

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2019]056 号

泛海控股股份有限公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“15 泛控 01”、“16 泛控 01”和“16 泛控 02”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“15 泛控 01”、“16 泛控 01”和“16 泛控 02”的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月十七日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2019]056 号

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对泛海控股股份有限公司及其发行的“15 泛控 01”、“16 泛控 01”和“16 泛控 02”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持泛海控股股份有限公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；同时维持“15 泛控 01”、“16 泛控 01”和“16 泛控 02”信用等级为 AA+。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月十七日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与泛海控股股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与泛海控股股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚房地产企业评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由泛海控股股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受泛海控股股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- “15 泛控 01”、“16 泛控 01”和“16 泛控 02”信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019年6月17日



泛海控股股份有限公司

主体及相关债项2019年度跟踪评级报告

报告编号:东方金诚债跟踪评字【2019】056号

主体信用

跟踪评级结果 AA+ 评级展望 稳定

上次评级结果 AA+ 评级展望 稳定

存续债项信用

债项简称	发行额(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 泛控 01	15.0	2015.12.21-2020.12.21	AA+	AA+
16 泛控 01	22.0	2016.3.7-2021.3.7	AA+	AA+
16 泛控 02	13.0	2016.3.23-2021.3.23	AA+	AA+

注:“15 泛控 01”、“16 泛控 01”和“16 泛控 02”均附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

评级时间

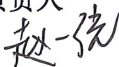
2019 年 6 月 17 日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
15 泛控 01	2018 年 6 月 25 日
16 泛控 01	2018 年 6 月 25 日
16 泛控 02	2018 年 6 月 25 日

评级小组负责人

赵一统



评级小组成员

吕春阳



邮箱: dfjc-gs@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-62299803

地址: 北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司(以下简称“东方金诚”)认为跟踪期内泛海控股股份有限公司(以下简称“泛海控股”或“公司”)出售北京项目和上海项目后,房地产开发业务项目布局以武汉为主,公司具备多业态开发能力,跟踪期内仍然具有较强的市场竞争实力;2018 年,受益于公司加大武汉项目推盘规模,公司房地产开发业务合同销售金额和平均合同销售价格均显著回升;公司在建和拟建房地产项目主要位于武汉,未来可售面积仍然较为充足,地段优势明显且土地成本相对较低,未来销售前景较好;跟踪期内,公司金融业务整体发展较好,对公司收入和毛利润等贡献进一步提升且已成为公司收入和利润的主要来源。

同时,东方金诚也关注到,受房地产业务结转规模降低及存货计提跌价准备影响,2018 年公司营业收入和利润总额显著下降;出售北京项目和上海项目后,公司在建项目未来可售面积有所降低;公司在建和拟建项目未来投资规模较大,在当前融资环境下,面临资金压力;受市场成交萎缩、IPO 审核趋严等因素影响,2018 年民生证券收入和净利润均有所下降;公司资产受限比例较高,对资产流动性和再融资能力形成不利影响;跟踪期内,公司有息债务规模仍然较大,债务负担依然较重,大部分债务将集中于 2019 年至 2021 年到期,其中 2019 年将会出现偿债高峰,存在一定集中偿付压力。

综合考虑,东方金诚维持泛海控股主体信用等级为 AA+, 评级展望为稳定,并维持“15 泛控 01”、“16 泛控 01”和“16 泛控 02”的信用等级为 AA+。

主体信用

跟踪评级结果 AA+ 评级展望 稳定

上次评级结果 AA+ 评级展望 稳定

存续债项信用

债项简称	发行额(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 泛控 01	15.0	2015.12.21-2020.12.21	AA+	AA+
16 泛控 01	22.0	2016.3.7-2021.3.7	AA+	AA+
16 泛控 02	13.0	2016.3.23-2021.3.23	AA+	AA+

注：“15 泛控 01”、“16 泛控 01”和“16 泛控 02”均附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

评级时间

2019 年 6 月 17 日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
15 泛控 01	2018 年 6 月 25 日
16 泛控 01	2018 年 6 月 25 日
16 泛控 02	2018 年 6 月 25 日

评级小组负责人

赵一统 

评级小组成员

吕春阳 

邮箱: dfjc-gs@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-62299803

地址: 北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

主要数据和指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额(亿元)	1678.36	1877.75	2120.97	1835.43
所有者权益(亿元)	248.94	274.96	284.30	322.04
全部债务(亿元)	1002.77	1171.61	1216.44	877.22
营业收入(亿元)	246.71	168.76	124.04	28.71
利润总额(亿元)	42.58	40.49	13.46	28.40
EBITDA(亿元)	66.32	63.19	38.13	-
营业利润率(%)	44.87	64.08	72.95	81.54
净资产收益率(%)	12.28	11.25	3.63	-
资产负债率(%)	85.17	85.36	86.60	82.45
全部债务资本化比率(%)	80.11	80.99	81.06	73.15
流动比率(%)	232.56	151.19	135.19	149.86
全部债务/EBITDA(倍)	15.12	18.54	31.90	-
EBITDA 利息倍数(倍)	1.06	0.86	0.46	-

注:数据基于泛海控股股份有限公司 2016 年~2018 年审计报告及 2019 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

主体信用

跟踪评级结果 AA+ 评级展望 稳定

上次评级结果 AA+ 评级展望 稳定

存续债项信用

债项简称	发行额(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 泛控 01	15.0	2015.12.21-2020.12.21	AA+	AA+
16 泛控 01	22.0	2016.3.7-2021.3.7	AA+	AA+
16 泛控 02	13.0	2016.3.23-2021.3.23	AA+	AA+

注：“15 泛控 01”、“16 泛控 01”和“16 泛控 02”均附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

评级时间

2019 年 6 月 17 日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
15 泛控 01	2018 年 6 月 25 日
16 泛控 01	2018 年 6 月 25 日
16 泛控 02	2018 年 6 月 25 日

评级小组负责人

赵一统 

评级小组成员

吕春阳 

邮箱: dfjc-gs@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-62299803

地址: 北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

优势

- 公司出售北京项目和上海项目后, 房地产开发业务项目布局以武汉为主, 公司具备多业态开发能力, 跟踪期内仍然具有较强的市场竞争实力;
- 2018 年, 受益于公司加大武汉项目推盘规模, 公司房地产开发业务合同销售金额和平均合同销售价格均显著回升;
- 公司在建和拟建房地产项目主要位于武汉, 未来可售面积仍然较为充足, 地段优势明显且土地成本相对较低, 未来销售前景较好;
- 跟踪期内, 公司金融业务整体发展较好, 对公司收入和毛利润等贡献进一步提升且已成为公司收入和利润的主要来源。

关注

- 受房地产业务结转规模降低及存货计提跌价准备影响, 2018 年公司营业收入和利润总额显著下降;
- 出售北京项目和上海项目后, 公司在建项目未来可售面积有所降低;
- 公司在建和拟建项目未来投资规模较大, 在当前融资环境下, 面临资金压力;
- 受市场成交萎缩、IPO 审核趋严等因素影响, 2018 年民生证券收入和净利润均有所下降;
- 公司资产受限比例较高, 对资产流动性和再融资能力形成不利影响;
- 跟踪期内, 公司有息债务规模仍然较大, 债务负担依然较重, 大部分债务将集中于 2019 年至 2021 年到期, 其中 2019 年将会出现偿债高峰, 存在一定集中偿付压力。

跟踪评级原因

按照相关监管要求及泛海控股股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)、泛海控股股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)和泛海控股股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)的跟踪评级安排,东方金诚国际信用评估有限公司(以下简称“东方金诚”)基于泛海控股股份有限公司(以下简称“泛海控股”或“公司”)提供的 2018 年度审计报告、2019 年一季度合并财务报表以及相关经营数据,进行本次定期跟踪评级。

主体概况

泛海控股主营房地产开发业务和金融业务,截至 2019 年 3 月末,股本 51.96 亿元,控股股东为中国泛海控股集团有限公司(以下简称“中国泛海”),实际控制人为自然人卢志强。跟踪期内,公司股权结构及实际控制人未发生变化。

公司房地产开发业务以住宅产品为主,涉及写字楼、酒店、大型城市综合体等多个业态,具备多业态综合开发能力;房地产项目主要位于北京、上海、武汉、深圳等经济发达城市,2019 年公司出售位于北京和上海的项目后,项目布局主要集中于武汉。公司金融业务主要包括证券、信托、财险等,运营主体为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”)和中国通海国际金融有限公司(0952.HK,以下简称“中国通海金融”)。

截至 2019 年 3 月末,公司资产总额 1835.43 亿元,所有者权益 322.04 亿元,资产负债率为 81.54%。2018 年及 2019 年 1~3 月,公司实现营业总收入分别为 124.04 亿元和 28.71 亿元,利润总额分别为 13.46 亿元和 28.40 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可“【2015】2625”号文批复,公司于 2015 年 12 月发行 15 亿元公司债,债券简称为“15 泛控 01”,票面利率 5.35%,期限 5 年,附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权,起息日为 2015 年 12 月 21 日,到期日为 2020 年 12 月 21 日,每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。截至本报告出具日,“15 泛控 01”扣除发行费用后募集资金净额 14.95 亿元,已全部按照募集资金用途使用。

经中国证券监督管理委员会证监许可“【2016】183”号文批复,公司于 2016 年 3 月发行 35 亿元公司债,本次公司债券采用分期发行方式,债券简称分别为“16 泛控 01”和“16 泛控 02”。

“16 泛控 01”发行金额 22 亿元,票面利率 5.60%,期限 5 年,附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权,起息日为 2016 年 3 月 7 日,到期日为 2021 年 3 月 7 日,每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。“16 泛控 02”发行金额 13 亿元,票面利率 5.29%,期限 5 年,附第 3

年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，起息日为2016年3月23日，到期日为2021年3月23日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。截至本报告出具日，“16泛控01”及“16泛控02”扣除发行费用后共募集资金净额34.79亿元，已全部按照募集资金用途使用。

以上债券公司均按期付息，2016年12月21日和2017年12月21日，公司偿还“15泛控01”的每期利息；存续期第3年末，公司行使利率上调选择权，上调幅度2.15%，即该债券存续期最后2年票面利率7.50%并固定不变，部分投资者行使回售选择权，回售金额约14.11亿元（不含利息），回售兑付工作已于2018年12月21日完成。截至报告出具日，“15泛控01”债券余额为0.89亿元。

2017年3月7日和2018年3月7日，公司偿还“16泛控01”的每期利息；存续期第3年末，公司行使利率上调选择权，上调幅度0.90%，即该债券存续期最后2年票面利率6.50%并固定不变，部分投资者行使回售选择权，回售金额约20.94亿元（不含利息），回售兑付工作已于2019年3月7日完成。截至报告出具日，“16泛控01”债券余额为1.06亿元。

2017年3月23日和2018年3月23日，公司偿还“16泛控02”的每期利息；存续期第3年末，公司行使利率上调选择权，上调幅度1.21%，即该债券存续期最后2年票面利率6.50%并固定不变，部分投资者行使回售选择权，回售金额约12.97亿元（不含利息），回售兑付工作已于2019年3月25日完成。截至本报告出具日，“16泛控02”债券余额为0.03亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2019年一季度宏观经济运行好于预期，GDP增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度GDP增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3月国内生产总值为213433亿元，同比增长6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3月规模以上工业增加值同比增长6.5%，增速较上年全年加快0.3个百分点。其中，3月工业增加值同比增长8.5%，较2月当月同比增速3.4%大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业PMI重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受PPI涨幅收窄影响，今年1~2月工业企业利润同比下降14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3月固定资产投资同比增长6.3%，增速较上年全年加快0.4个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3月同比增长4.4%，增速较上年全年加快0.6个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较

上年全年加快 2.3 个百分点至 11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3 月制造业投资同比增长 4.6%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3 月社会消费品零售总额同比增长 8.3%，增速不及上年全年的 9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2 月社零增速企稳，3 月已有明显回升，背后推动因素包括当月 CPI 上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3 月 CPI 累计同比上涨 1.8%，涨幅低于上年全年的 2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3 月 CPI 同比增速加快至 2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3 月我国出口额同比增长 6.7%，进口额增长 0.3%，增速分别较上年全年下滑 0.4 和 12.6 个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大 75.2%，带动净出口对 GDP 增长的拉动率反弹至 1.5%，较上季度提高 1.0 个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度 GDP 增速将持平于 6.4%，不排除小幅反弹至 6.5% 的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

政策环境

M2 和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3 月新增社融累计 81800 亿，同比多增 23249 亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3 月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3 月底社融存量同比增速加快至 10.7%，较上年末提高 0.9 个百分点。3 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.6%，增速较上年末提高 0.5 个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多增。3 月末，狭义货币（M1）余额同比增长 4.6%，增速较上年末提高 3.1 个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3 月财政收入累计同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点，体现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长 5.4%，增速较上年同期下滑 11.9 个百分点；非税收入同比增长 11.8%，增速较上年同期高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比

增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

行业及区域经济环境

公司主要从事房地产开发业务和金融业务，所属行业主要为房地产行业、证券行业和信托行业。

房地产行业

2019 年一季度商品房销售增速下滑，随着楼市调控政策从严以及棚改货币化安置支撑力度减弱，预计二季度全国商品房销售增速或将稳中有降

2019 年一季度，商品房销售面积和销售额分别为 2.98 亿平方米和 2.70 万亿元，同比增速分别为 -0.90% 和 5.60%，增速同比分别下降 4.50 个百分点和 4.80 个百分点。从城市分布来看，棚改货币化补偿政策、人才引进政策以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业推动热点二线城市及三四线城市楼市发展，2019 年一季度房地产销售主要来自热点二线城市及三四线城市的贡献。

图 1：2018 年全年及 2019 年 1~3 月全国商品房销售面积及销售增速变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

2019 年，房地产市场依旧严监管，房地产政策将维持“住房不炒”定位，政策调控将在“一城一策”的原则上，以限购、限贷、限售、限价、人才引进和棚改货币化安置等调控方式为主。预计二季度国内一线城市和热点二线城市在调控政策趋缓下成交量将保持稳定或略有回升；对于三四线城市来说，受前期市场购买力透支、棚改货币化安置萎缩等多方面因素影响，面临较大调整压力，销售增速或将有

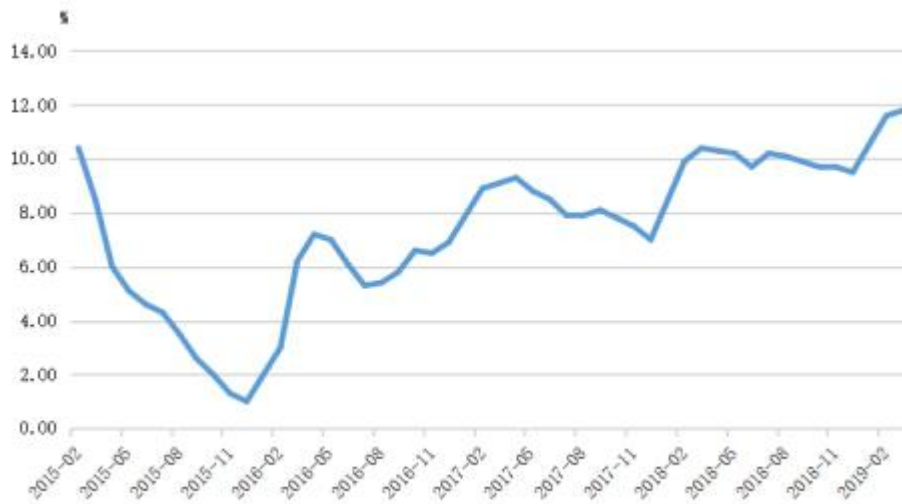
所放缓。全年来看，在“一城一策”等政策下，各地方政府将根据各自楼市的特点适时适机的对部分政策措施进行微调，前期销售较弱的城市存在更大的微调空间，但在房地产政策主基调不变的前提下，房地产销售受三四线城市结构影响或将转弱。

一季度房地产开发投资进一步走强，源于新开工的增长及土地购置费的维持高位，随着土地购置对投资支撑力度的下降，或将拖累全年房地产投资增速

2019年一季度，全国房地产开发投资完成额为23802.9亿元，同比增长11.8%，增速较去年同期提升1.4个百分点，其中，住宅投资17255.8亿元，同比增长17.3%，增速同比上升4.0个百分点，房地产投资持续增长主要系2017年及2018年土地市场的高景气度带来了众多待开发项目，在高周转模式及高杠杆模式下，房企通过“抢开工”和“高周转”以快速获取销售回款。

受销售好转、市场资金面的改善及为加速周转回笼资金等因素影响，房企新开工意愿增强，一季度全国房屋新开工面积38728万平方米，同比增长11.9%，增速较去年同期提升2.2个百分点，新开工面积的增加对房地产投资增速的提升起到了较强的支撑作用。土地购置方面，一季度房地产开发企业补库存意愿有所下降，土地购置面积2543万平方米，同比下降33.10%；土地成交价款1194亿元，同比下降27.00%，降幅扩大13.90个百分点，但土地购置费的滞后影响也支撑了开发投资增速上行。

图2：2015年~2019年3月全国房地产开发投资增速变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

预计二季度，房企“抢开工”和“高周转”模式及土地购置费的滞后影响仍将对开发投资增速起到一定支撑作用。但从2019年全年来看，在房地产企业外部融资受限及调控政策持续从严的情况下，房企债务到期偿付压力加大，对其进一步扩张带来阻碍。房地产企业拿地节奏将有所优化，开发速度或将有所放缓，土地购置对投资的支撑力度将有所下降，或在下半年拖累房地产投资增速。

一季度商品房销售价格保持增长，预计2019年房价将保持稳定，但棚改货币化安置政策的调整导致其对房价支撑力度减弱，三四线城市房价涨幅将有所回落

2019年一季度国内商品房销售均价为9064.6元/平方米，同比增长6.6%，增速较去年同期基本保持稳定。2019年3月，70个大中城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.6%；其中，一线城市受限价政策影响整体较为稳定，新建商品住宅销售价格环比上涨0.2%，涨幅较上月回落0.1个百分点；31个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.6%，涨幅较上月回落0.1个百分点；35个三线城市新建商品住宅价格环比上涨0.7%，涨幅较上月扩大0.3个百分点。

图3：2015年~2019年3月全国70个大中城市新建商品住宅价格指数当月环比变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

从房价未来走势来看，预计2019年随着房屋销售面积增速的放缓，房价上涨的动力减弱，市场供求矛盾有所缓解，房价涨幅整体出现回落，全国房价将保持稳定。2019年房地产将保持“一城一策”的政策调控方式，但“房住不炒”的高压线仍然不变，具体来看，一线城市房地产市场仍将保持较强的政策调控力度，同时住房需求仍较为旺盛，房价整体将保持稳定；热点二线城市土地市场较为火热，部分地块溢价率有所回升，叠加户籍政策的放松等人才引进政策带来的新增需求，预计房价存在一定上行压力；三四线城市由于人口及资源向外迁移、前期购买力相对透支等因素，依旧面临调整压力，同时棚改开工数量明显缩减及货币化安置走弱或使需求萎缩，对商品住宅销售的拉动作用将减弱，在“坚决遏制房价上涨”的基调和销售向下的前提下，部分地区经济发展相对滞后的三四线城市房价持续上涨动力不足，房价涨幅或将出现回落。

大型房企以品牌输出和并购等方式持续提升规模，呈现强者恒强趋势，未来行业分化加剧，小型房企经营风险或将加速暴露

我国房地产企业数量较多，市场相对分散，但近年来集中度持续提升。据克而瑞地产研究院发布的《2019年一季度中国房地产企业销售榜TOP200》，2019年一季度，在房地产调控政策持续收紧的背景下，TOP00房企销售规模达2.1万亿元，同比变动不大。从金额门槛来看，2019年一季度房企销售金额门槛整体有所提升，销售权益榜TOP10房企和TOP30房企的入榜门槛分别为303.4亿元和154.1亿元，分别同比提升4.0%和7.2%。从房企合同销售金额集中度看，2019年一季度，TOP10和TOP50房企集中度分别为31.1%和59.3%，较2018年全年的集中度水平均提升

4.2个百分点，房企集中度进一步提升。总体来看，规模房企凭借自身在品牌、城市布局以及融资能力等方面的优势，市场份额继续提高，与其他房企的规模差距进一步加大。

此外，房地产行业竞争具有一定的区域性特征，部分区域性房地产开发企业虽然整体规模和资金实力与全国大型房地产企业相比仍有差距，但在特定区域市场中具有一定的竞争优势。在融资环境趋紧、行业调控政策不放松的情况下，小型房企经营风险或将加速暴露。

证券行业

受制于宏观经济环境和证券市场的波动，证券公司 2018 年经营业绩整体表现不佳

我国证券行业经过了综合治理整顿和近几年的较快发展，各证券公司的资本实力有所提升，整体经营能力和水平均有了显著进步，但经营业绩受资本市场周期性波动的影响仍较大。2018年，受国内股市活跃程度同比降低，再叠加监管趋严的影响，证券公司经营业绩同比小幅下降。根据证券业协会公布的统计数据，证券公司合计实现营业收入 2662.87 亿元，同比下降 14.47%；净利润 666.20 亿元，同比下降 41.04%。同期，证券公司年化总资产收益率和净资产收益率分别为 1.28% 和 4.23%，较上年分别下降 1.12 和 3.18 个百分点。2019 年一季度，证券公司合计实现营业收入 1018.94 亿元，同比上升 54.47%；净利润 440.16 亿元，同比上升 86.83%，市场的回暖带动了盈利的回升。

分业务板块看，券商自营和经纪业务收入合计占比近 55%，对收入的贡献度很高。2018 年，证券公司投行业务收入占比下滑至 13.89%，主要受首发融资规模下降以及并购重组政策收紧的影响。业务转型压力下，券商资管业务收入有所下滑，同时信用业务收入增幅放缓、融资成本上升导致利息净收入下滑。2019 年一季度，证券公司收入增长主要源于自营业务。

图 4：证券公司盈利状况¹



数据来源：Wind、证券业协会，东方金诚整理

证券公司业务多元化逐步上升，综合性大券商竞争优势明显，优质客户和项

¹ 经纪业务收入=代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)+投资咨询业务净收入；投资银行业务收入=证券承销与保荐业务净收入+财务顾问业务净收入。

目资源进一步向行业龙头集中

证券行业收入结构逐步多元化，通道型业务收入贡献逐步下降，行业同质化竞争将无以为继，券商间因寻求新的利润增长点而加剧分化。凭借其规模、品牌优势以及创新业务的开拓能力，综合性大券商保持了较强的市场竞争优势，使得证券行业集中度保持在较高水平。2018年，前十大券商营业收入同比下降12.88%；前十大券商净利润同比下降31.28%，明显低于行业平均跌幅。2016年~2018年，前十大上市券商净利润合计占比为67.76%、72.66%和83.30%，市场下行背景下行业集中度提升明显。

客户多元化需求的提升将考验券商的综合金融服务能力，经纪、资管、投行、信用等各项业务的融合将是未来趋势，拥有资本、技术、人才的综合性大券商的业务协同作用将持续显现。同时，综合性大券商近年来重点布局衍生品业务、海外业务、以科创板为主的创新投行业务等，并加大投入提升机构客户和高净值客户服务能力，有助于进一步建立其核心竞争力。部分区域性中小券商对经纪和自营业务依赖度较高，区域性证券公司经纪业务属地优势弱化，而自营业务受市场行情以及其投资风格的影响较大，业务结构不合理的问题日益突出。

证券市场行情一定程度的回暖部分缓解了券商股票质押业务风险，而监管的持续加强使得券商面临较大的合规经营压力

2015年以来，券商资本型业务实现较快发展，资产配置亦出现明显变化，自营投资和信用业务的发展加大了券商信用风险管理压力。截至2018年末，上市券商以债券为主的投资资产、融出资金和待回购股票质押业务资金占比分别为52.58%、13.42%和10.56%。受2018年债券违约增加以及股票市场下滑的影响，券商自营和股票质押业务风险逐步显现，同期末上市券商合计资产减值计提规模为167.88亿元，同比上升81%。2019年以来，证券市场行情一定程度的回暖部分缓解了券商股票质押业务风险，同时地方政府及国资平台、券商、保险资管等纷纷牵头设立民营上市企业纾困基金，资金规模预计已达到约5000亿元，有助于股票质押风险的化解。

在监管方面，证券行业监管体系逐步完善，外部监管的强化及创新业务的发展对证券公司的合规经营提出了更高的要求。监管部门已建立了以净资本为核心的风控监管体系，净资本、风险资产计量和指标监控体系逐步完善。在具体业务监管方面，《证券期货投资者适当性管理办法》的实施对证券公司客户准入和管理方面提出更高要求；并购重组、再融资、减持新规以及投行内控指引等一系列政策影响仍在持续，券商投行业务项目质量把握保持高压态势；资管新规的出台倒逼券商资管业务向主动管理方向转型。同时，监管处罚力度明显加大，2017年以来，证监会行政处罚9家次，其中涉及并购重组业务5家次，其余涉及新三板做市、IPO、增发和债券交易等；地方证监局处罚64家次，主要涉及债券承销、产品代销、客户适当性管理、资管业务监控、股票质押业务风控不严等方面。

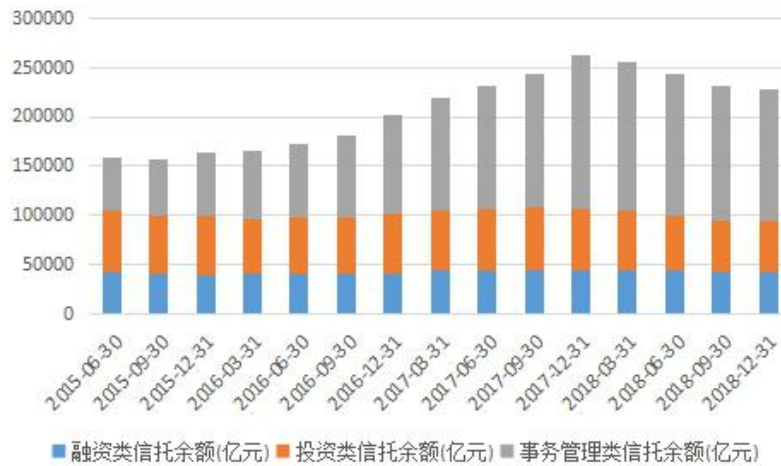
信托行业

目前信托行业处于主动管理类业务转型的过渡阶段，业务扩张和盈利增长速度放缓，但整体资本充足性仍然保持在较好水平

我国信托行业自诞生以来便依托制度和经营范围优势在国内资产管理行业迅

速崛起。2010年~2017年，信托行业管理资产规模从3.04万亿元增长至26.25万亿元。其中，以通道业务为主的事务管理类信托占比逐年上升。2018年以来，在行业监管趋严的形势下，信托公司事务管理类信托规模终止了上升态势，带动行业受托资产规模持续回落，资管新规效果初步显现。截至2018年末，信托行业受托资产余额22.70万亿元，同比下降13.50%。其中，事务管理类信托余额13.25万亿元，同比下降15.33%。

图5：近年来信托行业受托资产余额



数据来源：Wind、信托业协会，东方金诚整理

受监管环境趋严和市场信用风险暴露影响，信托行业整体经营风险有所上升。2018年，由于信托资产规模下滑、资本市场波动加剧，信托行业营业收入同比下降4.20%至1140.63亿元，其中信托业务收入同比下降2.91%至781.75亿元。由于募集难度上升，信托公司自有资金承接新发行产品的情况较为普遍，影响了固有资产运用的有效性，而市场行情波动进一步削弱了固有业务收益水平。2018年，信托行业实现利息收入和投资收益合计310.36亿元，同比下降10.64%。同时，随着市场信用环境恶化，信托风险项目数量和规模大幅上升，受托业务和自营投资风险管理难度加大。2018年，全行业信托风险项目余额合计4443.78亿元，同比上升69.05%。

近年来，信托行业净资产和实收资本规模持续增长，但增速放缓。截至2018年末，全行业净资产总额5749.30亿元，各家信托公司资本充足性相关指标均满足监管要求，整体资本充足性较好。

图 6：2015 年~2018 年信托行业利润总额及增速情况



数据来源：Wind、信托业协会，东方金诚整理

我国信托行业市场集中度较高，截至 2018 年末，在 68 家信托公司中，管理资产规模排名前 10 位的信托公司合计管理信托资产 9.01 万亿元，占全部信托资产的 39.71%；上述 10 家信托公司 2018 年实现营业收入及利润总额 366.17 亿元和 251.46 亿元，分别占全行业营业收入及净利润的 32.10%和 34.36%。

表 1：管理资产规模排名前 10 位信托公司情况

单位：亿元

公司名称	注册资本	信托资产规模	营业收入	利润总额
中信信托有限责任公司	100.00	16521.97	53.65	45.40
建信信托有限责任公司	15.27	14039.39	45.35	26.88
华润深国投信托有限公司	110.00	9549.19	27.08	27.96
交银国际信托有限公司	57.65	8705.22	17.28	14.04
上海国际信托有限公司	50.00	7686.85	39.24	21.98
兴业国际信托有限公司	50.00	7289.48	35.92	18.06
华能贵诚信托有限公司	61.95	7278.97	34.92	32.05
中融国际信托有限公司	120.00	6546.65	58.89	27.06
中航信托股份有限公司	46.57	6326.99	33.99	24.46
渤海国际信托股份有限公司	36.00	6203.32	19.85	13.56
合计	-	90148.03	366.17	251.46

数据来源：Wind，东方金诚整理

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司房地产开发业务对营业收入和毛利润的贡献有所下降，金融业务的贡献显著提升，公司营业收入和毛利率有所降低，毛利率依然处于较高水平

2018 年，公司营业收入 124.04 亿元，同比降低 26.50%，主要系房地产业务结转规模降低所致。其中，房地产开发业务占营业收入比例 34.85%，较 2017 年降低

了 11.56 个百分点；金融业务收入占营业收入比例 59.63%，同比增长了 9.31 个百分点。公司其他业务收入和占比均较小。

表 2：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入、毛利润和毛利率构成情况

单位：亿元、%

业务类别	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
房地产开发	176.70	71.63	78.33	46.41	43.22	34.85	5.29	18.43
物业管理	1.14	0.46	1.45	0.86	1.77	1.43	0.47	1.62
物业出租	2.41	0.98	2.40	1.42	3.33	2.68	0.78	2.73
装修工程	2.33	0.94	0.38	0.22	0.21	0.17	0.10	0.34
金融业务	60.49	24.52	84.92	50.32	73.97	59.63	21.75	75.74
其他业务	0.76	0.31	1.30	0.77	1.54	1.24	0.33	1.14
合计	246.71	100.00	168.76	100.00	124.04	100.00	28.71	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
房地产开发	73.99	41.87	29.48	37.64	23.43	54.21	2.30	43.51
物业管理	0.07	5.96	0.21	14.46	0.19	10.83	0.05	10.43
物业出租	1.29	53.37	1.83	76.24	1.02	30.73	0.26	32.83
装修工程	0.44	18.97	0.05	13.45	0.15	70.32	- ²	3.36
金融业务 ³	-	-	-	-	-	-	-	-
其他业务	0.23	29.71	0.40	30.69	0.46	29.72	0.04	10.86
合计⁴	137.76	55.84	116.89	69.26	99.22	79.99	24.39	84.96

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从毛利润和毛利率来看，2018 年，公司毛利润 99.22 亿元，同比降低 15.12%，房地产开发业务的毛利润贡献有所下降；综合毛利率 79.99%，较上年提高了 10.73 个百分点；其中，房地产开发毛利率 54.21%，同比显著提高。

2019 年 1 月 22 日，泛海控股发布了《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》，称武汉中央商务区股份有限公司（以下简称“武汉公司”）于 2019 年 1 月 20 日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》，拟转让上海董家渡项目（以下简称“上海项目”）及北京泛海国际居住区 1#地块项目（以下简称“北京项目”）。2019 年 3 月，上海项目和北京项目管理权已完成移交；截至 2019 年 3 月末，上海项目和北京项目不再纳入合并报表范围，融创房地产已支付交易价款的 80%，合计 98.58 亿元。转让北京项目和上海项目后，公司收入仍主要来自于房地产开发业务和金融业务，但是金融业务收入占比及毛利润贡献显著提高，成为公司收入主要来源之一。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 28.71 亿元，其中房地产开发业务收入占比下降至 18.43%，金融业务收入占比大幅提升至 75.74%；毛利润 24.39 亿元；受金融业务占比提高影响，综合毛利率增至 84.96%。

² 2019 年 1~3 月，装修工程收入毛利润为 32.46 万元。

³ 公司金融业务无直接成本，未计算其毛利润及毛利率。

⁴ 公司综合毛利润=营业收入-营业成本，综合毛利率=(营业收入-营业成本)/营业收入*100%。

房地产开发

公司房地产开发业务以住宅地产为主，运营主体主要为武汉公司和中国泛海国际置业（美国）有限公司。

公司出售北京项目和上海项目后，房地产开发业务项目布局主要位于武汉以及美国洛杉矶、旧金山、纽约、夏威夷等境外城市的核心地段，项目开发经验丰富，具备多业态综合开发能力，跟踪期内依然具有较强的市场竞争力

房地产开发业务为公司的传统主业，经营历史较长，公司在北京、上海、深圳和武汉等一线和核心二线城市，以及美国洛杉矶、旧金山、纽约、夏威夷等境外城市的核心地段均有布局。2019年1月22日，泛海控股发布了《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》，拟转让上海项目及北京项目。2019年3月，上海项目和北京项目管理权已完成移交。截至2019年3月末，上海项目和北京项目不再纳入合并报表范围。公司转让北京项目和上海项目后，项目布局将主要位于武汉，以及美国洛杉矶、旧金山、纽约、夏威夷等境外城市的核心地段。

公司房地产开发业务以住宅产品为主，涉及写字楼、商业、酒店、大型城市综合体等多个业态，具备多业态综合开发能力，代表项目有北京泛海国际居住区、武汉中央商务区、杭州民生金融服务中心等。2018年公司住宅结算面积占比95.01%，写字楼结算面积占比4.76%，其他产品类型占比0.24%。公司产品在空间合理性、住宅理念、以及人性化设计等方面得到了市场和客户的高度认可，具有较强的品牌优势和竞争实力。

受益于加大武汉项目推盘规模，2018年公司合同销售金额和平均合同销售价格均显著提高；受结转面积降低影响，房地产业务结算收入显著下滑，受益于结算价格提高，业务毛利率有所提升

2018年，公司合同销售金额和合同销售面积分别为116.04亿元和28.08万平方米，分别同比提高124.01%和9.73%，主要系公司加大武汉项目推盘规模及公司上海泛海国际公寓项目（10#地）获得预售许可证规模3.77万平方米，并取得北京泛海国际居住区二期部分待售项目的现房销售备案证明所致；平均合同销售价格同比大幅上涨104.15%，系武汉项目⁵销售价格上涨及北京泛海国际居住区二期、上海泛海国际公寓项目（10#地）项目销售价格较高所致（详见下表）。2019年1~3月，公司合同销售金额和合同销售面积分别为4.16亿元和0.75万平方米，同比均有所增长。

2018年，公司结算面积8.41万平方米，同比显著下降，平均结算价格51391.20元/平方米，同比大幅提升（详见下表）。2018年，公司房地产开发业务收入43.22亿元，同比大幅下降44.82%，主要是公司房地产业务结转面积降低所致。同期，公司房地产业务毛利润23.43亿元，毛利率54.21%，同比提高16.57个百分点，一方面是公司2017年结转项目中写字楼占比较高，且以整售为主，毛利率较低；另一方面是公司2018年结转项目售价较高，且土地成本较低。2019年1~3月，公司房地产开发业务收入5.29亿元，毛利润2.30亿元，毛利率43.51%。

⁵ 2017年，武汉地区项目平均合同销售价格19559元/平方米；2018年，武汉地区项目平均合同销售价格24612元/平方米。

表 3：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司房地产开发业务主要销售数据

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月 ⁶
合同销售面积（万平方米）	36.20	25.59	28.08	0.75
合同销售金额（亿元）	128.90	51.80	116.04	4.16
平均合同销售价格（元/平方米）	35608	20242	41319	55417
结算面积（万平方米）	52.08	30.28	8.41	0.97
结算销售收入（亿元）	176.70	78.33	43.22	5.29
平均结算价格（元/平方米）	33929	25869	51391	54536
结算成本（亿元）	102.72	48.84	19.79	2.99

资料来源：公司提供，东方金诚整理

分销售区域看，2018 年公司房地产项目主要位于北京、上海和武汉。2018 年公司房地产业务实现合同销售金额 116.04 亿元，其中，武汉销售占比为 49.48%，较 2017 年显著降低，主要系公司取得北京、上海项目预售许可证，加大北京、上海项目销售力度所致。2019 年 1~3 月，公司合同销售金额 4.16 亿元，主要来自于武汉中央商务区的芸海园项目和北京泛海国际居住区二期项目。

2019 年 3 月，上海项目和北京项目转让完成后，公司在上海无土地储备，在北京项目仅为北京泛海国际居住区二期（2#地、3#地），房地产项目主要位于武汉市，未来合同销售金额将主要来自于武汉市。

表 4：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司房地产开发项目分区域销售情况

单位：亿元、%

地区	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
武汉	64.72	50.21	48.84	94.29	57.42	49.48	1.61	38.70
北京	58.16	45.12	0.78	1.51	25.30	21.80	2.55	61.30
深圳	5.18	4.02	2.18	4.21	0.22	0.19		
上海	0.84	0.65	-	-	33.10	28.53		
合计	128.90	100.00	51.80	100.00	116.04	100.00	4.16	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司已完工项目主要位于武汉、深圳和杭州等地，包括武汉碧海园、武汉芸海园、泛海国际 SOHO 城、北京泛海国际居住区二期（4#地）、深圳泛海城市广场和杭州泛海 SOHO 中心等项目。截至 2019 年 3 月末，公司主要已完工项目销售进度 89.36%，总体销售情况良好；未来可售面积 21.19 万平方米，主要为武汉的芸海园项目、泛海国际 SOHO 城和碧海园项目，上述项目未来可售面积分别为 13.60 万平方米、3.19 万平方米和 2.43 万平方米；已完工项目总投资额 394.48 亿元，累计合同销售金额 398.29 亿元，累计销售回款 387.72 亿元，回款较好。公司未来可售项目主要位于武汉市，且地理位置较好，未来销售情景较好。

跟踪期内，公司出售北京项目和上海项目后在建项目未来可售面积有所降低，但在建及拟建项目未来可售面积仍较为充足且主要集中于武汉，地段优势明显且土地成本相对较低，对未来销售形成一定保障

2018 年，公司新开工面积 54.33 万平方米，较 2017 年提高 278.87%，主要是

⁶ 2018 年 1~3 月，公司合同销售金额和合同销售面积分别为 2.27 亿元和 0.73 万平方米。

北京项目开工所致；施工面积 274.62 万平方米，有所降低但仍然较大；竣工面积 1.91 万平方米，显著降低，主要系公司降低施工进度所致。2019 年 1~3 月，公司无新开工项目；施工面积 184.57 万平方米，较 2018 年末降低 32.79%，系公司出售北京项目和上海项目所致。

表 5：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司房地产开发业务主要经营数据

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
新开工面积(万平方米)	23.29	14.34	54.33	-
施工面积(万平方米)	378.27	314.96	274.62	184.57
竣工面积(万平方米)	63.77	99.68	1.91	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2019 年 3 月末，公司房地产在建项目共计 9 个（详见附件三），主要位于武汉，随着北京项目和上海项目转让，总规划建筑面积降低至 207.50 万平方米，拟售物业总可售面积 85.49 万平方米，已售面积 46.12 万平方米，未来可售面积 39.37 万平方米；累计实现合同销售金额为 187.78 亿元；在建项目平均合同销售价格 40715 元/平方米，平均楼面地价为 6520 元/平方米，土地成本相对较低。

公司在建项目未来可售面积位于武汉、北京、沈阳、洛杉矶，上述地区未来可售面积分别为 22.23 万平方米、1.52 万平方米、7.61 万平方米和 8.01 万平方米，占未来总可售面积的比例分别为 56.46%、3.86%、19.33%和 20.35%。其中，武汉 CBD 项目总规划建筑面积约 800 多万平方米，占比最大，开发周期较长，是武汉市“十二五”规划中的以金融、保险、贸易、信息、咨询等产业为主的华中地区现代服务业中心，属武汉市重点建设项目；武汉 CBD 项目位于汉口城区的几何中心，地处内环线和二环线之间，交通方便，市政配套完善，区位优势明显。公司在建项目未来可售部分主要位于核心一二线城市，地理位置较好且土地成本较低，可对未来销售形成一定保障。

在拿地方面，公司现有储备土地均于 2016 年之前获得，储备仍然较为充足，且项目地理位置较好、土地成本较低。2017 年以来，公司房地产业务以释放现有土地价值为主，暂无新增项目，也无拿地计划。截至 2019 年 3 月末，除拟建项目外，公司无其他土地储备。

截至 2019 年 3 月末，公司已取得土地证的拟建项目规划建筑面积为 434.04 万平方米，其中位于武汉、沈阳的项目均为对应在建项目的滚动式开发的尚未开发部分，其余为海外项目。公司拟建项目主要位于核心城市武汉，武汉市经济发展前景及人口吸附能力较强，项目未来销售前景较好。

公司拟建项目中的 5 个海外项目（具体见表 6），业态以住宅、酒店、公寓、写字楼等为主，全部位于美国，均为 2015 年和 2016 年新增；均通过协议方式获得，总协议总额为 10.07 亿美元，已全部支付。

表 6：截至 2019 年 3 月末公司主要拟建项目情况

单位：万平方米、亿元、亿美元

地块名称	地理位置	土地取得时间	计划投资	规划建筑面积	土地金总额	土地取得方式	预计开工时间	规划用途
一、国内项目								
武汉 CBD 项目 ⁷	武汉中央商务区	2008~2009	-	358.86	18.00	协议	-	住宅、商业、酒店、办公
沈阳泛海国际居住区	沈抚新城东北部	2012、2013、2016	-	7.17	1.00	招拍挂	-	住宅、商业
二、海外项目⁸								
美国索诺马项目	高速公路附近,著名的葡萄酒产区	2015~2016	4.40	1.98 (暂估)	0.46	协议	-	酒店、酒庄、别墅、庄园
美国纽约南街 80 号项目	美国曼哈顿下城海港区	2016	21.68	8.36 (暂估)	3.90	协议	-	酒店、公寓
美国夏威夷科琳娜度假区 1# 地	美国夏威夷欧胡岛	2016	21.70	14.94 (地上,暂估)	2.81	协议	-	酒店、公寓
美国夏威夷科琳娜度假区 2# 地	美国夏威夷欧胡岛	2015	14.17	9.23 (地上,暂估)	1.92	协议	-	酒店、公寓
美国夏威夷西区项目	夏威夷 Kapolei 市	2016	15.60	33.50 (地上,暂估)	0.98	协议	-	住宅、商业
合计	-	-	-	434.04	-	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建及拟建项目未来投资规模仍然较大，在当前房地产市场调控政策环境下，面临资金压力

公司在建项目计划总投资 742.04 亿元，截至 2019 年 3 月末，已累计投入 481.98 亿元，尚需投资额 260.06 亿元。从拟建项目看，截至 2019 年 3 月末，公司分布于武汉、沈阳的国内拟建项目计划投资金额待定，但是位于武汉和沈阳的拟建项目规模较大，需要较高的投资支出，可能面临一定投资压力。北京项目和上海项目转让后，公司国内项目未来投资压力将显著降低，短期资金压力有所缓解，但国内项目未来总投资额规模仍然较高，仍将面临一定资金压力。

从公司拟建海外项目未来投资计划来看，大部分项目处于前期设计阶段。美国房地产项目开发中不允许在项目竣工前进行预售，预计公司美国房地产开发业务面临一定的资金压力。

⁷ 武汉 CBD 项目采取滚动开发，表中规划建筑面积均为尚未开发部分；土地金总额难以拆分，表中土地金总额为项目总体的土地出让金。

⁸ 海外项目计划投资额及土地金总额单位为亿美元。

表 7：截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目未来投资计划⁹

单位：亿元

项目	总投资额	待投资金额	未来投资计划			合计
			2019 年 4~12 月	2020 年	2021 年	
一、国内项目						
武汉 CBD	282.03	82.71	7.56	9.49	25.81	42.86
北京泛海国际居住区二期（2#、3#地）	135.54	16.35	6.66	8.88	0.82	16.35
沈阳泛海国际居住区	8.00	1.19	0.06	0.22	0.03	0.31
小计	425.57	100.26	14.28	18.58	26.65	59.51
二、海外项目¹⁰						
泛海广场项目	121.20	27.57	26.93	-	-	26.93
泛海中心项目	195.27	132.23	20.07	-	-	20.07
小计	316.47	159.80	47.00	-	-	47.00
合计	742.04	260.06	61.28	18.58	26.65	106.51

资料来源：公司提供，东方金诚整理

金融业务

公司金融业务已涵盖证券、信托、保险等主要金融业态，拥有民生证券、民生信托、亚太财险等核心金融平台；跟踪期内，公司金融业务整体发展较好，已成为公司收入和毛利润的主要来源

经过近几年的系统布局和整合优化，公司金融业务已涵盖证券、信托、保险等主要金融业态，拥有民生证券、民生信托、亚太财险等核心金融平台，跟踪期内，公司金融业务平台日趋壮大，金融服务链条不断延展，金融业务综合实力不断增强。

表 8：2018 年公司金融板块主要增资、收购项目情况

收购（增资）时间	控股子公司	投资方式	金额（亿元）	持股比例（%）
2018 年 4 月 17 日	民生证券投资有限公司	增资	25.92	87.645
2018 年 11 月 14 日	隆亨资本有限公司	收购	1.20	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

随着公司金融布局日益完善，公司金融业务收入持续增长，占营业收入比例持续增长，已成为公司收入和毛利润的主要来源，有效的提高了公司主营获利能力。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司金融业务营业收入分别为 73.97 亿元和 21.75 亿元，占公司营业收入比例分别为 59.63%和 75.74%；从收入和利润构成来看，主要来自于证券业务和信托业务，其经营主体分别为民生证券和民生信托。

⁹ 部分加合数与合计数不一致系四舍五入所致。

¹⁰ 泛海广场项目和泛海中心项目计划总投资分别为 18 亿美元和 29 亿美元，均已按 2019 年 3 月 29 日人民币汇率中间价 6.7335 计算折合为人民币。

表 9：2018 年公司金融板块主要经营主体情况

单位：亿元

业务主体	营业收入	净利润	归属于母公司净利润
民生证券	14.58	0.94	0.95
民生信托	23.97	11.08	-
亚太财险	35.47	0.34	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受市场成交萎缩、IPO 审核趋严等因素影响，2018 年民生证券收入和净利润均显著下降，市场回暖带动 2019 年一季度民生证券收入和利润显著提高

公司证券业务主要经营主体为民生证券。2018 年末，民生证券的资产合计为 398.79 亿元，资产负债率为 72.64%。2018 年，民生证券营业收入和净利润分别为 14.58 亿元和 0.94 亿元，分别同比降低 15.42%和 75.68%，主要是受市场成交萎缩、IPO 审核趋严等因素影响。2019 年一季度，民生证券营业收入和净利润分别为 8.66 亿元和 2.08 亿元，分别同比增长 173.14%和 354.96%。

从收入构成看，2018 年，民生证券的证券经纪业务收入 4.39 亿元，占民生证券主营业务收入比例持续下降至 26.05%，但仍然是民生证券营业收入的主要来源之一；投资银行业务和融资融券业务收入占比持续提高，逐渐成为民生证券收入的主要来源，其中投资银行业务收入 4.67 亿元，占主营业务收入比例增至 27.73%，融资融券业务收入 5.20 亿元，占主营业务收入比例 30.89%。2019 年一季度，受股票市场回暖影响，民生证券的证券自营业务和投资银行业务收入同比大幅提高，进而带动民生证券营业收入提高。

表 10：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月民生证券主营业务收入情况¹¹

单位：亿元、%

科目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	16.36	100.00	19.12	100.00	16.84	100.00	9.25	100.00
证券经纪业务	7.44	45.48	5.69	29.76	4.39	26.05	1.33	14.36
证券自营业务	-2.64	-16.12	0.07	0.37	1.35	8.02	4.17	45.04
投资银行业务	6.27	38.33	6.49	33.94	4.67	27.73	2.10	22.71
融资融券业务	4.40	26.89	5.73	29.98	5.20	30.89	1.07	11.61
资产管理业务	0.47	2.88	0.54	2.83	0.68	4.02	0.16	1.73
期货业务	0.42	2.54	0.60	3.13	0.55	3.29	0.42	4.56

资料来源：公司提供，东方金诚整理

证券经纪业务是民生证券的基础业务，截至 2018 年末，民生证券在全国设立了 35 家分公司及 51 家营业部。2018 年，民生证券股票、基金、债券交易总额同比略有下降，经纪业务佣金费收入同比有所下滑；民生证券实现经纪业务手续费净收入 3.02 亿元，同比降低 28.39%。2016 年以来，公司主动适应监管环境的变化，加大创新型业务的开拓力度，投资银行业务和融资融券业务收入及利润快速增加，成为民生证券收入和利润的主要来源之一。2018 年，民生证券继续推进投资银行业务发展，在做好 IPO 业务同时，加大可转换债券的开发力度，完成 2 家 IPO 项目，

¹¹ 表中收入未进行内部抵消。

8 家可转债项目，10 家再融资项目，5 家并购重组项目。

表 11：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月民生证券经纪业务交易情况

单位：亿元

项目类别	2016 年 交易金额	2017 年 交易金额	2018 年 交易金额	2019 年 1~3 月 交易金额
股票	8349.12	6568.95	4230.78	1612.10
基金	78.95	23.69	37.63	17.91
债券	6580.66	10932.78	11072.35	2307.98
合计	15008.72	17525.41	15340.76	3937.98

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，受资管新规、市场波动等因素影响，公司信托业务营业收入及净利润有所下降，但资产管理规模仍保持较高规模

公司信托业务主要经营主体为民生信托。2018 年末，民生信托资产总额 152.59 亿元，所有者权益 107.56 亿元，资产负债率 29.52%。2018 年，民生信托营业收入和净利润分别为 23.97 亿元和 11.08 亿元，分别同比降低 27.58%和 38.96%，主要是受资管新规、市场波动等因素影响。

民生信托目前主要业务有信托业务和固有业务。信托业务品种包括单一资金信托、集合资金信托、财产信托等，信托财产主要用于贷款和投资；固有业务主要为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，民生信托手续费及佣金净收入 18.38 亿元，同比增长 11.65%；投资收益 5.40 亿元，同比降低 56.16%。

公司手续费及佣金收入主要来源于在管的信托项目。2018 年，公司新增信托项目 53 个，新增信托本金规模 2562.60 亿元；清算信托项目 90 个，清算信托本金规模 2631.48 亿元。2019 年 1~3 月，公司新增信托项目 63 个，新增信托本金规模 684.77 亿元；清算信托项目 16 个，清算信托本金规模 521.45 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司存续信托项目 224 个，存续信托本金余额 1949.61 亿元，信托资产总额 1992.77 亿元。

表 12：2019 年 3 月末民生信托信托资产运用与分布表

单位：亿元、%

资产运用	金额	占比	资产分布	金额	占比
货币资金	27.59	1.38	基础产业	71.82	3.60
贷款	456.62	22.91	房地产	277.20	13.91
交易性金融资产	52.73	2.65	证券市场	55.83	2.80
可供出售金融资产	930.67	46.70	工商企业	604.33	30.33
长期股权投资	209.82	10.53	金融机构	918.39	46.09
其他	315.34	15.82	其他	65.21	3.27
信托资产总计	1992.77	100.00	信托资产总计	1992.77	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

企业管理

跟踪期内，公司总股本仍为 51.96 亿股，控股股东和实际控制人未发生变化。

在治理结构和内部管理方面,经 2018 年 12 月 27 日召开的公司 2018 年第八次临时股东大会审议,通过了“关于修订《公司章程》部分条款的议案”。公司调整《公司章程》(2018 年 5 月修订)主要是随着泛海控股转型的不断深入,公司需在确保规范运作、稳健经营前提下,优化决策机制,提高运营效率。修订的主要内容是减少原有的董事会、监事会、审计委员会等构成人员。

跟踪期内公司继续向金融业务转型,未来拟发展为涵盖金融、房地产等业务的综合性控股平台。金融业务方面,公司将继续提高核心子公司的盈利能力;房地产业务方面,公司以开发、经营现有项目为主。

财务分析

财务质量

泛海控股提供了 2018 年度审计报告和 2019 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。立信会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 年合并财务报表进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计报告;公司 2019 年 1~3 月财务报表未经审计。

2018 年末,公司纳入合并报表范围的主体共 183 户,较 2017 年末增加 8 户。2019 年 3 月,公司完成北京项目和上海项目过户手续,截至 2019 年 3 月末,北京项目和上海项目不再纳入合并报表范围。

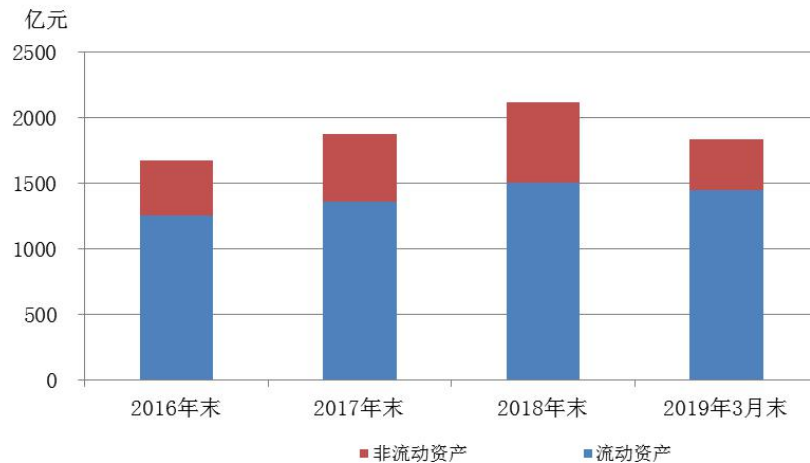
财政部于 2017 年修订颁布了《关于印发修订〈企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量〉的通知》(财会〔2017〕7 号)、《关于印发修订〈企业会计准则第 23 号——金融资产转移〉的通知》(财会〔2017〕8 号)、《关于印发修订〈企业会计准则第 24 号——套期会计〉的通知》(财会〔2017〕9 号)及《关于印发修订〈企业会计准则第 37 号——金融工具列报〉的通知》(财会〔2017〕14 号)(上述四项准则下称“新金融工具准则”)。根据财政部要求,境内上市的企业自 2019 年 1 月 1 日起实施新金融工具准则。公司于 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则。2019 年 3 月末,公司部分会计科目较期初有所调整(详见附件四、五、六)。

资产构成与资产质量

跟踪期内,公司资产总额有所增长,资产结构仍以存货、货币资金等流动资产为主,资产受限比例较高,对资产流动性和再融资能力形成不利影响

2018 年末,公司资产总额 2120.97 亿元,较 2017 年末增长了 12.95%,主要源于存货及长期股权投资规模大幅增长。其中,流动资产占比 71.08%。截至 2019 年 3 月末,公司资产总额为 1835.43 亿元,较 2018 年末降低 13.46%,系存货规模大幅降低所致,其中流动资产占比 79.04%,公司资产构成以流动资产为主。

图7: 2016年~2018年末及2019年3月末公司资产构成情况



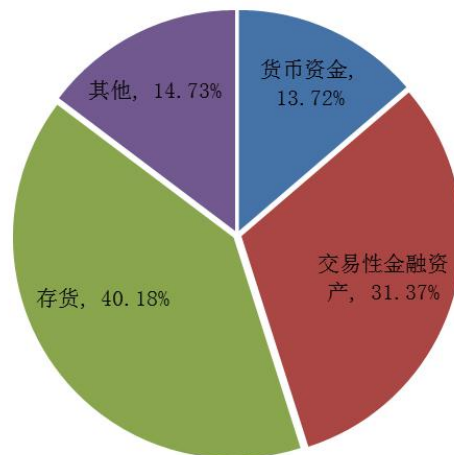
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

1. 流动资产

截至2019年3月末, 公司流动资产总额1450.79亿元, 较2018年末有所降低, 主要由存货、货币资金和交易性金融资产等构成, 合计占比85.27%。

截至2018年末, 公司流动资产总额1507.55亿元, 同比增长11.12%, 系货币资金增长所致; 主要由存货、货币资金和交易性金融资产等构成, 占比分别为61.45%、14.35%和10.41%。

图8: 2019年3月末公司流动资产构成情况



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2018年末, 公司存货账面价值926.43亿元, 同比增长9.62%, 主要系公司加大境内外房地产开发项目工程建设投入所致。公司存货主要为开发的房地产项目, 其中开发成本占比80.45%、开发产品占比10.10%、一级开发成本占比9.39%; 跌价准备余额12.16亿元, 计提项目主要为海外项目; 存货周转次数为0.03次, 有所降低且周转速度较慢; 其中因抵押借款而受限的存货规模为655.88亿元, 占期末存货账面价值比例为70.80%。2019年3月末, 存货期末账面价值582.90亿元, 较期初大幅降低37.08%, 系公司出售北京项目和上海项目所致。

同期末，公司货币资金期末余额为 216.40 亿元，同比略有所增长，主要源于公司融资规模提高及销售回款增加所致；其中受限资金 89.52 亿元，受限比例 41.37%，受限货币资产主要为履约保证金，受限原因主要为保证金及借款抵押。2019 年 3 月末，公司货币资金 199.09 亿元，较期初有所降低，主要系公司偿还公司债所致。

公司交易性金融资产主要为子公司民生证券自营业务投资的证券，2018 年末，为 156.87 亿元，同比增长 40.21%，主要是受民生证券扩大交易性金融资产规模，期末持仓规模扩大所致。2018 年末，公司交易性金融资产中债券 116.67 亿元、股票 13.64 亿元、基金 9.13 亿元、其他 17.43 亿元；其中受限资产 74.46 亿元，主要为卖出回购交易质押。2019 年 3 月末，公司交易性金融资产 455.07 亿元，较 2018 年末大幅增长，主要系执行新金融工具政策所致。

2. 非流动资产

2018 年末，公司非流动资产合计 613.41 亿元，同比增长 17.73%，仍主要由可供出售金融资产、投资性房地产和长期股权投资等构成，占比分别为 40.05%、20.87%和 16.54%。

2019 年 3 月末，受执行新金融工具政策影响，公司主要会计科目变动较大，进而导致公司非流动资产较 2018 年末大幅降低 37.30%。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产总额 384.63 亿元，主要由投资性房地产、长期股权投资、债权投资等构成，合计占比 68.25%；其中可供出售金融资产、应收款项类投资、持有至到期投资等科目降为 0.00 亿元，新增债权投资、其他权益工具投资等会计科目。

公司可供出售金融资产主要是可供出售债务工具、可供出售权益工具以及民生信托持有的信托产品、资管计划和基金产品等。2018 年末，公司可供出售金融资产期末余额 245.65 亿元，同比增长 9.72%，系子公司民生信托和民生证券自营投资规模增加所致。2018 年末，公司可供出售金融资产受限金额为 0.99 亿元，受限比例为 0.40%。2019 年 3 月末，公司可供出售金融资产 0.00 亿元，主要系执行新金融工具政策所致。

2018 年末，公司投资性房地产期末账面价值为 127.99 亿元，同比增长 20.32%，主要是公司投资性物业规模增加及公允价值变动所致；其中 2018 年由存货转入投资性房地产的物业主要为武汉泛海城市广场二期及杭州泛海钓鱼台酒店。2018 年末公司投资性房地产中用于抵押的投资性房地产 116.41 亿元，占比 90.95%。2019 年 3 月末，公司投资性房地产 110.43 亿元，较期初略有降低。

同期末，公司长期股权投资账面价值 101.44 亿元，同比增长 80.21%，系公司通过间接全资子公司泛海国际股权投资有限公司非同一控制下企业合并隆亨资本而新增民生银行 H 股 3.40 亿股（持股比例 0.932%）所致。截至 2018 年末，公司通过全资子公司泛海国际股权投资有限公司持有民生银行 H 股 2.312%。2019 年 3 月末，公司长期股权投资期末余额 113.91 亿元，较 2018 年末有所增长。

债权投资为公司执行新金融工具准则后新增的会计科目，主要为民生证券和民生信托向客户发放的以摊余成本计量的贷款，2019 年 3 月末为 38.18 亿元。

从资产受限情况来看，截至 2018 年末，公司受限资产 1034.39 亿元，主要由货币资金、交易性金融资产、存货、长期股权投资、投资性房地产等构成，占对应资产账面价值的比例为 57.97%。公司受限资产占资产总额的比例为 48.77%，占净

资产 363.84%。具体情况见下表。公司资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成不利影响。

表 13：截至 2018 年末公司受限资产情况

单位：亿元、%

受限资产	受限金额	账面价值	受限比例
货币资金	89.52	216.40	41.37
交易性金融资产	74.46	156.87	47.46
存货	655.88	926.43	70.80
可供出售金融资产	0.99	245.65	0.40
投资性房地产	116.41	127.99	90.95
固定资产	2.30	9.43	24.34
长期股权投资	94.84	101.44	93.49
合计	1034.39	1784.23	57.97

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

受少数股东权益和资本公积增长的影响，跟踪期内，公司所有者权益保持增长

2018 年末，公司所有者权益 284.30 亿元，较 2017 年末增长 3.40%，主要系少数股东权益增长所致。

2018 年末，公司实收资本保持不变；受益于杭州陆金汀投资合伙企业（有限合伙）对武汉公司增资的股本溢价资本公积略有增长；未分配利润 74.30 亿元，较期初略有降低；少数股东权益 83.12 亿元，较期初增长 11.93%，主要系公司转让武汉公司股权导致的少数股东权益增加。

2019 年 3 月末，公司所有者权益 322.04 亿元，较 2018 年末有所增长。其中，实收资本 51.96 亿元，占比 16.14%；资本公积 63.37 亿元，占比 19.68%；未分配利润 88.91 亿元，占比 27.61%；少数股东权益 95.51 亿元，占比 29.66%。

跟踪期内，随着出售北京项目和上海项目，公司有息债务总体略有下降但规模仍较大，债务负担依然较重，大部分债务将集中于 2019 年至 2021 年到期，其中 2019 年将会偿债高峰，存在一定的集中偿还压力

2018 年末，公司负债总额 1836.67 亿元，同比增长 14.59%，主要是其他应付款增加所致。截至 2019 年 3 月末，公司负债总额为 1513.39 亿元，较 2018 年末降低 17.60%，主要系长期借款及其他应付款降低所致，其中流动负债占比 63.97%。

1. 流动负债

2019 年 3 月末，公司流动负债为 968.11 亿元，较期初降低 13.19%，主要是一年内到期的非流动负债及其他应付款降低所致；其中，一年内到期的非流动负债、短期借款、代理买卖证券款、拆入资金、预收款项、其他应付款和卖出回购金融资产占比分别为 15.99%、15.72%、10.84%、9.75%、9.12%、9.04%和 8.86%。

2018 年末，公司流动负债 1115.17 亿元，较 2018 年末增长 24.28%，主要是短期借款及其他应付款增加所致；主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、其他应付款、应付账款和预收款项构成，占比分别为 30.49%、12.95%、11.23%、7.10%

和 6.65%。

2018 年末，公司一年内到期的非流动负债 339.97 亿元，保持较大规模；其中一年内到期的长期借款 291.24 亿元，一年内到期的应付债券 44.13 亿元。2019 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债 154.78 亿元，较期初大幅下降，主要系公司出售北京和上海资产后债务规模大幅下降所致。2019 年 3 月末，公司一年内到期的应付债券主要为“3 亿美元债券”和“1 亿美元债券”。截至报告出具日，“3 亿美元债券”和“1 亿美元债券”已全额兑付。

表 14：截至 2019 年 3 月末公司主要一年内到期的应付债券情况¹²

单位：亿元、亿美元、%

名称	发行人	债券类型	起息日	到期日	发行金额	票面利率
3 亿美元债券	泛海控股国际 2017 有限公司	境外高级债券	2017.11.28	2019.5.28	3.00	8.50
1 亿美元债券	泛海控股国际 2017 有限公司	境外高级债券	2017.12.19	2019.5.28	1.00	8.50

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期末，公司短期借款 144.36 亿元，同比大幅增长 59.52%，主要是公司为了日常经营需要，加大短期债务融资。2019 年 3 月末，公司短期借款 152.19 亿元，有所增长。

2018 年末，公司其他应付款 125.23 亿元，同比大规模增长，系往来款及星火公司土地返还款大幅增长所致。2019 年 3 月末，公司其他应付款降至 87.50 亿元，主要系土地返还款降低所致。

2018 年末，公司卖出回购金融资产款 62.86 亿元，同比降低 39.02%，主要系子公司民生证券期末未到期卖出回购合约减少所致。2019 年 3 月末，公司卖出回购金融资产增 85.77 亿元，系卖出回购业务规模增加所致。

公司代理买卖证券款为子公司民生证券接受客户委托，代理买卖股票、债券等金融产品而收到的款项，2018 年末，为 71.24 亿元，同比降低 13.21%，主要是受证券市场波动影响，子公司民生证券经纪业务规模降低所致。2019 年 3 月末，公司代理买卖证券款 104.97 亿元，较 2018 年末提高 47.35%，系经纪业务客户资金大幅增加所致。

2018 年末及 2019 年 3 月末，公司应付账款分别为 79.12 亿元和 61.82 亿元，持续降低，系公司归还部分工程款所致。

2018 年末，公司预收款项为 74.10 亿元，同比大幅增长，系公司预收房款大幅增长所致。2019 年 3 月末，公司预收款项 88.32 亿元，继续保持较高规模。

同期末，公司其他流动负债 10.74 亿元，较 2017 年末降低 79.26%，主要系部分短期应付债券到期兑付所致。2019 年 3 月末，公司其他流动负债 22.71 亿元，较期初有所增长，主要系新发行“14 亿港元票据”所致。截至本报告出具日，“1 亿美元债券”已兑付。

¹² 表中“1 亿美元债券”、“3 亿美元债券”本金单位为亿美元。

表 15: 截至 2019 年 3 月末公司短期应付债券情况¹³

单位: 亿美元、亿港元

名称	发行人	起息日	期限	本金
1 亿美元债券	泛海控股国际发展第三有限公司	2018. 4. 25	1 年	0. 09
11 亿港元票据	泛海控股国际金融发展有限公司	2018. 12. 3	1 年	11. 00
14 亿港元票据	泛海控股国际有限公司	2019. 3. 21	1 年	14. 00

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2. 非流动负债

2019 年 3 月末, 公司非流动负债 545. 28 亿元, 较期初降低 24. 42%, 主要系长期借款下降所致; 主要由长期借款和应付债券构成。

2018 年末, 公司非流动负债为 721. 50 亿元, 同比略有增长; 主要由长期借款和应付债券构成, 占比分别为 54. 48%和 40. 58%。

2018 年末及 2019 年 3 月末, 公司长期借款期末余额分别为 393. 04 亿元和 223. 39 亿元, 其中 2019 年 3 月末公司长期借款大幅下降系公司出售北京和上海项目后剥离相关债务所致。

2018 年末, 公司应付债券 292. 75 亿元, 同比下降 2. 81%; 其中公司债券 160. 63 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、收益凭证 20. 06 亿元。2019 年 3 月末, 公司应付债券期末余额 284. 21 亿元, 保持较高规模。截至本报告出具日, 于“15 泛控 01”、“16 泛控 01”和“16 泛控 02”存续期 3 年末, 公司均行使上调票面利率选择权、部分投资者行使回售选择权, 回售后本金余额分别为 0. 89 亿元、1. 06 亿元和 0. 03 亿元。

¹³ 表中“1 亿美元债券”本金单位为亿美元, “11 亿港元票据”和“14 亿港元票据”单位均为亿港元。

表 16: 截至 2019 年 3 月末公司主要存续债券情况¹⁴

单位: 亿元、亿美元、亿港元、%

名称	发行人	债券类型	起息日	到期日	发行金额	票面利率
16 民生 01	民生证券	次级债	2016. 8. 16	2019. 8. 16	14. 80	4. 20
17 民生 03	民生证券	公司债	2017. 11. 24	2019. 5. 24	5. 00	5. 50
17 民生 C1	民生证券	次级债	2017. 3. 17	2020. 3. 17	5. 00	5. 20
17 民生 C2	民生证券	次级债	2017. 7. 14	2020. 7. 14	5. 00	5. 95
17 民生 C3	民生证券	次级债	2017. 10. 20	2020. 10. 20	5. 00	5. 80
18 民生 C1	民生证券	次级债	2018. 4. 24	2021. 4. 24	18. 00	6. 80
18 民生 C2	民生证券	次级债	2018. 4. 24	2020. 4. 24	12. 00	6. 50
18 民生 F1	民生证券	公司债	2018. 1. 25	2020. 1. 25	9. 50	6. 20
18 民生 F2	民生证券	公司债	2018. 1. 25	2021. 1. 25	5. 50	6. 50
19 民生 01	民生证券	公司债	2019. 3. 6	2021. 3. 6	12. 00	5. 20
美元债 16	泛海控股国际 2015 有限公司	境外高级债券	2016. 5. 26	2020. 8. 11	2. 00	9. 625
4 亿美元债券	泛海控股国际 2017 有限公司	境外高级债券	2017. 7. 27	2020. 7. 27	4. 00	7. 75
2. 8 亿美元债	泛海控股国际发展第三有限公司	境外高级债券	2018. 10. 31	2021. 10. 31	2. 15	12. 00
6 亿港元可转换债券	中泛控股有限公司	可转换债券	2018. 12. 27	2021. 12. 26	6. 00	6. 00
15 泛海 MTN001	泛海控股	中期票据	2015. 10. 14	2020. 10. 14	32. 00	6. 90
15 泛控 01	泛海控股	小公募债	2015. 12. 21	2020. 12. 21	15. 00	5. 35
16 泛控 01	泛海控股	小公募债	2016. 3. 7	2021. 3. 7	22. 00	5. 60
16 泛控 02	泛海控股	小公募债	2016. 3. 23	2021. 3. 23	13. 00	5. 29
17 泛海 MTN001	泛海控股	中期票据	2017. 3. 20	2022. 3. 20	14. 00	6. 49
18 泛海 MTN001	泛海控股	中期票据	2018. 8. 29	2023. 8. 29	7. 00	8. 50
18 海控 01	泛海控股	私募债	2018. 9. 10	2021. 9. 10	40. 00	9. 00
18 海控 02	泛海控股	私募债	2018. 9. 13	2021. 9. 13	22. 00	9. 00

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

3. 债务负担

2018 年末, 公司全部有息债务 1216. 44 亿元, 同比增长 3. 83%; 从构成来看, 公司债务结构仍以长期有息债务为主, 短期有息债务占比略有提高。2018 年末, 公司资产负债率 86. 60%, 同比增长了 1. 24 个百分点, 若考虑到预收账款和收入结转因素, 调整后的资产负债率为 83. 69%; 公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 71. 35%和 81. 06%。

截至 2019 年 3 月末, 公司资产负债率为 82. 45%, 较 2018 年末下降 4. 14 个百分点, 全部债务为 877. 22 亿元, 较 2018 年末降低 27. 89%, 主要系公司出售北京项目和上海项目所致。其中, 短期有息债务和长期有息债务占比分别为 39. 36%和 60. 64%, 短期有息债务占比较 2018 年末有所降低; 长期债务资本化比率和全部债

¹⁴ 表中“美元债 16”、“4 亿美元债券”、“2. 8 亿美元债券”本金单位为亿美元; “6 亿港元可转换债券”本金单位为亿港元。

务资本化比率分别为 62.29%和 73.15%，较期初分别下降 9.05 个百分点和 7.91 个百分点。总体来看，跟踪期内，随着出售北京项目和上海项目，公司有息债务总体略有下降但规模仍较大。

表 17：2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末公司有息债务情况

单位：亿元、%

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期有息债务	122.97	476.51	508.55	345.23
长期有息债务	879.80	695.10	707.90	531.99
全部债务合计	1002.77	1171.61	1216.44	877.22
长期债务资本化比率	77.95	71.66	71.35	62.29
全部债务资本化比率	80.11	80.99	81.06	73.15

资料来源：公司提供，东方金诚整理

以公司 2018 年末有息债务为基础，公司大部分债务将于 2019 年至 2021 年到期，其中 2019 年将会出现偿债高峰，存在一定的集中偿还压力。

表 18：截至 2018 年末公司应偿还有息债务情况

单位：亿元

债务到期时间	短期借款	短期应付债券	一年内到期的非流动负债	长期应付款	长期借款	应付债券 ¹⁵	合计
2019 年	144.36	10.15	339.97	-	-	19.80	514.28
2020 年	-	-	-	-	113.24	94.69	207.92
2021 年	-	-	-	-	170.76	131.46	302.22
2022 年	-	-	-	-	25.96	12.73	38.69
2023 年	-	-	-	22.10	82.00	12.94	117.04
2024 年及以后	-	-	-	-	1.08	1.07	2.15
合计	144.36	10.15	339.97	-	393.04	272.69	1182.31

资料来源：公司提供，东方金诚整理

4. 对外担保

截至 2018 年末，公司无对外担保。

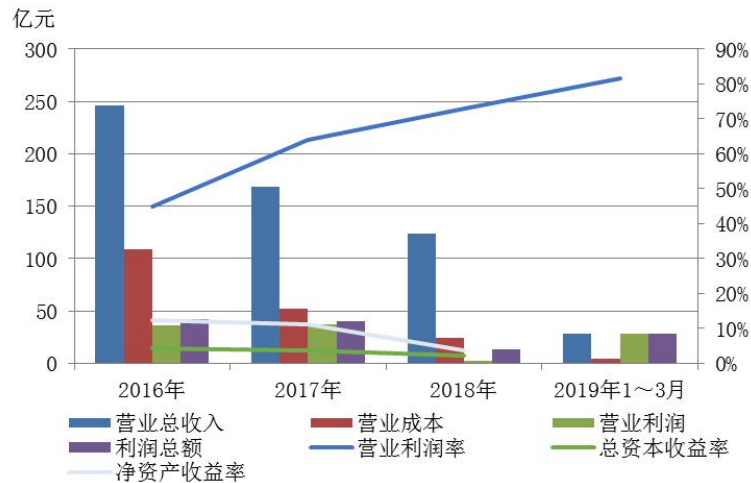
盈利能力

受房地产业务结转规模降低及存货计提跌价准备影响，2018 年，公司营业收入和利润总额显著下降，盈利能力有所降低，2019 年一季度公司盈利能力有所回升，利润主要来自于出售北京项目和上海项目形成的投资收益

2018 年，公司营业收入 124.04 亿元，同比下降 26.50%，主要系公司房地产业务结转规模降低所致；营业利润率 72.95%，同比上升 8.87 个百分点，大幅上涨主要是金融业务收入占比提高所致。

¹⁵ 表中应付债券未包含收益凭证。

图9：2016年~2018年及2019年1~3月公司盈利能力情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018年，公司期间费用64.57亿元，同比降低2.31%；期间费用率52.05%，较2017年末增长了12.89个百分点，主要是管理费用和财务费用规模较高所致。2018年，公司管理费用39.61亿元，保持较高规模；财务费用同比增长1.39%，系公司融资规模较高致使利息支出较高所致。

表19：2016年~2018年公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2016年	2017年	2018年
销售费用	3.42	1.67	1.76
管理费用	37.23	41.54	39.61
财务费用	21.72	22.88	23.20
期间费用合计	62.37	66.09	64.57
期间费用占营业收入比例	25.28	39.16	52.05

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018年，公司资产减值损失16.81亿元，同比提高1878.87%，大幅增加主要为计提的存货跌价损失；同期，公司公允价值变动收益2.89亿元，主要是投资性房地产公允价值增长所致；营业外收入12.64亿元，同比增长311.40%，大幅增加主要系为公司为了增持民生银行股份，收购隆亨资本有限公司，收购对价与所享有净资产比例的差异确认了营业外收入；同期，公司投资收益10.26亿元，主要为持有民生银行股权获得的投资收益及战略投资业务取得的股息分红。

2018年，公司利润总额13.46亿元，同比降低66.74%，净利润10.33亿元，同比降低66.59%，均显著下滑，利润总额主要来自于营业外收入；总资产收益率2.21%，净资产收益率3.63%，同比分别降低1.39个百分点和7.61个百分点。

2019年1~3月，公司营业收入为28.71亿元，营业利润率为81.54%，公司投资收益31.57亿元，投资收益大幅增加主要系出售北京和上海项目所得收益，利润总额为28.40亿元，净利润为22.24亿元。2019年一季度公司盈利能力有所回升，利润主要来自于投资收益。

现金流

跟踪期内，受销售回款及往来款增加影响，公司经营活动净现金流表现为大规模净流入，投资活动流出规模仍然较高，对债务融资依赖程度仍较高

2018年，公司经营性净现金流92.07亿元，表现为净流入，主要是公司加大推盘力度，销售回款大幅增加以及土地一级开发成本返还款增加所致。2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金109.65亿元，同比增长130.64%，主要为销售回款；收到的其他与经营活动有关的现金131.52亿元，同比大幅增长，主要是收到押金、保证金等其他往来款。

同期，公司投资性净现金流-28.01亿元，流出规模有所增长；其中，投资活动现金流入451.77亿元，同比降低25.10%，主要系子公司民生证券和民生信托收回投资所收到的现金及取得投资收益所收到等现金均有所降低所致；投资活动现金流出479.78亿元，同比降低23.62%，主要系公司子公司民生证券和民生信托投资所支付的现金降低所致。

2018年，公司筹资活动净现金流-97.54亿元，表现为净流出，主要是公司加大还款规模所致；其中，取得借款所收到的现金439.63亿元，同比提高9.24%，发行债券收到的现金205.34亿元，同比提高54.10%。

2019年1~3月，公司经营性净现金流为3.72亿元；投资性净现金流为62.36亿元，主要系公司处置北京和上海项目后收到的款项导致投资活动现金流入规模大幅增长；筹资活动净现金流为-49.54亿元，主要系公司加大还款力度。

图10：2016年~2018年及2019年1~3月公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2018年末，公司流动比率和速动比率分别为135.19%和52.11%，均有所降低。2018年，公司经营现金流动负债比8.26%，经营性净现金流对流动负债的保障能力有所提高。

2018年，公司EBITDA为38.13亿元，保持稳定；EBITDA利息倍数0.46倍，有所降低；全部债务/EBITDA为31.90倍，有所上升。

表20：公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2016年	2017年	2018年
流动比率	232.56	151.19	135.19
速动比率	109.05	57.01	52.11
经营现金流动负债比	-28.14	-21.46	8.26
EBITDA 利息倍数	1.06	0.86	0.46
全部债务/EBITDA	15.12	18.54	31.90

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至2019年4月19日，公司本部无不良类贷款，信贷记录良好；对外担保有14.04亿元的保证担保为关注类，全部为对子公司的担保。截至本报告出具日，公司已到期债务均按期还本付息，存续债券均按期偿还利息。

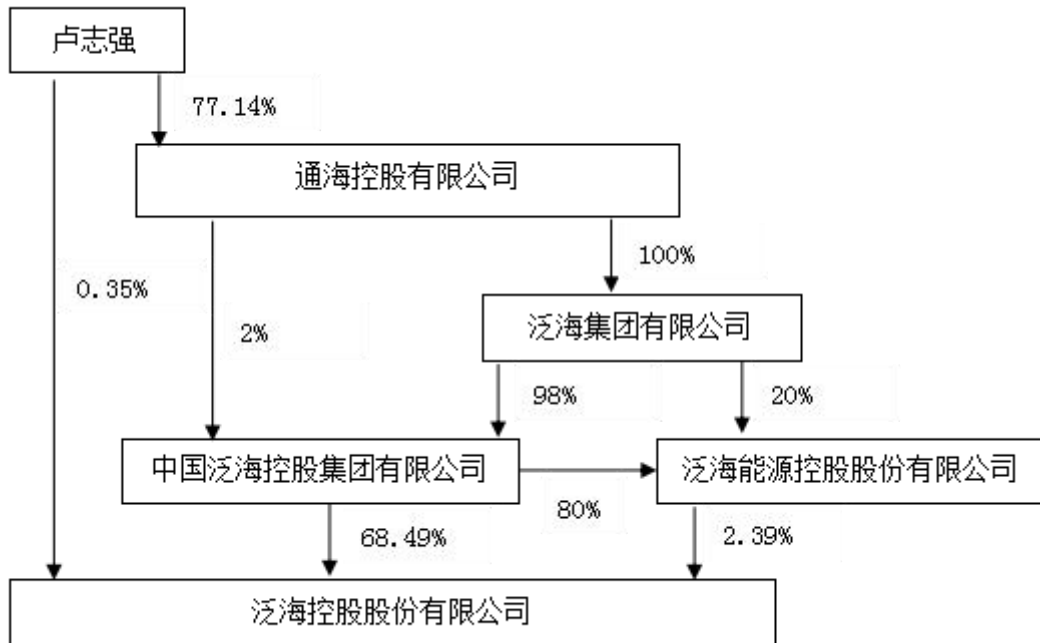
抗风险能力及结论

公司出售北京项目和上海项目后，房地产开发业务项目布局以武汉为主，公司具备多业态开发能力，跟踪期内仍然具有较强的市场竞争实力；2018年，受益于公司加大武汉项目推盘规模，公司房地产开发业务合同销售金额和平均合同销售价格均显著回升；公司在建和拟建房地产项目主要位于武汉，未来可售面积仍然较为充足，地段优势明显且土地成本相对较低，未来销售前景较好；跟踪期内，公司金融业务整体发展较好，对公司收入和毛利润等贡献进一步提升且已成为公司收入和利润的主要来源。

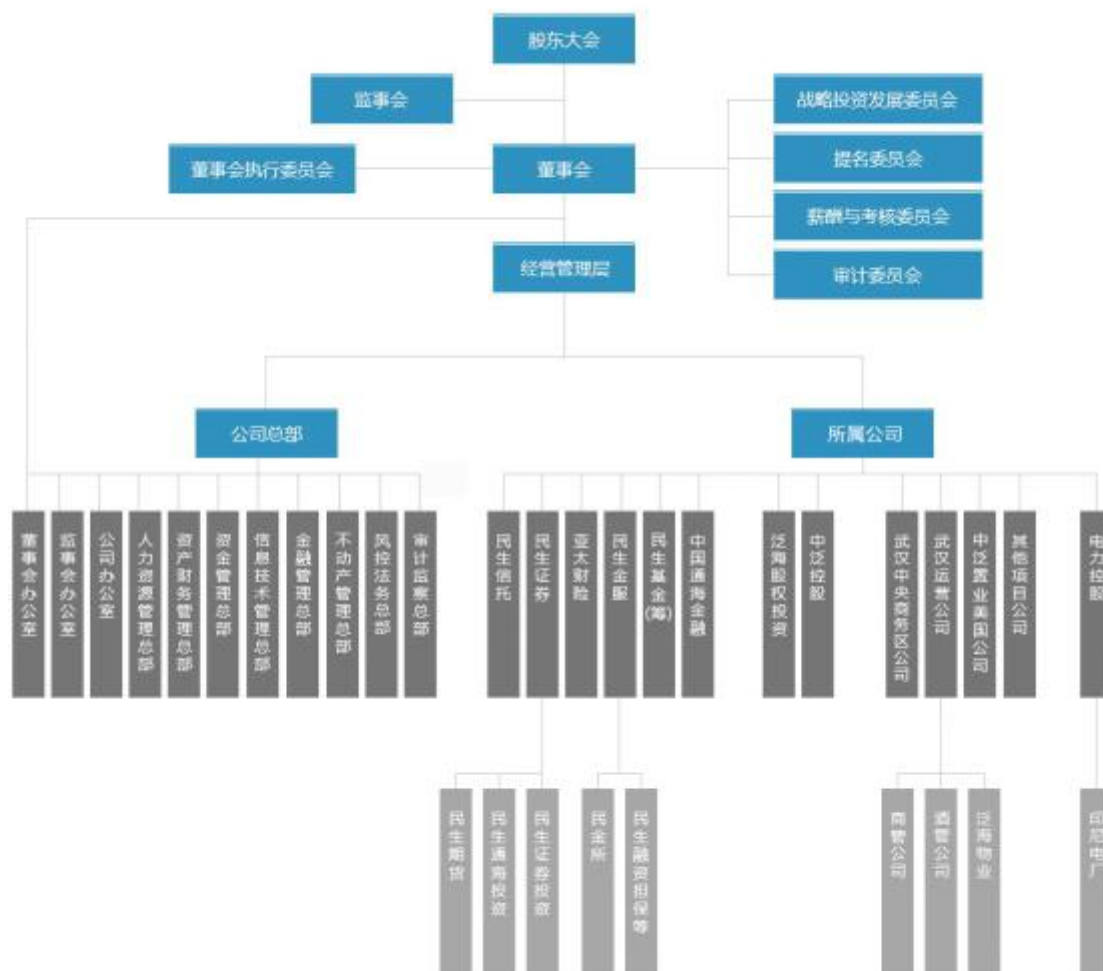
同时，东方金诚也关注到，受房地产业务结转规模降低及存货计提跌价准备影响，2018年公司营业收入和利润总额显著下降；出售北京项目和上海项目后，公司在建项目未来可售面积有所降低；公司在建和拟建项目未来投资规模较大，在当前融资环境下，面临资金压力；受市场成交萎缩、IPO审核趋严等因素影响，2018年民生证券收入和净利润均有所下降；公司资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；跟踪期内，公司有息债务规模仍然较大，债务负担依然较重，大部分债务将集中于2019年至2021年到期，其中2019年将会出现偿债高峰，存在一定集中偿付压力。

综上，东方金诚维持泛海控股主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，并维持“15泛控01”、“16泛控01”和“16泛控02”的信用等级为AA+。

附件一：截至 2019 年 3 月末泛海控股的股权结构图



附件二：截至 2019 年 3 月末泛海控股组织架构图



附件三：截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目情况

单位：万平方米、元/平方米、亿元

项目名称	业态及地理位置	总建筑面积	计划投资额	已投资额	楼面地价	可售面积	已售面积	已售金额	平均销售价格
武汉 CBD 在建项目	地处汉口城区的几何中心，地处内环线 and 二环线之间，交通方便；	118.88	282.03	199.31	2594	55.80	33.57	58.69	17482
其中：泛海城市广场二期		21.98	17.26	14.31	-	9.45	1.70	2.91	17104
世贸中心 B 地块项目	武汉 CBD 项目为大型综合体项目，业态涵盖住宅、写字楼、商务公寓、酒店、商业中心、生活及市政设施等	21.53	30.37	11.88	-	8.81	5.75	8.59	14939
武汉中心		36.66	55.15	41.65	-	9.32	-	-	-
泛海时代中心		38.71	38.35	12.11	-	28.22	26.12	47.19	18067
配套设施建设		-	140.90	119.36	-	-	-	-	-
北京泛海国际居住区二期 (2#、3#)	住宅、商业、办公，处北京东四环东侧	25.78	135.54	119.19	27000	14.03	12.51	129.06	103165
沈阳泛海国际居住区	住宅、商业，处沈阳新城东北部	16.59	8.00	6.81	1030	7.65	0.04	0.03	7275
泛海广场项目	综合，美国洛杉矶	24.93	121.20	93.63	5299	8.01	-	-	-
泛海中心项目	综合，美国旧金山	21.32	195.27	63.04	9346	-	-	-	-
合计	-	207.50	742.04	481.98	6520	85.49	46.12	187.78	40715

附件四：合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	3013321.48	1925994.94	2164039.60	1990866.79
交易性金融资产	1042630.59	1118870.56	1568743.61	4550651.80
应收票据	195.74	548.49	225.00	133.18
应收账款	42728.84	206947.74	128119.48	101425.11
预付款项	43427.09	23073.22	33700.96	39715.03
应收利息	35255.29	59656.98	60650.30	43149.72
应收股利	208.36	492.89	343.58	292.76
其它应收款	232246.20	49719.30	95240.54	322919.61
买入返售金融资产	480887.89	665691.49	503321.09	488565.00
存货	6684482.75	8451406.79	9264280.78	5828999.21
一年内到期的非流动资产	-	53020.57	24888.47	1668.67
其他流动资产	256092.20	155137.71	356340.93	57694.38
结算备付金	286392.32	224131.20	211867.16	300560.73
融出资金	420930.20	577065.30	537326.84	626046.95
存出保证金	21248.73	20438.57	19495.53	29043.46
衍生金融资产	79.51	7601.18	38574.12	29522.75
应收保费	6445.59	9588.84	45043.70	70893.74
应收分保账款	2701.68	2813.76	7490.80	8883.62
应收分保合同准备金	16834.69	14999.65	15857.03	16917.29
流动资产合计	12586109.15	13567199.17	15075549.51	14507949.80
非流动资产：				
发放贷款及垫款	-	38312.57	3279.62	-
可供出售金融资产	1838351.13	2238906.58	2456531.87	-
持有至到期投资	17000.00	25889.27	41345.00	-
长期应收款	-	3294.65	1630.86	1216.86
长期股权投资	416420.34	562911.08	1014422.26	1139061.90
投资性房地产	905730.85	1063737.53	1279933.08	1104287.85
固定资产	88523.54	102559.93	94315.95	90882.97
在建工程	173113.89	246768.75	275822.91	270169.34
无形资产	8600.14	10456.86	10491.16	10346.26
商誉	241778.07	304774.42	294860.66	292182.74
长期待摊费用	5906.26	10136.48	9503.22	7858.42
递延所得税资产	210039.77	235671.27	293852.68	269139.05
其他非流动资产	196365.85	113480.00	133283.21	131960.27
应收款项投资	55000.00	173000.00	144000.00	-
存出资本保证金	40660.97	80407.70	80844.83	80809.29
债权投资	-	-	-	381805.03
其他债权投资	-	-	-	9813.73

其他权益工具投资	-	-	-	56791.34
非流动资产合计	4197490.79	5210307.10	6134117.31	3846325.05
资产总计	16783599.94	18777506.27	21209666.82	18354274.85

附件四：合并资产负债表 (续表)

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	541461.61	904965.01	1443634.51	1521921.89
拆入资金	180000.00	121394.29	734275.68	943729.77
交易性金融负债	2025.67	1277.95	140634.33	164089.85
应付短期融资款	156486.30	154406.50	260015.30	134695.17
衍生金融负债	-	3735.64	6771.50	19152.01
应付账款	825218.01	810601.05	791219.47	618168.28
预收款项	372592.33	119023.89	741039.90	883196.31
卖出回购金融资产款	707926.17	1030841.58	628571.85	857713.49
应付职工薪酬	116087.30	143303.01	122575.13	113733.81
应交税费	309306.46	359831.49	369640.70	302512.78
应付利息	127965.43	148787.04	150720.15	94139.49
应付股利	40.99	40.99	40.99	40.99
其他应付款	173246.78	222127.59	1252274.60	874990.61
代理买卖证券款	943641.46	820821.31	712429.78	1049733.94
一年内到期的非流动 负债	686216.32	3345435.87	3399703.02	1547812.31
预收保费	10219.37	10792.69	12832.08	12846.20
应付手续费及佣金	5713.39	6229.33	7852.30	8187.01
应付分保账款	4285.20	7231.91	8526.90	10092.82
保险合同准备金	231239.59	243370.47	257697.32	294107.15
应付赔付款	2562.28	1521.10	3827.12	3160.86
其他流动负债	15846.86	517634.14	107378.43	227065.71
流动负债合计	5412081.52	8973372.85	11151661.06	9681090.45
非流动负债：				
长期借款	5790268.56	3938890.58	3930414.44	2233883.54
应付债券	3007695.89	3012121.13	2927514.65	2842117.49
长期应付款	-	-	221041.12	243879.88
递延所得税负债	84161.76	103533.51	131873.63	128719.88
预计负债	-	-	4161.92	4161.92
非流动负债合计	8882126.21	7054545.22	7215005.75	5452762.71
负债合计	14294207.72	16027918.07	18366666.81	15133853.16
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	519620.07	519620.07	519620.07	519620.07
资本公积	555209.02	522732.92	575731.99	633664.59
其他综合收益	42302.19	38056.51	-25272.28	26584.06
盈余公积	82785.44	102662.09	108741.65	109337.05
一般风险准备	64213.99	78640.30	89937.29	87025.06

未分配利润	568349.81	745235.70	743000.07	889097.11
归属母公司所有者权益合计	1832480.51	2006947.59	2011758.79	2265327.94
少数股东权益	656911.71	742640.61	831241.23	955093.75
股东权益合计	2489392.22	2749588.20	2843000.01	3220421.69
负债与股东权益合计	16783599.94	18777506.27	21209666.82	18354274.85

附件五：合并利润表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年 1~3月 (未经审计)
一、营业总收入	2467053.48	1687633.90	1240407.59	287122.77
其中：营业收入	1862156.78	838479.66	500730.38	69652.31
减：营业成本	1089448.41	518736.06	248210.52	43180.08
手续费及佣金支出	39940.96	52263.49	73695.71	17949.03
减：摊回分保费用	4074.10	5057.83	4912.15	1447.08
税金及附加	270759.90	87379.18	87311.99	9829.14
保险合同赔付支出净额	137970.56	151955.42	180468.26	42242.86
提取保险合同准备金净额	18593.99	7011.08	-22242.73	7969.45
分保费用支出净额	681.59	863.61	1542.35	657.48
销售费用	34177.77	16684.76	17568.10	3454.91
管理费用	372309.78	415405.55	396100.00	123140.19
财务费用	217163.91	228831.75	232011.05	64999.73
资产减值损失	8293.92	8494.01	168085.57	12387.28
加：公允价值变动收益	85289.93	46540.92	28883.45	4664.16
投资收益	-6447.23	123703.72	102600.53	315682.82
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-80.34	61152.95	-	-
汇兑损益	-	-75.36	24034.59	-35.37
其他收益	-	576.35	2749.41	1350.08
二、营业利润	360629.51	375812.47	20836.89	284421.40
加：营业外收入	66082.19	30713.03	126352.12	202.16
减：营业外支出	949.35	1642.16	12541.47	613.39
其中：非流动资产处置损失	102.24	-	-	-
三、利润总额	425762.35	404883.34	134647.54	284010.17
减：所得税	120065.48	95623.55	31337.77	61602.36
四、净利润	305696.87	309259.78	103309.76	222407.81
归属于母公司所有者的净利润	310910.49	289131.87	93083.93	208479.37
少数股东损益	-5213.61	20127.92	10225.83	13928.43

附件六：合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年 1~3月 (未经审计)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	1884310.20	475442.23	1096540.82	385540.13
处置交易性金融资产净增加额	-595378.80	-34800.12	-299141.29	-289833.83
回购业务资金净增加额	56823.13	113659.37	-251398.48	246820.09
代理买卖证券收到的现金净额	-	-	-	339548.47
收取利息、手续费及佣金的现金	368122.94	440930.76	412926.70	77246.01
收到税费返还	291.64	-	-	22179.82
收到原保险合同保费取得的现金	303935.26	329652.24	361519.32	111215.63
收到再保险业务现金净额	-	-	-	-
拆入资金净增加额	-219.89	-95778.82	484613.50	201179.65
融出资金净减少额	66595.25	23964.69	76865.65	-
收到的其他与经营活动有关的现金	84351.23	193412.23	1315192.23	399403.39
经营活动现金流入小计	2168830.96	1446482.59	3197118.47	1493299.36
购买商品、接受劳务支付的现金	2130049.34	1711634.79	612946.83	142197.81
支付利息、手续费及佣金的现金	59574.86	102266.39	126235.81	34730.67
支付给职工以及为职工支付的现金	280498.22	302558.02	325708.92	102577.51
支付的各项税费	384384.47	262128.61	300582.94	73517.02
代理买卖证券支付的现金净额	247374.36	385772.97	106993.1293	-
支付原保险合同赔付款项的现金	140995.80	150484.67	169988.2039	37952.25143
支付再保险业务现金净额	1439.67	779.68	124.761773	929.497632
支付的其他与经营活动有关的现金	484730.70	282817.62	554498.6539	926287.7407
融出资金净增加额	-	122489.32	-	66423.03464
客户贷款及垫款净增加额	-39000.00	48700.00	76724.86	70888.50
支付保险保障基金	1697.60	2649.26	2659.560788	624.3
经营活动现金流出小计	3691745.02	3372281.32	2276463.67	1527016.84
经营活动产生的现金流量净额	-1522914.05	-1925798.74	920654.80	-33717.48
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	4439732.42	5665962.09	4388905.60	562988.24
取得投资收益所收到的现金	84259.40	212309.86	104071.13	14343.79
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	50.57	54.65	14193.21	5.53
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	25698.41	-	9332.81	659756.09
收到的其他与投资活动有关的现金	-	153586.97	1211.65	66959.86
投资活动现金流入小计	4549740.81	6031913.56	4517714.40	1304053.50

购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	103264.54	101786.94	33212.71	3743.89
投资所支付的现金	6067926.92	6175933.79	4674453.51	621941.83
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	6899.36	-	90169.68	-
买入返售业务业务资金净增加额	-	-1080.19	-	-
支付的其他与投资有关的现金	2000.00	4803.15	-	54784.57
投资活动现金流出小计	6180090.82	6281443.69	4797835.90	680470.29
投资活动产生的现金流量净额	-1630350.01	-249530.13	-280121.50	623583.21
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	716925.98	121467.53	144780.00	177220.00
取得借款所收到的现金	5176822.22	4024434.00	4396277.09	589264.25
发行债券收到的现金	1436075.83	1332516.79	2053360.97	203970.92
收到的其他与筹资活动有关的现金	499192.18	669985.25	914626.42	115450.00
筹资活动现金流入小计	7829016.22	6148403.56	7509044.48	1085905.17
偿还债务所支付的现金	3520253.48	3575236.03	6190954.37	1085714.41
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	682742.85	805921.36	949056.24	199745.52
支付其他与筹资活动有关的现金	605408.19	988198.77	1344414.10	295884.17
筹资活动现金流出小计	4808404.52	5369356.15	8484424.71	1581344.10
筹资活动产生的现金流量净额	3020611.69	779047.41	-975380.23	-495438.92
四、汇率变动对现金的影响额	10749.63	-9767.04	2107.28	-3646.41
五、现金和现金等价物净增加额	-121902.74	-1406048.50	-332739.65	90780.40

附件七：主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月 (未经审计)
盈利能力				
营业利润率 (%)	44.87	64.08	72.95	81.54
总资本收益率 (%)	4.24	3.60	2.21	-
净资产收益率 (%)	12.28	11.25	3.63	-
偿债能力				
资产负债率 (%)	85.17	85.36	86.60	82.45
长期债务资本化比率 (%)	77.95	71.66	71.35	62.29
全部债务资本化比率 (%)	80.11	80.99	81.06	73.15
流动比率 (%)	232.56	151.19	135.19	149.86
速动比率 (%)	109.05	57.01	52.11	89.65
经营现金流动负债比 (%)	-28.14	-21.46	8.26	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.06	0.86	0.46	-
全部债务/EBITDA (倍)	15.12	18.54	31.90	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.31	-0.19	0.05	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-14.03	-10.27	2.81	-
经营效率				
销售债权周转次数 (次)	30.51	13.48	7.39	-
存货周转次数 (次)	0.18	0.07	0.03	-
总资产周转次数 (次)	0.17	0.09	0.06	-
现金收入比 (%)	76.38	28.17	88.40	134.28
增长指标				
资产总额年平均增长率 (%)	-	23.87	12.42	-
净资产年平均增长率 (%)	-	23.39	6.87	-
营业收入年平均增长率 (%)	-	10.78	-29.09	-
利润总额年平均增长率 (%)	-	5.67	-43.76	-

附件八：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本})/\text{营业收入}\times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{营业税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务})\times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务}/(\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务}/(\text{长期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA}/\text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务}/\text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的全部债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入}/(\text{平均应收账款净额}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入}/\text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2年数据: $\text{增长率}=(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$
营业收入年平均增长率	(2) n年数据: $\text{增长率}=\left[\frac{\text{本期}}{\text{前n年}}\right]^{1/(n-1)}-1\times 100\%$
利润总额年平均增长率	

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件九：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。