

中国民生投资股份有限公司  
公开发行 2018 年公司债券（第一期）

# 信用评级报告

# 概述

编号:【新世纪债评(2018)010467】

**评级对象:** 中国民生投资股份有限公司公开发行 2018 年公司债券(第一期)(本期债券/债项)

**主体信用等级:** AAA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AAA(未安排增级)

**评级时间:** 2018 年 6 月 20 日

**计划发行:** 不超过 100 亿元(含)

**本期发行:** 不超过 40 亿元,其中基础发行额度 10 亿元,超额配售额度不超过 30 亿元

**发行目的:** 偿还到期债务

**存续期限:** 3 年,附第 1 年末和第 2 年末投资人回售选择权及公司调整票面利率选择权

**偿还方式:** 每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金一同支付

**增级安排:** 无

## 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月末
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司数据:</b>				
货币资金	22.65	78.06	23.68	24.54
刚性债务	183.64	460.00	591.40	547.42
所有者权益	328.86	410.56	451.11	444.47
经营性现金净流入量	88.10	-3.84	-18.48	-7.20
<b>合并口径数据:</b>				
总资产	1470.17	2724.70	3061.13	3037.29
总负债	988.46	2004.46	2292.47	2275.80
刚性债务	651.02	1422.91	1736.22	1704.41
所有者权益	481.71	720.24	768.66	761.50
营业收入	46.64	195.15	286.00	70.77
净利润	46.41	36.76	55.64	4.96
经营性现金净流入量	-153.00	-147.05	-146.91	-22.45
EBITDA	62.85	82.18	163.03	-
资产负债率[%]	67.23	73.57	74.89	74.93
权益资本与刚性债务比率[%]	73.99	50.62	44.27	65.73
流动比率[%]	117.13	135.12	108.25	108.40
现金比率[%]	53.80	71.05	48.53	45.41
净资产收益率[%]	10.35	6.12	7.47	-
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-26.89	-9.83	-6.84	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-51.04	-	-15.90	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.11	1.57	2.06	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.08	0.10	-

注:根据中民投 2015-2017 年审计报告及 2018 年一季度未经审计的财务报表整理、计算。普华永道在 2016 年度审计报告中,对公司 2015 年及 2014 年数据进行了追溯调整。

## 分析师

李玉鼎 lyd@shxsj.com

李萍 liping@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

## 评级观点

### 主要优势/机遇:

- **政策环境和发展机遇良好。**十八届三中全会明确提出非公有制经济是社会主义市场经济的重要组成部分。作为中国首家中字头民营投资公司,中民投具备良好的政策环境和发展机遇。
- **业务板块不断丰富,资产规模快速上升。**中民投不断推进战略投资及产业整合,目前已搭建资产管理与股权投资、综合物业销售及管理、保险、融资租赁、新能源和公务机托管等业务板块,多元化投资经营使公司资产规模快速上升,整体抗风险能力有所增强。
- **管理团队素质较高。**中民投高管多数具有丰富的政府、金融和地产等领域的从业和管理经验,管理团队素质较高,有利于公司的持续发展。
- **资本实力强。**中民投注册资本 500 亿元,实收资本 401.46 亿元,资本实力强。

### 主要风险/关注:

- **并购及投资风险。**中民投成立以来并购投资规模较大,涉及国内外多个行业的拓展,且部分项目单体投资金额较高、回收期较长,易受房地产、光伏等相关行业政策、地区经济环境及国际经济形势波动等因素影响。
- **债务偿付及后续融资压力。**随着各项业务的展开,中民投负债经营程度快速上升,目前已积累了较大规模的刚性债务,且未来公司并购、投资仍存在持续的融资需求。
- **盈利水平的波动。**中民投近年来盈利主要来自并购收益、资产处置收益及投资收益。受证券市场调整影响,公司股权投资板块收入大幅波动,其投资管理能力面临挑战。此外,公司房地产、新能源项目投资回收期较长,目前创现能力较弱。
- **金融产品投资规模较大。**中民投金融产品投资

规模较大，包括债券及其他债权类投资等，且公司应收融资租赁款保持高速增长，在信用违约事件显著增加的情况下，公司相关投资面临的信用风险加大，其中融资租赁板块大额风险资产回收情况值得关注。

- **内部治理及管控压力。**中民投成立时间尚短，目前仍处于快速发展阶段，公司投资领域不断扩大，行业跨度较广，使公司在战略规划、投后管理及内部控制等方面面临一定压力。

#### ➤ 未来展望

通过对中民投股份有限公司及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性极高，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

# 中国民生投资股份有限公司

## 公开发行 2018 年公司债券（第一期）

# 信用评级报告

### 一、公司概况

中国民生投资股份有限公司（以下简称“中民投”或“公司”）成立于 2014 年 5 月，是由全国工商联牵头组织，由五十九家民营企业发起设立的大型投资公司，注册资本 500 亿元。截至 2018 年 4 月 30 日，公司共有 64 位股东，实收资本 401.46 亿元。

作为一家经国务院批准由民营资本设立的投资公司，中民投的经营宗旨是集聚民间资本力量，助力国内经济结构调整和战略性新兴产业发展。公司将通过大力发展新能源、居家养老、装配式建筑、通用航空等特色产业，持续推进绿色、环保、民生事业的发展。同时，通过发展保险、融资租赁、资产管理、普惠金融等现代金融服务业，更好地服务实体经济。

### 二、债项概况

#### （一）本期债券概况

经中国证监会于 2017 年 11 月 27 日签发的证监许可【2017】2143 号文核准，中民投获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过 100 亿元（含 100 亿元）的公司债券。公司拟采用分期发行方式，自中国证监会核准发行之日起十二个月内完成首期发行，剩余额度自中国证监会核准发行之日起二十四个月内发行完毕。2017 年 12 月，公司首期已发行 44.80 亿元。公司本期债券发行额度为不超过 40 亿元，其中基础发行额度为 10 亿元，超额配售额度为不超过 30 亿元。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	中国民生股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）
发行规模:	不超过人民币 40 亿元，其中基础发行额度为 10 亿元，超额配售额度为不超过 30 亿元

<b>债券期限:</b>	3年, 附第1年末和第2年末投资人回售选择权及公司调整票面利率选择权
<b>债券利率:</b>	固定利率, 由公司与主承销商根据市场情况确定
<b>定价方式:</b>	按面值平价发行
<b>偿还方式:</b>	每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金一同支付
<b>增级安排:</b>	无

资料来源: 中民投公开发行2017年公司债券(第一期)募集说明书

截至2017年末, 中民投发行的尚在存续期的债券合计31支, 待偿余额为567.86亿元。截至2018年3月末, 中民投发行债券还本付息情况正常, 尚在存续期的债券合计33支, 其发行概况如图表2所示。

**图表2. 中民投已发行债券概况 (单位: 年、亿元、%)**

发行主体	证券简称	发行日期	期限	发行金额	发行利率
中民投	15中民投	2015年	3(1+1+1)	40	5.19
中民投	16中民投	2016年	3 (1+1+1)	35	4.50
中民投	16民生投资 PPN001	2016年	3	30	5.20
中民投	16民生投资 PPN002	2016年	3 (1+1+1)	25	4.38
中民投	16民生投资 PPN003	2016年	3 (1+1+1)	20	4.65
中民投	16中民F2	2016年	3(2+1)	50	4.88
中民投	16中民F3	2016年	3(2+1)	50	4.39
中民投	16民生投资 PPN004	2016年	3	25	4.99
中民投	17民生投资 PPN001	2017年	3(2+1)	30	5.80
中民投	17民生投资 PPN002	2017年	3(2+1)	20	5.98
中民投	17沪民生投资 ZR001	2017年	1	5	5.10
中民投	17中民G1	2017年	3(2+1)	44.8	7.00
中民投	18民生投资 SCP001	2018年	0.74	10	6.50
中民投	18民生投资 SCP002	2018年	0.74	20	6.50
茂昇投资有限公司	BOOMUP IN B2007	2015年	5	3亿美元	3.25
茂昇投资有限公司	BOOMUP IN B1908	2016年	3	5亿美元	3.80

发行主体	证券简称	发行日期	期限	发行金额	发行利率
中民新能	16 新能 01	2016 年	3 (2+1)	10	4.67
中民新能	17 新能 01	2017 年	3	30	6.50
中民投国际租赁	16 民租 01	2016 年	3 (2+1)	30	4.70
中民投国际租赁	16 民租 02	2016 年	3 (2+1)	20	4.97
中民投国际租赁	中民 2015-1	2015 年	3	12	5.05-5.80
中民投国际租赁	中民租赁 2016-1	2016 年	4	8.5	3.80-5.50
中民投国际租赁	中民租赁 2016-2	2016 年	5	16	4.20-5.30
中民投国际租赁	17 中民租赁 ABN001 优先 A	2017 年	2	7.6	5.80
中民投国际租赁	17 中民租赁 ABN001 优先 B	2017 年	3	2.7	6.30
中民投国际租赁	CNINVE 4.4 05/08/2018 Corp	2017 年	1	1 亿美元	4.40
中民投国际租赁	-	2017 年	1	0.625 亿美 元	4.60
中民投国际租赁	17 中民租赁 PPN001	2017 年	3	10	6.50
亿达发展有限公司	15 亿达 01	2015 年	5 (3+2)	10	6.00
亿达发展有限公司	16 亿达 01	2016 年	5 (3+2)	20	6.50
亿达中国	YIDAN2004	2017 年	3	3 亿美元	6.95
思诺保险	-	2016 年	10	4 亿美元	4.60
思诺保险	-	2017 年	30	27.50 亿 瑞典克朗	3.60

资料来源：中民投、Wind（截至 2018 年 3 月末）

## （二）本期债券募集资金用途

中民投本期债券募集资金拟用于偿还到期债务。

## 三、宏观经济和政策环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随

**随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。**

2018年一季全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生

等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

## 四、公司自身素质

### （一）公司产权状况

中民投股权结构较为分散，无实际控制人，国内大型民营企业多有参股。

截至2018年4月30日，中民投共有64位股东，按注册资本计算，霍尔

果斯市国信保泰创业投资有限公司认缴比例为17.31%<sup>1</sup>，其余股东认缴比例不超过4%。公司股东部分为大型民营企业和投资公司，涉及机械制造、冶金、信息技术、资产管理、服装、生物制药、环保、新能源、文化传媒、商贸、电力、家电百货、电子商务、房地产等领域，股东参股企业资产总额近万亿人民币。其中，苏宁电器、新华联合冶金控股集团、红豆集团、科创控股集团、亨通集团等均为中国500强企业，同时位列中国民营企业100强。公司股东情况详见附录一。

## （二）公司法人治理结构

**中民投设有股东会、董事局和监事会等决策和监督机构，法人治理情况良好。公司成立以来，各机构分工协作，运行有效，能够保障各项工作的有序开展。**

中民投按照现代企业制度的要求，建立了规范的公司法人治理结构，设有股东会、董事局、监事会和经营队伍。在董事局下设了品牌管理委员会、关联交易委员会、提名和人事委员会、薪酬委员会、风险管理委员会、战略委员会、投资决策委员会、咨询委员会和审计委员会。公司组织架构详见附录二。

中民投的组织架构分为两大块：经营部门和办公室。经营部门设有人力资源部、科技部、财务会计部、资金部、风险合规部、审计部、业务规划部、投资预审部以及投资运营管理部。此外公司还设有董事局办公室、监事会办公室、品牌管理办公室、战略与投资办公室和投资决策委员会办公室等。公司内部各机构分工协作，运行有效，能够保障各项工作的有序开展。

截至2017年末，中民投合并范围内一级子公司合计22家，重要一级子公司基本情况如图表3所示。2017年，中民投新设重要子公司中民投租赁控股有限公司（简称“中民投租赁”）和天津中民筑友科技有限公司（简称“天津筑友”）以整合融资租赁、建筑工业化板块资源；同期中民投资本将原子公司北京中民资产管理有限公司（简称“中民投资管”）股权转让给中民投，由此中民投资管成为其一级子公司；而中民外滩因处置部分

<sup>1</sup>截至2018年4月30日，霍尔果斯市国信保泰创业投资有限公司认缴注册资本人民币86.54亿元，尚未出资，未缴足部分根据《公司章程》将于2024年10月31日之前分期缴足；中泰信托有限责任公司认缴注册资本人民币20亿元，实缴人民币8亿元，剩余未缴足部分根据《公司章程》将于2019年6月30日之前分期缴足。但霍尔果斯市国信保泰创业投资有限公司自身不会实缴注册资本，其认缴注册资本将由公司新老股东通过受让其所持公司股份并履行实缴义务的方式完成。公司目前暂未明确受让安排与受让对象。

股权不再纳入合并范围，变更为联营企业。

**图表 3. 2017 年末中民投重要一级子公司情况表 (单位：%、亿元)**

公司简称	业务性质	注册资本	持股比例	总资产	股东权益	营业收入	净利润
中民未来控股集团有限公司 (简称“中民未来”)	物业及投资管理	40.00	75.00	164.87	46.85	73.39	1.66
中民投资本管理有限公司 (简称“中民投资本”)	投资管理	100.00	100.00	153.78	111.17	8.71	5.10
中民投亚洲资产管理有限公司 <sup>2</sup> (简称“中民投亚洲”)	投资与资产管理	100.00	100.00	235.58	110.45	-1.14	-17.84
北京中民资产管理有限公司(简称“中民投资管”)	投资与资产管理	100.00	100.00	112.48	56.70	6.48	2.10
中民国际资本有限公司(简称“中民投国际资本”)	投资管理	4.55 亿美元	100.00	17.78 亿美元	0.92 亿美元	-2.76 亿美元	-3.96 亿美元
中民国际控股有限公司(简称“中民投国际控股”)	投资管理	20.00 亿美元	90.00	74.99 亿美元	18.26 亿美元	11.27 亿美元	-2.17 亿美元
中民金服科技投资控股(天津)有限公司(简称“中民金服天津”)	投资管理	10.00	100.00	10.21	9.85	1.00	0.64
中民投(广西)投资有限公司(简称“中民投广西”)	投资管理	100.00	100.00	9.98	9.93	-	-0.07
中民香山(天津)文化发展有限公司(简称“中民香山”)	投资管理	10.00	59.32	47.54	9.66	0.16	1.85
中民投(上海)股权投资有限公司(简称“中民投上海”)	投资管理	3.00	100.00	61.80	11.55	4.95	-5.68
天津中民筑友科技有限公司(简称“天津筑友”)	建筑工业化	60.00	100.00	35.57	22.03	48.33	45.33
中民嘉业投资有限公司 (简称“中民嘉业”)	实业投资	134.49	62.60	841.70	339.97	100.22	40.73
中民新能投资集团有限公司 (简称“中民新能”)	光伏发电	80.00	100.00	172.23	84.48	17.67	2.75
中民航旅投资有限公司(简称“中民航旅”)	投资管理	10.00	100.00	32.90	9.02	13.69	1.32
中民投租赁控股有限公司(简称“中民投租赁”)	融资租赁	150.00	100.00	580.72	134.77	29.60	5.69
中民华恒投资有限公司 (简称“中民华恒”)	投资管理	15.00	100.00	13.55	12.96	2.81	1.05

资料来源：中民投

### (三) 公司管理水平

**中民投建立了较完善的内部管理制度体系和风险管理架构，明确了**

<sup>2</sup> 亚洲资管原名民生(上海)资产管理有限公司，于2017年7月更为现名。

各部门之间的分工及权责，并设立了符合经营需要的授权约束机制和绩效考核体系。

中民投从投资、资金、财务、招标、风险管理、绩效、人力资源等多角度构建了内部控制制度体系，对经营的各个环节进行有效控制和相互制约。公司制定了《投资管理委员会工作规程》，对公司及合并范围内子公司的投资流程从项目生成、立项准备、尽职调查、起草投资建议书、报送上会资料、上报投资管理委员会、上报董事局审议、启动项目和投后管理上作出了具体的规定。公司制定了《资金管理办法（试行）》，在资本管理、资金池运作、资金调拨管理、银行账户管理、资金筹集、资金预算、资金评估和预测、资金风险管理方面制定了明确的规则。公司制定了《下属公司财务管理办法（试行）》，规定了下属公司财务总监管理，财务中心统一管理，会计核算，资金管理，成本及费用管理、预算管理等内容。公司制定了《招标管理办法》，将较大金额产品或服务的购置分为6类，并且成立跨部门招标小组对其进行管理。公司制定了《下属公司风险合规管理办法（试行）》，在风险管理人员的筛选及考核、风控的团队建设、风险控制的组织架构、制度和流程方面制定了明确规定。

中民投高级经营管理人员具有多年政府、金融和地产等行业从业和管理经验。董事长董文标曾任中国民生银行董事长、第十届、十一届全国政协委员、第十一届全国政协经济委员会副主任、第十届全国工商联执委、中国民间商会副会长、中国上市公司协会副会长。总裁李怀珍曾任中国银监会财会部主任、中国银监会山东监管局副局长、党委副书记、中国人民银行郑州分行行长等职。

总体而言，中民投内部管理及风险控制意识较强，已建立了较完善的内部管理制度体系和风险管理架构，可满足各项业务发展的需要。公司已建立了符合经营需要的激励约束机制和绩效考核体系，基本满足了中高级经营管理人员的必要保障。

#### （四）公司经营状况

中民投发挥其在资源整合、资本实力及品牌等方面的优势，通过产融结合打造可持续发展的商业模式，目前已在金融及产业的多个领域实施战略整合，其业务板块包括资产管理与股权投资、综合物业销售及及管理、保险、融资租赁、新能源和公务机托管等。自成立以来，公司并

购、投资领域不断扩大，行业跨度较广且国内外均有布局，使其面临一定的海外投资和跨境经营风险、相关行业政策变动风险、投融资的财务压力及多元化经营的管理压力。此外，公司房地产及新能源板块投资金额较大，政策敏感度较高，其运营及退出情况对公司业绩影响较大；融资租赁板块扩张迅速，在金融去杠杆、类金融行业监管趋严、信用违约事件大幅增加的背景下，其面临的监管风险及信用风险均有所加大。

中民投目前业务板块可划分为资产管理与股权投资业务、综合物业销售及管理业务、保险业务、融资租赁业务、新能源业务和公务机托管业务等。

**图表 4. 中民投主要业务板块**

业务板块	业务情况说明
资本管理与股权投资业务	<p>该业务主要由子公司中民投资本、中民投资管、北京资管、中民投亚洲、中民投国际资本、中民投国际控股等负责。</p> <p>中民投资本、中民投资管系分别设立于上海、北京的金融投资平台，主要运用中民投自有资金从事私募股权投资、股票市场投资及债权类投资业务，其中股票市场投资包括一级市场、二级市场及上市公司定增投资。未来中民投资本、中民投资管将形成行业特色鲜明的投资策略，积累高素质的人才资源，以成为具有品牌影响力的受托投资和资产管理机构。</p> <p>中民投通过中民投亚洲控制香港上市公司中国民生金融控股有限公司（以下简称“中国民生金融”）。中国民生金融致力于建设成为综合性金融服务平台，目前已搭建投资、投行、证券经纪和资产管理等板块。</p> <p>中民投国际资本和中民投国际控股分别注册在香港和新加坡，主要专注于海外投资业务，主要通过海外资产运作和跨境股权并购退出实现获利。</p>
综合物业销售及 管理业务	<p>该业务包括房地产开发与经营物业管理，分别由下属子公司中民嘉业、天津筑友和中民未来负责。</p> <p>中民投通过中民嘉业涉足商业地产、物业管理、建筑工业化、医疗健康产业及环保领域等，旗下主要经营实体包括上置集团有限公司（以下简称“上置集团”）、亿达中国控股有限公司（以下简称“亿达中国”）两家上市公司。天津筑友系中民投新设子公司，2017年中民嘉业将所持上市公司中民筑友科技集团有限公司（以下简称“中民筑友科技”）转让给天津筑友，此外天津筑友整合了中民投旗下其他非上市的建筑板块业务。</p> <p>中民未来通过进驻国内一、二线城市的小区，为居民提供物业管理和财富管理，其中财富管理主要通过代理理财产品等形式实现。</p> <p>此外，中民投原并表范围内的重要子公司中民外滩系房地产项目公司，主要负责上海市黄浦区董家渡综合房地产项目开发。2017年上半年，公司出售所持中民外滩部分股权，将其作为联营企业进行的管理。</p>

业务板块	业务情况说明
保险业务	该业务由中民投国际控股全资子公司思诺国际保险集团（Sirius International Insurance Group, Ltd，以下简称“思诺保险”）负责。思诺保险主要从事财产险、意外健康险、航空太空险、贸易信贷险、海洋农业险等险种的再保险业务，在全球主要地区建有业务网络，并于纽约、伦敦、新加坡等核心地区设有分支机构。
融资租赁业务	该业务主要由子公司中民投租赁负责。中民投租赁根据国内产业转型趋势及自身资源禀赋优势，将清洁能源、医疗大健康、航空、物流租赁、供应链金融（保理）以及航运租赁等六大板块确立为核心发展方向，目前通过旗下四家专业性租赁子公司初步实现了各专业化板块业务的全面覆盖。
新能源业务	该业务主要由子公司中民新能负责。中民新能目前专注于光伏行业中的下游端，主要通过自建和收购的方式组建光伏电站。
公务机托管业务	该业务主要由中民投通过中民航旅实际控制的亚联公务机负责。亚联公务机作为中国境内经营种类最多、运行资质最全、运营范围最广、基地布局最完善的公务航空运营商，以公务机投资运营为核心，依托中民投雄厚的资本实力及丰富的实体产业链条，为遍布全球用户提供公务机托管、包机租赁、资产管理、地面代理、维修维护、购买咨询等全方位的公务航空定制化服务。

资料来源：中民投

**图表 5. 中民投收入结构（单位：亿元、%）**

业务板块	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
资本管理与股权投资业务	28.11	60.27	11.81	6.05	-20.07	-7.02
综合物业销售及管理业务	2.02	4.33	71.12	36.45	108.82	38.05
保险业务	-	-	42.98	22.02	69.72	24.38
融资租赁业务	3.28	7.03	11.83	6.06	24.40	8.53
新能源业务	-	-	4.33	2.22	9.44	3.30
公务机托管业务	11.74	25.17	10.89	5.58	10.54	3.69
其他	1.50	3.21	42.19	21.62	83.16	29.08
<b>合计</b>	<b>46.64</b>	<b>100.00</b>	<b>195.15</b>	<b>100.00</b>	<b>286.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：中民投

### 1. 资本管理与股权投资业务

资本管理与股权投资业务主要由中民投下属子公司中民投资本、中民投资管、中民投国际资本、中民投亚洲和中民投国际控股负责。此外，

中民嘉业作为中民投房地产业务板块的重要经营主体，也参与公司在房地产领域的股权投资业务。

成立以来，中民投资本管理与股权投资板块的业务规模迅速扩大，但投资收益受股票市场波动影响较大。2015-2017年，该板块分别实现营业收入28.11亿元、11.81亿元和-20.07亿元。2014年，中民投资本和亚洲资管完成8个项目投资，主要为上市公司定向增发股票的投资，行业涉及文化传媒、机械制造、能源及生物医药，年末投资余额约36.58亿元，实现净利润19.20亿元。2015年，中民投资本和亚洲资管完成28个项目投资，新增房地产、旅游和非银金融等投资领域，并适当增加了股权投资的比重，年末投资余额约203.14亿元，实现净利润15.20亿元。2016年，中民投资本和亚洲资管完成40个项目投资，主要包括上市公司定向增发项目、首次公开发行项目和并购基金项目等，年末投资余额约231.65亿元，实现净利润3.71亿元。2017年，中民投资管由中民投资本旗下变更为中民投直接控股，成为公司资产管理业务板块的重要组成部分。截至2017年末，中民投资本、中民亚洲和中民投资管共完成了89个项目的投资，投资余额约292.84亿元。

中民投亚洲于2015年12月完成对香港上市公司中国七星控股有限公司70.58%的股权收购，成为其第一大股东，后中国七星控股有限公司更名为中国民生金融控股有限公司。2015年，中国民生金融通过并购的方式取得香港证监会一号（证券经纪）、四号（证券咨询）和九号（资产管理）牌照。中民投将利用中国民生金融作为综合性金融服务平台，发展证券交易、资产管理、策略投资及企业融资等业务。并购完成后，中民投在不丧失控股权的前提下稀释对中国民生金融的股权以引入其他战略投资者，2017年末公司持股比例降至50.02%。2017年末，中国民生金融总资产合计61.59亿港元，所有者权益为52.75亿港元；当年实现营业收入4.52亿港元，净利润1.93亿港元。未来中国民生金融将继续整合证券、投资、投行和资管的业务资源。

中民投国际资本和中民投国际控股是中民投旗下专注于海外投资的子公司，注册地分别在香港和新加坡，两家公司实际共享管理人员。2017年末，中民投国际资本和中民投国际控股完成48个国际项目投资，投资余额约113.34亿元，包括部分房地产项目和思诺保险项目等，目前思诺保险已成为公司保险业务的运营主体。

**图表 6. 2017 年末中民投主要投资项目**

投资对手/项目	股权投资余额 /持股比例	投资项目情况	退出方式
远东宏信有限公司 (以下简称“远东宏信”)	29.47 亿元 /13.38%	远东宏信有限公司是国内融资租赁行业龙头企业, 在香港上市, 中民投资本目前为其第二大股东。	战略性投资, 拟长期持有, 暂无退出计划。
阳光城集团股份有限公司 (以下简称“阳光城”)	47.95 亿元 /18.04%	阳光城是在深圳证券交易所上市的房地产企业, 1995 年成立于福州, 2012 年总部搬至上海。阳光城的业务主要分布在福建地区、长三角、京津冀、珠三角及其他战略城市。	本次定向增发股票有三年锁定期, 锁定期过后将根据市场情况确定退出计划。

资料来源: 中民投

## 2. 综合物业销售及管理业务

中民投房地产业务包括房地产开发与经营物业管理, 原主要通过中民外滩、中民嘉业和中民未来开展业务。其中中民外滩成立于 2014 年底, 注册资本为 100 亿元, 2016 年末中民投的持股比例为 92.86%。2017 年上半年, 中民投已转让中民外滩部分股权<sup>3</sup>, 持股比例降至 50%, 并不再将其纳入合并范围, 转而作为联营企业进行管理。中民外滩主要负责董家渡项目的开发, 该项目位于上海市黄浦区小东门街道 616、735 街坊, 是集住宅、商业和办公为一体的综合性房地产开发项目。董家渡项目宗地面积 17.51 万平方米, 总建筑面积 113.9 万平方米, 概算总投资 604 亿元, 其中土地成本约 248.50 亿元。董家渡项目目前处于地下工程建设阶段, 预计于 2021 年完工, 项目住宅及办公楼部分计划通过对外销售实现收益, 商业部分计划作为自持物业取得经营收益。2017 年末, 中民外滩资产总计 465.82 亿元, 负债合计 313.96 亿元, 所有者权益合计 151.86 亿元, 项目仍处于建设阶段未实现租售收入。

中民嘉业的投资方向涉及商业地产、建筑工业化及医疗地产等板块。其中商业地产的经营主体包括上置集团和亿达中国。上置集团于 1993 年成立, 1999 年在香港联合交易所主板上市, 近年来主要从事上海、沈阳、无锡、浙江等地区的房地产开发业务。2015 年 12 月, 中民嘉业收购上置集团 60.78% 股权对其实际控制; 2017 年末, 持股比例降至 38.16%, 仍维持控制权。中民嘉业入主后, 有序推进上置集团的投后转型和管理提升,

<sup>3</sup> 2017 年 6 月末, 中民外滩的股东为中民投、安信信托股份有限公司、上海外滩投资开发(集团)有限公司和上海佳渡置业有限公司, 其持股比例分别为 49%、45%、5%和 1%。

在人员、资金和原有资产处置等方面给予支持，解决上置集团此前面临的资金紧张乃至部分项目停工的状况。2017 年末，上置集团的总土地储备建筑面积为 210 万平方米，应占权益土地储备建筑面积约为 133 万平方米，主要位于上海、沈阳、大连、长沙、无锡、北京等国内城市及旧金山、伦敦等国外地区。2017 年，上置集团出售子公司上海金心置业有限公司（简称“上海金心”）部分股权，并将剩余 51% 股权转入长期股权投资。上置集团通过上述股权交易事项实现投资收益 11.42 亿元，扭转了经营亏损，2017 年实现净利润 7.20 亿元。2017 年末，上置集团资产总计 223.85 亿元，所有者权益合计 78.14 亿元。

亿达中国于 1988 年成立，2014 年在香港联合交易所主板上市，主要从事商务园区的开发和运营，原实际控制人为中民投董事孙荫环。2016 年 11 月，中民嘉业通过股权转让的方式收购亿达中国 53.02% 股权形成实际控制；2017 年末，持股比例降至 38.30%，仍维持控制权。亿达中国依托较强的城市及产业规划设计整合能力，主动参与地方政府的城市规划设计，与多个地方政府建立战略合作关系；此外凭借运营商务园区的出色业绩及管理能力，吸引优质企业入驻商务园区并建立长期稳定的合作关系。亿达中国目前已完成在大连、武汉、北京、上海、深圳、苏州、杭州、长沙、天津、合肥、成都、郑州、西安等重点城市商务园区开发及运营的战略布局，但商品住宅的物业销售及土地储备仍集中在大连地区。截至 2017 年末，亿达中国拥有土地储备总建筑面积合计 844 万平方米，应占权益土地储备建筑面积约 592 万平方米。2016-2017 年，亿达中国分别实现营业收入 70.04 亿元和 73.18 亿元，净利润 5.74 亿元和 10.94 亿元。2017 年末，亿达中国资产总计 370.97 亿元，所有者权益合计 111.43 亿元。

此外，中民嘉业还从医院投资开始布局医疗健康产业，目前累计完成投资额逾 15 亿元，投资项目分布于长三角、京津冀、山东、四川、云南等地区，2016-2017 年医疗地产板块分别实现营业收入 1.87 亿元和 6.96 亿元，实现毛利润 0.32 亿元和 2.74 亿元。总体看，中民嘉业建筑业和医疗地产板块处于前期搭建阶段，经济效应尚未得到体现。

中民投建筑业板块系凭借资本、研发、设计和技术等优势，通过高科技与制造业结合的方式发展建筑业，主要由天津筑友负责，旗下包括上市公司中民筑友科技（0726.HK）。中民筑友科技首倡并实践装配式建筑工程总承包模式（即设计、制造、采购及施工一体化），重点围绕新型材料、新农村建设和智慧制造等方向。目前天津筑友已在长沙、上海、杭

州、南京、深圳、佛山等全国 22 个省、42 个城市布局绿色建筑科技园、落地装配式建筑项目。2017 年，天津筑友合并口径资产总计 35.57 亿元，其中所有者权益合计 22.03 亿元，当年实现营业收入 4.83 亿元，净亏损 0.35 亿元。

中民投物业管理业务主要通过下属子公司中民未来负责。中民未来依据公司战略目标，致力于以物业为基础，金融为手段，养老为特色的私人管家服务模式，培育独特的社区增值服务的大生态圈和大平台，目前主要从事收购物业管理资产、财富管理公司、金融产品销售及大宗商品贸易等业务，旗下已取得支付业务许可证、保险经纪许可证、消费金融牌照、基金销售资格证书、私募基金管理人登记等。中民未来目前参、控股 29 家物业公司，辐射 155 个城市，涵盖住宅社区、公共场馆、商业场所、园区场地 4 类业态，物业管控面积合计 7.63 亿平方米，是国内最大的物业管理集团。2016-2017 年，中民未来分别实现营业收入 43.80 亿元和 73.39 亿元，主要来自于大宗商品贸易，同期分别实现净利润-1.99 亿元和 1.65 亿元。

### 3. 保险业务

2016年4月，中民国际新加坡收购白山保险集团有限公司（White Mountains Insurance Group, Ltd.）旗下思诺保险全部股权，中民投保险业务即通过思诺保险开展。思诺保险成立于1945年，是一家全球性再保险集团。其拥有一支经验丰富、业务熟稔的管理团队，总裁已为公司服务30余年，核心管理成员平均司龄18年，平均行业资历29年。经过长期的经营积累，思诺保险品牌认可度较高，客户源稳定，拥有逾2000名稳定的客户资源，其65%的有效保费来自投保10年以上的客户，25%的有效保费来自投保20年以上的客户。根据2016年AM Best发布的全球再保险公司合计保费收入排行榜，思诺保险位居第34名，在非寿险再保险公司中位居第29名。此外，思诺保险获得全球主要评级公司的较高评级，其标普及惠誉评级均为A-级。

思诺保险的主要业务条线涵盖财产险（包括财产巨灾险）、意外和健康险、航空和太空险、贸易信贷险、海洋险、农业险及或有事项险等险种的再保险及保险服务，其中财产险、意外和健康险是核心业务板块，2016年来自上述两类险种的净保费收入占比分别为56%和29%。思诺保险目前于多伦多、纽约、百慕大、伦敦、斯德哥尔摩、哥本哈根、汉堡、新加坡

等地设有12家分支机构，覆盖美国、欧洲及亚洲三个主要市场，为140多个国家的客户提供保险与再保险服务。2016年，思诺保险实现净保费收入9.38亿美元，美国、欧洲及亚洲市场的收入占比分别为49%、28%和14%，其中亚洲市场业务规模相对欧美市场较小，未来中民投将协助思诺保险拓展亚洲及中国市场。

思诺保险业务规模增长态势良好，核保水平稳健，承保绩效较好。2016年，思诺保险实现总保费收入12.69亿美元，净保费收入9.38亿美元，分别同比增长9.40%和10.74%；当年，其综合成本率为94%，过去23年平均值为93%。2016年，中民投纳入合并报表范围的保险业务收入为42.98亿元，净利润为7.71亿元。2017年上半年，思诺保险收购了意外和健康险领域的International Medical Group（以下简称“国际医疗集团”）和Armada Corp. Capital, LLC（以下简称“Armada”）的全部股权，合并成本分别为17.98亿元和13.97亿元，商誉分别为18.63亿元和8.47亿元。2016-2017年，思诺保险分别实现总保费收入12.69亿美元和14.39亿美元，同期分别实现净利润0.51亿美元和-1.56亿美元。其中2017年思诺保险出现净亏损，主要受当年三季度巨灾多发影响，理赔支出同比大幅上升所致。

#### 4. 融资租赁业务

中民投融资租赁业务原由中民国际融资租赁股份有限公司（以下简称“中民投国际租赁”）负责。2017年1月，公司投资设立中民投租赁，将其作为融资租赁板块的一级投资平台，并将清洁能源、医疗大健康、航空、物流租赁、供应链金融（保理）以及航运租赁等六大板块确立为核心发展方向。截至2017年末，中民投租赁注册资本150亿元，实收资本77.75亿元。成立以来，中民投租赁先后发起设立了中民投健康产业融资租赁有限公司（以下简称“中民投健康租赁”）、中民投航空融资租赁有限公司（以下简称“中民投航空租赁”）和中民投国际物流融资租赁有限公司（以下简称“中民投物流租赁”）等三家专业性租赁公司。同期，中民投将所持中民投国际租赁股份转让予中民投租赁。其中，中民投国际租赁成立时间相对较早，发展相对成熟，业务领域已涵盖航运、清洁能源、通用航空和设备租赁等方面，目前是融资租赁板块主要收入和利润来源。中民投健康租赁和中民投航空租赁分别专注于医疗大健康和飞机租赁等专业领域，业务发展速度较快。中民投物流租赁定位于物流及供应链金融领域，由于成立时间短，尚处于业务开发阶段。

图表 7. 中民投融资租赁板块运营主体概况 (单位: 亿元、%)

名称	成立时间	注册资本	实收资本	实缴出资比例
中民投健康产业融资租赁有限公司	2017 年	30.00	30.00	60.00
中民投航空融资租赁有限公司	2017 年	10.00	7.50	100.00
中民投国际物流融资租赁有限公司	2017 年	30.00	5.03	57.79
中民国际融资租赁股份有限公司	2015 年	60.00	45.00	60.56

资料来源: 中民投

图表 8. 2017 年中民投租赁各板块专业子公司经营概况 (单位: 亿元、%)

板块	营业收入		总资产	
	金额	占比	金额	占比
中民投国际租赁	21.36	72.17	346.25	59.62
中民投健康租赁	5.89	19.91	118.11	20.34
中民投航空租赁	2.03	6.87	91.13	15.69
中民投物流租赁	0.13	0.43	6.17	1.06
本部	0.42	1.42	94.08	16.20
合并抵消	-0.24	-0.79	-75.02	-12.92
<b>合计</b>	<b>29.60</b>	<b>100.00</b>	<b>580.72</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 中民投

中民国际租赁是融资租赁板块中运营最为成熟的子公司, 其核心团队主要来自民生金融租赁股份有限公司, 在租赁行业具备丰富的从业经验。近年来, 中民投国际租赁业务保持较快增长, 2015-2017 年末, 中民投国际租赁应收融资租赁款净额分别为 61.74 亿元、210.10 亿元和 323.92 亿元。得益于相对完善的风险管理体系, 中民投国际租赁资产质量较好, 截至 2017 年末, 尚未出现不良类项目。从业务模式看, 中民投国际租赁仍以售后回租业务为主, 直租及委贷等业务占比相对较低, 截至 2017 年末, 公司存量项目中, 售后回租业务金额占比超过 80%。

中民投国际租赁业务领域主要包括航运、能源电力、设备租赁、通航等四大板块。能源电力板块主要针对新能源产业, 包括水电、光伏、生物质发电等, 其中光伏板块业务或受发改委、财政部和能源局于 2018 年 6 月发布的《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》影响较大。航运板块主要包括船舶租赁、港口基础设施建设以及航运疏浚。设备租赁板块覆盖面较广, 涵盖政府平台、化工、建筑、制造业、医疗等领域。通用航空板块以直升机租赁业务为主, 目前已成为国内领先的直升机租赁公司。截至 2017 年末, 中民投国际租赁能源电力、航运、设备租赁及通用航空四板块生息资产<sup>4</sup>规模占比分别为 37.13%、32.91%、20.30%和 9.66%。

<sup>4</sup> 含经营性租赁资产与委托贷款。

**图表 9. 2017 年中民投国际租赁各板块概况 (单位: 亿元, %)**

板块	本金投放		期末生息本期余额	
	金额	占比	金额	占比
能源电力	24.10	17.15	117.37	37.13
航运	28.83	20.52	104.02	32.91
设备租赁	36.25	25.79	64.15	20.30
通用航空	51.36	36.54	30.55	9.66
<b>合计</b>	<b>140.54</b>	<b>100.00</b>	<b>316.08</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 中民投

目前, 中民投国际租赁前十大客户主要分布于能源电力、港口基建等行业, 且多为民营企业。较高的客户集中度及行业集中度对其风险管理能力提出了更高的要求。从客户集中度看, 截至 2017 年末, 中民投国际租赁最大单一客户和最大前十家客户剩余项目本息余额分别为 20.18 亿元和 113.40 亿元, 分别占未偿项目本息总额的 6.08% 和 34.15%, 客户集中度相对较高。前十大客户中, 阳光凯迪新能源集团有限公司(以下简称“阳光凯迪”)控股子公司凯迪生态环境科技股份有限公司发行的“11 凯迪 MTN1”于 2018 年 5 月违约, 中民投国际租赁对阳光凯迪的应收融资租赁款仍为正常类, 但需关注后续回收风险。

**图表 10. 中民投国际租赁前十大客户基本情况 (单位: 亿元, %)**

客户名称	行业	剩余租金	占比
客户一	港口码头	20.18	6.08
客户二	航运	17.50	5.27
客户三	能源电力	16.61	5.00
客户四	能源电力	14.64	4.41
客户五	通用航空	9.60	2.89
客户六	航运	9.44	2.84
客户七	港口码头	9.27	2.79
客户八	化工	8.31	2.50
客户九	能源电力	7.85	2.37
客户十	能源电力	7.51	2.26
<b>合计</b>	-	<b>113.40</b>	<b>34.15</b>

资料来源: 中民投

从项目区域分布情况看, 中民投国际租赁存量项目主要集中于华东、华中及西南地区, 截至 2017 年末, 上述区域未偿项目本息占比分别为 31.22%、24.02% 和 12.22%。此外, 由于船舶租赁合作客户为国际航运公司, 因而部分租赁资产分布于境外, 截至 2017 年末占比为 7.84%。整体来看, 中民投国际租赁业务区域分散度相对较好。从项目到期期限结构看, 由于能源电力及船运行业占比相对较高, 中民投国际租赁项目期限普遍较

长，截至2017年末，3年以上项目本金占比约80%。得益于相对完善的风险管理体系，中民投国际租赁资产质量较好，截至2017年末，尚未出现不良类项目。

中民投健康租赁是中民投租赁控股旗下医疗大健康板块业务的运营主体，骨干团队多来自远东租赁、平安租赁等国内大型第三方租赁公司，团队素质较高。自成立以来，中民投健康租赁已完成了覆盖全国的营销网络搭建，业务发展迅速。截至2017年末，中民投健康租赁已累计完成各类项目投放236笔<sup>5</sup>，投放金额合计102.49亿元。从项目投放方式看，中民投健康租赁售后回租项目占比相对较高，截至2017年末售后回租项目金额占比约为96%。

中民投健康租赁形成了包括医疗机构、公共卫生及医药制造在内的三大业务板块，基本实现了对国内医疗行业全产业链的覆盖。截至2017年末，公共卫生、医疗机构及医药制造三大板块累计投放金额占比分别为73.61%、19.43%和6.96%。由于公共卫生类项目单笔金额相对较大，中民投健康租赁的客户集中度较高，截至2017年末，最大单一客户及前十大客户剩余本息余额分别为3.80亿元和25.87亿元，占比分别为3.35%和22.84%。截至2017年末，中民投健康租赁的前十大客户多为县级公立医疗机构，其中位于中西部省份的客户比例较高。在区域经济发展水平及财政状况分化程度不断加大的背景之下，中民投健康租赁资产区域分散度仍需优化。从资产质量看，由于成立时间较短，加之风控体系较为健全，中民投健康租赁资产质量较好，尚未出现不良类和逾期类租赁资产。

中民投航空租赁是中民投租赁控股旗下飞机租赁业务的运营主体。为适应飞机租赁业务在项目沟通、条款磋商和跨境法务等方面高度专业化要求，中民投航空租赁搭建了一只业务经验丰富、国际化程度高的业务团队，其核心管理人员主要来自于交银金融租赁股份有限公司，具备丰富的飞机租赁实务经验。中民投航空租赁目前主要通过收购资产包和售后回租的方式介入飞机租赁业务，其中收购资产包业务的合作对象均为全球排名前列的飞机租赁公司，以控制业务风险。截至2017年末，中民投航空租赁已完成多批资产包的交付，租赁资产净值合计77.47亿元；机队已拥有18架飞机，平均机龄1.76年，平均剩余租期8.99年，

<sup>5</sup> 含售后回租、直接租赁和商业保理业务。

在租客户主要为东南亚以及新兴市场国家排名靠前的航空公司。

中民投物流租赁是中民投租赁控股物流租赁板块营运主体，聚焦于冷链物流、货运航空、能源及化工品物流、物流地产、新材料等垂直细分领域。由于成立时间相对较短，中民投物流租赁项目落地数量相对较少，截至2017年末在租项目数量合计3笔，投放金额合计1.30亿元。其中，货运航空及冷链物流项目分别为2笔和1笔，投放金额分别为1.00亿元和0.30亿元，截至2017年末均为正常类资产。除融资租赁业务外，根据中民投租赁的业务规划，未来还将通过供应链金融、综合金融服务等方式为物流产业链及物流生态圈企业提供融资租赁、商业保理、股权投资、资产管理、贸易、数据服务等产品 and 产业要素整合服务。

## 5. 新能源

中民投新能源业务主要由子公司中民新能负责。中民新能的发展规划一是依托国家特高压外送线路推进加快开发和建设宁夏盐池国家新能源示范区项目，并以宁夏为突破，建立西北部发展大型地面光伏电站产业集群；二是优先开展东部区域大规模优质项目的开发，规模化应用先进技术光伏产品；三是在特高压外送通道周边区域战略布局，探索跨省区新能源综合开发利用模式，在新疆，青海等地积极参与新能源工程建设；四是结合国务院批复的《河北省张家口市可再生能源示范区发展规划》，加大资金和资源倾斜力度；五是成立地面电站、分布式电站、EPC工程、运维服务、创新投资五大业务子公司。

现阶段中民新能主要从事光伏电站的投资运营，采用自主开发与合作开发相结合的操作模式。依托中民投在资源、资金等方面的支持，中民新能已在多个光照资源优质的区域进行光伏电站项目开发。2017年末，中民新能完工及在建的光伏电站项目合计21个，总容量为1245.65MWp，累计投资101.63亿元。同期末，中民新能拟建项目的总装机容量约200MWp，总投资预计为13.72亿元，短期内仍面临一定的投融资压力。2016年和2017年，中民新能分别实现营业收入4.33亿元和17.67亿元，净利润2.67亿元和2.74亿元。受制于新目标标杆电价下降较快、市场竞争激烈等因素，地面式电站项目投资收益率快速下滑。未来公司地面式电站项目主要来自于原有项目的二期建设，或者原有项目所在地的新增扶贫项目，

此外不再计划大规模新增地面式电站投资。

**图表 11. 2017 年末中民投光伏电站项目建设情况 (单位: MWp、亿元)**

序号	项目名称	项目类型	获取方式	最终装机容量	总投资
1	宁夏盐池项目	地面式	自主开发	380	30
2	宁夏同心项目	地面式	自主开发	200	15.77
3	阿拉善盟项目	地面式	自主开发	10	0.86
4	博白民衍项目	地面分布式	自主开发	20	1.51
5	枣庄海川项目	地面式	合作开发	40	3.57
6	新巴尔虎左旗项目	地面式	合作开发	30	2.99
7	山东潍坊项目	地面式	合作开发	50	4.7
8	江西余江项目	地面分布式	合作开发	20	1.63
9	鲁山礅子营项目	地面分布式	自主开发	20	7.57
10	鲁山梁洼项目	地面分布式	自主开发	20	
11	鲁山马楼项目	地面分布式	自主开发	20	
12	德州翔宇项目	屋顶分布式	合作开发	15	1.12
13	汤阴 20MW 项目	地面分布式	合作开发	20	3.38
14	汤阴 100MW 项目	地面式	合作开发	一期 20 二期 80	
15	歌尔声学屋顶项目	屋顶分布式	自主开发	21	1.58
16	浙江海宁项目	屋顶分布式	自主开发	25	1.89
17	陕西淳化项目	地面分布式	自主开发	20	1.8
18	山西阳泉项目	集中式	自主开发	50	3.5
19	宁夏盐池 234 扶贫电站	地面式	自主开发	233.7	17.56
20	歌儿二期	屋顶分布式	自主开发	10.95	0.76
21	长丰项目	地面分布式-渔光互补	合作开发	20	1.44
<b>合计</b>				<b>1325.65</b>	<b>101.63</b>

资料来源：中民投

## 6. 公务机托管

公务机托管业务主要由中民航旅全资子公司亚联公务机负责。亚联公务机成立于 2007 年 4 月 9 日，并于 2007 年 4 月 28 日取得民航局颁发的《通用航空企业经营许可证》。经过运行合格审定后，亚联公务机于 2007 年 9 月 12 日取得局方颁发的《运行许可证》以及 CCAR91 部和 CCAR135 部运行规范，开始正式运行。

亚联公务机为亚洲最大的公务机运营商之一，飞行小时数占全行业

较显著份额。2015年，中民通航与卢森堡国际通航集团签署战略合作协议，积极通过各种渠道扩大机队规模，提高飞机使用率，确立并巩固公司在国内公务机托管领域的领先优势。目前，亚联公务机在册员工约512人，含飞行员102名，机务维护人员108名以及运行控制人员、客舱服务人员等各类岗位员工。2016-2017年，亚联公务机分别实现营业收入10.95亿元和10.80亿元，净利润0.41亿元和0.17亿元。

## 7. 业务规划

中民投未来将通过大力发展新能源、居家养老、装配式建筑、通用航空等特色产业，持续推进绿色、环保、民生事业的发展。同时，通过发展保险、融资租赁、资产管理、普惠金融等现代金融服务业，努力更好地服务实体经济。公司融资租赁板块预期在租赁领域巩固国内最大直升机租赁公司的领先地位，深耕大健康产业领域，成为大健康全产业链金融服务提供商。保险板块计划实现思诺保险的中国布局和亚洲区域拓展，并实现欧美市场的新突破。资产管理板块将充分发挥集团化管理、多元化治理、后发潜力明显的优势，开展以不良资产处理为主导的多方位资产管理。公司还将紧跟国家战略，助力医药健康产业的供给侧结构性改革，实现健康养老业务的社区化，专注光伏产业下游开发，稳健进入上中游进行整合，以技术革新引领装配式建筑业品质升级，从节能环保、生产效率等多方面助推建筑业“供给侧改革”。

### （五）公司财务质量

普华永道会计师事务所有限公司对中民投的2015-2017年度的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。公司执行企业会计准则（2006版）、企业会计制度及其补充规定。据中民投2016年度审计报告披露，公司对综合性开发项目投资性房地产和存货的土地成本分摊方法由按各形态建筑面积比例分摊变更为按照土地购买日各形态公允价值比例进行分摊，并针对上述会计政策变更及相关影响进行了追溯调整，主要涉及存货及与其相关的收益、负债科目的变动。

图表 12. 追溯调整后中民投资产负债表科目变动情况（亿元）

项目	2015年12月31日			2015年1月1日		
	变更前	变更后	差值	变更前	变更后	差值
存货	218.40	188.66	29.74	122.00	92.30	29.70

项目	2015年12月31日			2015年1月1日		
	变更前	变更后	差值	变更前	变更后	差值
递延所得税负债	39.03	31.60	7.43	16.60	9.17	7.43
未分配利润	69.08	47.90	21.18	60.27	39.11	21.16
少数股东权益	68.04	66.92	1.12	19.59	18.48	1.11

资料来源：中民投

图表 13. 追溯调整后中民投利润表科目变动情况（亿元）

项目	2015年度			2014年5月9日至2014年12月31日		
	变更前	变更后	差值	变更前	变更后	差值
公允价值变动损益	17.79	17.76	0.03	51.26	21.57	29.69
所得税费用	6.41	6.40	0.01	21.00	13.58	7.42
少数股东变动损益	-0.89	-0.89	-	1.84	0.73	1.11

资料来源：中民投

截至 2017 年末，中民投经审计的合并财务报表口径资产总额为 3061.13 亿元，股东权益为 768.66 亿元，其中归属于母公司股东权益为 502.34 亿元；2016 年公司实现营业收入合计 286 亿元，营业利润 80.81 亿元，净利润 55.64 亿元，其中归属于母公司股东的净利润为 35.54 亿元。

截至 2018 年 3 月末，中民投未经审计的合并财务报表口径资产总额为 3037.29 亿元，股东权益为 761.50 亿元，其中归属于母公司股东权益为 495.04 亿元；上半年公司实现营业收入合计 70.77 亿元，营业利润 5.19 亿元，净利润 4.96 亿元，其中归属于母公司股东的净利润为 3.64 亿元。

## 五、公司财务分析

### （一）公司盈利能力

近年来中民投收入来源不断丰富，目前业务板块较多，但盈利主要来自于房地产板块的土地增值及并购收益，公司房地产、新能源及租赁等经营板块仍处于前期投入阶段，经济效应暂未体现，其盈利能力及其稳定性仍有待观察。

近年来中民投营业收入呈现大幅增长，2015-2017 年及 2018 年一季度营业收入分别为 46.64 亿元、195.15 亿元、286 亿元和 70.77 亿元。其

中 2016 年以来随着公司合并范围的进一步扩大及存量项目收益的逐步体现，公司营业收入水平同比显著提升，增量部分主要来自于房地产业务的并购扩大及原有项目销售情况的好转、新增保险业务板块收入、融资租赁业务规模的扩大、新能源项目并网发电及大宗商品贸易的开展。2015-2017 年及 2018 年一季度，中民投综合毛利率分别为 69.40%、22.95%、12.28% 和 30.57%，其中 2014 年公司以金融板块投资业务为主，营业成本较低，后随着公司业务板块的扩充，实业投资的增多，综合毛利率持续下降。

图表 14. 2015-2017 年中民投主要收益构成 (单位: 亿元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
<b>营业收入</b>	<b>46.64</b>	<b>195.15</b>	<b>286.00</b>
其中：资本管理与股权投资业务	28.11	11.81	-20.07
综合物业销售及管理业务	2.02	71.12	108.82
保险业务	-	42.98	69.72
融资租赁业务	3.28	11.83	24.40
公务机托管业务	11.74	10.89	10.54
新能源业务	-	4.33	9.44
其他	1.50	42.19	83.16
<b>投资收益</b>	<b>3.05</b>	<b>20.36</b>	<b>191.01</b>
<b>营业成本</b>	<b>14.27</b>	<b>150.36</b>	<b>250.87</b>
<b>营业利润</b>	<b>21.11</b>	<b>6.15</b>	<b>80.81</b>
公允价值变动损益	17.79	16.61	5.65
<b>公允价值变动损益/营业利润</b>	<b>84.26%</b>	<b>270.18%</b>	<b>6.99%</b>
营业外收入	33.03	35.15	7.64
<b>净利润</b>	<b>46.41</b>	<b>36.76</b>	<b>55.64</b>
<b>营业外收入/净利润</b>	<b>71.17%</b>	<b>95.61%</b>	<b>21.51%</b>

资料来源：中民投

2015-2017 年，中民投实现营业利润分别为 21.11 亿元、6.15 亿元和 80.81 亿元。其中 2015-2016 年，公允价值变动损益分别为 17.79 亿元和 16.61 亿元，占营业利润的比例分别为 84.29% 和 270.18%，对营业利润的贡献度较大；2017 年公司因处置中民外滩、上海金心、成都海润等公司股权获得投资收益 191.01 亿元，极大地补充了经营收益。2015-2017 年，公司分别实现营业外收入 33.03 亿元、35.15 亿元和 7.64 亿元，其中 2015 年和 2016 年主要来自上置集团和亿达中国的并购收益（即负商誉）。

2015年，中民投收购上置集团的对价低于上置集团合并日可辨认净资产公允价值，因而产生了负商誉。公司以较低的价格收购上置集团（该次交易的认购价格为每股0.10港元，较紧接及包括最后交易日前的最后10个交易日每股股份的平均收市价0.378港元折让约75.34%，较2015年6月30日的资产净值1.55港元折让约93.5%），主要基于以下原因：一是上置集团受疲弱的宏观环境因素影响，合约销售、收入及净利润大幅下降（2015年上半年上置集团收入5.36亿港元，归属于母公司所有者的亏损进一步至2.62亿港元）；二是上置集团近年来债务规模大幅扩张，截至2015年6月末未偿还借贷总额为191.72亿港元，现金储备为22.40亿港元，2015年9月末现金及银行存款结余为23.37亿港元，其中19.65亿元为受限存款，但是上置集团约有28.95亿元贷款本金及利息将于2015年9月至2015年12月到期，上置集团面临严重的流动性风险；三是上置集团认为中民嘉业投资后将提供即时资金支持以改善其现金流，且中民嘉业会适时将优质房地产项目或资产注入上置集团，进行资源整合。

2016年11月，中民嘉业通过向原大股东购买股份的方式获得亿达中国53.02%股权，收购完成后促发了面向所有股东的全面要约收购，要约期结束后合计持有亿达中国61.1%股权。在收购日时点，亿达中国的物业及贷款合计评估增值19.70亿，采用的估值技术为购买日所转移非现金资产的公允价值以及所发生或承担负债的公允价值，使用的关键假设分别为被购买方持续经营，且被购买方在公开市场上进行交易。截至收购日，亿达中国可辨认净资产公允价值人民币100.20亿元，中民嘉业为购买该股权支付的对价为等值人民币26.70亿元（不含要约收购款），均以现金支付，从而形成负商誉约人民币26.30亿元。

2015-2017年及2018年一季度，中民投实现净利润分别为46.41亿元、36.76亿元、55.64亿元和4.96亿元。近年来公司产业布局逐步完善，收入来源不断丰富，目前业务板块较多，但盈利主要来自于房地产板块的土地增值、并购收益及子公司处置收益，在项目持有期间尚未贡献正向现金流入，公司非金融经营板块仍处于前期投入阶段，经济效应暂未体现，公司未来盈利能力及其稳定性仍有待观察。

## （二）公司偿债能力

中民投利用资本及债务杠杆不断推进战略投资及产业整合，负债水平快速攀升，目前已积累了较大规模的刚性债务。公司仍有较多项目处

于集中投入阶段，且具有投资规模大、投资回收期长的特点，短期内仍面临一定的投融资压力。公司融资渠道畅通，近年来债务结构持续优化，未使用授信充足，能够在一定程度上缓解公司的资金压力。

### 1. 债务分析

成立以来，随着注册资本的逐步到位及经营积累的增加，中民投的自有资本实力逐年提升。此外，2016年以来公司在不丧失控制权的前提下通过处置子公司股权、子公司增资扩股等方式实现资本溢价，受益于上述股权稀释事项及投资并购业务吸收少数股东投资的杠杆效应，公司权益资本规模快速增加。2015-2017年末及2018年3月末，公司净资产分别为481.71亿元、720.24亿元、768.67亿元和761.50亿元。其中2018年3月末，公司实收资本、未分配利润和少数股东权益分别为401.46亿元、82.86亿元和266.46亿元，在净资产中占比分别为52.72%、10.88%和34.99%。

中民投成立尚不久，随着战略投资及产业整合的推进，其业务板块不断扩张且部分项目处于集中投入阶段，滋生了大量的资本需求，公司不断通过金融机构借款、直接债务融资工具、结构化融资主体等渠道进行融资，负债水平因此大幅攀升。2015-2017年末及2018年3月末，公司资产负债率分别为67.23%、73.57%、74.89%和74.93%。未来随着公司投资并购业务尤其是金融板块并购业务的持续开展，公司仍面临较大的资金需求，负债经营程度或将进一步上升。

从负债结构来看，中民投的刚性债务占比逐年提高，2015-2017年末其占比分别为65.86%、70.99%和75.74%。2017年末，除刚性债务以外，公司的债务主要分布于其他应付款和其他非流动负债，其在负债总额中占比分别为5.14%和5.75%。其中其他应付款117.75亿元，主要来自于预收投资转让款、应付债券和收益权转让款项、应付固定资产建造工程款及其它资金往来款项等；其他非流动负债131.73亿元，主要由保险合同准备金、投资者增资款、融资租赁保证金等构成。

中民投的融资渠道畅通，近年来采用金融机构借款、发行债券、设立结构化主体的方式不断扩大融资规模并调整债务期限结构。2015-2017年末，公司刚性债务余额分别为651.02亿元、1422.91亿元和1736.22亿元，中长期刚性债务占比分别为40.77%、53.97%和45.01%。公司的短期刚性债务包括短期借款、一年内到期的长期借款及应付债券、应付债权及收

益权转让款项等，中长期刚性债务系由长期借款、应付债券、应付结构化主体优先级投资人本金及应付融资租赁款等构成。资金成本方面，公司短期借款主要来自于银行流动资金借款和信托计划借款，2017年末加权平均的融资利率为5.14%；长期借款的平均年利率为5.22%；已发行债券的利率范围为3.80%至7%；应付债权及收益权转让款项于当年末的年利率范围为4.95%至7.80%。2015-2017年，公司的利息支出迅速上升，平均年化增率为97.87%，利息保障倍数分别为3.08倍、1.51倍和1.93倍。

**图表 15. 2015-2017 年末中民投刚性债务构成 (单位: 亿元)**

刚性债务类型	2015 年末	2016 年末	2017 年末
<b>短期借款</b>	<b>266.14</b>	<b>335.52</b>	<b>470.82</b>
其中：信用借款	154.71	222.79	292.05
保证借款	41.54	7.66	48.26
抵质押借款	69.89	105.08	130.51
<b>长期借款</b>	<b>145.85</b>	<b>423.79</b>	<b>581.71</b>
其中：信用借款	14.15	30.54	439.00
保证借款	49.19	169.16	1526.24
抵质押借款	82.51	224.09	3851.87
<b>应付债券</b>	<b>65.73</b>	<b>442.97</b>	<b>567.86</b>
<b>其他刚性债务</b>	<b>173.30</b>	<b>220.63</b>	<b>115.83</b>
其中：应付优先级投资人本金	150	150	64.25
<b>合计</b>	<b>651.02</b>	<b>1422.91</b>	<b>1736.22</b>

资料来源：中民投

2018年3月末，中民投的净资产为761.50亿元，负债率为75.93%，与上年末基本持平。当期末，公司负债总额为2275.80亿元，其中刚性债务余额为1704.41亿元，占比74.89%，较年初略有下降。

中民投与银行等金融机构一直保持良好的合作伙伴关系，能够获得较高的授信额度。2017年末，公司获得主要贷款银行的授信额度合计1477.04亿元，已使用额度689.75亿元，未使用额度787.29亿元。综合来看，中民投直接及间接的债务融资能力均较强，非标渠道融资的债务成本控制较好，金融机构较充足的授信额度能够在一定程度上缓解公司的资金压力。

### ➤ 或有负债

2017年末，中民投对外担保余额为425.62亿元，担保对象系子公司或合营、联营企业，或有债务风险较为可控。其中，公司为合并范围内子

公司借款担保及债券担保余额分别为 330.86 亿元和 12.96 亿元，集中于资本管理与股权投资、多元化房地产及融资租赁业务板块；公司为合营和联营企业担保余额为 81.80 亿元。此外，公司为子公司提供维好服务承诺的借款及应付债券余额分别为 7.54 亿元和 51.23 亿元。

### ➤ 过往债务履约情况

根据中民投 2018 年 5 月 8 日《企业信用报告》所载，公司无信用违约记录。

## 2. 现金流分析

中民投目前处于业务快速扩张阶段，面临较大的投资压力，其资金缺口主要通过外部筹资来解决。2015-2017 年，公司经营活动产生的现金净流出分别为 153.00 亿元、147.05 亿元和 146.91 亿元，除资本管理与股权投资业务的现金净流出以外，公司融资租赁业务处于快速发展阶段，融资租赁款的投放额大于回收额，因此公司的经营性现金流保持净流出状态。同期，公司投资性现金净流出分别为 137.39 亿元、326.49 亿元和 194.65 亿元，由于公司非金融板块不断扩张，股权投资支出规模大于投资回收金额所致。

为满足经营及投资活动资金需求，中民投同时采用股权融资和债权融资的方式，2015-2017 年筹资活动产生的现金流量净额分别为 431.14 亿元、583.87 亿元和 223.57 亿元，其中吸收投资收到的现金分别为 78.23 亿元、126.91 亿元和 40.98 亿元。同期，公司 EBITDA 分别为 62.85 亿元、82.18 亿元和 163.03 亿元，主要来源于利润总额；EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 3.11 倍、1.57 倍和 2.06 倍，随着融资规模的大幅增加，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度较低。短期来看，公司投资规模仍较大，预计经营性及投资性现金流将继续呈现净流出，但未来随着各板块业务收益的逐步实现和回收，净流出状态有望得到一定改善。

## 3. 资产质量分析

近三年中民投的资产规模因金融板块投资的扩大及非金融板块业务经营的展开呈迅速增长趋势，2015-2017 年末公司总资产分别为 1470.17 亿元、2724.70 亿元和 3061.13 亿元。其中 2017 年末，公司流动资产和非流动资产分别占比 48.10%和 51.90%，流动比率为 108.25%，较上年末下降 26.87 个百分点，主要由于中民外滩不再纳入合并范围，公司存货规模大

幅减少所致。2018年3月末，中民投总资产合计3037.29亿元，其中流动资产和非流动资产分别占比47.75%和52.25%，资产规模及结构与年初较为一致。公司各业务板块中，资本管理与股权投资、融租租赁及综合物业销售及管理业务板块投资份额最高，因此公司资产大量集中于货币资金、金融资产<sup>6</sup>、长期股权投资、存货和投资性房地产等。

从具体资产构成来看，2017年末中民投货币资金存量为237.31亿元，在总资产中占比7.75%。金融资产投资方面，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额为656.63亿元，在总资产中占比21.45%，主要包括股票213.22亿元、基金90.27亿元、债券167.33亿元、未上市公司股权143.69亿元、债权投资24.27亿元和资产管理计划、信托产品14.56亿元；应收款项类投资余额为126.86亿元，在总资产中占比4.14%，包括委托贷款67.89亿元、信托收益权26.25亿元、贷款32.73亿元；可供出售金融资产余额为30.59亿元，在总资产中占比1%，主要包括股票13.15亿元和未上市公司股权6.13亿元等。公司长期应收款（含一年内到期）余额为382.43亿元，在总资产中占比12.49%，其中应收融资租赁款净值为368.93亿元。公司长期股权投资余额为307.35亿元，在总资产中占比10.04%，其中占比较高的股权投资包括中民外滩72.14亿元、阳光城集团47.96亿元和远东宏信29.47亿元<sup>7</sup>，较上年末增量主要来源于中民外滩作为合营企业核算。

2017年末，中民投存货余额为142.40亿元，以房地产业务开发成本和开发产品为主，在总资产中占比4.65%，投资性房地产余额为183.85亿元，在总资产中占比6.01%，均随着部分房地产公司的处置较上年末明显下降。公司其他应收款余额为389.20亿元，在总资产中占比12.71%，主要由应收关联方及第三方资金往来款构成，其中应收关联方账款余额为293.85亿元，包括应收中民外滩款项219.94亿元。2017年末，公司其他资产还主要来自于保险业务及新能源业务，应收保费、应收分保账款和光伏基建在建工程余额分别为37.40亿元、11.16亿元和32.40亿元。此外，公司因并购产生的商誉合计75.58亿元，2017年增量主要来自保险板块。

2017年末，中民投受限资产合计720.31亿元，受限资产规模较大，

<sup>6</sup> 包括以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收款项类投资、可供出售金融资产，以及列示于其他流动资产、其他非流动资产等科目的上述资产。

<sup>7</sup> 2017年，鉴于中民投所持远东宏信股权的公开市场价值长期低于其账面价值，当年计提减值准备8.59亿元。

将在一定程度上制约公司后续融资空间。公司金融资产投资在总资产中占比较高，资金投向涉及股票、债券市场、非上市公司股权和非标资管产品，此外还拥有大量应收融资租赁款等，相关资产价值易受证券市场波动影响，市值管理压力较大；在信用违约事件频发的情况下，债权类资产的信用风险也有所增加；此外，还需关注资产账面价值变动对公司再融资能力的影响。

**图表 16. 2017 年末中民投受限制资产明细（亿元）**

资产科目	受限金额	用途
货币资金	61.28	主要为存放银行的保证金存款和为借款提供质押担保的存款以及存放在质押证券账户中的投资款，为借款提供质押担保的其他货币资金，及存放信托公司的保障基金
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	64.67	质押给金融机构作为借款的抵质押物
应收账款	10.11	质押给银行及信托机构作为借款和长期应付款的质押物
存货	50.33	抵押给银行及信托计划作为借款抵押物
长期应收款	206.45	质押给银行作为借款及保理融资款项的质押物
长期股权投资	87.35	质押给金融机构作为借款的抵押物
投资性房地产	135.81	抵押给银行和信托计划作为借款的抵押物
固定资产	98.01	抵押给金融机构作为短期借款和长期借款的抵押物
在建工程	6.30	抵押给金融机构作为借款的抵押物
<b>合计</b>	<b>720.31</b>	--

资料来源：中民投

## 四、公司抗风险能力/外部支持

### （一）自身抗风险能力

中民投具备良好的政策环境和发展机遇。此外作为国务院批准、国家层面组织成立的首家民营投资公司及其较为强大的众多民营股东的背景，公司具备较强的资源整合能力。

#### （1）具备良好的政策环境和发展机遇

十八届三中全会确立了进一步深化改革开放的方针，提出市场在资源配置中起决定性作用，明确提出非公有制经济是社会主义市场经济的重要组成部分。这些举措将释放巨大的制度红利，以民营经济为主体的非

公有制经济将获得快速发展。作为中国首家中字头民营投资公司，中民投具备良好的政策环境和发展机遇。

### **(2) 业务板块不断丰富，资产规模快速上升**

中民投不断推进战略投资及产业整合，目前已搭建资产管理与股权投资、综合物业销售及管理、保险、融资租赁、新能源及公务机托管等业务板块，多元化投资经营使公司资产规模快速上升，整体抗风险能力有所增强。

### **(3) 素质较高的管理团队**

中民投高管多数具有丰富的政府、金融和地产等领域的从业和管理经验，管理团队素质较高，有利于公司的持续发展。

### **(4) 资本实力雄厚**

中民投注册资本 500 亿元，截至 2018 年 4 月 30 日实收资本 401.46 亿元，资本实力雄厚。

## **(二) 外部支持**

中民投作为国务院批准、国家层面组织成立的首家民营投资公司，能通过中华全国工商业联合会争取国家优惠政策。同时公司股东能在资金、信息、渠道等方面给公司提供一定的资源。

## **五、本期债券偿付保障分析**

截至 2018 年 3 月末，中民投货币资金存量充裕，为 189.75 亿元，且以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产及可供出售金融资产规模较大，合计为 417.79 亿元，可变现能力相对较强，必要时公司可以通过变现流动资产补充偿债资金。

此外，中民投与多家银行保持了良好合作关系，获得资金周转与补充的间接融资渠道畅通，具有较强的融资能力。截至 2017 年末，公司获得主要贷款银行的授信额度为 1477.04 亿元，已使用额度 689.75 亿元，未使用额度 787.29 亿元。

## 六、结论

作为一家经国务院批准由民营资本设立的投资公司，中民投的经营宗旨是集聚民间资本力量，助力国内经济结构调整和战略性新兴产业发展。

十八届三中全会确立了进一步深化改革开放的方针，提出市场在资源配置中起决定性作用，明确提出非公有制经济是社会主义市场经济的重要组成部分。作为中国首家中字头民营投资公司，中民投具备良好的政策环境和发展机遇。公司系国务院批准、国家层面组织成立的首家民营投资公司，且拥有较为强大的众多民营股东背景，其具备较强的资源整合能力。此外，公司还在管理团队素质及资金渠道等方面具备一定的优势。

中民投不断推进战略投资及产业整合，目前已搭建资产管理与股权投资、综合物业销售及管理、保险、融资租赁、新能源及公务机托管等业务板块，多元化投资经营使公司资产规模快速上升，整体抗风险能力有所增强。但由于公司成立时间尚短，投资领域较广，行业跨度较大且国内外均有布局，使其面临一定的海外投资和跨境经营风险、相关行业政策变动风险、投融资的财务压力及多元化经营的管理压力。公司在房地产及新能源行业的单体项目投资金额较大，政策敏感度较高，其运营及退出情况对公司业绩影响较大。公司目前的盈利主要来自于房地产领域的土地增值及并购收益，公司综合物业销售及管理、新能源及租赁等经营板块仍处于前期投入阶段，经济效应暂未充分体现，其盈利能力及其稳定性仍有待观察。

中民投利用资本及债务杠杆快速扩张，负债水平快速攀升，目前已积累了较大规模的刚性债务。随着并购投资的开展及融资租赁、新能源业务的扩大，公司未来仍存在资金补充需求。公司融资渠道畅通，近年来债务结构持续优化，未使用金融机构授信充足，能够为其提供流动性支持。但需关注金融强监管环境下，公司金融资产面临的价值波动及信用风险。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

## 公司股东情况表

序号	投资方名称	认缴注册 资本金额 (亿元)	占比	实缴资本 金额 (亿元)	占比
1	亿达控股有限公司	10	2.00%	10	2.00%
2	西藏融汇投资管理有限公司	3	0.60%	3	0.60%
3	北京蕴恒资本管理有限公司	3	0.60%	3	0.60%
4	陕西大唐西市投资有限公司	3	0.60%	3	0.60%
5	陕西荣民文化产业发展有限公司	10	2.00%	10	2.00%
6	包头嘉康环瀛投资有限公司	10	2.00%	10	2.00%
7	山东东岳化工有限公司	10	2.00%	10	2.00%
8	广西金伍岳能源集团有限公司	4	0.80%	4	0.80%
9	上海晖能实业有限公司	3	0.60%	3	0.60%
10	中能成投资（北京）有限公司	3	0.60%	3	0.60%
11	世嘉控股集团（杭州）有限公司	4	0.80%	4	0.80%
12	苏宁电器集团有限公司	3	0.60%	3	0.60%
13	亨通集团有限公司	5	1.00%	5	1.00%
14	宗申产业集团有限公司	9	1.80%	9	1.80%
15	和润集团有限公司	10	2.00%	10	2.00%
16	新华联合冶金控股集团有限公司	10	2.00%	10	2.00%
17	上海国鹏投资中心（有限合伙）	10	2.00%	10	2.00%
18	北京亿润创智投资管理中心（有限合伙）	10	2.00%	10	2.00%
19	北京华鑫通投资中心（有限合伙）	5	1.00%	5	1.00%
20	北京康讯投资中心（有限合伙）	10	2.00%	10	2.00%
21	北京普泰投资管理中心（有限合伙）	1	0.20%	1	0.20%
22	武汉盈信达投资合伙企业（有限合伙）	10	2.00%	10	2.00%
23	科创控股集团有限公司	0.35	0.07%	0.35	0.07%
24	大连顺和商业地产有限公司	3	0.60%	3	0.60%
25	山西宝山矿业有限公司	10	2.00%	10	2.00%
26	山西汇丰兴业焦煤集团有限公司	5	1.00%	5	1.00%
27	天津天远信恒企业管理咨询有限公司	3	0.60%	3	0.60%
28	红狮控股集团有限公司	10	2.00%	10	2.00%
29	特华投资控股有限公司	10	2.00%	10	2.00%
30	福建阳光集团有限公司	10	2.00%	10	2.00%

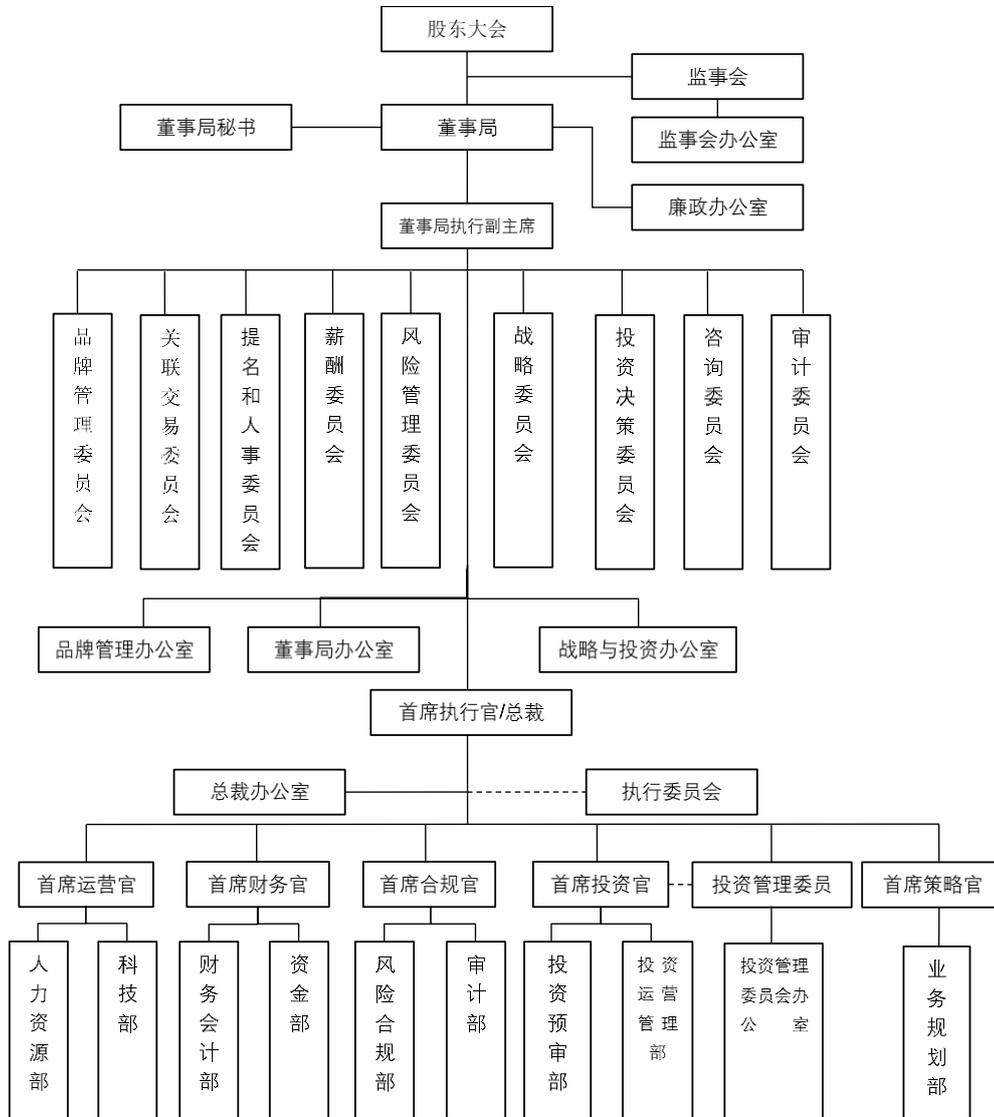
序号	投资方名称	认缴注册 资本金额 (亿元)	占比	实缴资本 金额 (亿元)	占比
31	广西尊荣资产管理有限公司	10	2.00%	10	2.00%
32	山东万通石油化工集团有限公司	10	2.00%	10	2.00%
33	信发集团有限公司	3	0.60%	3	0.60%
34	北京睿嘉融信投资管理中心 (有限合伙)	3	0.60%	3	0.60%
35	北京润地汇通投资中心(有限 合伙)	3	0.60%	3	0.60%
36	红豆集团有限公司	2.5	0.50%	2.5	0.50%
37	万兴投资管理有限公司	4	0.80%	4	0.80%
38	甘肃盛达集团股份有限公司	1.5	0.30%	1.5	0.30%
39	锦绣前程投资控股有限公司	3	0.60%	3	0.60%
40	中泰信托有限责任公司	20	4.00%	8	1.60%
41	桦甸市大悦城企业投资有限公 司	5	1.00%	5	1.00%
42	淄博汉安商贸有限公司	4	0.80%	4	0.80%
43	天津汇文资产管理中心(有限 合伙)	10	2.00%	10	2.00%
44	沧州中铁装备制造材料有限公司	10	2.00%	10	2.00%
45	河北渤海煤焦化有限公司	7	1.40%	7	1.40%
46	盛达矿业股份有限公司	2.5	0.50%	2.5	0.50%
47	华鑫通国际招商集团股份有限 公司	5	1.00%	5	1.00%
48	深圳市前海恒利汇通投资有限 公司	3	0.60%	3	0.60%
49	山东奥德燃气有限公司	10	2.00%	10	2.00%
50	吉林省雨沐原粮食贸易有限公 司	3	0.60%	3	0.60%
51	奥德国际控股有限公司	3	0.60%	3	0.60%
52	上海恒颐投资有限公司	3	0.60%	3	0.60%
53	江铜国际商业保理有限责任公 司	2.65	0.53%	2.65	0.53%
54	正大光明企业管理有限公司	10	2.00%	10	2.00%
55	陆家嘴国际信托有限公司	11	2.20%	11	2.20%
56	西部信托有限公司	10	2.00%	10	2.00%
57	国通信托有限责任公司	3	0.60%	3	0.60%
58	宁夏万新汇晟股权投资管理有 限公司	10	2.00%	10	2.00%
59	江苏红豆实业股份有限公司	7.5	1.50%	7.5	1.50%
60	西藏信托有限公司	10	2.00%	10	2.00%
61	深圳海之威博达管理中心(有 限合伙)	2	0.40%	2	0.40%
62	江苏民营投资控股有限公司	8.46	1.69%	8.46	1.69%

序号	投资方名称	认缴注册 资本金额 (亿元)	占比	实缴资本 金额 (亿元)	占比
63	天安人寿保险股份有限公司	16	3.20%	16	3.20%
64	霍尔果斯市国信保泰创业投资有限公司	86.54	17.31%	0	0.00%
	<b>合计</b>	<b>500</b>	<b>100.00%</b>	<b>401.46</b>	<b>80.29%</b>

资料来源：中民投（截至 2018 年 4 月 30 日）

附录二：

## 公司组织结构图



注：科技部职能暂由中民投（天津）科技有限公司承担。

资料来源：中民投（截至 2017 年末）

附录三：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 一季度
资产总额[亿元]	1470.17	2724.70	3061.13	3037.29
货币资金[亿元]	251.36	365.85	237.31	189.75
刚性债务[亿元]	651.02	1,422.91	1,736.22	1704.41
所有者权益[亿元]	481.71	720.24	768.66	761.50
营业收入[亿元]	46.64	195.15	286.00	70.77
净利润[亿元]	46.41	36.76	55.64	4.96
EBITDA[亿元]	62.85	82.18	163.03	—
经营性现金净流入量[亿元]	-153.00	-147.05	-146.91	-22.45
投资性现金净流入量[亿元]	-137.39	-326.49	-194.65	13.60
资产负债率[%]	67.23	73.57	74.89	74.93
长期资本固定化比率[%]	85.83	78.75	93.40	93.39
权益资本与刚性债务比率[%]	73.99	50.62	44.27	44.68
流动比率[%]	117.13	135.12	108.25	108.40
速动比率[%]	79.55	101.63	96.96	95.96
现金比率[%]	53.80	71.05	48.53	45.41
利息保障倍数[倍]	3.08	1.51	1.93	—
有形净值债务率[%]	219.21	315.32	355.29	354.83
营运资金与非流动负债比率[%]	35.32	36.91	12.04	11.98
应收账款周转速度[次]	24.82	17.80	9.06	—
存货周转速度[次]	0.08	0.55	1.06	—
固定资产周转速度[次]	4.99	3.89	2.13	—
总资产周转速度[次]	0.05	0.09	0.10	—
毛利率[%]	69.40	22.95	12.28	30.57
营业利润率[%]	45.27	3.15	28.25	7.33
总资产报酬率[%]	6.12	3.78	5.28	—
净资产收益率[%]	10.35	6.12	7.47	—
净资产收益率*[%]	11.69	6.00	7.03	—
营业收入现金率[%]	47.46	55.86	60.08	43.42
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-41.96	-17.37	-12.31	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-26.89	-9.83	-6.84	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-79.65	-55.94	-28.61	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-51.04	-31.64	-15.90	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.11	1.57	2.06	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.08	0.10	—

注：根据中民投2015-2017年审计报告及2018年一季度未经审计的财务报表整理、计算。普华永道在2016年度审计报告中，对公司2015年及2014年数据进行了追溯调整。

附录四：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初资产总计+期末资产总计]/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计]/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初流动负债合计+期末流动负债合计]/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初负债总额+期末负债总额]/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五:

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下:

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强,较易受不利经济环境的影响,违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般,受不利经济环境影响较大,违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱,受不利经济环境影响很大,违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注:除AAA、CCC及以下等级外,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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下:

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强,基本不受不利经济环境的影响,违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强,受不利经济环境的影响不大,违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强,较易受不利经济环境的影响,违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般,受不利经济环境影响较大,违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱,受不利经济环境影响很大,有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境,违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境,违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小,基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注:除AAA级,CCC级以下等级外,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。