资资产结构（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
信托计划	8.00	16.39	6.20	13.89	3.50	6.98
银行存款	7.48	15.33	6.06	13.57	11.39	22.70
股票	6.52	13.36	3.94	8.82	3.76	7.49
债权计划	6.30	12.90	9.70	21.73	10.50	20.93
债券	0.00	0.00	3.70	8.29	6.20	12.36
资产管理产品/项目资产支持计划	5.70	11.67	1.00	2.24	1.00	1.99
其他权益投资	2.40	4.92	2.66	5.97	2.96	5.91
基金	2.11	4.33	1.68	3.76	1.65	3.30
其他	10.30	21.10	9.70	21.73	9.20	18.35
合计	**48.82**	**100.00**	**44.64**	**100.00**	**50.17**	**100.00**

资料来源：亚太财险财务报告，联合资信整理

3．房地产板块

跟踪期内，公司房地产项目开发及销售速度显著放缓，项目出售有助于减轻债务负担实现资金回流；公司现有土地储备集中在武汉市和美国，需关注后期项目销售及项目处置进度。同时，公司在建项目规模较大，未来仍面临融资压力。

公司房地产业务主要由泛海控股运营。截至2019年底，泛海控股注册资本和实收资本均为51.96亿元，公司直接及间接持有其70.88%股份；截至2019年底，泛海控股资产总额为1778.72亿元，负债总额为1447.65亿

元，所有者权益为 331.07 亿元；2019 年，泛海控股实现营业收入 125.02 亿元，净利润 14.26 亿元。

房地产开发业务

2019 年 1 月，泛海控股控股子公司武汉中央商务区股份有限公司（以下简称“武汉公司”）与融创房地产集团有限公司（以下简称“融创房地产”）签署了《协议书》，武汉公司向融创房地产转让其子公司泛海建设控股有限公司（以下简称“泛海建设”）持有的“上海项目 10#、12#、14#地块”和“北京泛海国际居住区 1#地块”相关资产，本次交易中融创房地产需现金支付的金额为 125.53 亿元，上述股权转让已办理完毕。交易完成后，公司持有优质核心房地产资产有所减少，但本次交易有利于公司减轻债务负担实现资金回流，未来投资压力减小。

2019 年，公司无新增土地储备。截至 2019 年底，公司土地储备（待开发土地）总占地面积合计 521.95 万平方米，主要集中在武汉、美国索诺马郡和夏威夷。同时，公司尚有位于北京市朝阳区星火区域 23 万平方米回迁房项目（涉及建筑面积合计约 200 万平房米）。

上述相关资产转出后，公司国内房地产业务将以武汉中央商务区项目为重点，该项目土地规模较大、获取时间较早因此土地成本低、区域位置较好，涵盖住宅、商业、酒店、写字楼等丰富业态，可以满足公司未来开发与销售需求。但本次疫情对武汉地区的房地产市场热度造成一定影响，未来销售存在一定的不确定性；美国项目土地储备规模较大，但面临一定跨国经营风险。

表18　截至2019年底公司未开发土地储备情况（单位：万平方米）

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

注：美国索诺马项目的部分业态尚需根据市场定位进行设计，暂时无法确定规划建筑面积；另有泛海国际旅游度假区项目尚处于一级开发阶段，该项目涉及规划平整土地面积96.03万平方米，截至2019年底已完成83.63万平方米，该项目未列入上表
资料来源：泛海控股年报

表19　公司房地产业务项目开发情况

（单位：万平方米）

指标	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	14.34	54.33	0.00
期末在建面积	314.96	274.62	196.42
竣工面积	99.68	1.91	0.00

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

房地产开发方面，2019 年，公司无新开工面积和竣工面积，截至 2019 年底，在建面积为 196.42 万平方米。

在建项目方面，截至 2019 年底，公司在建项目建筑面积合计 222.61 万平方米，计划总投资金额约为 571.22 亿元，累计投资金额为 338.62 亿元，尚需投资 232.60 亿元。公司房地产开发业务投资规模大，未来面临较大资金支出压力。根据泛海控股 2019 年年报信息，截至 2019 年底，美国房地产项目账面价值合计 36.69 亿美元，存在重大减值风险。

表 20　截至 2019 年底公司主要房地产开发项目情况（单位：万平方米、亿元）

城市及区域	项目名称	项目业态	开发进度	规划计容建筑面积	累计竣工面积	预计总投资金额	累计投资总金额
武汉中央商务区	宗地 17 北时代中心 1、2、3、4 号楼	办公	部分竣工，部分在建	28.33	18.54	28.31	19.86
	宗地 16B 武汉中心	办公、商业、公寓、酒店	在建	26.61	0.00	64.63	54.09
	宗地 2 泛海城市广场二期	商业、公寓	部分竣工，部分在建	14.35	15.06	17.36	17.85
	宗地 14B（万怡酒店、平安银行、艾迪逊酒店、商业街)	酒店	部分竣工，部分在建	14.93	17.35	25.24	16.35
	宗地 24A 芸海园	住宅	竣工	30.37	40.70	47.63	26.70
北京朝阳区东风乡	泛海国际居住区二期（2#地、3#地）	住宅、商业、办公	部分竣工，部分在建	17.44	21.97	16.16	12.20
辽宁抚顺	泛海国际居住区	住宅、商业	部分竣工，部分在建	11.65	5.06	7.24	6.36
旧金山	旧金山泛海中心项目	住宅、商业、写字楼、酒店等	在建	22.00	0.00	29 亿美元	79.52
洛杉矶	洛杉矶泛海广场	住宅、商业、写字楼、酒店等	在建	13.83	0.00	22 亿美元	105.69
合计		—	—	**222.61**	**118.68**	**571.22**	**338.62**

资料来源：公司提供

房地产销售方面，2019 年，公司销售主要集中在武汉市，销售面积及销售收入均较少，签约销售均价大幅下降。

签约销售均价	20242.28	41319.00	36543.97
结转面积	30.28	8.41	6.10
结转收入	78.33	43.22	22.09

注：数据系下属上市公司泛海控股口径，与合并口径稍有偏差
资料来源：公司提供

表21　公司房地产业务销售情况
（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
销售面积	25.59	28.08	9.78
销售收入	51.80	116.04	35.74

从结转情况来看，2019 年，公司结转面积和收入规模均较小，主要集中在北京和武汉项目。

表22　公司主要房地产销售项目（单位：万平方米、亿元）

城市/区域	项目名称	项目业态	计容建筑面积	可售面积	累计预售（销售）面积	本期预售（销售）面积	本期预售（销售）金额	累计结算面积	本期结算面积	本期结算金额
武汉	武汉中央商务区项目	住宅	134.06	85.01	76.49	8.94	26.86	68.01	4.30	12.85
		商业		8.08	6.67	0.05	0.17	6.67	0.05	0.16
		写字楼		40.30	40.08	0.00	0.00	40.08	1.24	1.93
北京	泛海国际居住区二期（泛海世家）	住宅	12.93	12.93	12.68	0.42	4.75	12.13	1.20	12.60
北京	泛海国际居住区二期（泛海容郡）	住宅	6.44	6.44	6.44	0.10	0.96	6.42	0.13	1.27
深圳	泛海城市广场	写字楼	2.58	1.84	1.64	0.00	0.00	1.64	0.00	0.00
抚顺	泛海国际居住区	住宅	11.65 0.00	7.38	0.08	0.04	0.02	0.08	0.04	0.02
		商业		1.70	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

洛杉矶	洛杉矶泛海广场	住宅、商业、写字楼、酒店等	13.83	8.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：泛海控股年报

房产租赁业务

公司持有一定规模的自持物业，主要用于房屋出租。公司自持物业以商业中心、写字楼和酒店业态为主，截至 2019 年底，公司房地产可租面积约为 80.00 万平方米，主要分布区域为武汉市（占比 31.49%）和北京市（占比 25.34%），此外还包括青岛、深圳、上海、西安等地。

4．高科技服务业

跟踪期内，IDG 经营稳定，有利于公司综合竞争力的提升。

2019 年底，公司持有 IDG 90.00%股权；IDG 总资产 3.69 亿美元，总负债 1.88 亿美元，营业总收入 5.49 亿美元，净利润 0.27 亿美元。

IDG 的业务主要包括了两个板块：IDC（数据和市场研究业务）和 IDG Communications（媒体和市场营销业务）。IDC（国际数据公司）是全球著名的信息技术研究、咨询和会展服务专业提供商，在全球 50 个国家设有办公室，拥有超过 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

公司通过参股方式进行各类优质资产的战略投资，投资范围较为广泛，所投资产质量较好。

除上述产业板块外，公司还通过控股、参股的方式进行各类优质业务的战略投资，主要包括联想控股、中信产业基金管理公司、民生银行、绵阳科技城产业投资基金、天津赛富创业投资基金、澳大利亚铜矿项目、长白山国际旅游度假区项目等。上述公司全部为参股公司。2019 年，公司取得长期股权投资投资收益 45.98 亿元，占投资收益比重为 54.71%。

联想控股

联想控股（股票代码：3396.HK）成立于 1984 年 11 月，于 2015 年 6 月完成了向境外投资者发行股票（H 股）并在香港联合交易所挂牌上市交易；目前，联想控股股本为人民币 23.56 亿股，公司持有联想控股股权比例为 16.98%。联想控股为金融控股型公司，业务涵盖战略投资与财务投资两大范畴，其投资范围主要包括 IT、金融服务、现代服务、农业与食品、房地产和化工与能源等领域。截至 2019 年底，联想控股资产总额为 6240.75 亿元，负债合计 5322.51 亿元，所有者权益为 918.24 亿元；2019 年，联想控股实现营业总收入 3892.18 亿元，净利润 36.07 亿元，同比分别增长 8.44%和-17.30%。

民生银行

公司为民生银行主要发起人和主要股东之一，截至 2019 年底，民生银行资产总额为 66818.41 亿元，负债总额为 61510.12 亿元，所有者权益为 5308.29 亿元，资产负债率为 92.06%。2019 年，民生银行实现营业收入 1804.41 亿元，净利润 549.24 亿元。

渤海银行

截至 2019 年底，渤海银行资产总额为 11131.17 亿元，负债总额为 10303.35 亿元，

所有者权益为 827.81 亿元，资产负债率为 92.56%。2019 年，渤海银行实现营业收入 282.82 亿元，净利润 83.36 亿元。

6．能源电力

跟踪期内，公司主要投资的印尼棉兰燃煤电站新建工程项目和红墩界煤矿项目仍尚待出售。

红墩界煤矿项目（探矿权证号 T01120100601041188）位于国家规划能源基地-陕北榆横矿区（南区）的西北部，地处靖边县城北部的陕蒙接壤地区，井田东西长约 20km，南北宽约 7.3～21.1km，面积约 265.55km2，勘查区累计查明地质资源储量 20.96 亿吨；该井田地质构造简单，煤质优良，灰分低、发热量高，是榆横矿区煤层厚度最大、资源最丰富的井田，规划建设年产千万吨的高产、高效、现代化矿井。为积极响应《国家大气污染防治行动计划》，实施西电东送工程，项目实施煤电一体化开发。2017 年 4 月红墩界煤矿项目正式启动征地工作，目前已基本满足开工建设要求。

印度尼西亚棉兰 2×165MW 火力发电机组项目位于北苏门答腊省棉兰市境内，由棉兰工业园区管理公司以工业园区自备电厂形式提出，运营模式为 BOT。公司子公司中国泛海电力有限公司（以下简称“泛海电力”）与上海电力建设有限责任公司、PT. GARDA SAYAP GARUDA 于 2013 年 9 月成立项目公司 PT. MABAR ELEKTRINDO，联合投资建设该项目，泛海电力投资比例为 60%。2014 年 12 月，该项目与印尼国家电力公司（PLN）正式签署签订为期 30 年的《购售电协议》，锁定项目运营期 30 年，机组年利用小时数为 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 月开始打桩，2016 年 3 月第一砼混凝土浇灌；该项目计划投资总额 5.67 亿美元，截至 2019 年底，已投资 3.99 亿美元。

根据公司战略规划，计划将能源电力项目逐步出售，集中于主业发展。

7．经营效率

跟踪期内，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 7.33 次、0.12 次和 0.06 次，公司资产经营效率较弱。

九、重大事项

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

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

2020 年 3 月，卖方与非关联第三方 Hony Capital Mezzanine Fund 2019 Limited（以下简

称“弘毅”“买方”）签署《框架协议》，卖方拟向弘毅转让其拥有的位于美国旧金山First Street 和 Mission Street 的相关境外资产，交易总金额为 12 亿美元，其中 7 亿美元在交割时支付，剩余 5 亿美元作为盈利能力款。

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

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

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

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

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

依据中资评估以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日出具的《追溯资产评估报告》中确定的民生证券净资产评估值（130.79 亿元，折合 1.361 元/股），双方协商确定本次认购价格为 1.361 元/股。本次交易应于 2020 年 6 月 30 日（“最晚交割日”）前完成交割。

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

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

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2019 年度合并财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，

出具了标准无保留的审计意见，同时认为商誉价值评估、以公允价值计量的金融工具估值和流动性风险为关键审计事项。从合并范围上看，2019 年底，公司纳入合并范围子公司 14 家，其中，减少 3 家一级子公司，另有 1 家一级子公司并入其他子公司名下。

会计政策方面，财政部于 2017 年修订颁布了《企业会计准则第 22 号--金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号--金融资产转移》《企业会计准则第 24 号--套期会计》和《企业会计准则第 37 号--金融工具列报》，公司于 2019 年 1 月 1 日起开始执行前述新金融工具准则。由于该会计政策调整对数据可比性产生较大影响，本报告 2017 和 2018 年财务数据选取 2018 和 2019 年审计报告期初和上期数据。

截至 2019 年底，公司资产总额 2969.91 亿元，所有者权益合计 605.54 亿元（含少数股东权益 298.89 亿元）；2019 年实现营业总收入 189.70 亿元，利润总额 14.70 亿元。

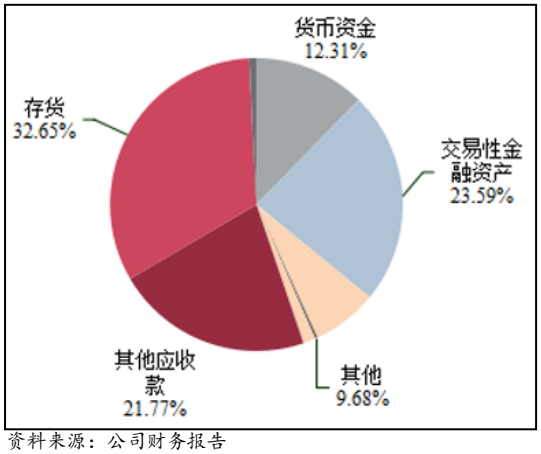
2. 资产质量

跟踪期内，由于房地产项目大规模处置，公司资产规模有所减少，资产结构以流动资产为主；存货、其他应收款及投资类资产占比较高，存货变现能力和其他应收款对公司资金形成占用情况值得关注；股权投资、房地产投资和权益类金融资产等相关资产质量较高；受限资产比例较高，再融资空间有限。

截至 2019 年底，公司资产总额 2969.91 亿元，较年初下降 10.82%，其中流动资产占 62.76%，非流动资产占 37.24%，资产结构以流动资产为主。

截至 2019 年底，公司流动资产 1863.95 亿元，较年初下降 6.09%，主要是公司将部分资产转让给融创房地产后致使存货减少。公司流动资产主要包括货币资金（占 12.31%）、其他应收款（占 21.77%）、交易性金融资产（占 23.59%）和存货（占 32.65%）

图 6　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

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

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

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

表 23　截至 2019 年底公司前五名其他应收款情况（单位：亿元、%）

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

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

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

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 1105.95 亿元，较年初下降 17.79%，公司非流动资产主要包括长期股权投资（占比 45.37%）和投资性房地产（占比 25.64%）。

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

截至 2019 年底，公司投资性房地产 283.60 亿元，较年初下降 0.54%。公司投资性房地产主要由商业中心、写字楼和酒店构成，分布于北京、武汉、青岛、深圳、西安、上海、杭州等地的核心位置，区域分布较佳。公司投资性房地产采用公允价值计量，2019 年公允价值变动 7.46 亿元，当期转出 17.55 亿元，主要系处置北京泛海国际居住区（二期）2#地商业楼和上海泛海国际公寓一期商业。

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

受限资产方面，截至 2019 年底，公司受限资产合计 1264.03 亿元，占总资产比例为

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

3. 负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增加，少数股东权益占比较高，公司权益稳定性一般。

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

负债

跟踪期内，公司负债规模有所减小，债务负担处于较高水平，短期债务占比上升，债务结构有待优化；短期内集中偿付压力大，需关注流动性风险。

截至 2019 年底，公司负债总额 2364.37 亿元，较年初下降 14.93%，主要系长期有息负债减少所致。从构成来看，流动负债占比为 70.55%，非流动负债占比为 29.45%，流动负债占比进一步上升。

截至 2019 年底，公司流动负债 1667.97 亿元，较 2018 年基本保持稳定；流动负债结构主要包括短期借款（占 15.78%）、其他应付款（占 17.41%）和一年内到期的非流动负债（占 36.68 %）。

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

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

截至 2019 年底，公司其他应付款为 290.36 亿元，较年初增长 70.72%，主要是新增常新资本投资管理有限公司的关联往来款 31.37 亿元、泛海控股购房款意向款 35.59 亿、土地返还款 21.90 亿元以及子公司泛海投资集团有限公司（以下简称“泛海投资”）应付北京万威投资基金管理有限公司 40.14[3]亿元；账龄在 1 年以内的占 73.07%，综合账龄较短。

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

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

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

截至 2019 年底，公司应付债券 226.68 亿元，较年初下降 44.31%。主要包括企业债券 10.00 亿元、公司债券 151.76 亿元、中期票据

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

18.81 亿元、次级债 28.60 亿元、资产证券化债务 3.86 亿元和收益凭证 6.97 亿元。

从公司的债务规模来看，截至2019年底，公司全部债务合计1567.69亿元，债务结构由以长期债务为主转变为以短期债务为主，2019年底短期债务占比上升至58.39%。从债务负担情况来看，2019年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为79.61%、72.14%和51.86%；上述指标仍处于较高水平。

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

表24　截至2019年底公司债务期限结构

（单位：亿元、%）

到期期限	2019 年底	
	余额	占比
1 年以内（含 1 年）	878.98	56.10
1~2 年（含 2 年）	323.87	20.67
2~3 年（含 3 年）	148.37	9.47
3 年以上	215.58	13.76
合计	**1566.80**	**100.00**

注：上表中合计数与全部债务合计值有差异系公司与联合资信公式所选取的债务范围有差异所致
资料来源：公司提供

4．盈利能力

跟踪期内，公司收入规模稳中有升，期间费用对营业利润侵蚀很大；由于 2019 年投资收益增加，带动利润总额大幅增长，公司利润对非经常性损益依赖大。

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

期间费用方面，2019 年，公司期间费用为 174.63 亿元，其中销售费用 15.07 亿元，管理费用 63.99 亿元，研发费用 0.59 亿元，财务费用 94.97 亿元。2019 年，公司期间费用率 92.05%，公司期间费用对公司利润侵蚀很大。

非经常性损益方面，2019 年，公司公允价值变动收益 4.80 亿元，由于当期投资性房地产部分处置，导致公允价值变动收益大幅下降；投资收益 84.06 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益 45.98 亿元（主要来自民生银行、联想控股及北京泛海东风置业有限公司）以及处置长期股权投资（主要是处置泛海建设控股有限公司股权）产生的投资收益 28.38 亿元。

2019 年，公司营业外收入为 12.07 亿元，主要包括长期股权投资利得 11.61 亿元；公司营业外支出 1.35 亿元，主要为对外赞助和捐助支出。

2019 年，公司实现利润总额 14.70 亿元，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 56.66%、5.06%和 2.58%。

5．现金流分析

2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额有所减少，筹资活动前现金流表现为净流入，由于偿还较多债务，筹资活动现金流大规模净流出。

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

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

净额为204.63亿元。2019年，公司筹资活动前净现金流为309.33亿元。

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

表 25　公司现金流情况（单位：亿元 ）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动产生的现金流量净额	-214.98	158.82	104.70
投资活动产生的现金流量净额	-111.54	-31.12	204.63
筹资活动产生的现金流量净额	206.62	-210.81	-303.03

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

6．偿债能力

公司偿债指标表现较差；但考虑到公司整体经营实力很强，旗下金融板块整体发展良好，同时持有较为优质的股权资产，整体偿债能力尚可。

从短期偿债能力指标看，2019 年，公司流动比率和速动比率分别为 111.75%和 75.26%，较 2018 年波动较小。同时，公司流动资产中存货占比较大，短期偿债能力受存货变现影响较大，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 114.69 亿元，同比增长 19.84%；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 0.81 倍和 13.67，长期偿债指标表现较弱。

截至 2019 年底，公司合计授信额度 839.50 亿元，已使用额度 695.80 亿元，未使用额度 143.70 亿元。

表 26　截至 2019 年底公司未决诉讼情况（单位：亿元）

案件性质	原告	被告	案由	案件金额	案件阶段
被诉	郑州银行股份有限公司	民生证券及民生证券河南分公司	财产纠纷	0.60	审理过程中
被诉	深圳南油（集团）有限公司	泛海控股股份有限公司、海港城实业发展（深圳）有限公司、港华电子集团有限公司	财产纠纷	0.79	一审判决
被诉	那海斌、苏丽华	民生证券及民生证券太原长风街证券营业部	合同纠纷	1.18	二审审理中
被诉	工程分包商	泛海广场有限公司及洛杉矶泛海广场项目总承包商	--	4.21	审理过程中
民生证券胜利股份案				1.86	审理过程中

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

资料来源：公司提供

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

截至2019年底，公司有未决诉讼案5件，其中，洛杉矶泛海广场案件涉案金额较大，

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

可能给公司造成一定或有负债风险。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码：G1011010101241860E），截至 2020 年 6 月 5 日，公司无未结清关注类、不良类信贷信息记录；正常类业务中存在贷款展期情况。已结清业务中，公司有三笔贷款存在欠息记录。其中，2005 年 6 月 27 日主要系公司与交通银行北京分行的贷款计息天数没有核对准确，造成了少付一天利息；2005 年 11 月 2 日及 2006 年 7 月 20 日系公司的经办人员就贷款利率水平沟通不到位，同时兴业银行未尽到提示责任，导致公司还息数目出现差错。上述欠息均已结清。

8. 抗风险能力

公司作为中国大型民营综合类企业集团，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。

9. 母公司报表分析

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

截至 2019 年底，母公司资产规模为 1342.45 亿元，较年初下降 2.01%；资产结构以其他应收款（占比 29.68%）、长期股权投资（占比 51.46%）、投资性房地产（占比 10.24%）为主；其他应收款主要是子公司及关联方往来款，账龄主要集中在一年以内和 2~3 年，存在一定资金占用情况；公司对其他应收款计提减值 0.78 亿元，计提规模很小。

截至 2019 年底，母公司负债规模为 1072.51 亿元；主要包括短期借款（占比 6.94%）、其他应付款（占比 36.80%）、一年内到期的非流动负债（占比 30.64%）、长期借款（占比 18.28%）和应付债券（占比 4.13%）。短期借款主要是抵质押借款；其他应付款主要为应付关联方往来款；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和债券。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 79.89%，处于较高水平。从有息债务来看，截至 2019 年底，母公司全部债务金额为 660.40 亿元，短期债务占比为 63.61%，占比偏高，债务结构有待优化。

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

2019 年，母公司经营活动现金流量净额为 153.85 亿元，主要系收到往来款；投资活动现金流表现为净流入且流入规模扩大，主要是公司收缩投资规模所致；筹资活动表现为净流出且流出规模有所增加，主要是筹资活动减少及偿还债务支付现金较多所致。

十、存续债券偿债能力分析

公司 EBITDA 及经营活动现金流对经联合资信评级的存续债券保障能力强，但考虑到公司其他存续债券规模高，实际保障能力弱于指标值。

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。2019 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 114.69

亿元、466.28 亿元和 104.70 亿元，分别为上述存续债券应偿还本金的 11.47 倍、46.63 倍和 10.47 倍。

表 27　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 F1	2018/05/30	2021/05/30	10
15 泛海 03	2015/09/21	2021/09/21	0.33
11 中国泛海债 02	2011/12/13	2021/12/13	10
小计			**30.33**
19 泛海 F1	2019/03/01	2022/03/01	5.5
小计			**5.5**
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**
20 泛海 G1	2020/6/17	2025/6/17	3
PR19 泛 1A	2019/05/07	2037/05/07	12.90
19 泛海 1B	2019/05/07	2037/05/07	8.40
19 泛海 1C	2019/05/07	2037/05/07	0.50
PR18 泛 1A	2018-11-16	2036/11/17	16.90
18 泛海 1B	2018-11-16	2036/11/17	9.35
18 泛海 1C	2018-11-16	2036/11/17	0.5
小计			**51.55**
合计			**164.38**

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

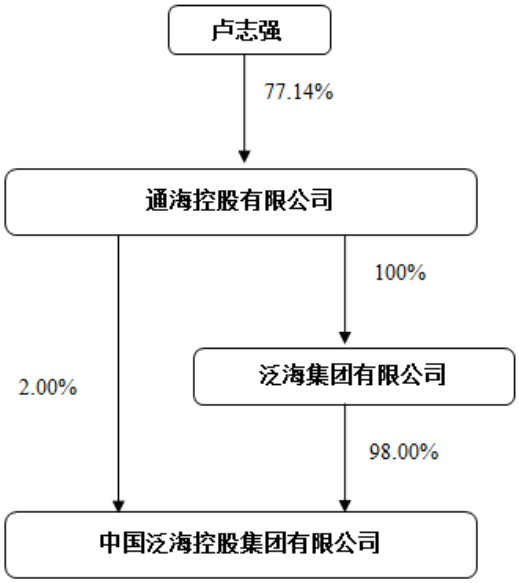
资料来源：Wind

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，2019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2.29倍、9.33倍和2.09倍。

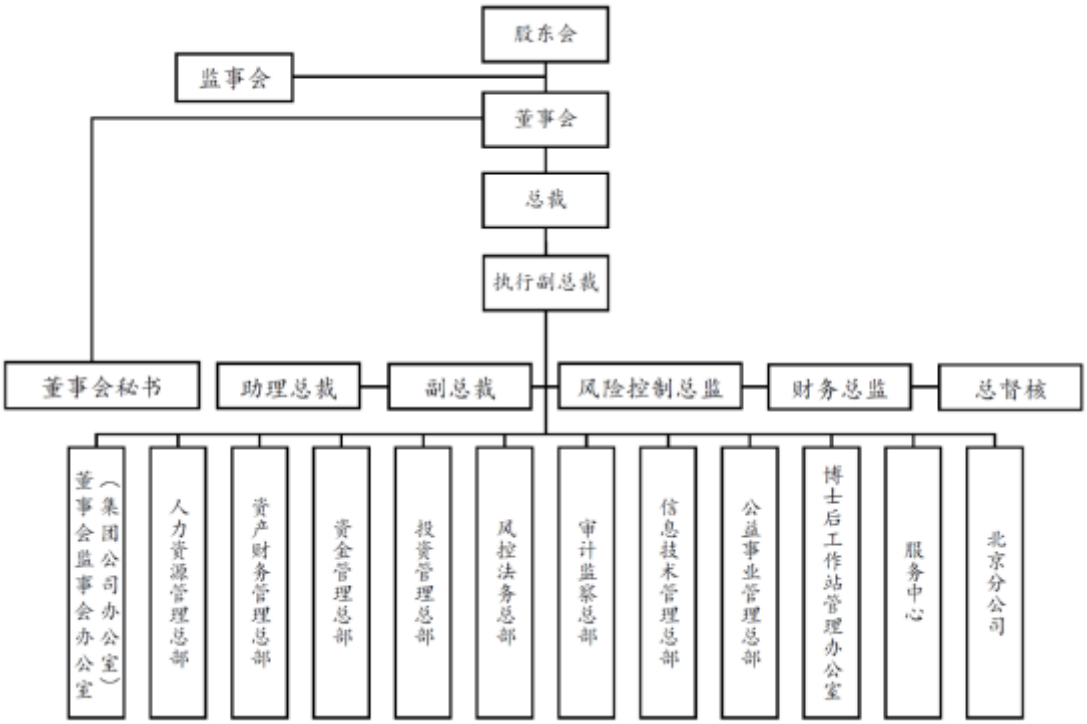
十一、结论

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 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司子公司情况

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	中国泛海国际投资有限公司	100.00%	-	19980 万美元
8	中国泛海美国控股有限公司	100.00%	-	1990 万美元
9	泛海美术馆	100.00%	-	3000.00
10	泛海投资集团有限公司	100.00%	-	1000000.00
11	青岛民生经济信息服务有限公司	100.00%	-	3000.00
12	亚太寰宇投资有限公司	40.00%	60.00%	2000000.00
13	泛海扶贫产业资本投资管理有限公司	100.00%	-	1000000.00
14	同享资本投资管理有限公司	100.00%	-	100000.00

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	243.04	225.96	472.06
资产总额(亿元)	3167.85	3330.10	2969.91
所有者权益合计(亿元)	568.94	550.88	605.54
短期债务(亿元)	778.31	1001.97	915.42
长期债务(亿元)	1294.22	1054.83	652.26
全部债务(亿元)	2072.53	2056.80	1567.69
营业总收入(亿元)	222.36	183.58	189.70
利润总额(亿元)	25.07	12.49	14.70
EBITDA(亿元)	106.82	95.70	114.69
经营性净现金流(亿元)	-214.98	158.82	104.70
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.27	6.65	7.33
存货周转次数(次)	0.12	0.08	0.12
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.06
现金收入比(%)	43.93	89.39	54.03
营业利润率(%)	51.13	53.38	56.66
总资本收益率(%)	3.77	3.29	5.06
净资产收益率(%)	3.63	1.46	2.58
长期债务资本化比率(%)	69.46	65.69	51.86
全部债务资本化比率(%)	78.46	78.87	72.14
资产负债率(%)	82.04	83.46	79.61
流动比率(%)	152.07	117.96	111.75
速动比率(%)	85.94	62.78	75.26
经营现金流动负债比(%)	-0.17	0.09	0.06
EBITDA 利息倍数	0.83	0.71	0.81
全部债务/EBITDA(倍)	19.40	21.49	13.67

注：1.现金类资产已剔除受限资金；2.已将应付短期融资款、其他流动负债中的短期应付债券和其他应付款中的有息部分计入短期债务；长期应付款中的有息部分计入长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	88.32	2.56	7.03
资产总额(亿元)	1398.14	1372.90	1342.45
所有者权益(亿元)	303.63	277.67	269.95
短期债务(亿元)	264.21	445.58	420.05
长期债务(亿元)	570.99	318.57	240.35
全部债务(亿元)	835.20	764.15	660.40
营业收入(亿元)	6.15	6.58	6.61
利润总额(亿元)	-12.42	6.43	-21.68
EBITDA(亿元)	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	149.59	74.06	153.85
财务指标			
销售债权周转次数(次)	*	*	*
存货周转次数(次)	*	*	*
总资产周转次数(次)	*	*	*
现金收入比(%)	102.99	99.53	101.95
营业利润率(%)	81.64	82.72	82.20
总资本收益率(%)	/	/	/
净资产收益率(%)	-2.00	2.69	-3.49
长期债务资本化比率(%)	65.28	53.43	47.10
全部债务资本化比率(%)	73.34	73.35	70.98
资产负债率(%)	78.28	79.78	79.89
流动比率(%)	92.22	58.72	57.11
速动比率(%)	92.22	58.72	57.11
经营现金流动负债比(%)	29.99	9.97	19.28
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/

注：*代表数据过大或过小，不具备可比性

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/（应收账款净额+应收票据）
存货周转次数	营业成本/存货净额
总资产周转次数	营业收入/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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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+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

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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 4-3　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。

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