



Research and
Development Center

扬帆展翅，志在高远

—— 泛海控股（000046.sz）深度报告

2016 年 9 月 20 日

崔娟 房地产行业分析师

吴松贝 研究助理

证券研究报告

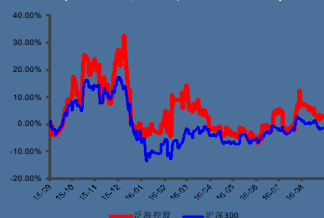
公司研究——首次覆盖

泛海控股 (000046.sz)



首次评级

泛海控股相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2016.9.19)

收盘价 (元)	10.46
52 周内股价波动区间 (元)	9.03-13.29
最近一月涨跌幅 (%)	-8.33
总股本 (亿股)	51.96
流通 A 股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	544

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

崔娟 房地产行业分析师

执业编号：S1500512050002

联系电话：+86 10 83326867

邮箱：cuijuan1@cindasc.com

吴松贝 研究助理

联系电话：+86 10 83326952

邮箱：wusongbei@cindasc.com

扬帆展翅，志在高远

泛海控股 (000046.sz) 首次覆盖

2016 年 9 月 20 日

本期内容提要：

- ◆ **公司房地产业务进入业绩释放期。**公司目前所开发项目多为早年获得，土地成本较低。在售的武汉、北京项目将支持公司 2016 年结算业绩大幅增长。随着拆迁工作的推进，北京、上海项目将在未来两年贡献销售业绩。公司房地产业务将在未来三年内进入业绩释放期。
- ◆ **房地产转型金融的标杆企业，金控平台雏形已现。**公司转型金控平台得到大股东的鼎力支持，目前已经拥有证券、保险、信托、期货等业务牌照，基本形成了以控股子公司民生证券、民生信托、亚太财险为核心的金融布局和业态分布。互联网金融平台“民金所”、互联网保险、基金等方向的业务也在积极筹备。公司金控平台雏形已现。
- ◆ **“双平台”布局战略投资板块，海外投资凸显长远眼光。**公司已形成“境内以股权公司为核心平台，境外以中泛控股为核心平台”的“双平台”布局，已拥有中国民生投资股份有限公司、万达影视、北汽新能源等多项优质企业股权。中泛控股作为境外投融资核心平台作用已逐步显现，已成功开展了对汇源果汁 (1886.HK) 和广发证券 (1776.HK) 等多笔投资。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们对公司的地产、金融和战略投资三项业务采用分部估值方法，计算出每股价值约 14.36 元至 16.52 元。我们预计公司 2016 年至 2018 年 EPS 分别为 0.59 元、0.75 元、0.94 元，对应 2016 年 9 月 19 日收盘价 10.46 元，PE 分别为 18 倍、14 倍、11 倍。首次覆盖给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**武汉项目向上调价；北京、上海项目拆迁顺利进行；一线城市房价继续上涨。
- ◆ **风险因素：**结算项目集中，单一项目对业绩影响较大；海外项目经营存在不确定性；证券业务经营波动性增加；各项金融业务整合进度不及预期；新一轮增发无法成功完成。

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	7,615.85	12,670.58	16,125.36	21,209.25	27,650.65
增长率 YoY %	2.06%	66.37%	27.27%	31.53%	30.37%
归属母公司净利润 (百万元)	1,558.69	2,196.59	3,051.74	3,873.14	4,878.68
增长率 YoY %	24.13%	29.61%	51.06%	26.92%	25.96%
毛利率 %	56.53%	48.16%	58.73%	56.75%	54.73%
净资产收益率 ROE %	16.81%	19.64%	23.47%	23.68%	23.71%
每股收益 EPS (元)	0.34	0.39	0.59	0.75	0.94
市盈率 P/E (倍)	30.58	26.90	17.81	14.03	11.14
市净率 P/B (倍)	5.14	5.28	4.18	3.32	2.64

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2016 年 9 月 19 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
主要内容	1
投资逻辑	1
股价催化剂	1
盈利预测与投资评级	1
泛海控股：地产转型金融的标杆	4
泛海控股：地产公司向金控平台的蜕变	4
地产业务进入业绩全面爆发期	5
公司产融结合金控平台的发展战略	8
战略投资和海外投资双双发力	11
公司财务分析	11
房地产行业发展趋势研判	14
房地产需求增速面临拐点	14
房地产企业盈利能力逐步下滑	19
房企跨界寻求新的增长点	22
泛海控股战略转型的竞争优势	23
盈利预测、估值与投资评级	25
盈利预测及假设	25
估值与投资评级	25
风险因素	28

表 目 录

表 1：泛海控股盈利能力情况	12
表 2：泛海控股偿债能力分析	14
表 3：主要国家人均国民收入一致时城镇化率比较	18
表 4：主要国家第三产业占 GDP 比重一致时城镇化率比较	19
表 5：平均楼面购置价格占商品房均价比重快速增长	20
表 6：商品房销售额和平均楼面购置价格增速比较	21
表 7：泛海控股房地产业务在建项目估值	26
表 8：泛海控股金融业务部分估值 1	27
表 9：泛海控股金融业务部分估值 2	27
表 10：泛海控股战略投资业务估值	27
表 11：泛海控股分部估值	28

图 目 录

图 1：泛海控股业务框架	4
图 2：泛海控股股权控制关系	4
图 3：泛海控股 2015 年各项业务收入占比	5
图 4：泛海控股历年房地产业务营业收入及同比增速（单位：亿元）	5
图 5：武汉 CBD 项目位置	6
图 6：武汉项目周边环境	6
图 7：上海项目位置	7
图 8：北京项目位置	7
图 9：泛海控股房地产业务收入及占总收入比重	8
图 10：泛海控股金融证券业务及占总收入比重	8
图 11：民生证券总资产、净资产、及净资产同比增速	9
图 12：民生证券营业收入、净利润、及净利润同比增速	9
图 13：亚太财险保费净收入及同比增速	10
图 14：亚太财险偿付能力充足率	10
图 15：净资产收益率对比	12
图 16：总资产收益率对比	12
图 17：销售利润率对比	13
图 18：泛海控股资产负债率与 A 股地产板块的比较	13
图 19：我国出生率持续下滑	15
图 20：主要国家 2014 年出生率对比	15
图 21：我国预期寿命大幅提升	15
图 22：联合国对我国预期寿命的预测	15
图 23：我国人口年龄分布	16
图 24：我国 65 岁以上人口抚养比加速上涨	16
图 25：联合国对我国人口年龄分布预测	16
图 26：联合国 60 岁以上人口抚养比预测	16
图 27：日本 65 岁以上人口抚养比快速上升	17
图 28：日本人均国民收入及同比增速	17
图 29：日本城市土地价格指数	17
图 30：理论上我国依然处于城镇化快速发展阶段	18
图 31：2013 年主要国家城镇化率	18
图 32：主要城市二手住宅租金回报率	19
图 33：2013 年主要国家租金回报率	19
图 34：购置土地面积和商品房销售面积	20
图 35：40 个主要城市供应土地占地面积及同比增速	20
图 36：房地产板块毛利率连续下滑	21
图 37：房地产板块毛利快速增长期已经过去	21
图 38：万科销售毛利率连续四年持续下滑	22
图 39：万科销售净利率连续四年持续下滑	22

投资聚焦

主要内容

公司是中国泛海集团核心上市公司，经过历次资产重组，2007 年实现了控股股东中国泛海房地产业务的整体上市。受制于拆迁进度的影响，之前公司地产业务经营平淡。近年来，随着公司房地产项目开发进程加快以及成功转型大金控平台，公司业绩增速将有显著改观。

投资逻辑

◆ **公司房地产业务进入业绩释放期。**公司目前所开发项目多为早年获得，土地成本较低。在售的武汉、北京项目将支持公司 2016 年结算业绩大幅增长。随着拆迁工作的推进，北京、上海项目将在未来两年贡献销售业绩。公司房地产业务将在未来三年内进入业绩释放期。

◆ **房地产转型金融的标杆企业，金控平台雏形已现。**公司转型金控平台得到大股东的鼎力支持，目前已经拥有证券、保险、信托、期货等业务牌照，基本形成了以控股子公司民生证券、民生信托、亚太财险为核心的金融布局和业态分布。互联网金融平台“民金所”、互联网保险、基金等方向的业务也在积极筹备。公司金控平台雏形已现。

◆ **“双平台”布局战略投资板块，海外投资凸显长远眼光。**公司已形成“境内以股权公司为核心平台，境外以中泛控股为核心平台”的“双平台”布局，已拥有中国民生投资股份有限公司、万达影视、北汽新能源等多项优质企业股权。中泛控股作为境外投融资核心平台作用已逐步显现，已成功开展了对汇源果汁（1886.HK）和广发证券（1776.HK）等多笔投资。

股价催化剂

武汉项目向上调价；北京、上海项目拆迁顺利进行；一线城市房价继续上涨。

盈利预测与投资评级

我们采取分部估值方法，对公司地产、金融和战投三大业务进行估值，加总得到权益市值。其中，地产业务采用 RNAV 方法，金融业务采用 PB 方法，战略投资业务按照投资额计算，得到企业股权价值约 746.39 亿元至 858.48 亿元。按照公司最新股本 51.96 亿股计算，每股价值约 14.36 元至 16.52 元。

我们预计公司 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.59 元、0.75 元、0.94 元，对应 2016 年 9 月 19 日收盘价 10.46 元，PE 分别为 18 倍、14 倍、11 倍。由于公司地产业务进入业绩释放期，将有利支撑公司未来三年业绩增长。随着大金控平台构建日益完善，各业务之间协同效应显现，将共同支持公司长期快速发展。首次覆盖给予公司“增持”评级。

泛海控股房地产业务在建项目估值

项目名称	权益	占地面积（万平方米）	规划建筑面积(万平方米)	未结算面积（万平米）	权益净值（亿元）
武汉中央商务区	100%	191.31	812.34	200.00	109.35
北京泛海 2#3#	100%	17.52	25.78	14.60	25.03
北京泛海 4#	100%	5.54	22.85	9.57	19.13
上海董家渡 10#	100%	4.39	22.89	22.89	57.39
沈阳泛海居住区	100%	21.94	13.73	10.49	0.82
合计		240.70	897.59	257.55	211.71

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

泛海控股金融业务部分估值 1

单位：亿元	净资产	1.4 倍 PB 估值	2 倍 PB 估值	权益占比	泛海股权估值下限	泛海股权估值上限
民生证券	109.2	152.88	218.4	87.645%	133.99	191.42
亚太财险	9.94	13.916	19.88	51%	7.10	10.14
民生信托	92.11	128.954	184.22	93.42%	120.47	172.10
合计					261.56	373.65

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

泛海控股金融业务部分估值 2

单位：亿元	出资额	权益份额	持有价值
民金所	10	100.00%	10
民生融资担保有限公司	20	100.00%	20
民生基金管理有限公司	1	100.00%	1
泛海不动产投资管理有限公司	10	100.00%	10
亚太互联网人寿保险	10	20.00%	2
亚太再保险	100	20.00%	20
合计			63.00

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

泛海控股战略投资业务估值

单位：亿元人民币	注册资本（除中泛控股）	权益份额	持有价值
中泛控股[0715.HK]	114.01	71.44%	81.45
中国民生投资股份公司	500	2%	10
万达影视	173.44	6.61%	10.58
青岛万达影视	189.99	7.59%	14.42
其他			8.67
合计			125.12

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

泛海控股分部估值

业务板块	地产（亿元）	金融（亿元）	战略投资（亿元）	合计（亿元）	总股数（亿股）	每股价值（元/股）
股权估值下限	296.71	324.56	125.12	746.39	51.96	14.36
股权估值上限	296.71	436.65	125.12	858.48	51.96	16.52

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

泛海控股：地产转型金融的标杆

泛海控股：地产公司向金控平台的蜕变

泛海控股前身为成立于 1989 年的深圳南油物业发展股份有限公司。1994 年，深南物 A 在深交所挂牌上市，股票代码 000046。中国泛海控股集团成立于 1985 年，主营房地产开发与物业管理，集团创始人、法定代表人、党委书记、董事长为卢志强先生。1998 年，中国泛海成为公司控股股东，公司成为中国泛海房地产业的上市平台。初创年代，中国泛海更偏重于商业地产的开发，所开发的项目包括潍坊科技大厦、青岛泛海名人广场等均是单一功能项目。2002 年，公司投资开发武汉 CBD 项目，在中国首创大体量中央商务区开发的商业模式，将公司战略转向综合功能区项目的开发上。2003 年，公司投资开发北京 CBD 大型高档社区“泛海国际居住区”，坚定在一二线核心城市发展地产项目的经营理念。2007 年，经过历次资产重组，实现了控股股东中国泛海房地产业务的整体上市。

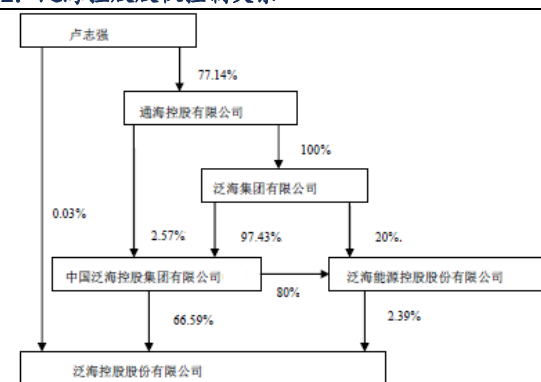
三十余年来，泛海控股的发展就如同中国房地产行业的缩影：从草莽走向黄金年代，又迎来了众人口中的白银时代。2014 年，泛海控股根据宏观经济、行业和市场的新变化，结合大股东资源优势，对公司发展方向进行了重新规划。公司选择在继续发挥房地产业传统优势的基础上，着力发展具有较大潜力的金融和战略投资业务，将“以金融为主体、以产业为基础、以互联网为平台的产融一体化的国际化企业集团”作为公司的战略目标。

图 1：泛海控股业务框架



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：泛海控股股权控制关系



资料来源：公司 2015 年报，信达证券研发中心

通过一系列产业经营和资本运作，公司已将业务发展到证券、保险、期货等传统金融业务领域；公司还通过搭建“民金所”平台涉足互联网金融领域；在战略投资方面，公司与其海外上市平台中泛控股一道，形成了中外投资双平台格局。已成功入股中信泰富、中民投、万达影视、北汽新能源等企业。在传统房地产业务方面，目前各项目已进入销售集中爆发期，支持公司转型期业绩。同时公司还积极践行“国际化”战略，将地产作为探索海外排头兵，目前已在美国五座城市拥有多个优质项目。

截至 2016 年 6 月底，泛海控股总资产为人民币 1389.83 亿元，净资产为人民币 157.36 亿元，总股本为 51.96 亿股。目前中国泛海持有公司股份 66.59%，是公司的控股股东。卢志强是公司的实际控制人。

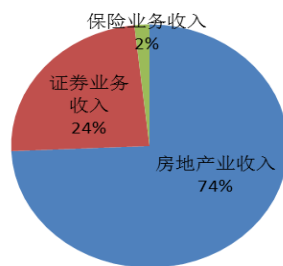
地产业务进入业绩全面爆发期

1. 地产依旧是第一主营业务，业绩全面释放

自 2014 年提出建立产融结合金控平台公司的战略目标之后，泛海控股在大股东的支持下，金融业务发展迅速。但是从营业收入来看，房地产业务依旧是公司第一主营业务。根据 2015 年年报，公司房地产业务营业收入 94.18 亿元，约占总收入的 74.33%；证券业营业收入 30.29 亿元，约占总收入的 23.9%；保险业营业收入 2.23 亿元，约占总收入的 1.76%。2016 年上半年，由于房地产销售进入爆发期，股票市场低迷，房地产业务营业收入占比进一步上升。

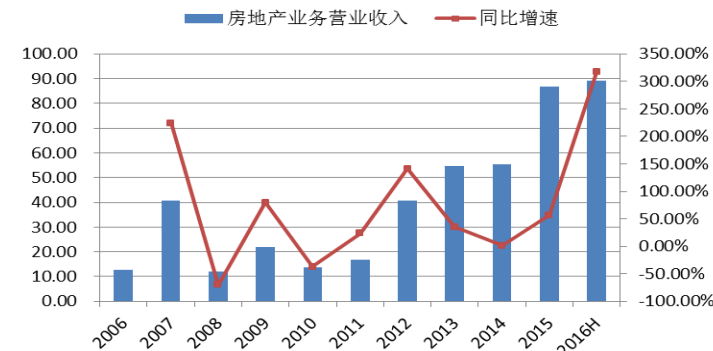
图 3：泛海控股 2015 年各项业务收入占比

各项业务收入占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：泛海控股历年房地产业务营业收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

房地产业务是公司最重要的业务部门，是支持公司战略转型的基础。未来很长一段时期，房地产业务仍将在公司业务构成中占据重要地位。根据公司实现产融一体化转型的战略目标，公司房地产业务现阶段的目标是“加速项目价值释放”，在转型期支持公司业绩。房地产业务也是公司未来产业格局的重要一环。在海外业务方面，房地产业务是公司实现国际化发展的排头兵。目前，公司海外房地产业务已经发展到美国五个核心城市的中心地段。

2016 年上半年，公司房地产业务实现结算收入 89.03 亿元，同比增长 391.54%。全年计划开发建设近 500 万平方米，可售货源充足。其中计划竣工 126.41 万平方米，足以支持全年结算收入。截止 2016 年 6 月末，公司预收款项 78.88 亿元，相比 2015 年末增长 46.43%。公司业绩确定性较好。

2. 地产销售大幅增长，创新销售模式表现优异

公司目前正在开发的项目大多是早年取得的，土地成本很低，为推动土地“资源优势向价值优势”转变，公司着重加强了开发力度。在大体量综合功能区开发上公司具有充足的项目经验，加上低成本的土地储备，公司未来几年房地产业务进入全面爆发期。公司希望通过房地产项目价值加速释放，为公司转型发展提供关键支撑。

2015 年，房地产市场销售回暖，二次置业改善型需求增加。公司抓住市场需求的转变，改变传统销售思路，去库存速度加快。公司根据实际情况，灵活掌握，对销售模式进行创新。例如在考虑到武汉 CBD 项目体量大、业态丰富的特点，公司对该项目销售采取整售策略。这个销售策略取得巨大成功，平安银行、邮储银行、金澳科技等多家机构均通过此方式先后入驻武汉中央商务区，武汉中央商务区区域投资环境也得以进一步改善。全年实现项目整售金额 31.9 亿元，带动武汉中央商务区全年实现销售总收入 66 亿元。

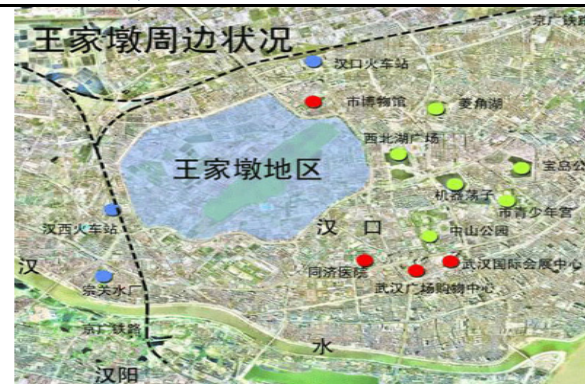
2015 年全年，公司房地产项目累计实现签约销售金额约 150.84 亿元，同比增长约 54.19%。2016 年上半年，公司实现签约销售金额 95.12 亿元，同比增长 67.58%，其中北京项目实现销售 43.22 亿元，同比增长 88.69%，武汉项目进一步实现销售 48.97 亿元，同比增长 64.05%。

图 5：武汉 CBD 项目位置



资料来源：公司网站，信达证券研发中心

图 6：武汉项目周边环境



资料来源：公司网站，信达证券研发中心

3. 地产项目和土地储备情况

公司在北京、上海、武汉等多个城市核心区拥有大量土地储备，因为多是早年取得，土地成本比较低，项目体量大规模优势明显。截至 2015 年底，公司未开发土地总建筑面积合计超过 450 万平方米，其中主要包括：武汉中央商务区项目约 360 万平方米；北京泛海国际居住区二期项目约 66 万平方米；美国旧金山泛海中心项目（即美国 First & Mission 项目）约 22 万平

方米；美国夏威夷酒店项目约 9 万平方米；沈阳泛海国际居住区项目约 4 万平方米。随着新一轮房价上涨，北京、上海项目的销售均价可达 10 万元左右。受此影响，公司 2015 年房地产业务结算毛利率将近 50%。

2016 年公司计划开发建设面积 499.02 万平方米，其中：新开工面积 145.76 万平方米，续建面积 226.85 万平方米，竣工面积 126.41 万平方米。

就具体项目而言，武汉项目在公司地产版图中占有举足轻重的地位，为公司近年业绩提供了稳定的销售回款支持。武汉项目位于武汉 CBD，规划建筑面积达 812 万平方米，建筑业态含写字楼、酒店、公寓、住宅等类型。目前，项目已进入大规模开发阶段，且随着开发节奏项目已逐步推向市场并取得不错的销售成绩。2015 年武汉项目实现销售额 66 亿元，2016 年上半年贡献销售 49 亿元。

北京项目、上海项目是公司未来业绩重要支撑点，过去长期受制于复杂的拆迁工程，开发进度慢土地价值无法有效释放。随着拆迁工程的不断推进和在建部分工程按进度施工，北京项目、上海项目未来一两年将逐步进入业绩释放期。上海董家渡 10 号地块已于 2015 年拆迁完成，这个项目占地面积 4.4 万平方米，规划建筑面积约 23 万平方米，销售均价约 10 万元。董家渡 12 号地块、14 号地块按计划于 2016 年上半年完成了第一轮拆迁征询工作，同意率高达 98.35%，符合公司预期，第二轮征询工作已于 2016 年 7 月底启动。

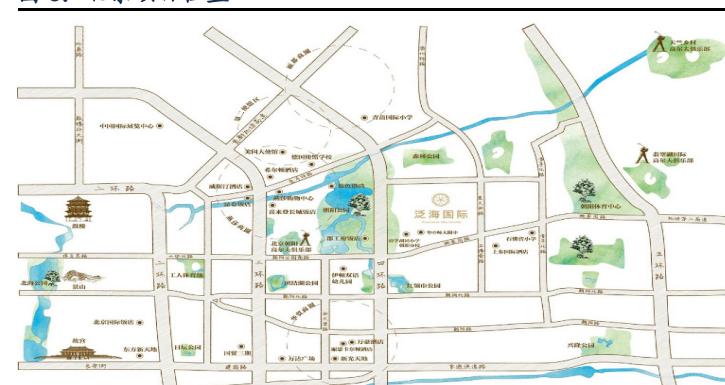
北京泛海国际社区项目规划建筑面积 260 万平方米，这个项目在 2014 年 10 月份入市销售，2015 年实现销售额 49 亿元，2016 年上半年贡献销售 43 亿元。目前泛海国际居住区二期整体拆迁工作也在按计划继续推进中。为了适当控制土地储备成本和规模，保证经营稳定性，公司已经在考虑包括收购兼并和与政府合作等多种方式增加土地储备。

图 7：上海项目位置



资料来源：公司网站，信达证券研发中心

图 8：北京项目位置



资料来源：公司网站，信达证券研发中心

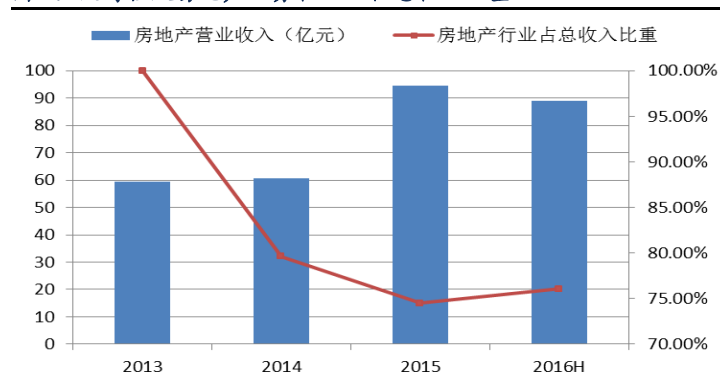
公司产融结合金控平台的发展战略

1. 战略转型，地产+金融+战略投资多业并举

2014 年，公司董事会提出要在继续发挥房地产业务优势的基础上，融合具有较大发展潜力的金融、战略投资等业务板块，将泛海由房地产上市公司，打造成为房地产+金融+战略投资的综合性业务上市公司。公司希望可以发挥各产业间的协同效应，通过转型发展增加新的经营业务及利润增长点，维持公司均衡、可持续发展。

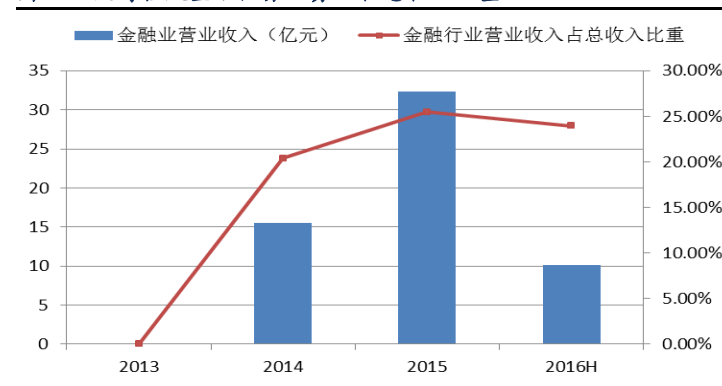
2015 年，公司董事会进一步提出打造“以金融为主体、以产业为基础、以互联网为平台的产融一体化的国际化企业集团”的战略发展目标。将金融放在主体产业位置，并通过产业经营、资产并购等多种手段，借助大股东资源，加速打造全牌照金融控股平台，不断做大做强金融业务。目前公司已涉足证券、信托、期货、保险、互联网金融、担保、基金、资产管理等多个领域。在美国、香港设立的境外金融平台也日益发挥更大作用，公司以“金融全牌照”为目标，横跨境内外两个市场的金融产业布局已日益完善。

图 9：泛海控股房地产业务收入及占总收入比重



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 10：泛海控股金融证券业务及占总收入比重



资料来源：wind，信达证券研发中心

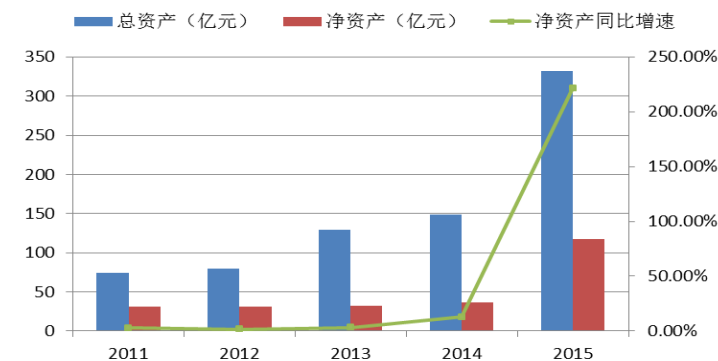
2. 证券业务

2014 年，公司收购了大股东旗下优质资产民生证券 72.99% 股权，成功控股民生证券。2015 年初，公司通过收购香港上市公司时富金融服务集团有限公司 40.71% 股权，搭建起境内外双券商平台。

民生证券成立于 1986 年，目前各项业务已遍及全国，在规模、营业收入上排名行业前列。目前公司直接或间接持有民生证券 87.645% 股权。截止 2016 年 6 月末，民生证券总资产 308.33 亿元，净资产 109.2 亿元。受上半年股票市场低迷的影响，营业收入和净利润大幅下跌。上半年民生证券实现营业收入 5.97 亿元，同比下降 67.92%，净利润 629.25 万元，同比下降 99.18%，

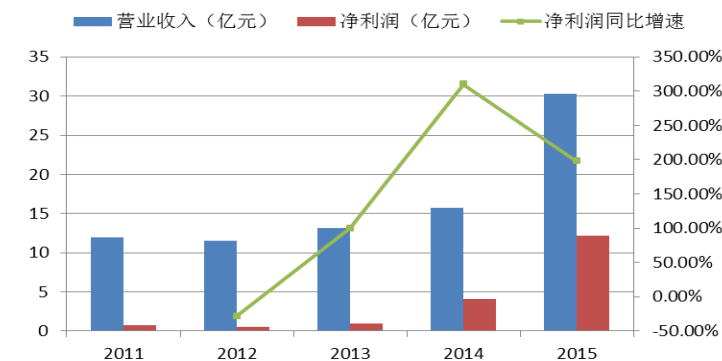
净利润下降幅度高主要是受自营业务的影响。民生证券营业收入位于行业前三分之一，传统的经纪、投行、投研业务是业绩的主要支撑点。民生证券投研团队宏观研究最为特色，辅以策略、固收、金工和完整的行业研究。目前民生证券自营业务和两融业务开始发力，2015 年自营业务收入 5.53 亿元，行业排名 50；两融业务收入 3.91 亿元，行业排名 51。

图 11: 民生证券总资产、净资产、及净资产同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

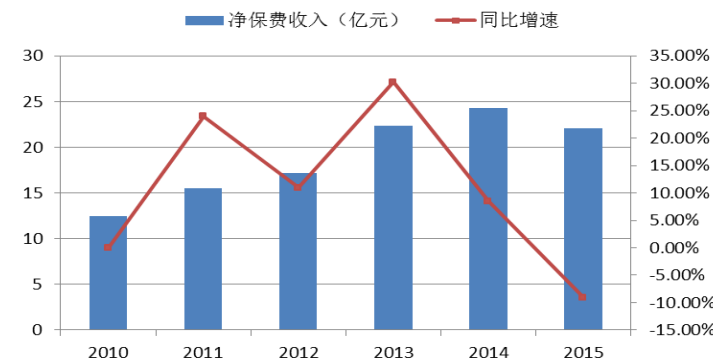
图 12: 民生证券营业收入、净利润、及净利润同比增速



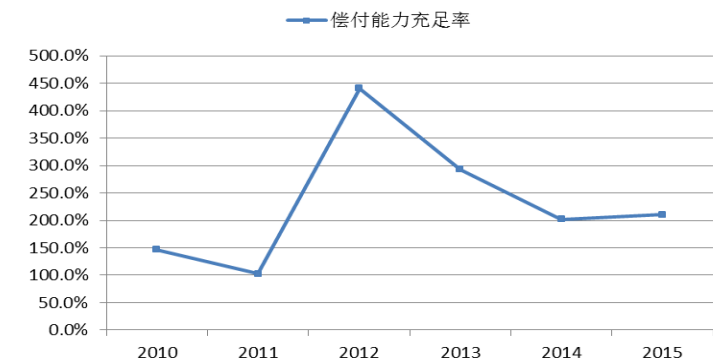
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3. 保险业务

2015 年 11 月，公司出资 17.85 亿元，收购了亚太财险 51% 股权。亚太财险是原民安财产保险，目前已开发了约 300 种保险产品，拥有跨内地和香港完善的保险服务网络。2015 年亚太财险保费收入约 24 亿元，在国内 72 家财产险公司中排名第 29 位，保费收入中机动车辆保险和交通强制险占比超过 80%，业绩比较稳定。截止 2016 年 6 月末，亚太财险总资产 36.8 亿元，净资产 9.94 亿元。2016 年上半年营业收入 12.38 亿元，净亏损 1.49 亿元。目前公司的偿付能力优秀，综合偿付能力充足率高于 200%，具备较好的抗风险能力。

图 13：亚太财险保费净收入及同比增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14：亚太财险偿付能力充足率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

随着保险公司投资渠道放开，监管转向资本充足率管理，保险公司在金控平台中的作用越来越得到各方重视。泛海控股力求做大做强保险业务，在新一轮 150 亿增发方案中向保险公司拟增资 40 亿以补充资本实力。同时，为吸引人才加盟，完善公司治理，进而实现全方位保险产品覆盖。目前公司正在筹划发起设立亚太再保险、亚太互联网人寿保险等公司，实现保险业全牌照。保险业务可以为公司提供长久期、低成本的资金支持，支持公司实业、金融和投资领域的业务。

4. 信托业务

2014 年，公司参与增资大股东旗下民生信托，间接持有民生信托 25% 股权，之后对其持续增资，目前持股比例上升至 93.42%。民生信托原为中国旅游国际信托，2013 年 3 月银监会批准中国泛海对其进行重组，成为旗下信托子公司。经过两次增资，目前民生信托注册资本 70 亿元，位列行业第四。由于发展基数低、股东资源丰富，民生信托业务增长迅速。2013 年至 2015 年，民生信托资产管理规模、营业收入和净利润的年均复合增速分别为 70%、155% 和 163%。在业务快速增长的同时，民生信托始终保持零不良率，风控指标满足净资本与风险资本比值大于 100%、净资本与净资产比值大于 40% 的要求。未来信托业为公司提供的资金和渠道支持，将更多的投向房地产业、互联网金融业务和海外投资业务。

5. 互联网金融业务

泛海控股特别重视互联网金融业务的发展，目前版图已经包括民金所、泛海融资担保、泛海资产管理、泛海基金和时富金融等。另外目前仍在筹备中的亚太再保险和亚太互联网人寿保险也属于这一板块。2015 年，公司设立民金所和民生融资担保有限公司，并已启动“民生金服”平台等三个应用平台以及云平台、大数据两个基础平台的建设工作。公司希望互联网金融可以起到各个金融业务整合平台的作用，建立起民金所、担保、基金、证券、保险、信托、资管、地产和创投一体化互联网金融闭环。整合各业务资源，发挥协同效应，实现产业和传统金融业务在互联网平台上的互联互通。目前民金所所进行的工作包括构建平台框架、拓展客户渠道、完善第三方支付及征信等。

战略投资和海外投资双双发力

1. “双平台”布局战略投资

公司已形成“境内以股权公司为核心平台，境外以中泛控股为核心平台”的“双平台”布局，已拥有中国民生投资股份有限公司、万达影视、北汽新能源等多项优质企业股权。中泛控股作为境外投融资核心平台作用已逐步显现，已成功开展了对汇源果汁（1886.HK）和广发证券（1776.HK）等多笔投资。

2. 拓展海外地产项目

2014 年公司开始进军海外地产项目，第一个项目泛海城市广场位于美国洛杉矶。随后公司通过通海置业投资有限公司成功收购美国旧金山 First & Mission 项目，该项目将在核心区域建成旧金山市第二高的地标性建筑。公司发展海外项目的初衷与追求，是打造精品地产项目，树立地产标杆，扩大地产品牌国际影响力。2015 年，除稳步推进前期收购的洛杉矶和旧金山项目外，公司收购了美国加利福尼亚州 Sonoma County Inn 和 Graywood Ranch Subdivision 项目，夏威夷 Ko Olina 项目，签订了收购美国纽约南街 80 号项目的相关协议。公司海外房地产业务实力进一步增强，公司海外房地产业务布局更趋合理。

2016 年，中泛控股附属公司中泛房地产开发第二有限公司签订了夏威夷西区项目的收购协议，可与临近的夏威夷 Ko Olina 项目协同开发建设。目前各项目均按计划推进，其中，洛杉矶泛海广场项目已开工建设，旧金山泛海中心项目、索诺马项目、纽约南街 80 号项目、夏威夷 Ko Olina 项目等已完成交割，正在进行开发准备。

3. 海外能源项目

2015 年，公司通过收购印尼燃煤发电厂进入能源电力行业。同时，通过中泛控股收购关联方中国泛海国际投资拥有的中国泛海电力有限公司 100% 股权。通过本次收购，中泛控股将持有印尼燃煤发电公司约 60% 的股权。目前这家发电公司正在建设两座燃煤电站，并已与当地电网签订电力购买协议，这项资产能够为中泛控股提供稳定收入来源。这项收购契合“一带一路”发展策略，该业务的发展有望受惠于相关政策。这也是公司在调整总部管理体系后为电力集团业务首次调整，彰显了集团对公司的支持及战略转型不断推进的决心。

公司财务分析

1. 盈利能力分析

我们分别使用净资产收益率，总资产净利率和销售利润率来考查泛海控股的盈利能力。根据最近几年的资产负债表和利润表，汇总如下：

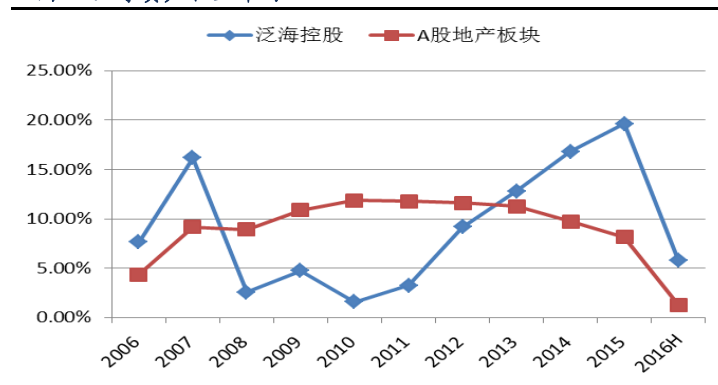
表 1: 泛海控股盈利能力情况

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016H
净资产收益率	7.63%	16.16%	2.57%	4.75%	1.56%	3.25%	9.19%	12.79%	16.81%	19.64%	5.79%
总资产净利率	4.66%	8.63%	1.51%	1.83%	0.53%	1.07%	2.86%	3.29%	2.98%	2.50%	0.71%
销售净利率	19.28%	15.63%	14.72%	16.41%	7.35%	12.26%	17.50%	19.86%	27.45%	25.07%	9.76%

资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心

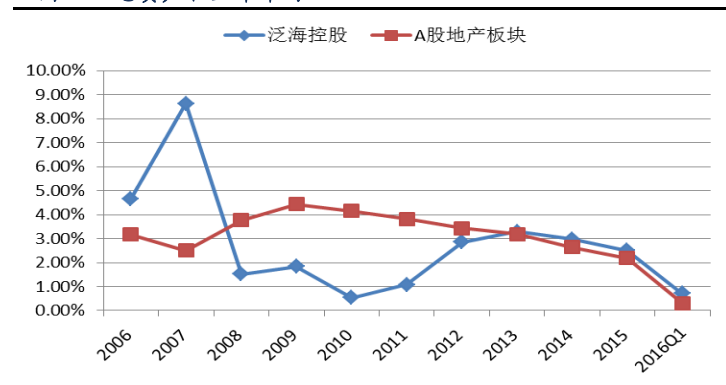
同时对比板块盈利能力指标, 可以看到, 2013 年至 2015 年公司净资产收益率、销售利润率明显高于板块整体水平。公司所售货源土地成本较低, 收益能力主要受项目拆迁和推盘进度影响。随着上海、北京项目拆迁工作顺利进行, 预计未来一段时间公司收益情况仍将优于板块。

图 15: 净资产收益率对比



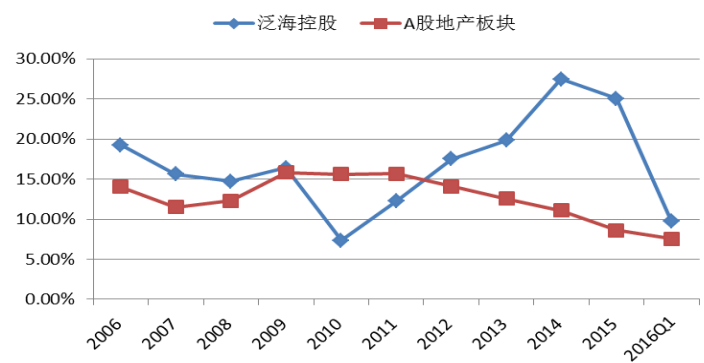
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 16: 总资产收益率对比



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 17: 销售利润率对比

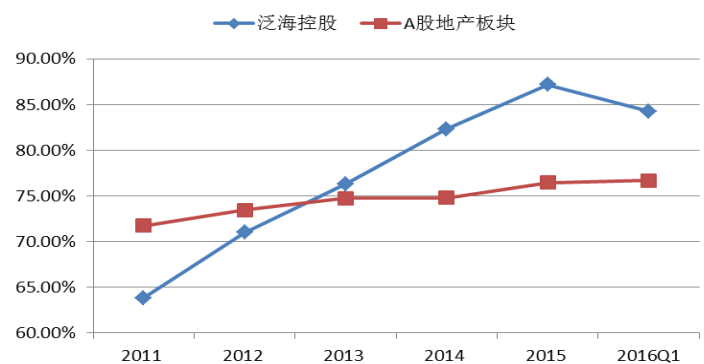


资料来源: wind, 信达证券研发中心

2. 偿债能力分析

我们用“货币现金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)”、资产负债率和“(总负债-预收款项)/(总资产-预收账款)”三个指标分析上市地产公司短期和长期偿债能力。可以看到公司加速推盘回笼资金策略发挥了效果,公司的短期偿债能力优秀。对比地产行业板块数据,可以看到泛海控股的资产负债率自 2011 年开始一路攀升,目前高于 A 股板块水平。总体来看公司长期偿债能力弱于行业,短期偿债能力优于行业。

图 18: 泛海控股资产负债率与 A 股地产板块的比较



资料来源: wind, 公司公告, 信达证券研发中心

表 2：泛海控股偿债能力分析

单位：亿元		2016H	2015	2014	2013	2012	2011
短期偿债能力	货币资金	320.38	292.67	114.74	49.46	36.22	8.51
	短期借款	23.27	43.03	43.16	17.08	10.41	11.27
	一年内到期的非流动负债	70.08	97.48	87.85	53.62	22.21	27.56
	货币资金 / (短期借款 + 一年内到期的非流动负债)	343.20%	208.28%	87.58%	69.95%	111.04%	21.93%
长期偿债能力	总负债	1178.58	1031.94	583.74	310.87	219.72	149.65
	预收账款	78.88	53.87	21.04	7.57	3.51	1.51
	总资产	1389.83	1183.56	708.89	407.38	309.35	234.37
	资产负债率	84.80%	87.19%	82.35%	76.31%	71.03%	63.85%
	(总负债-预收款项) / (总资产-预收账款)	83.89%	86.58%	81.81%	75.86%	70.70%	63.62%

资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

3. 收益确定性分析

我们用“年预收账款/年营业收入”指标分析上市地产公司业绩确定性。根据公司 2016 年中报，公司 2016 年上半年预收账款 78.88 亿元，同比增长 66.3%，占 2015 年营业收入比重为 83.6%，公司未来两年的业绩确定性较强。

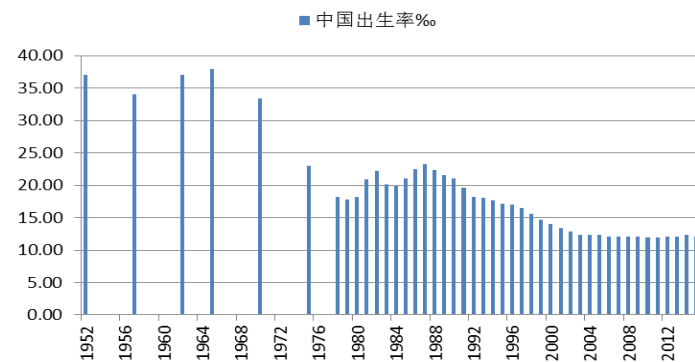
房地产行业发展趋势研判

房地产需求增速面临拐点

1、老龄化进程加快，影响房地产需求释放

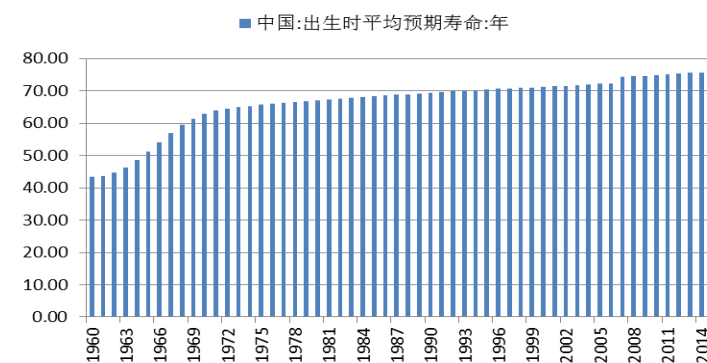
我国出生率大幅下降，预期寿命稳步提升。源于长达数十年计划生育政策的执行，我国的人口出生率持续下降，从 1952 年的 37‰降至 2015 年的 12.07‰，已经低于美国和法国等发达国家。另一方面，由于建国后我国在经济发展、医疗卫生、食品安全等方面的大幅改善，我国民众的预期寿命持续上升。我国平均预期寿命由 1960 年的 43 岁提升至 2014 年的 75.78 岁。根据联合国《2012 年世界人口展望》的预测，我国人均期望寿命在未来 100 年内将会持续上升，在 2095-2100 年达到 85.3 岁。

图 19：我国出生率持续下滑



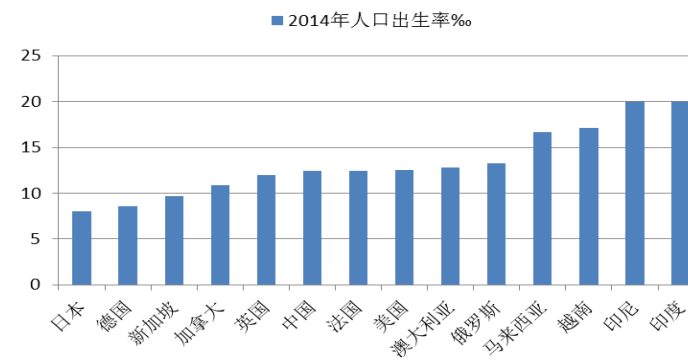
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 21：我国预期寿命大幅提升



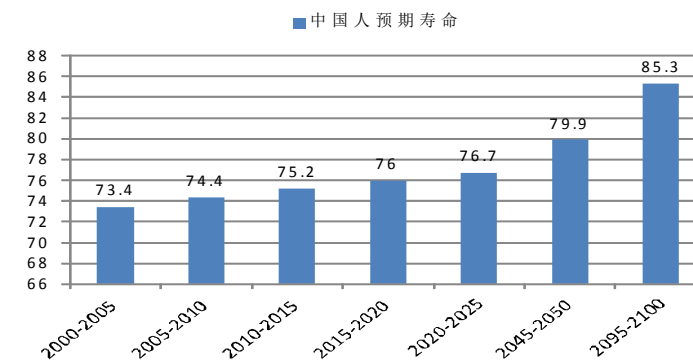
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 20：主要国家 2014 年出生率对比



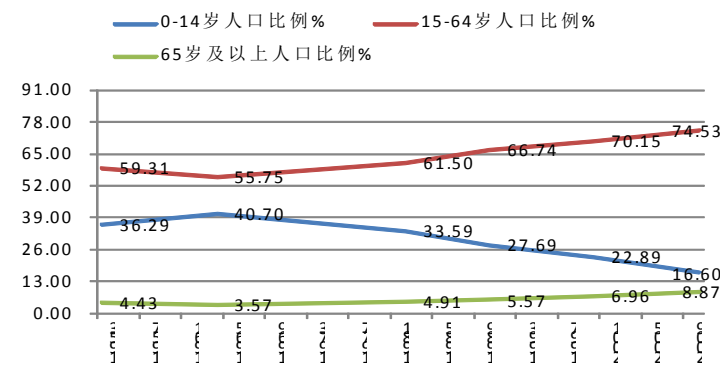
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 22：联合国对我国预期寿命的预测

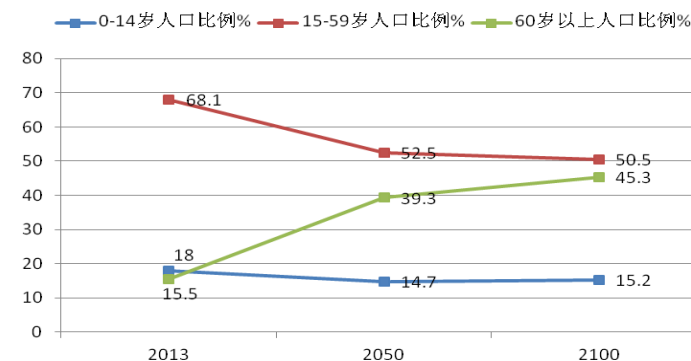


资料来源：联合国《2012 年世界人口展望》，信达证券研发中心

由于我国出生率的大幅下降和预期寿命的不断增长，我国人口红利逐步消失，并且老龄化进程有加快趋势。我国 65 岁以上人口抚养比加速上涨，1964 年至 1990 年年均增长 0.0007%，1990 年至 2010 年年均增长 0.002%。根据联合国《2012 年世界人口展望》的预测，2013 我国 60 岁以上人口抚养比为 22.8%，2050 年和 2100 年分别为 74.9%和 89.7%，增速明显超过美国及世界平均水平；根据预测，2050 年我国 60 岁以上人口抚养比将超过 2013 年的日本。人口老龄化已经成为我国不得不面对的问题。

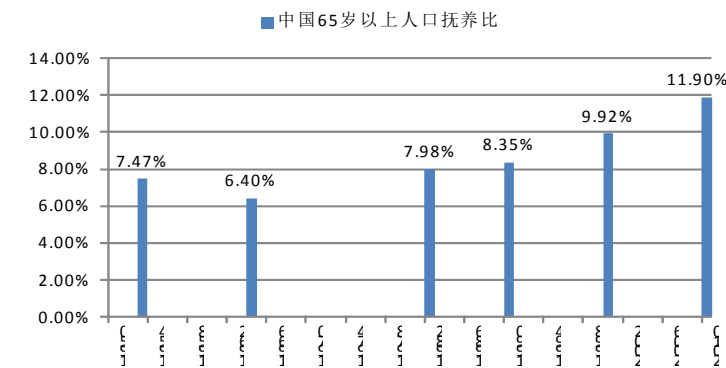
图 23：我国人口年龄分布


资料来源：wind，信达证券研发中心

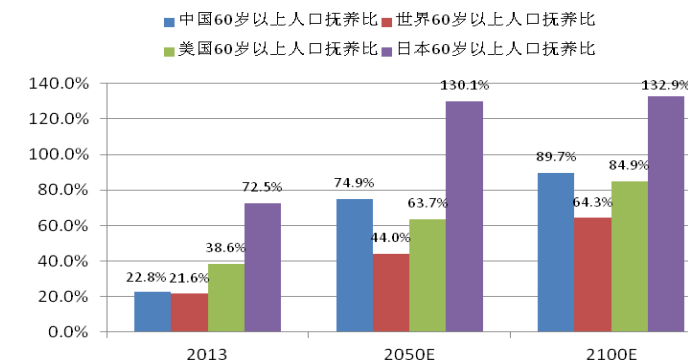
图 25：联合国对我国人口年龄分布预测


资料来源：联合国《2012 年世界人口展望》，信达证券研发中心

老龄化加速对房地产需求的影响显而易见。老年人对居住面积的要求和青壮年人群明显不同，便捷、舒适、易打理的小户型公寓是大部分老年人的首选，老年人口的快速增长对房地产需求的负面影响显而易见。老年人口占比的快速增长将影响房地产市场需求的释放速度，我国房地产市场的快速增长期可能已经过去。从日本经验看，1990 年之后，老龄化进程明显加速。1903 年至 1990 年，日本 65 岁以上人口抚养比年均增长 0.11%；1990 年至 2010 年，日本 65 岁以上人口抚养比年均增长 0.96%，2010 年抚养比已接近 40%。日本老龄化的加速，使国民经济内在发展动力放慢。1960 年至 1990 年，日本人均国民收入年均复合增长率 13.5%，1990 年至 2010 年为 2.2%。日本城市土地价格在 1991 年达到历史高点，此后持续下滑，至 2013 年累计下跌 64%。

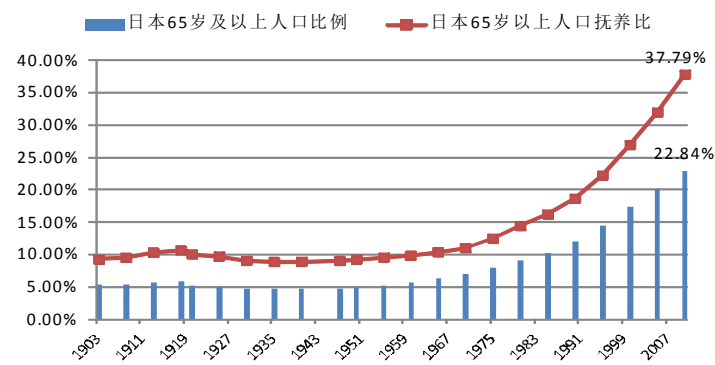
图 24：我国 65 岁以上人口抚养比加速上涨


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 26：联合国 60 岁以上人口抚养比预测


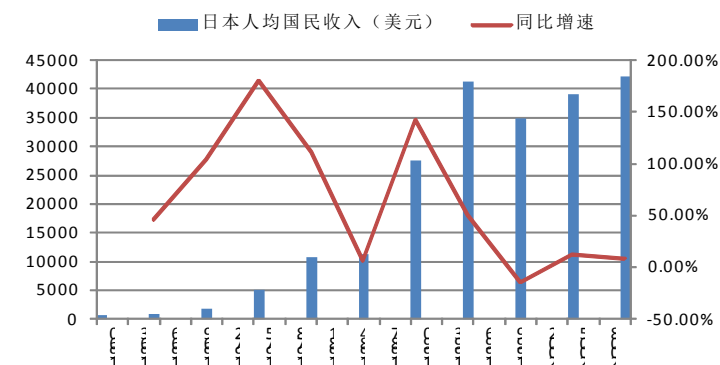
资料来源：联合国《2012 年世界人口展望》，信达证券研发中心

图 27：日本 65 岁以上人口抚养比快速上升



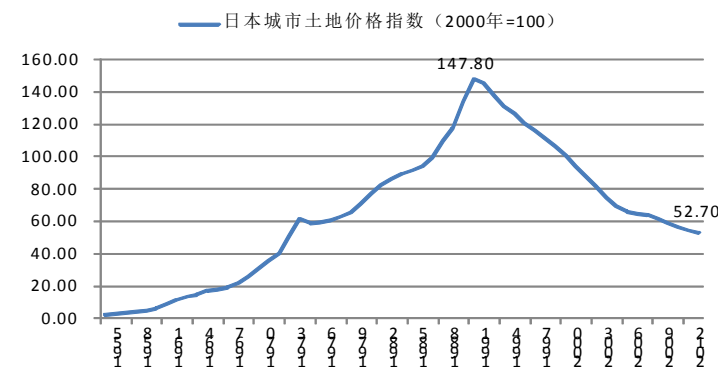
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 28：日本人均国民收入及同比增速



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 29：日本城市土地价格指数



资料来源：wind，信达证券研发中心

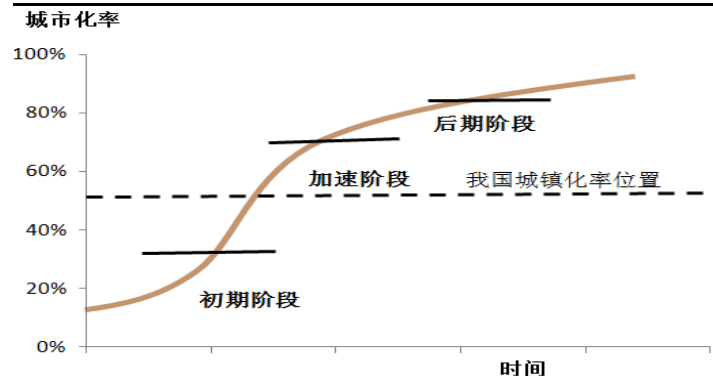
2、城镇化对房地产行业的促进作用或将减弱

国际上将城市化进程大体分为三个阶段：第一阶段为城市化初期，城市人口增长较为缓慢，超过 10%以后逐渐加快。当城市人口比重超过 30%时进入第二阶段，城市化进程出现加快的趋势，这种趋势一直持续到城市人口超过 70%以后才有所减缓。第三阶段，城市化进程将出现停滞或略有下降的趋势。

我国的城镇化进程充分符合国际理论。我国的城镇化率从 1949 年的 10.64%提升至 1981 年的 20.16%，城镇化率年均提高 0.3 个百分点。城镇化率超过 20%之后，城镇化进程加快。从 1981 年的 20.16%提升至 1996 年的 30.48%，城镇化率年均提高 0.69 个百分点。城镇化率达到 30%以后，城市化进入加速发展期。从 1996 年的 30.48%提升至 2013 年的 53.73%，城镇化率年均提高 1.37 个百分点。

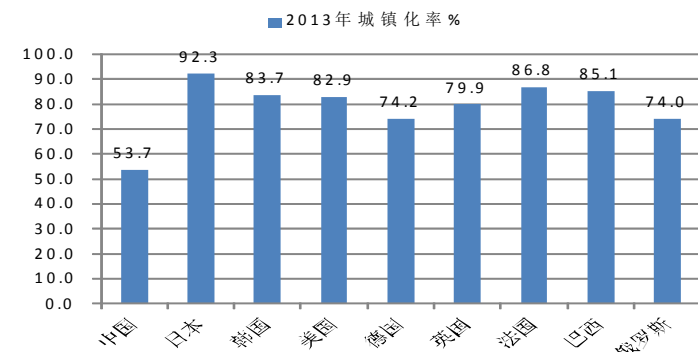
2013 年我国的城镇化率为 53.73%，比照发达国家平均 80%的城市化率及发展趋势，理论上我国依然处于城镇化快速发展阶段。

图 30: 理论上我国依然处于城镇化快速发展阶段



资料来源：信达证券研发中心

图 31: 2013 年主要国家城镇化率



资料来源：世界银行，信达证券研发中心

我国城镇化率是否存在低估可能？我们以人均国民收入和第三产业占 GDP 比重两个指标进行对比分析。2013 年，我国人均国民收入 6560 美元，城镇化率 53.73%；美国、英国、德国等发达国家人均国民收入在 6000 美元附近时，城镇化率均在 70% 以上。2013 年，我国第三产业占 GDP 比重为 46.8%；主要发达国家第三产业占比在 50%附近时，城镇化率基本都在 70% 以上。长期以来，城市中常住非户籍人口并没有享受到相应的社会福利和待遇，并且统计方式可能存在一定的误差，造成我国的实际城镇化水平存在低估可能。

户籍制度改革将取消农业和非农业户口的区别，使得原来的这些常住非户籍人口将逐步获得城市户籍。因此从统计数据来看，城镇化率将会保持快速增长，但这种增长对房地产市场和经济的带动作用或将减弱。

表 3: 主要国家人均国民收入一致时城镇化率比较

	人均国民收入（美元）	年份	城镇化率 %
中国	6560	2013	53.73
日本	5840	1977	75.90
韩国	6480	1990	73.84
美国	6290	1972	73.62
英国	6770	1979	78.32
德国	6510	1975	72.56
俄罗斯	5860	2006	73.07

资料来源：世界银行，信达证券研发中心

表 4：主要国家第三产业占 GDP 比重一致时城镇化率比较

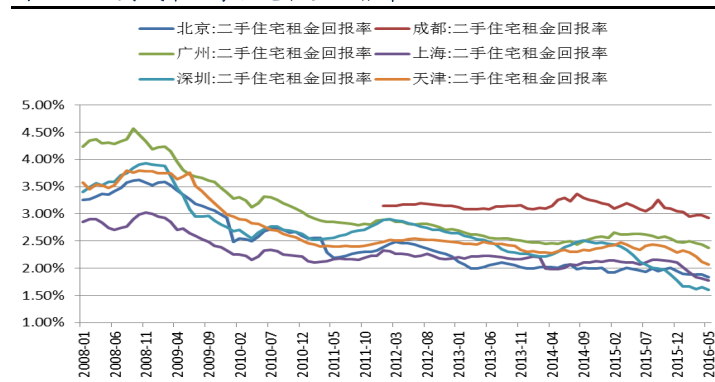
	第三产业占 GDP 比重%	年份	城镇化率%
中国	46.80	2013	53.73
日本	51.34	1970	71.88
美国	61.22	1970	73.6
韩国	47.46	1988	70.26
英国	55.07	1970	77.12
法国	56.83	1970	71.06
德国	48.24	1970	72.27
俄罗斯	48.65	1994	62.47

资料来源：wind，世界银行，信达证券研发中心

3、租金回报率偏低，投资属性减弱

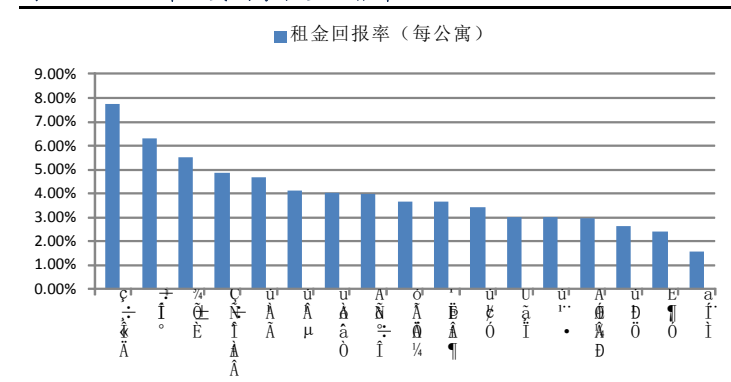
由于主要城市房价上涨较快，租金回报率持续下滑。2008 年以来，北京、上海、深圳等主要城市租金回报率下滑幅度均在 30% 以上。2016 年 6 月，一线城市租金回报率均在 2.5% 以下。2013 年，我国整体租金回报率约为 2.66%，和主要国家相比处于较低水平。房价的过快上涨明显透支了商品房的投资价值，房地产投资属性减弱。

图 32：主要城市二手住宅租金回报率



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 33：2013 年主要国家租金回报率



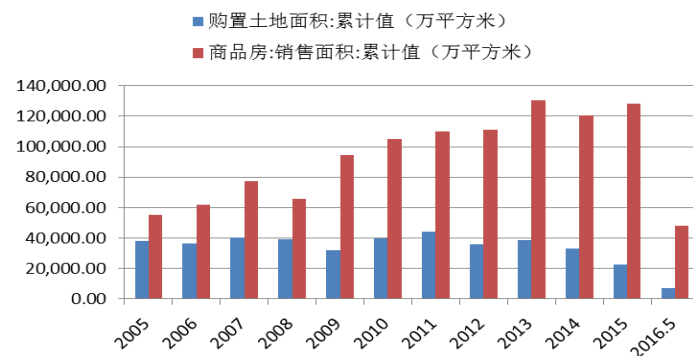
资料来源：信达证券研发中心

房地产企业盈利能力逐步下滑

1、土地供应偏紧，价格涨幅较大

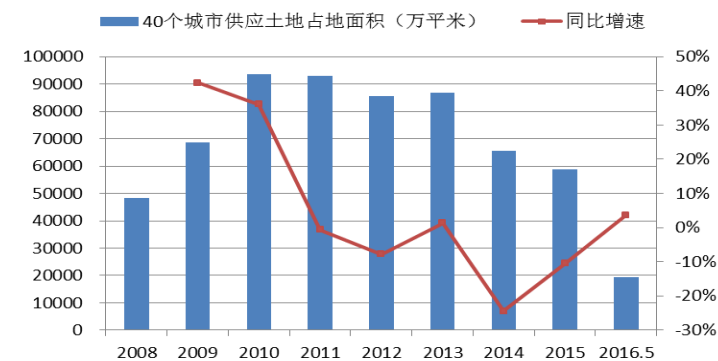
我国土地供应整体偏紧。2015 年，我国房地产企业购置土地面积仅为 2005 年的 59.63%，而同期商品房销售面积增长了 231.52%。主要城市土地供应下滑速度尤为明显。40 个主要城市供应土地占地面积同比增速由 2009 年的 44.62% 下滑至 2014 年的低点-24.40%，2016 年上半年增速回升至 3.71%。土地价格的增速明显超过同期商品房销售均价的上涨。2008 年至 2015 年，土地平均购置价格年均复合增长率 16.43%，同期商品房销售均价年均复合增长率 8.65%。楼面平均购置价格占商品房销售均价的比例由 18.19% 上涨至 29.52%。

图 34: 购置土地面积和商品房销售面积



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 35: 40 个主要城市供应土地占地面积及同比增速



资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 5: 平均楼面购置价格占商品房均价比重快速增长

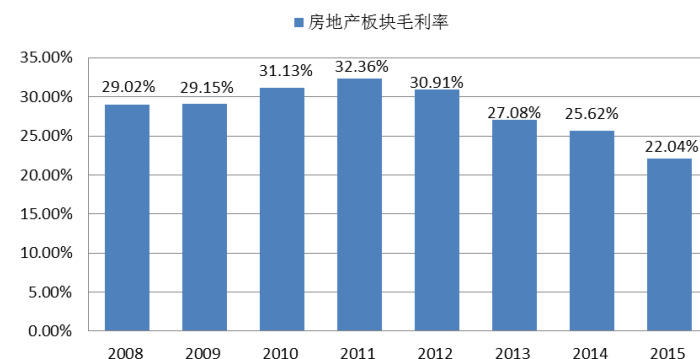
	平均楼面购置价格 (元/平方米)	商品房销售均价 (元/平方米)	平均楼面购置价格/商品房销售均价
2008	691.39	3799.95	18.19%
2009	1601.91	4681.04	34.22%
2010	1604.24	5032.35	31.88%
2011	1166.19	5357.10	21.77%
2012	1351.04	5790.99	23.33%
2013	1493.02	6237.30	23.94%
2014	1401.33	6323.53	22.16%
2015	2005.38	6792.55	29.52%
2016.5	2983.23	7668.88	38.90%
平均复合增长率	16.43%	8.65%	

资料来源: wind, 信达证券研发中心

2、房企毛利快速增长期可能已经过去

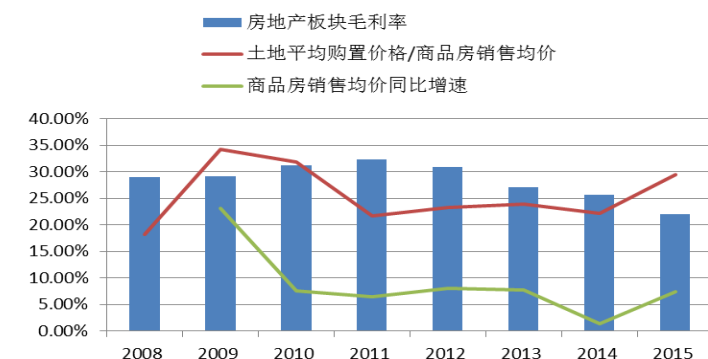
2008年至2011年，商品房销售额的复合增长率明显快于土地价格的增长速度，房地产板块毛利率实现快速增长。2008年至2011年，商品房销售额年均复合增长率33.11%，明显快于同期平均楼面购置价格19.04%的年均复合增长率。2011年，房地产板块毛利率32.36%，达到高点。2012年至2015年，房地产销售额的复合增长率下滑速度快于土地价格，房地产板块毛利率连续下滑。由于我国土地财政的问题至今没有彻底解决，土地供应量很难有效增长，土地价格占商品房销售均价的比重居高不下。同时，如前文所述，房地产市场需求面临拐点，商品房销售额增速趋于平缓，房企毛利的增长空间越来越小，快速增长期可能已经过去。

图 36：房地产板块毛利率连续下滑



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 37：房地产板块毛利快速增长期已经过去



资料来源：wind，信达证券研发中心

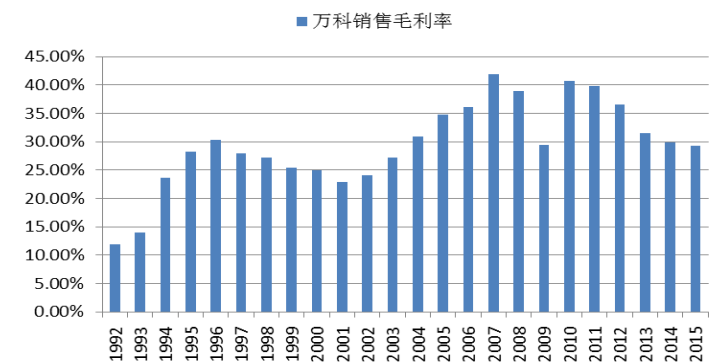
表 6：商品房销售额和平均楼面购置价格增速比较

	商品房销售额（亿元）	平均楼面购置价格（元/平方米）
2008	25068.18	691.39
2009	44355.17	1601.91
2010	52721.24	1604.24
2011	59119.09	1166.19
2012	64455.79	1351.04
2013	81428.28	1493.02
2014	76292.41	1401.33
2015	87280.84	2005.38
2016.5	36775.49	2983.23
2008 至 2011 年复合增长率	33.11%	19.04%
2011 至 2015 年平均复合增长率	10.23%	14.51%

资料来源：wind，信达证券研发中心

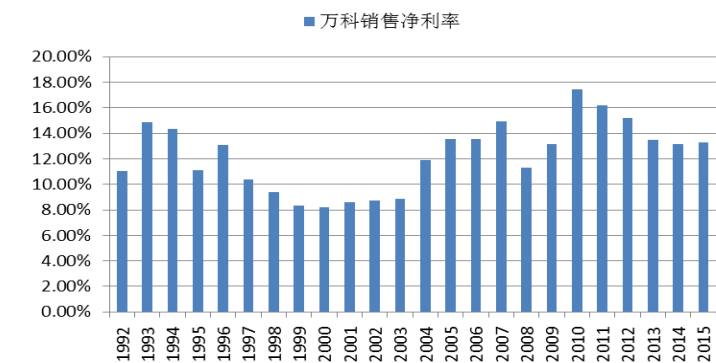
由于房地产市场的需求和房企盈利的快速增长时期已经过去，以住宅开发为主的高周转模式盈利空间越来越小。以住宅开发龙头企业万科为例，万科的毛利率和净利率自 2011 年起已连续四年下滑，2015 年毛利率 29.35%，和历史高点 2007 年的毛利率相比下滑 12.64 个百分点；2015 年净利率 13.27%，和 2010 年净利率相比下滑 4.16 个百分点。

图 38：万科销售毛利率连续四年持续下滑



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 39：万科销售净利率连续四年持续下滑



资料来源：wind，信达证券研发中心

房企跨界寻求新的增长点

随着行业进入下半场，原来野蛮生长的环境不复存在。在收益率逐年下滑，土地市场竞争日益激烈的今天，各个房地产开发企业也在积极寻找或建立自己的核心竞争力。它们或是专营某一类型的地产开发，如园区地产、物流地产，在细分领域积累技术、品牌和客户上的优势。或是借行业整合度上升，做大做强，全国布局，发挥自己在资金管理能力、项目运营能力和上下游议价能力上的优势。或是积极开拓在其他房地产相关领域的业务，跨界经营。

房地产企业跨界经营的优势首先在于房地产行业具备相对较高的盈利能力和充足的现金流；其次在于行业涉及面广，资源丰富；最后是拥有大量优质的土地资产做储备。跨界经营的方式一是进入基建行业，通过介入地铁、机场等城市基础设施项目建设，来扩大自己在当地的影响力，提高获得优质土地资源的能力。二是直接进入大金融领域，如参股控股保险、银行、金融租赁等企业，转型做金融控股公司。作为资本密集型企业，房企介入金融领域可以增强自己获得资金的能力，有利于房地产主营业务的发展。第三种比较普遍的跨界经营方式是进入医疗和健康领域，除了可以提高地产开发项目的竞争力外，大健康业务本身也有不错的收益能力，可以和主业相辅相成。

房地产企业跨界经营能否取得成功，一是看所进入的新行业与房地产主营业务是否具有一定的契合度，是否可以产生协同效应。二是看房地产业务是否能在企业转型过程中提供一定的业绩和现金流支持。此外，还要看公司在所拓展的领域能否聚拢充足的人才储备。

泛海控股战略转型的竞争优势

1. 大股东实力雄厚，创始人人脉资源广泛

中国泛海是我国改革开放之后发展起来的众多民营企业中的领头羊。中国泛海以房地产业和基础设施建设起家，集团早在 1987 年便开始从事房地产开发业务，1996 参与设立国内第一家民营银行民生银行，2002 年参与设立第一家民营寿险公司民生人寿。目前集团除了泛海控股外，还控股民生控股（000416.sz），参股民生银行（600016.sh）和联想控股（3396.HK）等企业。集团旗下拥有 40 余家子公司，业务范围涵盖房地产、金融、能源、文化旅游、酒店经营和贸易等多项业务。经过三十余年的发展，集团拥有丰富的资源，全力支持泛海控股转型发展。

泛海控股是集团核心企业，在本世纪初就已经通过一系列资产注入承接了集团所有的房地产业务。在 2014 年确立向产融结合金控平台转型的战略目标之后，又收购了大股东拥有的证券、期货业务，依靠大股东获得了保险、信托业务。泛海控股目前已拥有集团所有房地产业务和绝大部分金融业务，未来金控平台和海外业务的发展仍将获得大股东的鼎力支持。

中国泛海的创立者是卢志强先生。卢先生目前担任公司董事长兼总裁，是公司实际控制人。卢先生还担任民生银行副董事长、联想控股董事、中国民间商会会长和政协常委，还曾任全国工商联副主席、民生人寿保险副董事长、光彩事业基金会副理事长。作为改革开放之后最早成长起来的一批民营企业企业家，卢志强先生具有极其广泛的政商资源。卢先生在国内最早参与设立民营银行和寿险，资本运作经营丰富，对我国金融业发展有深刻见解。

2. 民营企业灵活的企业治理结构，激励完善人才储备充足

民营企业具有市场化运作、机制灵活的特点。而传统房地产开发企业做转型，最要紧的就是改革公司运作机制，制定合适的激励措施，吸引人才。房地产公司想要在新业务领域弯道超车，最缺的就是相关领域的专业人才。公司作为中国房地产企业转型做金控平台的典型代表，在机制探索和吸引人才方面走在行业前列。

为适应战略转型发展的需要，公司在 2015 年便开始升级内部管理系统。公司根据各个板块业务属性特征，建立各自适合的管理模式，力求公司内部资源整合，实现协同效应。公司进行改革，将管理机构设置为 11 个职能管理总部和 8 大产业集团总部，并设泛海研究院提供研究服务。其中，金融板块包括五大产业集团，即互联网金融集团、保险集团、证券集团、信托银行集团和资本投资管理集团；产业板块包括电力集团、房地产开发集团和不动产投资管理集团。

代表公司未来发展的金融板块推行共创、共享、共担的“合伙人”制度，以这项创新激励机制整合人力资源。在金融板块里，管理强调以净利润为核心、以绩效和执行力为导向，激发员工的最大潜力。改革之后的产业板块和金融部门是相对独立开展业务的。为联系全公司，泛海控股设立互联网平台“民金所”，以民金所为平台沟通集团所有业务，促进各业务直接顺畅对接。

为满足公司多元化业务发展需求，泛海控股在 2015 年增换了董事会、独立董事和监事会人员，新设 5 个专门委员会。实际控

制人卢志强先生出任董事长，重新掌舵上市公司。新增的董事会成员多数来自金融领域，包括来自银行、证券、信托、保险、电力等相关领域额度行业翘楚。赵晓夏、赵品璋、邱晓华等都是改革后从外部引入的精英人才，对接泛海控股各项新业务。

3. 公司土地储备成本低，项目布局合理

2006 年、2007 年，公司大股东通过重大资产重组，将大量优质土地资产注入上市公司。公司国内开发项目位于北京、深圳、武汉、上海、杭州、青岛等中心城市的核心地段，上述项目大多为 2004 年 8 月前以协议形式取得，具有成本较低、毛利率较高的优势。

公司房地产业务即将进入利润释放高峰。集团坐拥大量优质土地储备，经营调整极其灵活。在过去几年房地产业面临调整的背景下，减少新项目开发。而在一二线城市销售情况良好时，加快房地产的签约销售，实现较高的项目回报。2015 年，公司房地产业务利润主要来自武汉项目，而未来一二年，北京项目和上海项目将迎来收获期。由于项目地段优势明显且拿地成本低廉，利润将极为丰厚。

公司在房地产业务领域逐步形成的发展优势，首先是具备多业态开发能力，能够提供集投资规划、开发建设、商业管理及物业服务于一体的综合服务。其次是在重点城市核心区域拥有大量低成本的优质土地储备，均位于地段较好的区块，产品持续增值能力强。最后，公司秉持多业态发展理念，项目业态涵盖住宅、商业、写字楼、酒店、大型城市综合体等，具有较强的抗风险和抗周期能力。

4. 战略转型前景广阔，金融业务内部协调性好

我国目前在监管层面对金融混业经营的限制逐渐松动，“银证保”之间的牌照限制实际上已经放开。但是民营资本想要涉及金融混业经营还需要强大的股东实力做为支撑。目前来看，国资背景的大型金控平台将逐步增加，而民营背景的金控平台仅泛海一家独树一帜。

从需求端来看，从趋势上来看，我国居民资产配置开始由房地产向金融资产转移。在最近一段时间资产荒的背景下，金融资产配置管理、居民全方位资产管理、海外投资等需求十分强烈。我国居民总资产中房地产占比最高的年份发生在 2005 年，为 62.86%，之后逐年走低，至 2014 年达到 53.81%。相应的，金融资产占总资产的比重逐年升高，从 2005 年的 32.61%，升高到 2014 年的 40.67%。从金融资产的配置上来看，存款占比下降十分明显，从 2004 年的 71.84%下降到 2014 年的 49.13%；而保险资产占比从 2004 年的 7.82%上升到 2014 年的 10.22%；理财产品从 2010 年的 3.65%上升到 2014 年的 13.37%，这两项代表了未来居民金融资产需求的大方向。预计未来居民资产从房产向金融资产转移的趋势将持续，未来居民对平台型一体化金融服务的需求将升高。产品丰富、衔接紧密、一体化高粘性金控平台将有效满足居民多元金融资产的配置需求。

5. 公司积极探索海外业务，具有先发制人优势

公司凭借自己对传统产业的深刻理解，积极布局海外市场。泛海国际化的第一步落脚在美国洛杉矶，公司于 2013 年底成功获得美国洛杉矶菲格罗亚中心项目，项目地理位置优越，位于斯台普斯球场（湖人队主场）对面，项目区位优势明显。目前公司海外地产业务已经发展到美国洛杉矶、旧金山、索诺马、纽约和夏威夷五个核心城市的中心地段。

2015 年，公司收购了印尼棉兰电厂项目和印尼巴亚瓦信项目，未来有望形成稳定的利润来源。2015 年第四季度，公司将美国洛杉矶泛海广场房地产项目和印尼棉兰电厂项目成功注入公司在香港的资本平台中泛控股。通过上述运作，中泛控股的资本募集和投资管理能力大幅增强，多元化、国际化运营基础逐步夯实，境外投融资核心平台作用逐步显现。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

公司地产业务进入集中释放期，武汉、北京和上海的项目将在未来一至三年内推盘入市。由于公司这批项目体量大、毛利高，将在很大程度上支持公司未来一至三年内的业绩。地产业务释放业绩，不仅可以回流大部分现金，还支撑了公司转型期的业绩。在不考虑公司进一步增发的情况下，对公司经营的主要假设和预测为：

1. 收入：房地产业务进入业绩释放期，我们预计 2016 至 2018 年房地产业务营业收入为 142.9 亿元、198.9 亿元、265.4 亿元，同比增速分别为 51.73%、39.19%、33.43%。金融业务和其他业务方面，受股票市场表现影响，预计占比最大的证券业务营收增长将会下降，而保险、信托业务将较快增长。
2. 毛利率：由于公司目前所推项目都是早年取得，土地成本比较低。武汉项目平均成本每平米不到一万元，上海和北京项目即使加入拆迁成本每平米也只有三万元左右。因此随着这批项目开始结算，公司房地产业务毛利率水平将上升到比较高的水平。保险、信托等金融业务毛利率水平比较稳定，随着这部分业务营收占比扩大，对公司综合毛利的影响也将扩大。证券业务受股票市场调整的影响较大。我们预计 2016 年、2017 年、2018 年，公司综合毛利率分别为 58.73%、56.75%、54.73%。

综合以上分析，我们预计公司营业总收入 2016 至 2018 年分别为 161 亿元、212 亿元、277 亿元，同比增速分别为 27.27%、31.53%、30.37%。我们预计公司 2016 年、2017 年、2018 年归属母公司净利润分别为 30.5 亿元、38.7 亿元和 48.8 亿元，EPS 分别为 0.59 元、0.75 元、0.94 元，对应 2016 年 9 月 19 日收盘价 10.46 元，PE 分别为 18 倍、14 倍、11 倍。

估值与投资评级

我们采取分部估值方法，对公司地产、金融和战投三大业务进行估值，加总得到权益市值。其中，地产业务采用 RNAV 方法，金融业务采用 PB 方法，战略投资业务按照投资额计算。

地产业务方面，公司目前在建项目面积 468.31 万平方米，估计其中未结算面积 257.55 万平方米。公司另有约 500 万平方米

规划建筑面积没有开始施工。按照 15%的折现率计算，在建未结算这部分项目可以为公司带来约 211.71 亿净资产增加值，加上净资产账面价值 85 亿元，地产业务 RNAV 总计约 296.71 亿元。

金融业务方面，根据最新 2016 年中报，民生证券净资产 109.2 亿元，亚太财险净资产 9.94 亿元，民生信托净资产 92.11 亿元。按照公司所属权益，根据 A 股上市公司估值水平，考虑流动性折减，给予这三项业务 PB 1.4-2.0 倍估值，计算得出这三部分业务合理估值为 261.56 亿元至 373.65 亿元。此外，公司还持有时富金融 40.71%股权，市值约 7 亿人民币，其他新设公司如民金所、民生融资担保有限公司、民生基金管理有限公司、泛海不动产投资管理有限公司、亚太再保险、亚太互联网人寿保险等按出资额计总计 63 亿元人民币。因此公司金融业务部分估值约 324.56 至 436.65 亿元。

战略投资业务方面，中泛控股是公司在香港的上市平台，持有公司绝大部分海外资产，经营业务包括美国房地产开发，印尼棉兰电厂，以及港股、美股投资。公司新近投资了一些药业、光电能源类公司，目前持有的所有可供出售未上市的金融资产如郑州银行、中证报价系统公司等企业按照投资额计约 8.67 亿元；其他战略投资项目，如万达影视等按投资额计总计 25 亿元；投资中民投按出资额计 10 亿元；持有香港上市公司中泛控股 71.44%股权，市值约 81.45 亿元；共计 125.12 亿元。

将公司三部分业务加总，得到企业股权价值约 746.39 亿元至 858.48 亿元。按照公司最新股本 51.96 亿股计算，每股约 14.36 元至 16.52 元。我们预计公司 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.59 元、0.75 元、0.94 元，对应 2016 年 9 月 19 日收盘价 10.46 元，PE 分别为 18 倍、14 倍、11 倍。由于公司地产业务进入业绩释放期，将有利支撑公司未来三年业绩增长。随着大金控平台构建日益完善，各业务之间协同效应显现，将共同支持公司长期快速发展。首次覆盖给予公司“增持”评级。

表 7：泛海控股房地产业务在建项目估值

项目名称	权益	占地面积（万平方米）	规划建筑面积(万平方米)	未结算面积（万平方米）	权益净值（亿元）
武汉中央商务区	100%	191.31	812.34	200.00	109.35
北京泛海 2#3#	100%	17.52	25.78	14.60	25.03
北京泛海 4#	100%	5.54	22.85	9.57	19.13
上海董家渡 10#	100%	4.39	22.89	22.89	57.39
沈阳泛海居住区	100%	21.94	13.73	10.49	0.82
合计		240.70	897.59	257.55	211.71

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 8：泛海控股金融业务部分估值 1

单位：亿元	净资产	1.4 倍 PB 估值	2 倍 PB 估值	权益占比	泛海股权估值下限	泛海股权估值上限
民生证券	109.2	152.88	218.4	87.645%	133.99	191.42
亚太财险	9.94	13.916	19.88	51%	7.10	10.14
民生信托	92.11	128.954	184.22	93.42%	120.47	172.10
合计					261.56	373.65

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 9：泛海控股金融业务部分估值 2

单位：亿元	出资额	权益份额	持有价值
民金所	10	100.00%	10
民生融资担保有限公司	20	100.00%	20
民生基金管理有限公司	1	100.00%	1
泛海不动产投资管理有限公司	10	100.00%	10
亚太互联网人寿保险	10	20.00%	2
亚太再保险	100	20.00%	20
合计			63.00

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 10：泛海控股战略投资业务估值

单位：亿元人民币	注册资本（除中泛控股）	权益份额	持有价值
中泛控股[0715.HK]	114.01	71.44%	81.45
中国民生投资股份公司	500	2%	10
万达影视	173.44	6.61%	10.58
青岛万达影视	189.99	7.59%	14.42
其他			8.67
合计			125.12

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 11：泛海控股分部估值

业务板块	地产（亿元）	金融（亿元）	战略投资（亿元）	合计（亿元）	总股数（亿股）	每股价值（元/股）
股权估值下限	296.71	324.56	125.12	746.39	51.96	14.36
股权估值上限	296.71	436.65	125.12	858.48	51.96	16.52

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

风险因素

1. 项目集中的风险。公司房地产业务体量较小，项目集中，因此结算业绩受单一项目影响比较大。如某一项目受当地因素影响，业绩结算降低，将显著影响公司整体业绩。
2. 部分房价上涨过热城市调控的风险。2016 年上半年一线城市和部分二线城市房价上涨加速，引起各方重视，南京、苏州等城市已经率先提出了各自的调控措施以抑制房价过快上涨。公司项目集中的地区诸如武汉、北京和上海也在这个范畴。下半年当地推出的调控政策可能会对公司销售造成一定的影响。
3. 海外项目经营存在不确定性的风险。公司有相当一部分土地储备在美国。这部分业务的经营情况与国内很不相同，存在经营风险。
4. 证券业务经营波动性增加的风险。2016 年上半年证券业务营收下降，净利润下降，对公司业绩造成了一定影响。预计未来一段时间公司证券业务业绩波动性将增加，对公司业绩将造成一定影响。
5. 各项金融业务整合风险。公司在大股东的支持下，目前正在包括证券、保险、信托等多项金融业务领域开展经营。因为各项业务体量比较小，需要形成协同效应才能具有更大的优势。因此未来公司各项金融业务之间整合是否顺利对公司业绩影响较大。
6. 新一轮增发无法成功完成的风险。目前公司资产负债率较高，如新一轮增发无法成功完成，则会影响公司年计划改善自身的资本结构。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	59,517.31	100,350.58	87,147.40	102,638.30	119,974.42
货币资金	13,092.50	34,140.83	8,857.39	12,673.03	14,896.24
应收票据	1,555.47	1,188.12	1,499.66	1,972.46	2,571.51
应收账款	295.54	302.12	483.76	636.28	829.52
预付账款	1,261.32	437.54	564.39	742.32	967.77
存货	36,879.32	51,643.68	60,423.10	66,465.42	74,441.27
其他	6,433.16	12,638.29	15,319.09	20,148.79	26,268.12
非流动资产	11,371.80	18,005.62	18,020.83	20,003.55	22,515.69
长期投资	1,037.83	1,133.58	1,133.58	1,133.58	1,133.58
固定资产	2,029.34	4,111.57	4,837.61	6,362.78	8,295.20
无形资产	33.61	5.67	6.35	6.86	7.27
其他	8,271.02	12,754.80	12,043.29	12,500.33	13,079.65
资产总计	70,889.11	118,356.20	105,168.23	122,641.84	142,490.12
流动负债	30,982.56	48,452.61	38,355.34	47,266.40	59,061.18
短期借款	4,316.02	4,303.33	4,619.06	4,738.90	4,928.75
应付账款	2,518.01	6,172.77	7,520.08	10,365.49	14,144.72
其他	24,148.52	37,976.51	26,216.20	32,162.01	39,987.72
非流动负债	27,391.50	54,740.96	48,717.81	53,646.49	57,127.62
长期借款	24,359.97	54,340.36	48,234.05	53,010.21	56,298.10
其他	3,031.53	400.60	483.76	636.28	829.52
负债合计	58,374.06	103,193.57	87,073.15	100,912.89	116,188.80
少数股东权益	3,241.07	4,874.27	5,094.53	5,374.07	5,726.18
归属母公司股东权益	9,273.98	10,288.36	13,000.55	16,354.89	20,575.13
负债和股东权益	70,889.11	118,356.20	105,168.23	122,641.84	142,490.12

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	7,615.85	12,670.58	16,125.36	21,209.25	27,650.65
同比(%)	2.06%	66.37%	27.27%	31.53%	30.37%
归属母公司净利润	1,558.69	2,196.59	3,051.74	3,873.14	4,878.68
同比(%)	24.13%	29.61%	51.06%	26.92%	25.96%
毛利率(%)	56.53%	48.16%	58.73%	56.75%	54.73%
ROE(%)	16.81%	19.64%	23.47%	23.68%	23.71%
每股收益(元)	0.34	0.39	0.59	0.75	0.94
P/E	30.58	26.90	17.81	14.03	11.14
P/B	5.14	5.28	4.18	3.32	2.64
EV/EBITDA	25.56	21.38	20.11	17.10	14.57

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,615.85	12,670.58	16,125.36	21,209.25	27,650.65
营业成本	2,635.49	4,893.80	6,654.94	9,173.00	12,517.45
营业税金及附加	1,236.85	1,565.67	1,983.42	2,608.74	3,401.03
营业费用	251.48	395.99	516.01	678.70	884.82
管理费用	1,313.90	1,914.83	898.42	1,238.36	1,689.86
财务费用	344.50	1,188.98	1,649.76	1,897.22	2,086.95
资产减值损失	45.76	-10.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	483.56	285.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.43	336.39	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,280.86	3,168.08	4,422.82	5,613.24	7,070.54
营业外收入	19.96	29.68	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.97	3.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	2,298.86	3,194.13	4,422.82	5,613.24	7,070.54
所得税	634.59	827.67	1,105.70	1,403.31	1,767.64
净利润	1,664.27	2,366.46	3,317.11	4,209.93	5,302.91
少数股东损益	105.58	346.28	265.37	336.79	424.23
归属母公司净利润	1,558.69	2,020.18	3,051.74	3,873.14	4,878.68
EBITDA	2,625.37	4,533.48	6,072.58	7,510.46	9,157.49
EPS (摊薄)	0.34	0.44	0.59	0.75	0.94

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	727.78	-178.63	-17,699.98	1,815.54	2,289.41
净利润	1,558.69	2,020.18	3,051.74	3,873.14	4,878.68
折旧摊销	105.82	95.65	76.53	82.56	79.36
财务费用	344.50	1,188.98	1,649.76	1,897.22	2,086.95
投资损失	-9.43	-336.39	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	300.66	-3,390.50	-22,565.32	-3,986.58	-4,713.97
其它	-1,572.45	243.44	87.31	-50.80	-41.61
投资活动现金流	-3,487.66	-6,136.28	-726.04	-1,525.17	-1,932.42
资本支出	-1,643.90	-2,082.23	-726.04	-1,525.17	-1,932.42
长期投资	1,037.83	95.75	0.00	0.00	0.00
其他	-2,881.59	-4,149.80	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	8,320.06	24,016.07	21,554.18	18,426.06	15,486.26
吸收投资	0.00	9152.40	7523.90	9257.89	8017.09
借款	11470.15	13044.41	22013.51	15998.54	12901.36
支付利息或股息	-3448.65	-5294.79	-7983.23	-6830.37	-5432.19
现金净增加额	5523.70	17945.76	3128.16	18716.43	15843.25

研究团队简介

崔娟：毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，先后在民族证券和信达证券从事金融和房地产行业研究。曾在《中国证券报》、《中国房地产报》、《证券市场周刊》等刊物发表研究文章多篇。能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。荣获 2015 年华尔街见闻金牌分析师评选房地产中线第三名。

吴松贝：浙江大学土木工程学士学位，北京大学金融信息服务硕士学位，新加坡管理大学金融信息技术硕士学位。2016 年 7 月加入信达证券研发中心。

房地产行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
万科 A	000002	金地集团	600383	金科股份	000656
保利地产	600048	滨江集团	002244		
世联行	002285	首开股份	600376		

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。