

# 跟踪评级公告

联合[2016] 456 号

中国泛海控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国泛海控股集团有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

中国泛海控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

中国泛海控股集团有限公司发行的“15 泛海 02”和“15 泛海 03”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 五月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 中国泛海控股集团有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

## 主体长期信用等级

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

## 债项信用等级

| 债券简称     | 期限      | 债券规模 | 上次评级结果 | 跟踪评级结果 |
|----------|---------|------|--------|--------|
| 15 泛海 02 | 6 (3+3) | 30 亿 | AA     | AA+    |
| 15 泛海 03 | 6 (3+3) | 10 亿 | AA     | AA+    |

上次评级时间：2015 年 6 月 17 日

跟踪评级时间：2016 年 5 月 25 日

## 主要财务数据：

| 项目             | 2014 年   | 2015 年   |
|----------------|----------|----------|
| 资产总额（亿元）       | 1,273.17 | 1,994.37 |
| 所有者权益（亿元）      | 314.00   | 364.85   |
| 长期债务（亿元）       | 431.15   | 930.19   |
| 全部债务（亿元）       | 724.90   | 1,235.76 |
| 营业收入（亿元）       | 89.01    | 140.98   |
| 净利润（亿元）        | 9.11     | 91.27    |
| EBITDA（亿元）     | 51.17    | 147.32   |
| 经营性净现金流（亿元）    | -18.62   | -39.71   |
| 营业利润率（%）       | 50.74    | 52.62    |
| 净资产收益率（%）      | 3.16     | 26.89    |
| 资产负债率（%）       | 75.34    | 81.71    |
| 全部债务资本化比率（%）   | 69.78    | 77.21    |
| 流动比率           | 1.61     | 2.13     |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 0.83     | 1.73     |
| EBITDA/全部债务（倍） | 0.07     | 0.12     |

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；

2. 2014 年数据采用审计报告中 2015 年期初数；

3. 应付短期融资券已计入短期债务；

4. 长期应付款已计入长期债务。

## 评级观点

中国泛海控股集团有限公司（以下简称“泛海集团”或“公司”）2015 年受益于房地产市场景气度上行以及金融行业的快速发展，经营状况良好，公司营业收入规模进一步扩大；2015 年公司加大投资力度，投资涉及金融、地产、电力、资本等多个领域，持有大量金融资产，质量优良，未来收入可持续强，对公司未来盈利形成良好支撑；公司房地产业务土地与项目储备丰富；联想控股上市后公司获得投资收益金额较大，对当期利润影响较大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到房地产业务仍将面临较大的政策影响波动、公司未来投资支出规模较大、公司债务规模快速扩张及债务负担进一步加重等因素，对公司的信用水平可能造成的负面影响。

未来随着公司在建项目的完工结转，公司收入规模有望进一步扩大；公司投资企业优良，发展前景良好，将进一步扩大公司的经营规模，提升公司的盈利能力，公司整体竞争实力也将得以提升。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”，同时上调“15 泛海 02”和“15 泛海 03”的债项信用等级为“AA+”。

## 优势

1. 公司作为大型投资控股企业，产业布局广泛，2015 年房地产业务规模快速增长，房地产项目储备充足，对公司未来收入形成良好支持。

2. 公司持有较多优质股权，2015 年获得较大规模的投资收益，对利润形成有效补充。

#### 关注

1. 2015 年房地产市场景气度虽持续上行，但房地产行业受到政府持续的政策调控，公司业务易受到市场环境变化的影响。

2. 2015 年，公司债务规模快速扩张，债务负担进一步加重；公司经营性净现金流持续为负且净流出规模扩大；长期债务有一定集中偿还风险，财务风险加大。

3. 2015 年，公司各业务板块计划投资规模较大，未来存在一定的支出压力。

#### 分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

范文豪

电话：010-85172818

邮箱：fanwh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

中国泛海控股集团有限公司（以下简称“泛海集团”或“公司”）属于集团型民营企业，于 1988 年 4 月注册成立。2006 年 10 月，公司更名为现名。历经多次股权转让和增资，截至 2015 年底，公司注册资本为 78 亿元，其中泛海集团有限公司持股比例为 97.43%，通海控股有限公司（原名“泛海控股有限公司”，后于 2014 年 3 月更名为现名）持股比例为 2.57%。公司实际控制人为卢志强。

公司经营范围包括：科技、文化、教育、房地产、基础设施项目及产业的投资；资本经营、资产管理；酒店及物业管理；会议及会展服务；出租商业用房、办公用房、车位；通讯、办公自动化、建筑装饰材料及设备的销售（国家有专项专营规定的除外）；与上述业务相关的经济、技术、管理咨询服务；汽车租赁。

公司目前下设综合管理总部、人力资源管理总部、资产财务管理总部、风险监察总部、公司管理总部、资本投资管理总部、泛海管理学院等 7 个职能部门。截至 2015 年底，公司拥有职工 11,929 人；纳入合并范围一级子公司 12 家，其中全资子公司 5 家，控股子公司 7 家。公司下属全资、控股和参股公司中包含多家上市公司：泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”；证券简称“泛海控股”，证券代码 000046；公司对其直接持股 73.82%）、民生控股股份有限公司（以下简称“民生控股”；证券简称“民生控股”，证券代码 000416；公司对其直接持股 22.56%）、中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”；证券简称“民生银行”，证券代码 600016；公司对其直接持股 2.30%）和联想控股股份有限公司（以下简称“联想控股”；证券简称“联想控股”，证券代码 3396.HK；公司对其直接持股 16.98%）等。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 1,994.37 亿元，负债合计 1,629.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）364.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益 275.26 亿元。2015 年公司实现营业收入 140.98 亿元，净利润（含少数股东损益）91.27 亿元，归属于母公司所有者净利润 82.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-39.71 亿元，现金及现金等价物增加额 223.78 亿元。

公司注册地址：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 C 座 23 层；法定代表人：卢志强。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

公司面向合格投资者公开发行面值不超过 40 亿元（含 40 亿元）的公司债券（以下简称“本次债券”）已获得中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2002 号文核准。公司分别于 2015 年 9 月 11 日和 2015 年 9 月 18 日发行两期公司债券，具体情况见下表所示。其中，中国泛海控股集团有限公司公开发行 2015 年公司债券（第一期）（债券简称：“15 泛海 02”；证券代码：122458.SH）发行总额为人民币 30 亿元，债券期限 6 年，附第 3 年底发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 5.10%；中国泛海控股集团有限公司公开发行 2015 年公司债券（第二期）（债券简称：“15 泛海 03”；证券代码：122470.SH）发行总额为人民币 10 亿元，债券期限为 6 年期，附第 3 年底发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 4.85%。

表 1 公司债券发行情况

| 名称       | 证券代码      | 金额（亿元） | 期限（年）  | 票面利率（%） |
|----------|-----------|--------|--------|---------|
| 15 泛海 02 | 122458.SH | 30     | 6（3+3） | 5.10    |
| 15 泛海 03 | 122470.SH | 10     | 6（3+3） | 4.85    |

资料来源：wind 数据；联合评级整理。

以上两期债券募集资金总额 40 亿元，资金在扣除发行费用后，全部用于补充公司流动资金。截至 2015 年底，公司本次募集资金已使用 39.55 亿元，剩余 4,483.64 万元，全部用于补充营运资金。

截至本报告出具日，“15 泛海 02”和“15 泛海 03”尚未到第一个付息日。

### 三、行业分析

公司是大型民营企业集团，经过三十多年的发展，形成了以房地产为龙头，金融、能源及资本投资协调发展的多元化产业结构和业务格局。

#### 1. 房地产行业

##### 行业概况

2015 年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，较上年下降 14.0%。全年土地购置面积 22,811 万平方米，较上年下降 31.7%。整体看，房地产行业波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。

2015 年，全国土地供应出现一定的下滑趋势，全国 300 个城市共推出土地 31,686 宗，同比减少 14%；土地面积 113,235 万平方米，同比减少 18%；出让金总额为 21,793 亿元，同比减少 10%。土地溢价率方面，2015 年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较去年同期上升 6 个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态势，较同期上升 2 个百分点至 27%；二线城市较上年同期上升 10 个百分点至 17%；三四线城市较上年同期上升 2 个百分点至 8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨 19%至 9,180 元/平方米；二线城市同比上涨 18%至 1,565 元/平方米；三四线城市同比上涨 1%至 751 元/平方米。整体看，土地供求量均出现较大下滑；但分化明显，一、二线城市土地市场热度较高，三线城市则相对较为疲软。

在开发资金来源方面，2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资持续活跃，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。整体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015 年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015 年全年商品房累计销

售 128,494.97 万平方米，同比增长 6.50%，增速较上年增加 14.10 个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自 2015 年有所下滑，截至 2015 年 12 月，全国拥有 7.19 亿平方米待售商品房，同比增长 15.60%，增速较去年下滑 10.50 个百分点。整体看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

在销售价格上，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至 2015 年底，一线城市房价为 32,891.25 元/平方米，同比增长 17.20%。整体看，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

从行业集中上看，中国房地产行业竞争态势日趋固化，龙头企业的先发优势明显，行业集中度进一步提升。2015 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 16.87% 和 22.82%，较上年变化不大；相应的销售面积占比分别达到 11.31% 和 14.62%，较上年增加 0.87 和 0.97 个百分点。整体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

### 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2015 年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015 年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行五次降息降准，经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 4.9%，公积金贷款利率降至 3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于 3 月、8 月和 9 月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求方面进行调整。2015 年 11 月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。2016 年 2 月，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

整体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，但行业未来仍将受政策影响进而出现比较明显的行业波动。

### 行业关注

（1）商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015 年底，全国商品房待售面积 71,853 万平方米，比 11 月末增加 2,217 万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续 7 个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

（2）行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015 年三季度，按 Wind 资讯整体法计算的房地产板块资产负债率

为 77.93%，较 2014 年底提高了 3.18 个百分点，房地产板块整体债务率较高。

### （3）市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

### （4）房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

## 行业发展

### （1）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015 年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

### （2）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

## 2. 证券行业

从证券市场的整体环境来看，2015 年我国股票市场波动较大，2015 年 1 月至 6 月中旬，股市大幅上涨；2015 年 6 月中旬受证监会控制场外配资的影响以及前期杠杆泡沫吹大带来的风险，股市开始持续暴跌，震荡幅度较大；2015 年 1 月 15 日，证监会发布修订后的《公司债券发行与交易管理办法》，主要内容涵盖了扩大发行主体范围、丰富债券发行方式、增加债券交易场所、简化发行审核流程、实施投资者分类管理、加强债券市场监管以及强化持有人权益保护等七个方面，公司债的改革促使公司债发行迅猛增长。受益于 2015 年上半年股票市场行情较好和债券市场扩容，证券公司经纪业务、资产管理业务和投资银行业务均较上年有较大增长且收入结构进一步优化。同时，中国经济着力推进供给侧结构性改革，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，为资本市场长期健康稳定发展奠定了坚实基础。在这一转型路径下，证券行业的监管机构以关键制度改革、多层次资本市场建设、资本市场内外开放、提升投融资功能、强化事中事后监管等为主要抓手，不仅在新股发行制度、优先股试点、国企改革、沪港通、再融资审核机制、并购重组配套融资政策、公司债券市场化改革等方面取得了进展，还加强了法治建设和稽查执法，营造了良好的市场环境，持续为证券行业注入发展活力，进一步拓宽了创新发展空间。

根据中国证券业协会公布的经营数据，证券公司未经审计财务报表显示，2015 年，125 家证券公司实现营业收入、净利润分别为 5,751.55 亿元和 2,447.63 亿元，同比分别增长 120.97%和 153.50%；截至 2015 年底，125 家证券公司总资产 6.42 万亿元、净资产 1.45 万亿元。由此，证券

行业在 2015 年实现了较好发展，证券公司的资产规模、经营业绩实现了较大幅度的提升，收入结构也有所调整。

2016 年，我国宏观经济将保持中高速增长。改革发展的推动，经济金融总量持续扩大，经济结构调整持续深化，为资本市场发展提供了广阔的空间。随着国家政策和监管部门的大力支持，“十三五”规划明确提出积极培育多层次资本市场、推进股债发行交易制度改革，提高直接融资比重。目前科创板已启动并挂牌，股转系统已出分层意见，深港通、注册制也正在循序渐进，这都将有利于资本市场的发展，也将提高证券公司各项业务收入。但市场竞争也将加剧，尤其是资本需求压力和加杠杆及其所带来的流动性风险防范要求也将日益提升。

同时，由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，证券公司在创新活动中可能面临因管理水平、技术水平、风险控制能力、配套设施和相关制度等方面不能与创新业务相适应而导致的经营风险。另外，监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，并且市场行情的波动等情况都可能使证券公司面临一定的经营风险。

总体看，2015 年证券行业快速发展，绝大多数的证券公司处于盈利状态；未来证券公司在资产证券化的推行、股票发行注册制改革、深港通开通和新三板分层等方面面临着较大的发展机会。

#### 四、管理分析

2015 年，公司的经营管理、财务管理等制度无变化；公司核心管理团队无重大变化。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

公司是大型民营企业集团，经过三十多年的发展，形成了以房地产为龙头，金融、能源及资本投资协调发展的多元化产业结构和业务格局。2015 年，公司收入规模进一步扩大，较上年增长 58.39%至 140.98 亿元，收入构成以房地产业、金融保险业为主，2015 年合计占营业收入比重为 89.08%，较上年增长 6.97 个百分点，公司主营业务突出。

从业务板块情况看，2015 年公司房地产板块营业收入 86.72 亿元，占公司营业总收入的比重较上年变化不大，受结算收入增加影响，收入规模较上年增长 56.48%；得益于 2015 年金融行业的快速发展，公司子公司民生证券与民生信托收入增长较大，公司金融、保险业板块收入同比大幅增长 119.99%至 38.85 亿元，在营业总收入中的比重提升 7.72 百分点至 27.56%；商业板块实现营业收入 4.19 亿元，较上年减少 43.61%，主要由于 2014 年底公司子公司民生控股出售旗下青岛国货汇海丽达购物中心有限公司股权，其当年收入较高，2015 年不再纳入公司合并范围；租赁业板块实现营业收入 8.23 亿元，较上年增长 56.17%，主要由公司持有物业出租率提高、租金增加所致。酒店服务业、物业管理及广告业在公司营业，收入中占比较小，整体经营较稳定。

表 2 2014~2015 年公司营业总收入和毛利构成（单位：亿元，%）

| 业务板块   | 2014 年 |       |       | 2015 年 |       |       |
|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
|        | 收入     | 占比    | 毛利率   | 收入     | 占比    | 毛利率   |
| 房地产业   | 55.42  | 62.27 | 58.93 | 86.72  | 61.52 | 48.36 |
| 金融、保险业 | 17.66  | 19.84 | 99.70 | 38.85  | 27.56 | 95.46 |
| 商业     | 7.43   | 8.34  | 27.54 | 4.19   | 2.97  | 42.43 |
| 租赁业    | 5.27   | 5.92  | 96.86 | 8.23   | 5.84  | 91.08 |

|           |              |               |              |               |               |              |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| 酒店服务业     | 0.62         | 0.69          | 67.31        | 0.53          | 0.38          | 68.20        |
| 物业管理      | 1.28         | 1.44          | -16.29       | 0.94          | 0.66          | 0.18         |
| 广告业       | 1.00         | 1.12          | 46.92        | 0.98          | 0.70          | 45.76        |
| 其他        | 0.34         | 0.38          | 66.24        | 0.53          | 0.37          | 53.32        |
| <b>合计</b> | <b>89.01</b> | <b>100.00</b> | <b>65.52</b> | <b>140.98</b> | <b>100.00</b> | <b>63.41</b> |

资料来源：审计报告

注：尾数差异系四舍五入造成。

毛利率方面，2015 年公司整体毛利率 63.41%，较上年小幅下降 2.11 个百分点。从各业务板块来看：房地产业务方面，由于 2015 年房地产拆迁成本增加，该业务板块毛利率为 48.36%，较上年下降 10.57 个百分点；金融保险业务方面，由于行业特点，整体毛利率高，2015 年为 95.46%，较上年减少 4.24 个百分点，主要由于 2015 年公司子公司泛海控股收购亚太财产保险有限公司（原民安财险；以下简称“亚太财险”），亚太财险 2015 年毛利率较低，拉低了该板块毛利率；租赁业板块毛利率为 91.08%，较上年减少 5.78 个百分点。

总体看，2015 年，公司主营业务突出，收入规模进一步扩大，公司整体毛利率较上年变化不大且仍保持较高水平。

## 2. 业务运营

### 房地产板块

泛海控股是公司房地产开发业务的主要载体。2015 年房地产市场回暖，公司房地产业务集中的北京、上海、深圳、武汉等一二线重点城市房地产价格止跌回稳，成交量攀升。

房地产开发建设方面，公司坚守对项目高品质的追求，严把项目品质关、质量关，同时根据市场形势变化和自身工作规划，合理调整开工建设速度。2015 年新开工面积 24.79 万平方米，竣工面积 89.11 万平方米，武汉中央商务区、北京泛海国际居住区二期、上海泛海国际公寓等重点项目建设进展顺利。2015 年，泛海控股与关联股东通海控股有限公司（以下简称“通海控股”）签订了《泛海东风项目定向开发合作协议》，公司在北京泛海国际居住区二期项目 2#、3#地块内为其定向开发建设办公和住宅用房，此次协议涉及开发面积约为 4.20 万平方米。

表 3 泛海控股房地产业务主要指标 （单位：万平方米，亿元）

| 指标     | 2014 年 | 2015 年 |
|--------|--------|--------|
| 在施面积   | 561.06 | 468.31 |
| 新开工面积  | 111.10 | 24.79  |
| 竣工面积   | 74.34  | 89.11  |
| 签约销售面积 | 55.84  | 46.92  |
| 销售结算面积 | 31.64  | 35.18  |
| 销售结算收入 | 55.37  | 86.63  |

资料来源：公司提供

房地产销售方面，2015 年公司房地产业务当年签约销售面积 46.92 万平方米；截至 2015 年底，公司累计实现签约销售金额 150.85 亿元，同比增长约 54.20%。泛海控股开发项目定位于高端客户群，2015 年签约销售收入主要来自北京和武汉。2015 年，泛海控股不断优化销售策略，加大销售力度，并通过“项目整售”等创新方式加速项目去化，该模式获得市场高度认可，全年实现项目整售金额达 31.90 亿元。其中：关联公司 22.17 亿元；其他非关联方中上海泛海国际

住区项目 2.28 亿元，武汉定制办公楼 7.45 亿元。

表 4 2014 年~2015 年泛海控股主要房地产销售项目（单位：平方米，亿元）

| 销售项目            | 2014 年<br>销售面积    | 2014 年<br>销售金额 | 2015 年<br>销售面积    | 2015 年<br>销售金额 | 项目类型        |
|-----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------|
| 武汉泛海国际居住区樱海园    | 33,991.81         | 6.79           | 11,319.34         | 3.38           | 住宅          |
| 武汉 SOHO 国际城     | 165,878.02        | 27.09          | 77,175.90         | 14.31          | 写字楼         |
| 武汉泛海国际居住区悦海园    | 9,240.99          | 1.38           | 1,899.79          | 0.29           | 住宅          |
| 武汉城市广场三期商业      | 546.73            | 0.17           | 0.00              | 0.00           | 商业          |
| 武汉泛海国际居住区竹海园    | 55,811.24         | 8.77           | 19,828.37         | 3.06           | 住宅          |
| 武汉泛海国际居住区松海园    | 49,883.13         | 7.71           | 39,390.01         | 6.54           | 住宅          |
| 武汉泛海国际居住区兰海园    | 25,117.69         | 6.04           | 31,138.18         | 7.95           | 住宅          |
| 武汉泛海国际居住区香海园    | 93,378.33         | 14.94          | 0.00              | 0.00           | 住宅          |
| 武汉泛海国际居住区桂海园    | --                | --             | 110,718.02        | 21.30          | 住宅          |
| 武汉泛海城市广场二期公寓    | --                | --             | 10,058.05         | 1.73           | 公寓          |
| 泛海时代中心          | 40,500.00         | 5.54           | 50,000.00         | 7.45           | 写字楼         |
| 世贸中心项目          | 57,500.00         | 8.59           | 0.00              | 0.00           | 写字楼         |
| 杭州泛海国际中心        | --                | 0.25           | 0.00              | 0.00           | 写字楼<br>(车位) |
| 深圳拉菲花园二期        | 564.58            | 0.15           | 0.00              | 0.00           | 住宅          |
| 深圳泛海城市广场        | 5,877.82          | 1.76           | 24,952.79         | 8.51           | 综合体         |
| 北京泛海国际居住区二期(星火) | 3,135.45          | 2.13           | 24,600.00         | 19.11          | 住宅          |
| 北京泛海国际居住区二期(东风) | 7,514.55          | 6.52           | 61,700.00         | 52.29          | 住宅          |
| 上海泛海国际公寓        | --                | --             | 5,959.00          | 4.90           | 住宅          |
| 沈阳泛海国际居住区       | --                | --             | 390.57            | 0.03           | 住宅          |
| <b>合 计</b>      | <b>548,940.34</b> | <b>97.83</b>   | <b>469,130.02</b> | <b>150.85</b>  | <b>--</b>   |

资料来源：公司提供

从结转情况来看，2015 年，公司销售结转面积 35.18 万平方米，较上年增加 11.19%；实现销售结转收入 86.63 亿元，较上年增加 56.46%；结转均价较 2014 年也有所提升，主要由于 2015 年公司所结转房地产项目均价较高。

在建项目方面，截至 2015 年底，泛海控股在建项目主要集中在北京、武汉、上海、美国洛杉矶等地，主要包括：泛海国际居住区项目（2#、3#、4#土地）、武汉中央商务区世贸中心、美国洛杉矶泛海广场项目等。在建房地产项目建筑面积合计 456.82 万平方米，截至 2015 年底已累计完成投资 367.30 亿元（计入存货—开发成本），公司房地产开发业务投资规模大，未来面临一定的投资压力。公司多数在建项目尚未达到预售条件，未来该类项目的销售有望为公司房地产业务收入的稳定增长提供有力保障，但房地产市场受宏观政策影响大，该类项目的预期销售实现存在一定不确定性。

表 5 截至 2015 年底泛海控股主要在建项目情况 （单位：万平方米，亿元）

| 项目                       | 占地面积          | 建筑面积          | 总投资       | 截至 2015 年底已投资 | 预计竣工时间      |
|--------------------------|---------------|---------------|-----------|---------------|-------------|
| 泛海城市广场二期                 | 3.04          | 21.99         | 17.26     | 5.26          | 2016 年 8 月  |
| 碧海园                      | 1.08          | 7.42          | 7.10      | 2.10          | 2016 年 1 月  |
| 财富中心                     | 1.03          | 9.63          | 8.19      | 3.26          | 2016 年 1 月  |
| 国际中心                     | 2.92          | 24.37         | 28.76     | 12.34         | 2016 年 5 月  |
| 世贸中心                     | 21.31         | 125.35        | 118.58    | 6.49          | 2022 年      |
| 武汉中心                     | 2.80          | 36.66         | 55.15     | 21.78         | 2018 年 8 月  |
| 泛海时代中心                   | 4.29          | 38.71         | 38.35     | 1.28          | 2018 年 10 月 |
| 桂海园                      | 8.03          | 29.20         | 25.30     | 6.20          | 2016 年 6 月  |
| 芸海园                      | 10.78         | 40.70         | 43.10     | 0.57          | 2017 年 12 月 |
| 宗地 23-1                  | 1.25          | 3.18          | 2.04      | 0.67          | 2017 年 4 月  |
| 基础设施建设                   | -             | -             | 120.52    | 62.09         | 2019 年      |
| 北京泛海国际居住区二期<br>(2#地、3#地) | 17.52         | 25.78         | 127.87    | 102.18        | 2017 年 12 月 |
| 北京泛海国际居住区二期<br>(4#地)     | 5.54          | 22.85         | 109.86    | 57.39         | 2016 年 6 月  |
| 上海泛海国际公寓                 | 4.39          | 22.89         | 91.41     | 54.63         | 2018 年 5 月  |
| 杭州泛海钓鱼台酒店                | 1.56          | 10.36         | 21.21     | 9.90          | 2016 年 6 月  |
| 沈阳泛海国际居住区                | 21.94         | 13.73         | 5.09      | 2.48          | 2017 年 12 月 |
| 美国洛杉矶泛海广场项目              | 1.87          | 24.00         | 14.40 亿美元 | 18.68         | 2018 年 9 月  |
| <b>合计</b>                | <b>109.35</b> | <b>456.82</b> | <b>--</b> | <b>367.30</b> | <b>--</b>   |

资料来源：公司提供

注：表中各项目已投资数据为剔除当期结转部分剩余在建部分的投资额。

土地储备方面，截至 2015 年底，公司土地储备面积合计 230.52 万平方米，主要位于北京、武汉等一二线城市以及美国旧金山和索诺马郡，全部为商住用地，规划用途包括住宅、商业、办公、酒店等，具有较强的升值潜力。

表 6 截至 2015 年底泛海控股土地储备情况 （单位：万平方米）

| 地块名称                                  | 地址                 | 待开发土地面积 | 总建筑面积<br>(含地上、地下) | 规划用途         |
|---------------------------------------|--------------------|---------|-------------------|--------------|
| 武汉中央商务区项目                             | 武汉中央商务区            | 63.00   | 360.65            | 住宅、商业、办公     |
| 北京泛海国际居住区二期<br>(1#地)                  | 北京东四环主干道东侧         | 7.52    | 66.86             | 住宅、商业、办公     |
| 沈阳泛海国际居住区                             | 沈抚新城东北部            | 6.90    | 4.31              | 住宅、商业        |
| 美国旧金山泛海中心<br>(即美国 First & Mission 项目) | 美国旧金山              | 0.51    | 21.83             | 写字楼、酒店、商业、公寓 |
| 美国夏威夷 Ko Olina 度假区酒店                  | 美国夏威夷 Ko Olina 度假区 | 6.92    | 9.20              | 酒店、公寓        |
| 美国索诺马项目                               | 美国索诺马郡             | 145.67  | --                | 酒店、酒庄、别墅、庄园  |

资料来源：公司提供

注：美国旧金山泛海中心项目、美国夏威夷酒店项目、美国索诺马项目为报告期新增土地储备。其中美国索诺马项目的部分业态尚需根据市场定位进行设计，暂时无法确定规划建筑面积；尚有上海董家渡 12 号地、14 号地及大连等项目处于一级开发或拆迁阶段，纽约项目已签订协议但尚未取得相关权证，涉及建筑面积共约 300 万平方米。

### 土地一级开发业务<sup>1</sup>

2015 年公司无新增一级开发项目，目前公司一级开发项目仍主要为北京东风乡绿隔地区第二宗地、大连泛海国际休闲度假项目和金龙湾水上旅游项目。截至 2015 年底累计投资 76.13 亿元，目前尚未实现收入。

表 7 2015 年底公司土地一级开发情况 （单位：亿元）

| 项目名称          | 总投资           | 截至2015年底已完成投资 |
|---------------|---------------|---------------|
| 北京东风乡绿隔地区第二宗地 | 115.00        | 58.63         |
| 大连泛海国际休闲度假项目  | 14.00         | 9.80          |
| 金龙湾水上旅游项目     | 23.41         | 7.70          |
| <b>合计</b>     | <b>152.41</b> | <b>76.13</b>  |

资料来源：公司提供

北京东风乡绿隔地区第二宗地土地面积 49.04 万平方米，拟开发地上建筑面积约 45.99 万平方米，总投资 115 亿元。截至 2015 年底已累计完成投资 58.63 亿元（计入存货—开发成本），目前正在进行土地一级开发。

泛海国际休闲度假项目位于大连市旅顺口区，项目采用人工岛与半岛相结合的填海造地方案，计划填海总面积为 48.43 公顷，形成陆域总面积约为 46.10 公顷，预计新增城市建设用地约 29.49 公顷。该项目已取得海域使用权证，总投资约 14.00 亿元，截至 2015 年底已完成投资 9.80 亿元（计入存货—开发成本），目前 A、B、C 区已完成填海工作，G、H 区正处于填海工程施工中，F1 区填海未开工；项目完工后由政府进行土地收储及二级市场出让，公司具有二级开发转让优先摘牌权利，公司计划通过摘牌或协议出让获取土地，再进行项目的二级开发建设。

金龙湾水上旅游项目位于大连旅顺口区，通过人工岛和半岛相结合的填海造地方案，计划填海总面积 47.60 公顷，形成陆域总面积为 44.33 公顷，预计新增城市建设用地约 31.09 公顷，该项目共分 D、E、F 三个区建设，目前 D 区已经完成填海工程，E、F 区填海未开工。该项目总投资 23.41 亿元，截至 2015 年底，已完成投资 7.70 亿元（计入存货—开发成本）。

总体看，2015 年，公司通过控制开发规模及加快项目去化速度，实现销售面积及销售收入的大幅增长。公司在建项目较多且均位于中心地段，土地储备多位于北京、武汉、上海等国内一二线城市的核心位置并不断开拓国际市场，所持地块均具备一定升值潜力及成本优势，未来有望为公司房地产收入的持续增长提供有力保障。但联合评级也关注到，2015 年以来国内房地产市场虽有回暖但仍有所波动，另国际房地产市场受当地政策影响较大尚存在诸多不确定性因素，对公司未来项目的顺利销售提出更高要求。此外，公司房地产板块未来投资规模大，公司面临较大资金压力。

### 金融业务板块

公司在金融领域的主要投资包括银行、证券、信托、期货、保险、典当、融资担保、保险经纪等；截至 2015 年底，公司主要投资控股的金融机构有民生证券、民生信托、亚太财产保险有限公司、民生财富投资管理有限公司（以下简称“民生财富”）、民生期货有限公司、北京民生典当有限责任公司（以下简称“民生典当”）、民生保险经纪有限公司、北京民金所金融信息服务有限公司等，其中以民生证券、民生信托作为主要运作平台。截至 2015 年底公司参股的金

<sup>1</sup>公司一级土地开发业务主要为一、二级联动，为后续土地储备做基础。

融机构有民生银行、广西北部湾银行股份有限公司等多家金融企业（具体如下表）。

表 8 截至 2015 年底公司金融板块主要控、参股公司 （单位：万元）

| 公司名称          | 注册资本      | 持股比例                 |
|---------------|-----------|----------------------|
| 民生证券股份有限公司    | 458,061   | 间接持股 87.645%         |
| 北京民生典当有限责任公司  | 16,400    | 间接持股 100%            |
| 民生保险经纪有限公司    | 5,000     | 间接持股 100%            |
| 民生银行股份有限公司    | 3,648,534 | 直接持股 2.30%           |
| 广西北部湾银行股份有限公司 | 438,414   | 6.09%                |
| 郑州银行股份有限公司    | 394,193   | 间接持股 0.17%           |
| 中国民生信托有限公司    | 300,000   | 直接持股 59.65%，间接持股 25% |
| 民生财富投资管理有限公司  | 35,000    | 间接持股 100%            |
| 民生期货有限公司      | 43,600    | 间接持股 100%            |
| 亚太财产保险有限公司    | 200,138   | 间接持股 51%             |

资料来源：公司提供

注：郑州银行股份有限公司注册资本为截至 2014 年末数据。

2015 年公司金融业务板块实现营业收入 38.85 亿元<sup>2</sup>，较上年大幅增长 119.99%。其中，民生证券和民生信托作为公司金融业务板块的主要运作平台，分别实现归属于公司所有营业收入 25.52 亿元和 8.68 亿元，较上年分别增长 95.02%和 117.45%。

表 9 公司金融板块各运作实体经营情况 （单位：万元，%）

| 名称                          | 2014 年营业收入   | 2015 年营业收入   | 变动率           |
|-----------------------------|--------------|--------------|---------------|
| 民生证券                        | 13.09        | 25.52        | 95.02         |
| 民生信托                        | 3.99         | 8.68         | 117.45        |
| 亚太财险                        | --           | 1.98         |               |
| 民生财富                        | 0.18         | 1.80         | 924.20        |
| 民生典当                        | 0.26         | 0.50         | 92.16         |
| 民生保险经纪                      | 0.03         | 0.05         | 45.84         |
| 其他非金融类公司的金融类收入<br>（如资金占用费等） | 0.12         | 0.32         | 177.33        |
| <b>合计</b>                   | <b>17.66</b> | <b>38.85</b> | <b>120.00</b> |

资料来源：公司提供

注：变动率尾数差异系四舍五入造成。

该表中营业收入为该实体实现的归属公司部分所有营业收入。

截至 2015 年底，民生证券及其控股的民生期货有限公司在全国设有 63 家营业部，在上海、广州、深圳、南京、济南和郑州设有 7 家分公司，同时拥有从事直投业务和另类投资业务的民生通海投资有限公司和民生证券投资有限公司。截至 2015 年底，民生证券总资产 322.07 亿元，净资产 117.41 亿元；2015 年实现营业收入 30.29 亿元，实现净利润 12.15 亿元。在 124 家证券公司 2015 年度主要经营指标排名中，民生证券净资本排名第 36 位，净资产排名第 31 位，营业收入排名第 47 位，净利润排名第 51 位，净利润排名比上年提升了 10 位。

民生信托除北京总部以外，已在上海、南京、武汉、成都、深圳建立了业务营销团队，形成了以北京为中心，重点拓展环渤海、华东、华南、华中业务的区域布局。截至 2015 年底，民生信托总资产 47.00 亿元，净资产 35.94 亿元，2015 年实现营业收入 10.82 亿元，实现净利润 3.91

<sup>2</sup>另有部分收益公司计入投资收益及公允价值变动收益。

亿元，管理的项目存续资产规模已超过 1,100 亿元。2016 年，泛海控股拟通过“收购+增资”的方式实现对民生信托的控股并增加其注册资本，该事项已于 2016 年 3 月底获得中国银监会批复同意。

2015 年，民生典当实现营业收入 4,954.45 万元，同比增长 90.07%，实现净利润 2,421.09 万元，同比增长 103.13%。2015 年民生典当分别获得了经济观察报举办的“2014~2015 中国最受尊敬社会推动企业奖项”和“2014~2015 年度中国卓越金融奖年度卓越中小企业服务金融机构奖项”。为继续做大做强典当业务，2015 年民生控股联合泛海能源控股股份有限公司按照持股比例对民生典当进行增资，增资完成后，民生典当注册资本将增加至 3.00 亿元，资本实力跃居北京市前列，这将进一步提升民生典当资本金规模，增强民生典当盈利能力。截至 2015 年底，民生典当增资事宜已经完成工商登记变更。

2015 年，民生财富加速全国营销网络布局，加强产品研发，提升服务水平，有力地支撑了业务开展。2015 年，民生财富实现营业收入 1.81 亿元，同比增长 925.44%，实现净利润 0.10 亿元，同比增长 3,189.69%。

民生银行是我国首家主要由非公有制企业入股的全国性股份制商业银行，自成立以来，业务不断地拓展，规模不断地扩大，效益逐年递增，并保持了良好的资产质量。截至 2015 年底，民生银行总资产 45,206.88 亿元，净资产 3,097.83 亿元，营业收入 1,544.25 亿元，实现归属于母公司股东的净利润 461.11 亿元，基本每股收益 1.30 元。公司为民生银行主要发起人和主要股东之一，截至 2015 年底，公司持有民生银行股份有限公司 83,872.69 万股 A 股股份，占总股本的 2.46%。

2015 年泛海控股对亚太财险的收购获得中国保监会批准。目前已完成对亚太财险战略规划、组织架构、关键人员的优化调整，亚太财险各项工作渐入正轨。2016 年泛海控股拟以自有资金参与亚太财险增资，使其注册资本由约 20 亿元增至约 100 亿元，此举将有效增强亚太财险实力，助其加快业务创新步伐，实现快速增长。此外，泛海控股参与发起设立亚太再保险和亚太互联网人寿，相关筹建工作正在按计划稳步推进，有望在 2016 年内实现财险、再保险、互联网保险等业态协同发展的保险板块综合布局。

总体来看，2015 年，公司不断丰富金融业务板块的种类，参控股金融企业经营状况良好，金融板块发展潜力大；公司可获得金融股权的现金分红，可有效补充公司现金流。

### 房产租赁板块

公司房产租赁经营物业主要为北京民生金融中心和山东商会大厦，分别由公司本部和山东齐鲁商会大厦有限公司持有运营，主要用于写字楼及配套商业的出租。

表 10 房产租赁情况 （单位：亿元，%）

| 名称     | 出租收入 | 出租率   |       |
|--------|------|-------|-------|
|        |      | 写字楼   | 商业    |
| 2014 年 |      |       |       |
| 民生金融中心 | 4.93 | 96.60 | 92.91 |
| 山东商会大厦 | 0.53 | 70.59 |       |
| 2015年  |      |       |       |
| 民生金融中心 | 6.24 | 99.75 | 83.73 |
| 山东商会大厦 | 0.67 | 76.37 |       |

资料来源：公司提供

民生金融中心大厦地处北京长安街，东邻建国门商圈，西接王府井商业区，周边遍布国家部委及大型金融机构，是公司直接持有的 5A 级高端写字楼。民生金融中心是以办公为主，兼有商业、健身、餐饮、会展等于一体的多功能现代化智能大厦，总占地 4.50 万平方米，建筑规模约 25.00 万平方米，为长安街最高建筑，2 万平方米门前观景广场，为大厦提供优雅的环境及开阔的视野。大厦由 A、B、C、D、E 座五个相对独立的建筑单体组合而成，以 C 座为中心向外发散。截至 2015 年底，中国民生信托、民生证券、中国东方资产、中国建银投资、农银人寿、光大永明保险、中融基金、长安信托、民生银行、浦发银行等政府及内外资知名企业已入驻民生金融中心。2015 年实现租赁收入 6.24 亿元，同比增长 5.8%；写字楼整体出租面积（建筑面积）16.66 万平方米，出租率 99.75%；商业出租面积（套内面积）近 2.17 万平方米，出租率 83.73%。

山东商会大厦位于济南市纬二路 51 号，东临大纬二路，北接大观园核心商业圈，交通畅达便捷。大厦占地面积 5,564.10 平方米，总建筑面积约 8.2 万平方米，建筑高度 130 米。建设方案由美国 LTC 设计公司设计，是一座集办公、金融、餐饮、娱乐为一体的全租赁 5A 甲级写字楼。截至 2015 年，壳牌石油、微软、IBM、美国利宝、德国 MAN、阿斯利康、赛诺菲、恒生银行、招商信诺、华润、五矿、中化工等 20 余家世界 500 强企业或其分支机构已入驻山东商会大厦。2015 年实现租赁收入 6.24 亿元，同比增长 5.80%。

总体看，2015 年公司房产租赁业务运作良好，收入规模进一步扩大，整体经营较稳定。

### 能源板块

能源产业是公司根据自身发展战略需要和国家科技、能源发展战略实施的新投资领域，目前投资和涉及的重点项目有包头甲醇制烯烃项目和新能凤凰（滕州）能源项目等。

#### （1）包头甲醇制烯烃项目

公司包头甲醇制烯烃项目由全资子公司泛海能源投资包头有限公司运营，截至 2015 年底，公司持股比例 100%。项目拟建厂址位于包头市土默特右旗山格架化工园区内，东与呼和浩特市土默特左旗和托克托县相接，南濒黄河与鄂尔多斯市的达拉特旗、准格尔旗隔河相望，西与包头市区接壤，北靠天然屏障一大青山，与包头市固阳县、呼和浩特市武川县相邻。

该项目采用中科院大连物化所甲醇制烯烃技术，建设年产 30 万吨聚乙烯和 30 万吨聚丙烯，同时年副产 8.3 万吨 C4 和 3 万吨 C5。项目包括甲醇制烯烃（MTO）装置、PP、PE 等生产装置和配套的公用工程、辅助生产装置，实施计划大体分为项目前期工作阶段、勘探和设计工作阶段、设备材料采购及施工前期准备工作阶段、施工安装工作阶段及试车与考核验收工作阶段共五个阶段，项目建设周期为 3 年。项目建成投产后可在十五年内实现销售总收入 981.90 亿元，年平均销售收入为 65.46 亿元，扣除各项成本及税费后年均实现税后利润 7.40 亿元。

截至 2015 年底，该项目已取得备案文件，土地证已取得，环评、规划、安评文件均已取得批复；已完成投资额 4.40 亿元。

#### （2）新能凤凰（滕州）能源项目

新能凤凰（滕州）能源项目是山东省政府确立的重点建设项目，该项目以洁净煤技术为核心，采用自主知识产品煤化工技术，建设甲醇深加工项目，延伸甲醇等煤化工产品产业链，生产煤基清洁燃料等下游煤化工产品。该项目由新能凤凰（滕州）能源有限公司负责，公司通过旗下泛海能源控股股份有限公司持有其 17.50% 的股权。

该项目占地 985 亩，建设内容为 72 万吨/年甲醇。该项目于 2006 年 7 月正式开工建设，2009 年 12 月 24 日第一条生产线年产 36 万吨甲醇装置投料试车成功，顺利产出合格甲醇产品；二期

36 万吨甲醇生产线于 2011 年 12 月已建设完成，目前两条生产线已经并行达产，运行平稳。项目公司还积极销售液氧、液氮、液氩及电等副产品，2015 实现营业收入 12.19 亿元。截至 2015 年底，公司对该项目已完成投资额 2.10 亿元。

### （3）印尼棉兰燃煤电站工程项目

印度尼西亚棉兰 2×165MW 火力发电机组项目位于北苏门答腊省棉兰市境内，由棉兰工业园区管理公司以工业园区自备电厂形式提出，运营模式为 BOT。中国泛海电力有限公司（以下简称“泛海电力”）与上海电力建设有限责任公司、PT. GARDA SAYAP GARUDA 于 2013 年 9 月成立项目公司 PT. MABAR ELEKTRINDO，联合投资建设该项目。

2014 年 3 月，该项目取得国家发展和改革委员会《境外投资项目备案证明》（发改办外资备字[2014]41 号），项目总投资 5.67 亿美元（人民币 35.09 亿元），其中泛海电力投资比例为 60%。

2014 年 12 月，该项目与印尼国家电力公司（PLN）正式签署签订为期 30 年的《购售电协议》，锁定项目运营期 30 年，机组年利用小时数为 7,008 小时，向印尼国家电网输送电力 21.02 亿度/年。该项目预计总营业收入为 48.22 亿美元，年均营业收入为 1.61 亿美元，年均净利润为 0.24 亿美元。

该项目于 2014 年 3 月开工，现场 EPC 建设严格按照进度管理，2015 年 11 月 2 日开始打桩，2016 年 3 月 8 日第一砼混凝土浇灌。截至 2015 年底，公司已完成投资额 2.04 亿元；项目整体建设进度按计划推进，计划于 2017 年底建成投运。

总体看，公司能源板块项目建设进度不断推进，部分项目已产生收入，未来随着项目全部建成投产，将对进一步扩大公司营业收入规模及提升综合竞争力有明显的促进作用；联合评级也同时关注到，公司能源板块项目未来投资需求较大，有一定的资金压力。

## 资本投资

除上述产业板块外，公司还通过控股、参股的方式进行各类优质业务的战略投资，主要包括联想控股、民生控股、中信产业基金管理公司、上海金融发展投资基金、绵阳科技城产业投资基金、天津赛富创业投资基金、澳大利亚铜矿项目、长白山国际旅游度假区项目等。其中除民生控股为控股子公司外，其他均为参股公司。

### （1）民生控股

民生控股（股票代码：000416）主要从事典当、财富管理及保险经纪等业务，主要业务由下属子公司民生典当、民生财富和民生保险经纪有限公司开展（民生典当、民生财富经营情况详见金融业务板块分析）。公司持有民生控股 119,981,428 股无限售流通股，占总股份的 22.56%，为第一大股东。

截至 2015 年底，民生控股合并总资产为 14.21 亿元，同比增加 37.02%；归属于上市公司股东的净资产为 8.70 亿元，同比减少 10.69%；实现营业收入为 2.35 亿元，同比减少 50.43%；实现归属于上市公司股东的净利润为 2,133.71 万元，同比减少 75.82%。

### （2）联想控股

联想控股（股票代码：3396.HK）于 2015 年 6 月完成了向境外投资者发行股票（H 股）并在香港联合交易所挂牌上市交易。联想控股为金融控股型公司，业务涵盖战略投资与财务投资两大范畴，其投资范围主要包括 IT、金融服务、现代服务、农业与食品、房地产和化工与能源等领域。

截至 2015 年底，总股本为人民币 23.56 亿元。资产总额达 3,067.90 亿元，较年初增长 4.60%；所有者权益 656.14 亿元，较上年末增长 23.06%；实现营业收入 3,098.26 亿元，净利润 19.67 亿元。

联想控股上市后，公司持有股份从 20% 稀释到 17%，因此从长期股权投资科目权益法核算转至可供出售金融资产科目核算，其股票市值与原长期股权投资账面余额之差计入投资收益。上市之后，联想控股对公司投资收益的影响主要来源于分红的收入，联系控股经营状况良好，未来发展潜力大，该部分收入未来可持续强。

### （3）澳大利亚铜矿项目

澳大利亚 CuDeco Ltd. (ASX: CDU) 为澳大利亚上市公司，根据 2015 年年报，期末总资产 4.45 亿澳元。公司通过旗下全资香港子公司—中国泛海国际投资有限公司认购其流通股股票，截至 2015 年底，公司持有该公司约 5,486 万股，占其总股本 17.39%，是其核心战略投资者和第一大股东。CuDECO 全资持有 Rocklands 铜矿项目，该项目占地面积 2,200 公顷，是一个世界级的铜/钴和黄金资源项目，根据最新的可行性研究报告，总探明、控制和推断的资源量为 56.7 百万吨 0.64% 铜。另外，矿区也发现含有磁铁矿资源，将被纳入未来的开采计划，资源储量为 1.78 亿吨 15.10% 磁铁矿。目前，Rocklands 项目于 Las Minerals 矿田已进行过前期的挖掘，矿石库存已达逾 220 万吨；矿区的主要基础设施和设备安装大部分已完成，选矿厂电力设施也已通电，现正进行调试，预计 2016 年 6 月份将正式营运。此外，公司已与 CuDeco 签署铜矿包销协议，未来将拥有稳定的资源销售收益。

## 3. 重大事项

经中国证券监督管理委员会《关于核准泛海控股股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2015]3113 号）核准，公司之子公司泛海控股 2016 年 1 月向包括公司在内的九名特定投资者非公开发行股票 63,888.89 万股，发行价格为 9.00 元/股，募集资金总额为 57.50 亿元，扣除发行费用 0.53 亿元后，募集资金净额为 56.97 亿元。本次非公开发行股票情况将会在公司 2016 年一季度的报表中体现，有助于公司整体资本实力的提升和资产负债水平的下降。

## 4. 经营关注

### 行业风险对公司经营提出了更高的要求

公司从事的金融、能源及房地产业务容易受到国家政策变动的影响，面临一定的行业政策风险。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大；公司金融板块所涉及的银行、证券和信托业务受国家监管政策影响较大，宏观调控政策、证监会关于规范证券市场的各项措施和监管政策，将直接影响到公司占比较高的证券经纪业务和投资银行业务。面对所处行业的不断变化发展，对公司未来经营提出了更高要求。

### 有息负债偿还压力及未来资金压力大

2015 年公司债务规模进一步扩大，资产负债率处于较高水平，面临一定偿付压力，随着经营规模的扩大，未来融资需求仍有可能增加；截至 2015 年底，公司目前在建房地产项目较多，土地一级开发、能源及投资并购等项目未来资金需求规模大，公司将面临较大的融资压力。

### 多业务板块及跨区域经营，管理难度加大

公司主营业务分布在金融、地产、能源、文化传媒及战略投资等多个板块，业务分布于北京、上海、深圳、杭州、武汉、青岛、西安、大连等国内多个重点城市以及美国、澳大利亚等国。随着公司跨行业布局逐步推进、子公司数目不断增长、业务区域日益扩张的局面，公司在统筹经营管理、本部及各子公司协同等方面面临新的挑战，要求公司及其管理团队具有较高的管理协调能力。公司内部控制制度的建设情况和经营管理团队的管理水平将可能影响企业的整

体经营业绩，未来存在一定的经营管理风险。

#### 5. 未来发展

未来，公司在考虑自身发展基础条件和外部环境的前提下，将本着战略性、前瞻性、指导性原则，坚持通过创新推动企业战略目标的确立和优化完善，进一步整合企业现有资源，实现集团产业的全面收益。

金融板块方面，公司将重点做好金融行业投资与发展，利用现有基础逐渐打造综合金融控股平台，实现金融资源整合，重点围绕保险、银行、信托、证券等目标进行战略整合，构建银行、证券、保险、典当、信托、基金各具体经营主体信息共享，协同经营的结构体系。

能源板块方面，公司将继续做好能源项目建设。未来五年包头煤制烯烃项目及印尼电厂将成为能源板块发展的主要方向，公司将加快能源项目建设，该板块项目将逐步形成稳定生产及利润，为公司带来稳定现金流。

房地产板块方面，公司将抓好“泛海控股”前期投资价值体现，充分利用近年来形成的土地优势和成本优势，集中建设与全面销售，实现房地产业务收入与利润的稳定高速增长。

投资方面，适时及时变现前期各项战略投资形成的良好资产，实现投资收益，将投资收益进一步用于公司重点建设的能源板块，形成对能源产业的有力支撑。

总体看，公司未来将继续完善各产业和业务赢利模式，通过多元化发展，实现对收入规模及利润水平的有力支撑。同时，联合评级也关注到，公司在建房地产、土地一级开发、能源及投资并购等项目未来资金需求规模大，将面临较大的投资压力。

### 六、财务分析

#### 1. 财务概况

公司提供的 2015 年财务数据经中兴华会计事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。从合并范围变化来看，2015 年末公司纳入合并范围的子公司共计 12 家，其中新增民丰资本投资管理有限公司和泛海资本投资管理有限公司；公司将民生财富投资管理有限公司转让出售给民生控股、将泛海建设控股有限公司吸收合并至母公司中国泛海（原公司注销）以及泛海绿能投资有限公司原小股东增资公司对其不再控股，故以上公司不再纳入合并报表范围。由于公司境外一级子公司中国泛海国际投资有限公司上年度审计调整，及母公司调整上年度投资收益、补提盈余公积，公司 2015 年审计报告对 2015 年期初数做出相应追溯调整，本报告 2014 年财务数据选取 2015 年期初数。整体看，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 1,994.37 亿元，负债合计 1,629.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）364.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益 275.26 亿元。2015 年公司实现营业收入 140.98 亿元，净利润（含少数股东损益）91.27 亿元，归属于母公司所有者净利润 82.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-39.71 亿元，现金及现金等价物增加额 223.78 亿元。

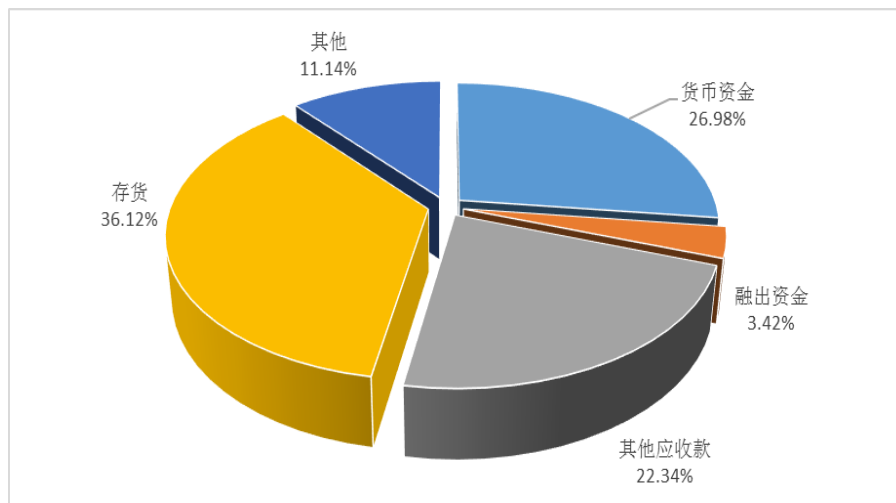
#### 2. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产合计 1,994.37 亿元，较年初增加了 56.65%，其中流动资产较年初增加了 82.70%，非流动资产较年初增长了 15.48%。流动资产在总资产中的占比由年初的 61.24% 提升至 71.42%，公司资产构成仍以流动资产为主。

## 流动资产

公司流动资产主要由货币资金(占比 26.98%)、其他应收款(占比 22.34%)和存货(占比 36.12%)构成, 公司流动资产的增加主要由于货币资金、其他应收款和存货均有较大幅度增长。

图1 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

2015 年公司货币资金为 384.31 亿元, 较年初增加 142.84%, 主要由于公司子公司民生证券业务量增大、收到客户货币保证金增多以及公司发行债券金额较大所致; 公司货币资金主要为银行存款(占比 98.72%); 受限资金 5.29 亿元, 主要为信托保障基金和保证金。公司货币资金较充足。

截至 2015 年底, 公司存货 514.53 亿元, 较年初增加 40.23%, 主要由于泛海控股地产项目拆迁成本增加及海外项目购地增加所致; 公司存货主要为公司房地产业务开发成本(占比 89.37%)和开发产品(占比 10.31%), 公司对存货计提存货跌价准备 424.08 万元(全部为对存货中库存材料和产成品的计提); 公司存货中 360.28 亿元用于借款抵押, 存货受限规模较大。由于公司房地产项目开发周期较长, 后续项目销售也受行业景气度影响而具有一定的不确定性; 此外, 公司目前在建项目投资规模增大, 项目投资支出集中, 与之对应的在售项目如果不能顺利进行销售, 对公司存货变现能力将造成一定的负面影响。

截至 2015 年底, 公司其他应收款 318.20 亿元, 较年初增长 147.57%, 主要由于公司业务发展、相关往来款项增加; 公司其他应收款以一年以内其他应收款为主(273.86 亿元, 占比 86.06%), 公司对该部分其他应收款计提坏账准备 1.30 亿元; 公司其他应收款前五名单位合计 256.18 亿元, 占全部其他应收款 80.52%, 其中来自关联方 1 年以内其他应收款 234.97 亿元。公司其他应收款规模较大, 对公司资金形成占用, 且规模较大的其他应收款多来自关联方, 有一定回款风险。

表 11 公司其他应收款金额前五名单位情况 (单位: 亿元)

| 单位名称 | 与公司关系 | 金额     | 年限    | 占其他应收款总额的比例(%) |
|------|-------|--------|-------|----------------|
| 法人一  | 关联方   | 105.41 | 1 年以内 | 33.13          |
| 法人二  | 关联方   | 73.42  | 1 年以内 | 23.08          |
| 法人三  | 关联方   | 56.14  | 1 年以内 | 17.64          |
| 法人四  | 非关联方  | 10.21  | 3 年以上 | 3.21           |
| 法人五  | 非关联方  | 11     | 1-2 年 | 3.46           |
| 合计   | --    | 256.18 | --    | 80.52          |

资料来源: 公司审计报告

### 非流动资产

公司非流动资产的增长主要是由于可供出售金融资产（占比 50.49%）和投资性房地产（占比 30.12%）的增加。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 287.76 亿元，较年初增加 94.60%，主要由于公司所持联想控股股权上市后持股比例降低，所持股权从长期股权投资科目转入可供出售金融资产科目。公司可供出现金融资产中受限资产账面价值 194.56 亿元。

截至 2015 年末，公司投资性房地产 171.65 亿元，较年初增加 5.54%，主要由于自用房地产和存货转入以及公允价值变动增加所致。公司受限投资性房地产账面价值 156.17 亿元，受限规模较大。公司投资性房地产主要构成为民生金融大厦和山东商会大厦等（具体见前文经营分析），该部分物业均位于城市核心地位，地理位置优越，未来仍存在升值空间。

总体看，2015 年公司资产规模进一步扩大，资产结构仍以流动资产为主；流动资产中存货占比较大，且受限比例较高；公司资产整体流动性一般。

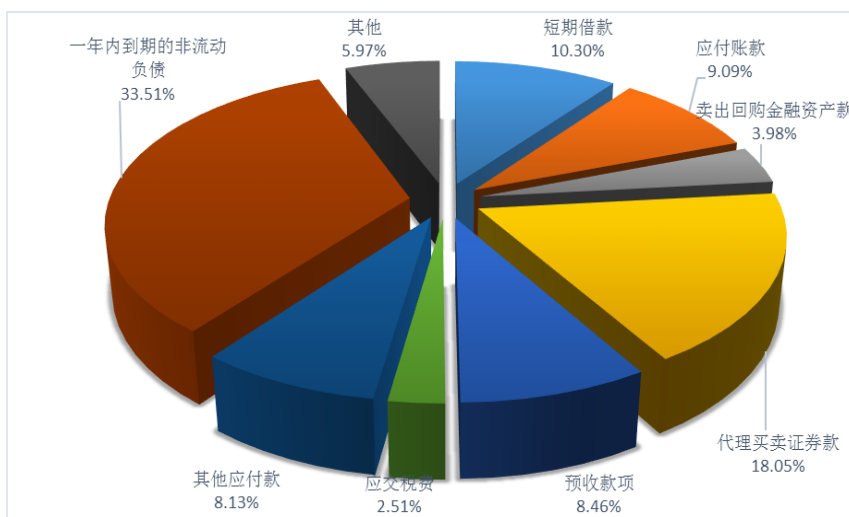
### 3. 负债及所有者权益

截至 2015 年末，公司负债合计 1,629.52 亿元，较年初增加 69.89%。其中流动负债增加了 37.99%，非流动负债大幅增长了 102.58%。流动负债在总负债中的占比减少至 41.11%，非流动负债占比增加至 58.89%，公司负债结构转为以非流动负债为主。

#### 负债

公司流动负债主要由短期借款（占比 10.30%）、代理买卖证券款（占比 18.05%）和一年内到期的非流动负债（占比 33.51%）构成。

图2 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年末，公司流动负债中短期借款为 69.01 亿元，较年初减少 21.38%，主要由于 2015 年公司偿还部分借款。

截至 2015 年末，公司代理买卖证券款为 120.93 亿元，较年初增加 53.93%，主要系期末证券市场行较好，经纪业务发展所致。

截至 2015 年末，公司一年内到期的非流动负债 224.52 亿元，较年初增加 9.65%，主要为一年内到期的长期借款。

截至 2015 年末，公司预收账款 56.65 亿元，较年初增加 156.57%，主要系房地产销售增加所致。

非流动负债方面，截至 2015 年末，公司非流动负债为 959.57 亿元，较年初增长 102.58%，主要源自公司长期借款（占比 60.60%）和应付债券（占比 36.25%）的增加。截至 2015 年底，公司长期借款为 581.52 亿元，较年初增长 55.81%，主要由公司融资增加所致；公司长期借款多集中于 2016 年和 2017 年到期，有一定的集中还款压力。

截至 2015 年末，公司应付债券 347.80 亿元，较年初大幅增长 528.63%，主要由公司本年度新发行债券规模较大所致，具体情况如下表所示：

表 12 截至 2015 年末公司应付债券情况表 （单位：万元）

| 项目           | 发行日期       | 债券期限 | 发行金额<br>(万元) | 期末余额<br>(万元)        |
|--------------|------------|------|--------------|---------------------|
| 11 泛海 01     | 2011/12/13 | 10 年 | 100,000.00   | 100,000.00          |
| 11 泛海 02     | 2011/12/13 | 6 年  | 180,000.00   | 180,000.00          |
| 15 泛海 01     | 2015/8/14  | 3 年  | 600,000.00   | 597,040.56          |
| 15 泛海 02     | 2015/9/14  | 6 年  | 300,000.00   | 296,829.58          |
| 15 泛海 03     | 2015/9/21  | 6 年  | 100,000.00   | 98,936.01           |
| 15 泛海债       | 2015/12/18 | 5 年  | 500,000.00   | 497,043.94          |
| 14 民生 01     | 2014/8/13  | 1 年  | 40,500.00    | --                  |
| 14 民生 02     | 2014/10/17 | 2 年  | 42,000.00    | 42,000.00           |
| 15 民生 01     | 2015/3/20  | 1 年  | 100,000.00   | 104,875.07          |
| 15 民生 02     | 2015/4/16  | 2 年  | 60,000.00    | 60,000.00           |
| 15 民生 03     | 2015/6/17  | 2 年  | 150,000.00   | 150,000.00          |
| 亚太财险次级债      | 2011/12/30 | 5 年  | 25,000.00    | 25,000.00           |
| 15 海控 01     | 2015/9/24  | 3 年  | 400,000.00   | 398,722.72          |
| 15 泛控 01     | 2015/12/21 | 5 年  | 150,000.00   | 319,488.81          |
| 15 泛海 MTN001 | 2015/10/14 | 5 年  | 320,000.00   | 149,477.75          |
| 美元债 14       | 2014/9/8   | 5 年  | 3.2 亿美元      | 202,454.04          |
| 美元债 15       | 2015/8/12  | 5 年  | 4 亿美元        | 256,151.50          |
| <b>合计</b>    | --         | --   | --           | <b>3,478,019.99</b> |

资料来源：公司提供

从公司的债务规模来看，2015 年公司短期债务和长期债务分别为 305.57 亿元和 930.19 亿元。公司 2015 年长期债务资本化比率为 71.83%，较上年大幅提高 13.97 个百分点；全部债务资本化比率 77.21%，较 2014 年增加 7.43 个百分点。公司的资产负债率由 2014 年末的 75.34% 上升至到 2015 年底的 81.71%，公司债务负担有所增加，且整体处于较高水平。公司刚性债务规模大，具有较大的偿债压力。

### 所有者权益

截至 2015 年末，公司所有者权益合计 364.85 亿元，较年初增长 16.19%，归属于母公司所有者权益合计 275.26 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本 78.00 亿元（占比 28.34%），资本公积 18.29 亿元（占比 6.64%），未分配利润 161.13 亿元（占比 58.54%）。未分配利润占比较高，权益稳定性有待提升。

总体看，公司债务规模有所增加，且处于较高水平，有较强的偿债压力；公司长期借款有一

定集中偿付风险；公司应付债券规模较大，需提前做好还款准备；所有者权益稳定性有待提升。

#### 4. 盈利能力

2015 年公司实现营业收入 140.98 亿元、利润总额 95.09 亿元、净利润 91.27 亿元，较 2014 年分别增加 58.39%、568.13%和 902.07%，公司盈利水平提升明显。

费用控制方面，2015 年公司财务费用、销售费用和管理费用均有所增加，费用总额为 84.22 亿元，较 2014 年增加 44.42%。其中财务费用增长 37.84%至 50.02 亿元，主要原因是发行债券、扩大融资规模，融资量增加使财务费用增加所致；管理费用为 28.29 亿元，较上年增加 52.54%，主要原因是人力资源费与公杂费增加所致；销售费用 5.90 亿元，较 2014 年增加 69.70%，主要由于人力资源费及销售推广费增加所致。整体看，公司各项费用变动情况与公司经营状况相匹配，费用收入比为 59.74%，较上年减少 5.78 个百分点，但仍处于较高水平，对公司利润侵蚀较大，公司需加强费用控制能力。

非经常性损益方面，公司为投资控股型集团企业，除主业带来的收入外，还可获得较大规模的投资收益和公允价值变动收益。2015年，公司获得公允价值变动收益4.24亿元，同比下降46.91%，其中投资性房地产的公允价值变动产生收益0.71亿元，交易性金融资产公允价值变动收益3.53亿元。2015年公司获得投资收益102.18亿元，较上年大幅增长366.80%；公司所获投资收益中83.48亿元来自联想控股，占利润总额的91.46%，主要由于2015年联想控股在香港上市，公司将所持联想控股股票转入可供出售金融资产科目按市价折算，与原长期股权投资科目核算帐面金额的差额全部记入投资收益。上市之后，联想控股对公司投资收益的影响主要来源于分红的收入，联想控股经营状况良好，未来发展潜力大，该部分分红未来可持续强。

2015 年公司主营业务毛利率和营业利润率分别为 63.45%和 52.62%，较上年变化不大；2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均较上年有明显增加，分别为 10.71%、8.88%和 26.89%。公司整体经营状态较上年有所提升。

总体看，公司经营状况良好，2015 年营业收入规模进一步扩大，盈利水平保持较快增长，投资收益对公司利润水平贡献较大；联合评级同时关注到，公司费用对利润规模侵蚀较大，需加强费用控制能力。

#### 5. 现金流

从经营活动看，2015 年公司经营活动现金流入 267.35 亿元（同比增加 6.36%），现金流出 307.06 亿元（同比增加 13.73%）；公司经营活动产生的现金流量净流出 39.71 亿元，净流出规模同比大幅增加 113.24%，主要是公司 2015 年关联支付其他与经营有关的现金增加所致。从收入实现质量来看，近两年公司的现金收入比分别为 88.63%和 101.52%，公司收入实现质量有所提升。

从投资活动看，2015 年公司投资活动现金流入 167.94 亿元，投资活动现金流出 323.83 亿元，较上年均大幅增长，主要系各类金融资产投资增长较大所致；投资活动现金流仍呈现净流出状态，净流出 155.88 亿元，净流出规模同比增加 365.92%，主要由于公司扩大投资规模所致。

从筹资活动看，2015 年公司筹资活动现金流入 912.95 亿元，同比增加 66.54%，主要由于吸收投资和发行债券收到的现金增加；现金流出 495.96 亿元，同比增加 18.29%，主要由于偿还借款增加；筹资活动现金由净流入 416.98 亿元，同比大幅增加 223.49%，主要由于发行债券收到的现金与取得借款收到的现金增加所致。

总体看，2015 年公司经营性现金流仍呈现净流出状态，且净流出规模扩大；随着投资规模扩大，公司融资需求将会进一步扩大。

## 6. 偿债能力

截至 2015 年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.71%、77.21%和 71.83%,公司负债规模处于较高水平,债务负担较重。

从短期偿债能力指标来看,公司负债结构以非流动负债为主,2015 年公司流动比率、速动比率分别为 2.13 倍和 1.36 倍,较上年分别上升 0.52 个百分点和 0.51 个百分点;现金短期债务比为 1.42 倍,较上年增加 0.80 个百分点。整体看,公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债能力指标来看,2014 年、2015 年公司 EBITDA 分别为 51.17 亿元和 147.32 亿元,2015 年大幅增加的原因系公司利润增加。从 EBITDA 的构成来看,利润总额占比 64.55%,计入财务费用的利息支出占比 33.96%。2015 年 EBITDA 利息倍数为 1.73 倍,EBITDA 全部债务比为 0.12 倍,EBITDA 对全部债务的保障能力较上年有所提升;经营现金债务保护倍数为-0.03 倍,筹资活动前现金流量净额债务保护倍数为-0.16 倍。公司 2015 年长期债务增加,但考虑到公司整体经营实力较强,未来盈利能力较好,整体偿债能力仍属较强。

截至 2015 年底,公司共获得银行授信 59.44 亿元,目前已使用 43.19 亿元,公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年底,公司为商品房承购人提供抵押贷款担保累计余额为 55.88 亿元,主要由于泛海控股房地产板块房地产销售业务增加所致;公司无不良经营记录、无不良纳税、无假冒伪劣及质量处罚等情况、无违法处罚记录、无未决诉讼及重大经济纠纷情况。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(被查询机构信用代码:G1011010101241860E),截至 2016 年 4 月 28 日,公司无未结清关注类、不良类信贷信息记录。

总体看,公司负债规模处于较高水平,债务负担较重;但考虑到公司整体经营实力较强,未来盈利能力较好,整体偿债能力较强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看,截至 2015 年底,公司现金类资产(货币资金、交易性金融资产、应收票据)达 435.04 亿元,为“15 泛海 02”和“15 泛海 03”本金合计(40 亿元)的 10.88 倍,公司现金类资产对债券的覆盖程度高;净资产为 364.85 亿元,约为债券本金合计(40 亿元)的 9.12 倍,公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 泛海 02”和“15 泛海 03”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看,2015 年,公司 EBITDA 为 147.32 亿元,约为债券本金合计(40 亿元)的 3.68 倍,公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看,公司 2015 年经营活动产生的现金流入 267.35 亿元,约为债券本金合计(40 亿元)的 6.68 倍,公司经营活动现金流入量对“15 泛海 02”和“15 泛海 03”的覆盖程度高。

综合以上分析,考虑到公司作为国内大型民营综合类企业集团,在经营规模、产业布局、多元化经营等方面具有的突出优势。加之公司资产规模较大,综合实力强,投资涉及地产、金融、能源等多个领域,土地与项目储备丰富,投资企业经营状况良好且未来发展潜力大,联合评级认为公司对“15 泛海 02”、“15 泛海 03”的偿还能力很强。

## 八、综合评价

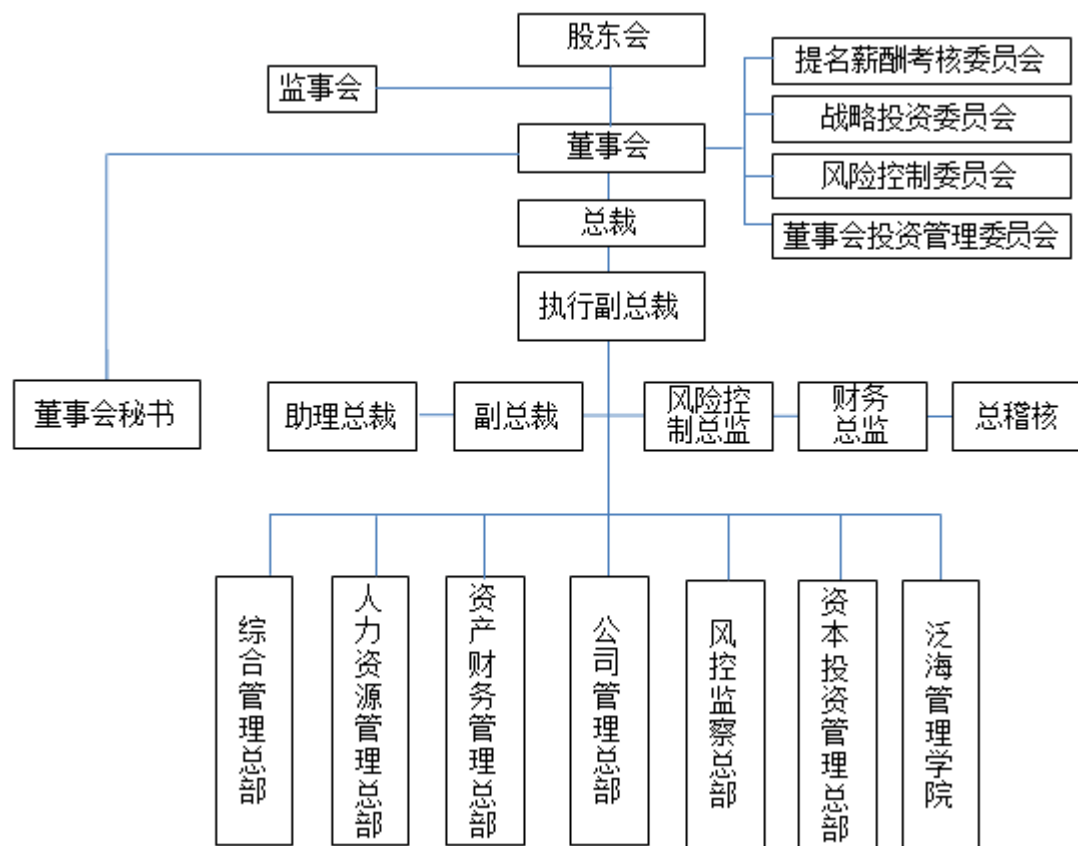
泛海集团 2015 年受益于房地产市场景气度上行以及金融行业的快速发展,经营状况良好,公

司营业收入规模进一步扩大；2015 年公司加大投资力度，投资涉及金融、地产、电力、资本等多个领域，持有大量金融资产，质量优良，未来收入可持续强，对公司未来盈利形成良好支撑；公司房地产业务土地与项目储备丰富；联想控股上市后公司获得投资收益金额较大，对当期利润影响较大。同时，联合评级关注到房地产业务仍将面临较大的政策影响波动、公司未来投资支出规模较大、公司债务规模快速扩张及债务负担进一步加重等因素，对公司的信用水平可能造成的负面影响。

未来随着公司在建项目的完工结转，公司收入规模有望进一步扩大；公司投资企业优良，发展前景良好，将进一步扩大公司的经营规模，提升公司的盈利能力，公司整体竞争实力也将得以提升。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”，同时上调“15 泛海 02”和“15 泛海 03”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 中国泛海控股集团有限公司组织结构图



## 附件 2 中国泛海控股集团有限公司 主要财务指标

| 项目              | 2014 年   | 2015 年   |
|-----------------|----------|----------|
| 资产总额（亿元）        | 1,273.17 | 1,994.37 |
| 所有者权益（亿元）       | 314.00   | 364.85   |
| 短期债务（亿元）        | 293.76   | 305.57   |
| 长期债务（亿元）        | 431.15   | 930.19   |
| 全部债务（亿元）        | 724.90   | 1,235.76 |
| 营业收入（亿元）        | 89.01    | 140.98   |
| 净利润（亿元）         | 9.11     | 91.27    |
| EBITDA（亿元）      | 51.17    | 147.32   |
| 经营性净现金流（亿元）     | -18.62   | -39.71   |
| 应收账款周转次数（次）     | 6.35     | 8.63     |
| 存货周转次数（次）       | 0.09     | 0.11     |
| 总资产周转次数（次）      | 0.08     | 0.09     |
| 现金收入比率（%）       | 88.63    | 101.52   |
| 总资本收益率（%）       | 4.77     | 10.71    |
| 总资产报酬率（%）       | 4.31     | 8.88     |
| 净资产收益率（%）       | 3.16     | 26.89    |
| 营业利润率（%）        | 50.74    | 52.62    |
| 费用收入比（%）        | 65.52    | 59.74    |
| 资产负债率（%）        | 75.34    | 81.71    |
| 全部债务资本化比率（%）    | 69.78    | 77.21    |
| 长期债务资本化比率（%）    | 57.86    | 71.83    |
| EBITDA 利息倍数（倍）  | 0.83     | 1.73     |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.07     | 0.12     |
| 流动比率（倍）         | 1.61     | 2.13     |
| 速动比率（倍）         | 0.85     | 1.36     |
| 现金短期债务比（倍）      | 0.62     | 1.42     |
| 经营现金流流动负债比率（%）  | -3.84    | -5.93    |

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指 标 名 称           | 计 算 公 式                                                                                      |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 增长指标              |                                                                                              |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1] ×100% |
| 经营效率指标            |                                                                                              |
| 应收账款周转率           | 营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]                                                               |
| 存货周转率             | 营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]                                                                   |
| 总资产周转率            | 营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]                                                                     |
| 现金收入比率            | 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%                                                                  |
| 盈利指标              |                                                                                              |
| 总资本收益率            | (净利润+计入财务费用的利息支出) / (期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%                               |
| 总资产报酬率            | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / (期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%                                                |
| 净资产收益率            | 净利润 / (期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%                                                           |
| 主营业务毛利率           | (主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%                                                               |
| 营业利润率             | (营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%                                                             |
| 费用收入比             | (管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%                                                                |
| 财务构成指标            |                                                                                              |
| 资产负债率             | 负债总额 / 资产总计 ×100%                                                                            |
| 全部债务资本化比率         | 全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%                                                               |
| 长期债务资本化比率         | 长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%                                                                    |
| 担保比率              | 担保余额 / 所有者权益 ×100%                                                                           |
| 长期偿债能力指标          |                                                                                              |
| EBITDA 利息倍数       | EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)                                                                 |
| EBITDA 全部债务比      | EBITDA / 全部债务                                                                                |
| 经营现金债务保护倍数        | 经营活动现金流量净额 / 全部债务                                                                            |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额 / 全部债务                                                                           |
| 短期偿债能力指标          |                                                                                              |
| 流动比率              | 流动资产合计 / 流动负债合计                                                                              |
| 速动比率              | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计                                                                         |
| 现金短期债务比           | 现金类资产 / 短期债务                                                                                 |
| 经营现金流动负债比率        | 经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%                                                                    |
| 经营现金利息偿还能力        | 经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)                                                             |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)                                                            |
| 本期公司债券偿债能力        |                                                                                              |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA / 本期公司债券到期偿还额                                                                         |
| 经营活动现金流入量偿债倍数     | 经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额                                                                   |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额                                                                     |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。